

产能扩充+产品结构优化双赋能，景气度上行助益业绩增长

核心观点

- 国内领先的 12 英寸晶圆代工厂，业绩持续改善。**根据公司业绩快报，公司 2024 年实现营业收入 92.5 亿元，同比上升约 28%，实现归母净利润 5.33 亿元，同比上升约 152%，实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同比上升约 740%，业绩持续改善。公司专注于 12 英寸晶圆制造代工服务，在第一主轴 DDIC 业务外，大力投入发展 CIS、PMIC、MCU 和 Logic 等技术平台，制程工艺涵盖 150-55nm 范围。目前 40nm 高压 OLED 显示驱动芯片已小批量生产，未来将导入更先进制程技术。
- 晶圆代工景气度好转，国产替代需求显著。**半导体市场增长势头强劲，代工需求上升。据世界半导体贸易统计协会数据，2024 年第四季度全球半导体市场同比增长 17% 到 1709 亿美元，较 24Q3 环比增长 3%。2024 年全年市场规模为 6280 亿美元，同比增长 19%。24 年中国芯片设计行业的销售总额预计达到 6460 亿元人民币，同比增长 12%，国内芯片设计行业的蓬勃发展将催生更多的制造代工需求；与此同时，全球晶圆代工产业逐渐向中国大陆转移，据 TrendForce 预计近年来中国大陆在纯代工市场的份额将保持增长态势，中国大陆晶圆代工行业有望持续增长。
- 产能扩充+产品结构优化同行，发力车载芯片市场。**近年来公司为紧抓行业发展机遇积极进行产能扩充，持续购置生产设备，建立以 DDIC、CIS、PMIC、MCU、Logic 五大产品为主轴的产品矩阵，月产能由 2021 年的 4.75 万片增长至 24H1 的 12 万片，产能利用率持续维持饱和状态；持续扩产中高端 CIS 产能，预估 2025 年 CIS 晶圆代工产能将提升至 7-8 万片/月。公司持续投入研发，不断改善产品结构，2024H1 公司 55nm 制程占主营业务收入的比例提升至 9%，随着产品结构中 55nm 及以下制程比重持续增加，ASP 有望提升。在下游应用方面，汽车电子需求旺盛，公司积极布局汽车芯片领域，联合产业链上下游组建安徽省汽车芯片联盟，已初步形成产业生态体系。公司产品陆续通过车规级认证，为未来公司发展打开天花板。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股净资产分别为 10.41、11.32、11.91 元，根据可比公司 25 年平均 3.05 倍 PB 估值水平，给予 34.52 元目标价，首次给予买入评级。

风险提示

- 下游需求不及预期；产品结构改善不及预期；技术开发进度不及预期。

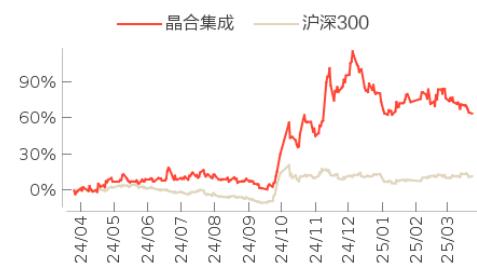
公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,051	7,244	9,249	11,743	14,391
同比增长(%)	85%	-28%	28%	27%	23%
营业利润(百万元)	3,142	116	483	834	1,252
同比增长(%)	82%	-96%	318%	73%	50%
归属母公司净利润(百万元)	3,045	212	532	798	1,192
同比增长(%)	76%	-93%	151%	50%	49%
每股收益(元)	1.52	0.11	0.27	0.40	0.59
毛利率(%)	46.2%	21.6%	26.5%	29.2%	29.9%
净利率(%)	30.3%	2.9%	5.8%	6.8%	8.3%
净资产收益率(%)	27.3%	1.2%	2.5%	3.7%	5.1%
市盈率	14.5	208.8	83.1	55.4	37.1
市净率	3.4	2.1	2.1	1.9	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（首次）
股价 (2025年03月24日)	22.03 元
目标价格	34.52 元
52周最高价/最低价	29.76/12.89 元
总股本/流通 A股 (万股)	200,614/117,673
A股市值 (百万元)	44,195
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年03月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-3.92	-10.85	-12.54	58.26
相对表现%	-2.37	-9.97	-11.31	47.26
沪深 300%	-1.55	-0.88	-1.23	11



