

DDIC 需求稳健，CIS 平台加速成长

华泰研究

2024 年 10 月 29 日 | 中国内地

季报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

28.24

研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

研究员 丁宁
SAC No. S0570522120003 dingning021681@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员 廖健雄
SAC No. S0570524030001 liaojianxiong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 魏靖松
SAC No. S0570124070135 weijingsong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

公司公布三季度业绩:收入 23.77 亿元,同比增长 16.12%,环比增长 9.56%;归母净利润 0.92 亿元,同比增长 21.60%,环比减少 14.68%。前三季度公司实现收入 67.75 亿元,同比增长 35.05%;归母净利润 2.79 亿元,同比增长 771.94%。Q3 营收及归母净利润同比高速增长主要得益于:1) 下游电视、智能手机等需求逐渐回升,公司 DDIC 需求增长,产能利用率提升至满载状态;2) 公司于 6 月起对部分产品代工价格进行调涨;3) CIS 平台随大客户持续放量。我们看好公司 LCD 及 TDDI 需求稳健向上,且 CIS/OLED DDIC 等高阶产品营收贡献快速提升,维持“买入”评级。

3Q24 回顾:需求稳步复苏推动营收环比增长, CIS 产能持续满载

公司在经历 Q2 的营收波动后,因终端消费电子需求持续回升,公司 Q3 营收得以环比增长。公司自 3 月以来产能处于满载状态,其中 CIS 平台在核心大客户的领域拓展及份额提升驱动下,产能紧缺。同时,公司新产品进展顺利。目前 55nm 中高阶单芯片及堆栈式 CIS 芯片工艺平台已大批量生产,40nm 高压 OLED 芯片工艺平台已实现小批量生产,28nm 逻辑芯片通过功能性验证。价格方面,公司对部分产能紧缺产品进行价格调升,推动公司 Q3 毛利率改善,环比提升 2.93pct 至 26.79%。因此, Q3 扣非后归母净利润实现同环比高速增长,达到 0.85 亿元。(YoY: 293.02%; QoQ: 126.68%)

4Q24 展望: 55nm CIS 有望继续驱动营收增长, 关注 OLED 新品进展

由于当前 CIS 平台产能较为紧缺,我们预计大客户 55nm CIS 需求将继续放量。叠加公司 40nm OLED 驱动芯片平台有望逐步进入大批量生产阶段,我们预计公司将在四季度扩充 20kwpm 的产能,总产能在季度末将达到 157kwpm。价格侧,我们认为公司产品结构优化将抵消 LCD 驱动平台的价格压力,ASP 有望维持稳定,我们预计公司 Q4 营收及毛利率将继续环比提升。值得注意的是,公司 28nm 逻辑芯片已在 Q3 通过功能性验证,我们预计公司 28nm OLED 驱动芯片将于 2025 年上半年批量量产,未来将成为业绩增长的重要驱动力。

目标价 28.24 元, 维持“买入”评级

我们看好公司产品结构多元化奠定中长期成长基础,但考虑到公司短期新产品的研发投入加大,我们下调 2024/2025/2026 年归母净利润预测 28%/7%/23%至 4.24/8.23/10.86 亿元,对应 EPS 为 0.21/0.41/0.54 元。基于 25E BPS 11.29 元,给予 2.50x PB (较行业均值 3.1x 折价,主因 DDIC 价格压力及产能积极扩张期较高的折旧),对应目标价 28.24 元,维持“买入”评级。

风险提示: 半导体行业下行; 国产化进程不及预期; 研发不达预期的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	10,051	7,244	9,403	12,472	13,965
+/-%	85.13	(27.93)	29.82	32.63	11.98
归属母公司净利润 (人民币百万)	3,045	211.63	424.04	823.39	1,086
+/-%	76.16	(93.05)	100.37	94.18	31.92
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.52	0.11	0.21	0.41	0.54
ROE (%)	27.26	1.23	1.96	3.70	4.68
PE (倍)	13.89	199.92	99.78	51.38	38.95
PB (倍)	3.22	1.98	1.94	1.87	1.78
EV EBITDA (倍)	7.75	13.87	14.09	10.19	9.03

资料来源:公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	28.24
收盘价 (人民币 截至 10 月 28 日)	21.09
市值 (人民币百万)	42,309
6 个月平均日均成交额 (人民币百万)	226.14
52 周价格范围 (人民币)	11.96-21.83
BVPS (人民币)	10.42