证券分析师	
蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人	
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

目 录

1 聚焦 12 英寸晶圆代工，业绩持续改善.....	5
1.1 国内领先晶圆代工厂，致力于多元化工艺	5
1.2 营收持续增长，盈利能力稳步提升	7
2 晶圆代工景气度好转，国产替代需求显著.....	10
2.1 终端产品带动全球晶圆代工需求增长.....	10
2.2 中国晶圆代工行业国产替代需求显著.....	13
2.3 国家重点支持集成电路行业的发展	15
3 产能扩充+产品结构优化同行，发力车载芯片市场.....	16
3.1 持续扩充 CIS 产能，产能利用率饱和	16
3.2 不断加强研发创新能力，持续优化产品结构.....	19
3.3 汽车电子市场景气，公司发力车载芯片	21
盈利预测与投资建议	24
盈利预测	24
投资建议	25
风险提示	25

图表目录

图 1：2024 年第四季度全球前十大晶圆代工业者营收排名（单位：百万美元）	5
图 2：公司主要制程及工艺平台的演进情况.....	6
图 3：公司不同工艺平台收入占比情况	6
图 4：公司技术蓝图.....	6
图 5：公司股权结构（截至 2024Q3）	7
图 6：公司核心技术人员简介	7
图 7：公司营业收入变化情况	8
图 8：公司不同制程收入情况	8
图 9：公司不同客户归属地收入情况.....	8
图 10：公司归母净利润变化情况	9
图 11：公司毛利率保持增长态势	9
图 12：公司费用率低位稳定	9
图 13：公司营业收入主要由主营业务收入构成	10
图 14：公司研发投入保持同比上涨	10
图 15：公司研发团队规模壮大	10
图 16：公司员工受教育程度分布情况（截至 24H1）	10
图 17：全球集成电路市场规模变化情况	11
图 18：全球晶圆代工市场规模变化情况	11
图 19：全球电视市场规模（出货量，单位：亿台）	11
图 20：全球平板电脑/笔记本电脑市场规模（出货量，亿台）	11
图 21：全球智能手机市场规模（出货量，单位：亿台）	12
图 22：各终端产品所需 DDIC 数量情况	12
图 23：全球 CIS 市场规模及预测	12
图 24：全球 MCU 市场规模及预测	12
图 25：全球 PMIC 市场规模及预测	13
图 26：全球 Micro LED 市场规模预测	13
图 27：半导体产业正在向中国大陆扩散	13
图 28：中国集成电路（芯片）行业市场规模变化情况	14
图 29：中国大陆晶圆代工行业市场规模情况	14
图 30：全球新建晶圆厂预测	14
图 31：中国大陆集成电路行业进出口情况	15
图 32：国内芯片设计业规模及增速	15
图 33：中国集成电路市场规模变化情况（销售额口径）	15
图 34：国家政策全力支持半导体领域发展	16

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 35：公司产能持续释放	17
图 36：2024Q4 中国大陆企业控股的纯晶圆代工企业营收排名	17
图 37：公司产销情况（单位：万片/年）	17
图 38：12 英寸晶圆厂投资情况	18
图 39：公司不同制程营收占比	18
图 40：公司产线建设情况	19
图 41：客户预约公司未来产品产能情况（据 24 年半年报）	19
图 42：公司核心技术	20
图 43：用于 40nm 及以下制程研发的在研项目情况（截至 2024H1）	21
图 44：汽车电子占整车制造成本的情况	22
图 45：全球汽车电子行业市场规模	22
图 46：中国汽车电子行业市场规模	22
图 47：中国汽车电子行业细分产品占比情况（2024）	22
图 48：公司对于车载芯片的规划情况	23
图 49：可比公司估值表	25

1 聚焦 12 英寸晶圆代工，业绩持续改善

1.1 国内领先晶圆代工厂，致力于多元化工艺

公司是国内领先的晶圆代工厂。晶合集成成立于 2015 年 5 月，由合肥市建设投资控股（集团）有限公司与台湾力晶科技股份有限公司合资建设。项目计划总投资超千亿元，规划分三期建设，设计总产能 32 万片/月。公司专注于半导体晶圆生产代工服务，为客户提供 150-55nm 不同制程工艺，目前 40nm 高压 OLED 显示驱动芯片已小批量生产，未来将导入更先进制程技术。晶合集成 2024 年四季度营收在中国大陆晶圆代工企业中排名第三（不含外资控股企业），在全球市占率排名上升至第九位。

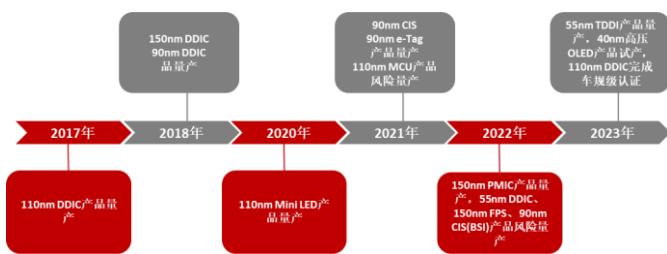
图 1：2024 年第四季度全球前十大晶圆代工业者营收排名（单位：百万美元）

排名	公司名称	所属国家/地区	24Q4	
			收入	占有率
1	台积电	中国台湾	26854	67.1%
2	三星	韩国	3260	8.1%
3	中芯国际	中国大陆	2207	5.5%
4	联电	中国台湾	1867	4.7%
5	格芯	美国	1830	4.6%
6	华虹集团	中国大陆	1042	2.6%
7	高塔半导体	以色列	387	1.0%
8	世界先进	中国台湾	357	0.9%
9	合肥晶合	中国大陆	344	0.9%
10	力积电	中国台湾	333	0.8%

数据来源：TrendForce、东方证券研究所

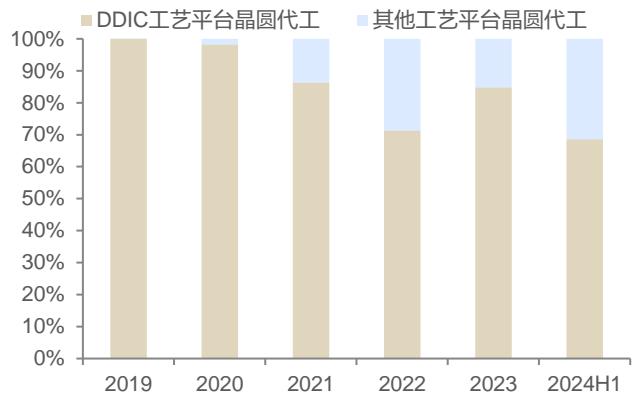
主营 12 英寸晶圆代工服务，致力于提供多元化工艺平台服务。晶合集成自设立以来，主营业务始终为 12 英寸晶圆代工服务，目前已实现 150nm 至 55nm 制程节点的 12 英寸晶圆代工平台的量产，以及 40nm 高压 OLED 显示驱动芯片的小批量生产。公司的核心产品 DDIC 工艺平台晶圆代工产品是最主要的收入来源，近年来公司陆续研发 Mini LED、CIS、e-Tag、MCU、PMIC 等其他新工艺平台，并取得一系列突破。近几年公司新工艺平台晶圆代工实现的收入呈上升趋势，至 2024H1 公司 CIS 产品占主营业务收入的比例已显著提升到 16.0%，成为公司第二大产品主轴，预计未来新工艺平台将成为公司重要的收入增长点。公司高度重视产品研发及工艺升级，未来将继续致力于研发并应用行业先进的工艺，为客户提供多种制程节点、不同工艺平台的晶圆代工服务。