股价走势图



资料来源: Wind

图表1：晶合集成可比公司估值表（截至 2024 年 10 月 28 日）

代码	公司	交易货币	股价	总市值 (百万元)	P/E (倍)		P/B (倍)		P/S (倍)		ROE(%)	
					2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
国内半导体代工												
688981 CH	中芯国际	RMB	93.1	742,424	172.6	136.3	4.9	4.7	13.5	11.7	2.8%	3.4%
688469 CH	中芯集成-U	RMB	4.8	33,787	-31.2	-66.1	3.0	3.1	5.0	4.0	-9.5%	-4.7%
688347 CH	华虹公司	RMB	44.5	76,421	68.7	40.6	1.8	1.8	4.6	3.9	1.6%	3.6%
688396 CH	华润微	RMB	51.9	68,691	64.5	48.7	3.0	2.9	6.4	5.8	4.6%	5.8%
	平均				68.6	39.9	3.2	3.1	7.4	6.4		

资料来源：Wind，华泰研究预测

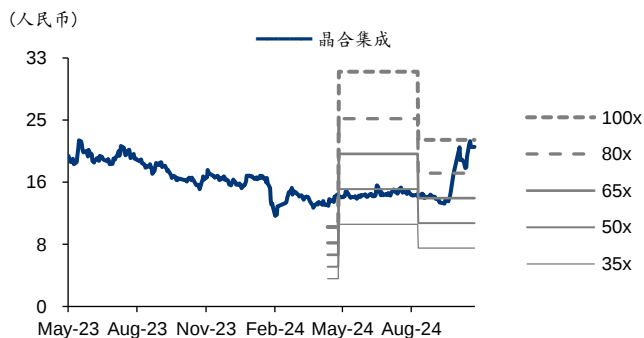
风险提示

半导体周期下行的风险。半导体为周期性行业，当前由于终端需求较为不足，且供应链库存水位尚未恢复至健康水平，因此行业处于相对低谷。若半导体周期持续下行，周期复苏慢于我们预期，则公司经营业绩将承压。

成熟制程竞争加剧的风险。过去 2-3 年，全球各国及地区对于本地化生产的重视度越来越高，主要半导体制造企业均宣布较大规模的扩产计划，资本开支明显提升，尤其是在成熟制程部分，行业因此可能存在竞争加剧的风险。

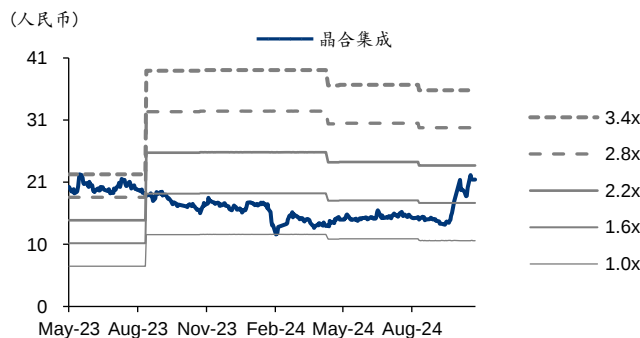
OLED 及其他工艺平台开发不及预期风险。OLED 面板驱动芯片主流技术为 28/40nm 制程，公司目前 28/40nm 的 OLED 显示驱动芯片工艺平台尚处于技术开发阶段。此外，公司正积极开拓 CIS、PMIC、MCU、E-Tag 等平台，若公司技术平台研发不及预期，可能导致公司进入 OLED 市场进度慢于我们预期。

图表2：晶合集成 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表3：晶合集成 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,838	11,945	14,081	18,298	18,942
现金	7,895	6,526	8,472	11,237	12,583
应收账款	506.67	857.20	913.36	1,435	1,195
其他应收账款	17.74	25.72	30.70	44.13	39.66
预付账款	63.21	84.40	107.22	146.92	137.66
存货	1,022	1,493	1,599	2,476	2,028
其他流动资产	1,335	2,959	2,959	2,959	2,959
非流动资产	27,926	36,211	44,293	50,647	54,050
长期投资	0.00	100.00	125.00	156.25	195.31
固定投资	21,437	22,873	26,563	31,078	33,282
无形资产	1,434	1,358	1,090	834.05	533.44
其他非流动资产	5,055	11,880	16,515	18,579	20,040
资产总计	38,765	48,156	58,374	68,945	72,992
流动负债	9,211	14,017	26,168	38,292	43,654
短期借款	287.07	658.35	11,477	16,444	25,646
应付账款	926.25	8,000	2,975	11,489	4,500
其他流动负债	7,998	5,358	11,716	10,358	13,508
非流动负债	11,503	12,002	9,700	7,398	5,095
长期借款	8,227	11,510	9,208	6,906	4,604
其他非流动负债	3,276	491.48	491.48	491.48	491.48
负债合计	20,715	26,018	35,867	45,689	48,749
少数股东权益	4,926	728.36	673.05	598.20	499.45
股本	1,505	2,006	2,006	2,006	2,006
资本公积	11,209	18,754	18,754	18,754	18,754
留存公积	405.68	617.31	986.04	1,735	2,722
归属母公司股东权益	13,124	21,410	21,834	22,657	23,743
负债和股东权益	38,765	48,156	58,374	68,945	72,992