图 2：公司主要制程及工艺平台的演进情况



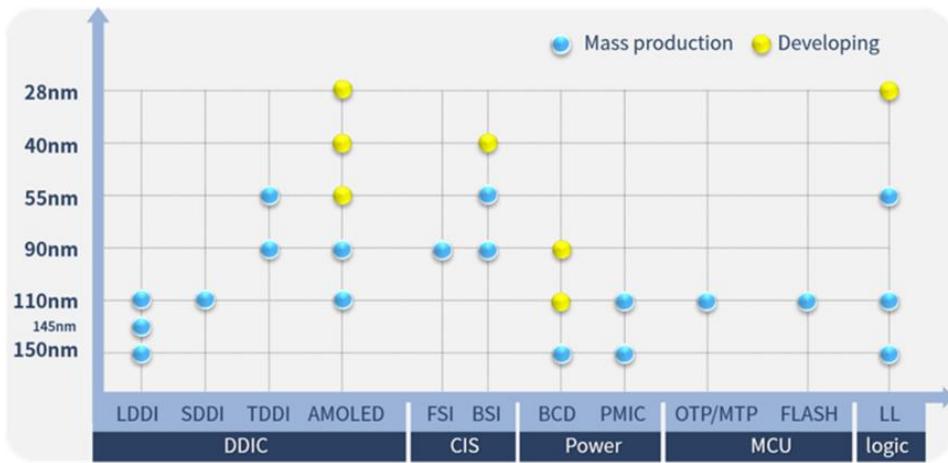
数据来源：公司招股书、东方证券研究所

图 3：公司不同工艺平台收入占比情况



数据来源：公司招股书、公司年报、东方证券研究所

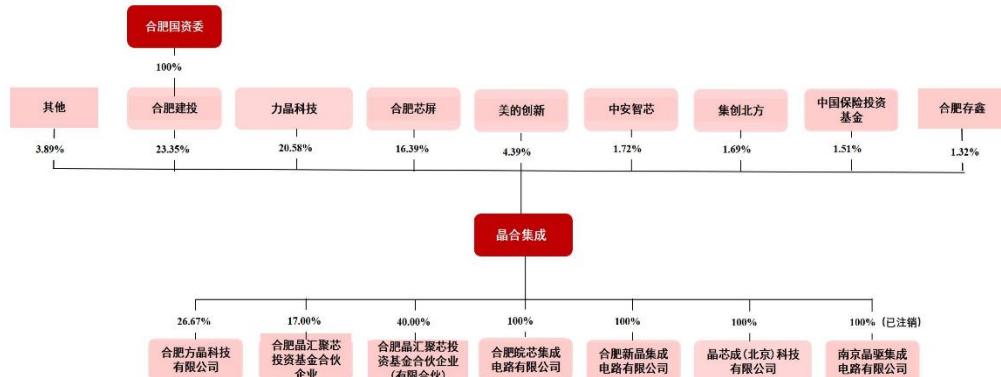
图 4：公司技术蓝图



数据来源：公司官网、东方证券研究所

合肥市国资委为公司实际控制人。截至 2024 年三季报，合肥建投直接持有公司 23.35% 的股份，并通过合肥芯屏控制发行人 16.39% 的股份，合计控制发行人 39.74% 的股份。合肥市国资委持有合肥建投 100% 的股权，系公司的实际控制人。力晶科技为公司的外资股东，持有发行人 20.58% 的股份。

图 5：公司股权结构（截至 2024Q3）



数据来源：iFind、东方证券研究所

公司四名核心技术人员中，高管占据两名，拥有相关行业多年从业经历，专业背景较强，任职期间对公司核心技术形成做出重要贡献，带领公司实现平台技术瓶颈突破，产能扩张。

图 6：公司核心技术人员简介

姓名	职务	学历	主要任职经历
邱显寰	副总经理	中国台湾成功大学硕士	曾于力晶科技、瑞晶电子股份有限公司、美光任职，负责技术开发、良率改善及厂线建设
郑志成	副总经理	中国台湾中山大学博士	曾任中国台湾工业技术研究院副理；台湾积体电路制造股份有限公司资深部经理；
李庆民	协理兼技术开发二处处长	中国台湾清华大学硕士	曾在联华电子、力晶科技等公司任职，从事技术研发工作
张伟瑾	N1 厂厂长	中国台湾海洋大学学士	曾任职于力晶科技、美光，负责集成电路制造工作

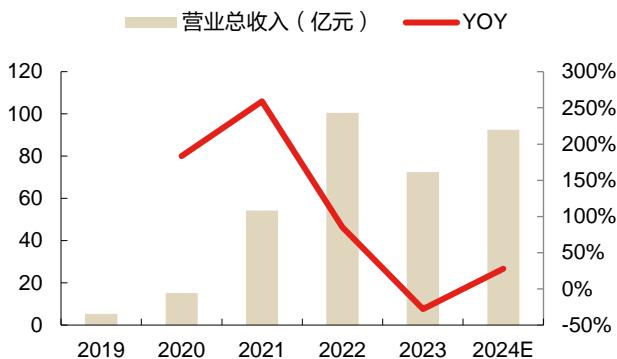
数据来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

1.2 营收持续增长，盈利能力稳步提升

营收同比保持增长，收入结构持续优化。随着公司产能稳健提升以及公司持续加强产品研发，2019-2022 年间公司营业收入高速增长，CAGR 高达 166%；2023 年，受全球半导体下行周期及终端消费疲软影响，公司业绩有所下滑，营收同比下降 28%，归母净利润同比下降 93%。2024 以来，受益于全球半导体市场景气度回暖，以及公司持续提升产品和经营能力，公司展现出强劲的业绩复苏态势。根据公司发布的 24 年业绩快报，2024 年实现营业收入 92.5 亿元，同比上升约 28%，实现归母净利润 5.33 亿元，同比上升约 152%，实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同比上升约 740%，业绩持续改善。

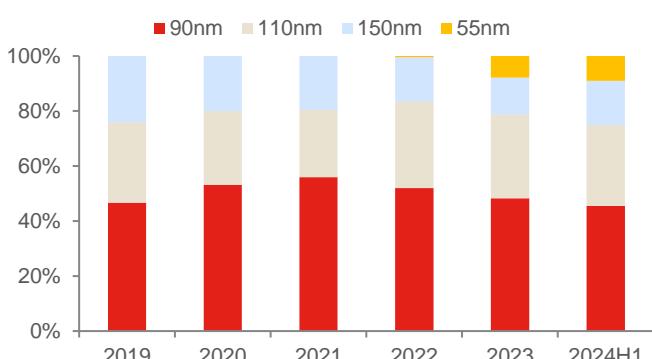
从营收结构来看，公司各制程节点产品中，55nm 制程类产品金额及占比呈快速上升趋势，收入结构持续优化。公司销售由境外客户为主转向境内外客户均衡拓展，受益于下游产品需求快速增长以及国家对集成电路行业的政策支持，公司境内客户收入规模及占比呈上升趋势。