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	6,280	(161.04)	4,024	10,560	2,806
净利润	3,156	119.16	368.73	748.54	987.45
折旧摊销	2,780	3,244	3,088	3,879	4,664
财务费用	69.09	154.05	359.14	270.14	347.51
投资损失	(3.69)	(73.19)	(30.16)	(35.68)	(46.35)
营运资金变动	(137.92)	(3,999)	243.80	5,705	(3,138)
其他经营现金	416.09	393.79	(5.15)	(6.85)	(7.88)
投资活动现金	(8,466)	(9,027)	(11,135)	(10,191)	(8,013)
资本支出	(6,890)	(7,408)	(11,145)	(10,202)	(8,027)
长期投资	(1,579)	(1,681)	(25.00)	(31.25)	(39.06)
其他投资现金	3.69	62.71	34.85	42.00	53.64
筹资活动现金	5,323	7,915	9,056	2,395	6,552
短期借款	(2,225)	371.28	10,819	4,967	9,202
长期借款	3,050	3,283	(2,302)	(2,302)	(2,302)
普通股增加	0.00	501.53	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	851.00	7,545	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	3,647	(3,786)	539.52	(270.14)	(347.51)
现金净增加额	3,591	(1,230)	1,946	2,765	1,346

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,051	7,244	9,403	12,472	13,965
营业成本	5,411	5,678	6,981	9,201	10,171
营业税金及附加	23.28	31.86	41.36	54.86	61.43
营业费用	59.74	50.20	56.42	74.83	83.79
管理费用	294.92	271.19	343.23	455.22	509.74
财务费用	69.09	154.05	359.14	270.14	347.51
资产减值损失	(306.61)	(81.09)	(105.26)	(139.61)	(156.33)
公允价值变动收益	3.63	11.33	4.99	6.65	7.66
投资净收益	3.69	73.19	30.16	35.68	46.35
营业利润	3,142	115.58	365.51	745.88	985.14
营业外收入	14.35	6.01	6.01	6.01	6.01
营业外支出	0.08	2.25	2.25	2.25	2.25
利润总额	3,156	119.34	369.27	749.64	988.91
所得税	0.21	0.18	0.54	1.10	1.46
净利润	3,156	119.16	368.73	748.54	987.45
少数股东损益	110.77	(92.46)	(55.31)	(74.85)	(98.75)
归属母公司净利润	3,045	211.63	424.04	823.39	1,086
EBITDA	6,273	3,535	4,005	5,522	6,838
EPS (人民币, 基本)	2.02	0.12	0.21	0.41	0.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	85.13	(27.93)	29.82	32.63	11.98
营业利润	81.92	(96.32)	216.25	104.07	32.08
归属母公司净利润	76.16	(93.05)	100.37	94.18	31.92
获利能力 (%)					
毛利率	46.16	21.61	25.76	26.22	27.17
净利率	31.40	1.65	3.92	6.00	7.07
ROE	27.26	1.23	1.96	3.70	4.68
ROIC	24.88	1.09	2.64	4.64	5.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.44	54.03	61.44	66.27	66.79
净负债比率 (%)	14.63	34.05	66.67	64.10	84.40
流动比率	1.18	0.85	0.54	0.48	0.43
速动比率	1.05	0.64	0.42	0.37	0.35
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.17	0.18	0.20	0.20
应收账款周转率	13.81	10.62	10.62	10.62	10.62
应付账款周转率	3.17	1.27	1.27	1.27	1.27
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.52	0.11	0.21	0.41	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	3.13	(0.08)	2.01	5.26	1.40
每股净资产(最新摊薄)	6.54	10.67	10.88	11.29	11.84
估值比率					
PE (倍)	13.89	199.92	99.78	51.38	38.95
PB (倍)	3.22	1.98	1.94	1.87	1.78
EV EBITDA (倍)	7.75	13.87	14.09	10.19	9.03

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、丁宁、廖健雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 晶合集成（688249 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、丁宁、廖健雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 晶合集成（688249 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司