图 7：公司营业收入变化情况



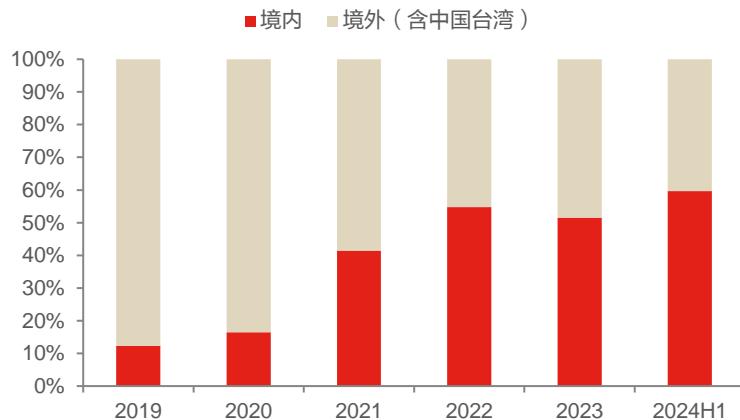
数据来源：公司招股书、东方证券研究所

图 8：公司不同制程收入情况



数据来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

图 9：公司不同客户归属地收入情况

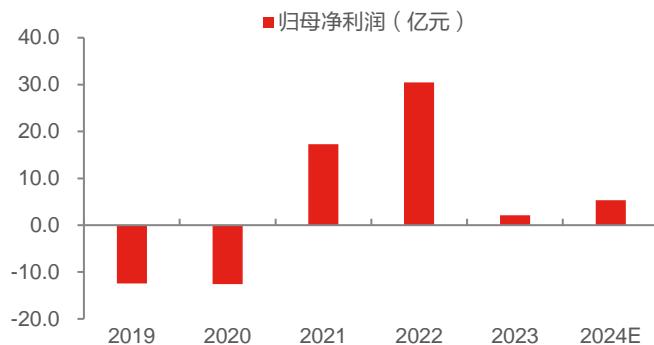


数据来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

整体产能利用率维持高位，毛利水平稳步回升。2019-2022 年，随着公司产能逐步释放和行业景气度提升，公司毛利率和归母净利润均保持增长态势；22Q4-24Q1，受半导体行业景气度下滑、市场复苏缓慢等影响，公司毛利率水平和归母净利润有所下滑。2024 年，公司订单充足，整体产能利用率维持高位，单位销货成本下降，公司综合毛利率预计为 25.6%，较上年同期预计增加 4.0 pct。

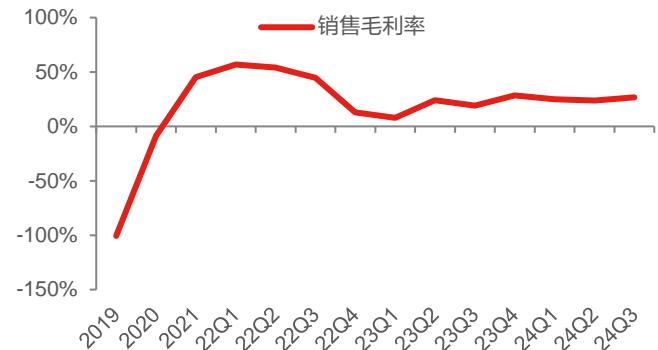
2024 年公司盈利能力大幅改善。根据 24 年业绩快报，公司 24 年实现归母净利润 5.33 亿元，同比大增 152%，实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同比大增 740%。公司营业收入和净利润实现双增长，业务保持稳定发展态势。在下游市场稳定需求增长的情况下，预计公司未来经营情况持续向好，盈利能力将得到进一步提升。

图 10：公司归母净利润变化情况



数据来源：iFind、公司招股书、公司公告、东方证券研究所

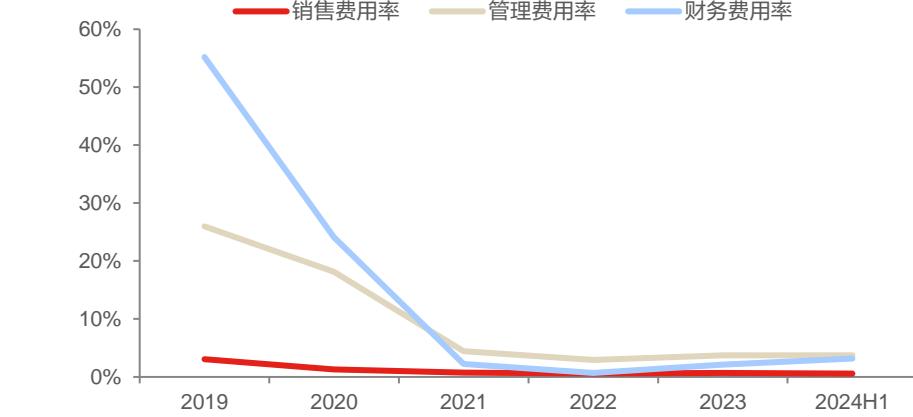
图 11：公司毛利率保持增长态势



数据来源：iFind、公司招股书、公司公告、东方证券研究所

公司规模效应显现，费用率低位稳定。受益于销售规模扩大，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率在早期呈快速下降趋势，2021年以后公司费用率均维持低位稳定。2024年前三季度，公司费用率整体仍维持低位水平，销售费用率为0.61%，管理费用率为3.64%，财务费用率为3.87%。

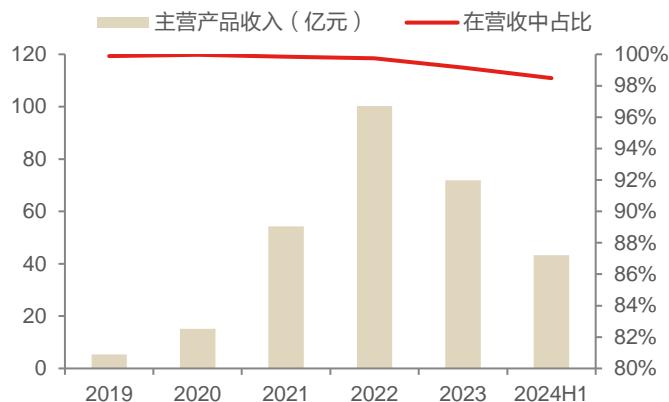
图 12：公司费用率低位稳定



数据来源：iFind、公司招股书、公司公告、东方证券研究所

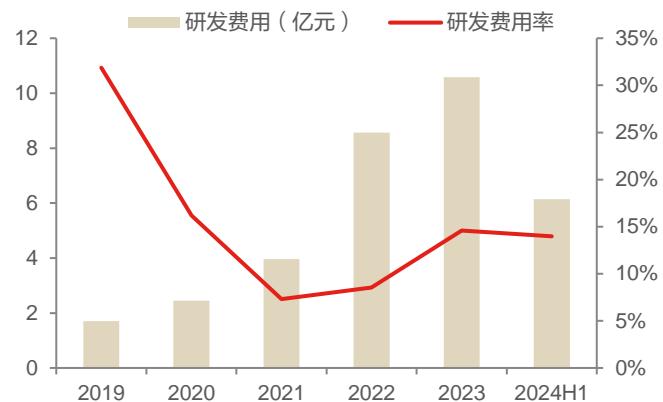
核心技术研发助力业绩增长。公司核心技术广泛应用于主营业务中，主营业务收入在营收中占比保持在98%以上。公司自设立以来重视研发，持续的研发投入是公司相关产品与技术保持行业竞争力的基础，2021-2023年公司研发费用分别为4.0亿元、8.6亿元和10.6亿元，呈稳步上升趋势。公司高度重视研发团队建设，制定研发人才战略，利用各种招聘渠道吸引人才竞聘，并建立了长效激励机制，培养和发展出一支专业化的核心研发团队。研发团队核心成员由资深专家组成，拥有在行业内多年的技术研发经验。在公司员工中，2024年H1研发人员的比例达34%以上，总体呈现上升趋势；本科及以上人员占比接近90%。

图 13：公司营业收入主要由主营业务收入构成



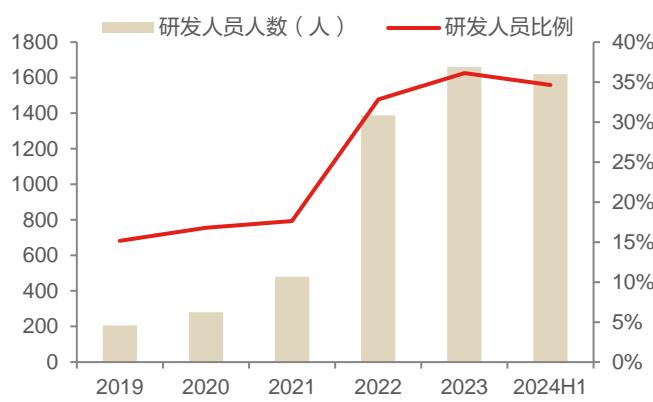
数据来源：公司招股书、东方证券研究所

图 14：公司研发投入保持同比上涨



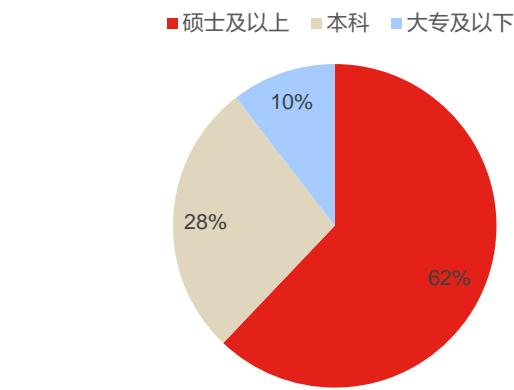
数据来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

图 15：公司研发团队规模壮大



数据来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

图 16：公司员工受教育程度分布情况（截至 24H1）



数据来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

2 晶圆代工景气度好转，国产替代需求显著

2.1 终端产品带动全球晶圆代工需求增长

集成电路周期拐点已至，代工需求上升。全球半导体市场增长势头强劲。据世界半导体贸易统计组织汇总的数据显示，1月全球半导体销售额（3MMA）同比增长18%至565亿美元，创同期历史新高，全球半导体销售额连续第九个月同比增长超过17%，显示出全球半导体市场的持续复苏。集成电路行业市场规模随着全球信息化和数字化持续发展，新能源汽车、消费电子、移动通信等新兴领域的快速发展带动了全球集成电路行业规模的增长。Frost & Sullivan预计到2027年，全球集成电路市场规模将增长至36321亿元。晶圆代工行业源于集成电路产业链的专业化分工，专门负责集成电路制造，为集成电路设计公司提供晶圆代工服务，Gartner预计2024年全球晶圆代工市场规模将增长至1394亿美元。未来随着5G、人工智能、云计算等技术的进步与发展，全球集成电路行业对晶圆代工服务的需求将进一步提升。

图 17：全球集成电路市场规模变化情况



数据来源：Frost & Sullivan、中国半导体行业协会、东方证券研究所

图 18：全球晶圆代工市场规模变化情况

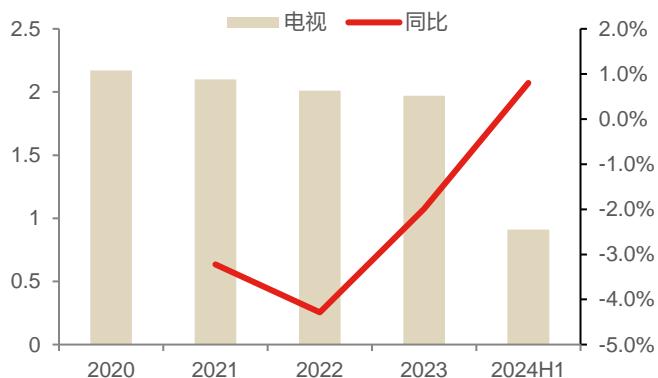


数据来源：IC Insights、Gartner、公司公告、东方证券研究所

受益于显示面板需求增大，DDIC 市场快速增长。2023 年国内显示面板产量已稳步增长至 16335 万平米。未来，随着大面板屏幕尺寸继续增加，各类屏幕分辨率、色域要求不断提升，每台终端产品所需的 DDIC 数量将进一步增长。根据市场调查机构 CounterPoint Research 报告，2024 年全年电视出货量达到 2.3 亿台，同比增长 2%，其中高端电视市场表现强劲，全年出货量则同比增长 38%。在大尺寸 DDIC 方面，电视面板出货量回升将带动需求增长，随着显示驱动技术的进步以及家用电器的发展，4K 和 8K 电视需求量呈上涨趋势，也将推动 DDIC 使用量的持续提升。

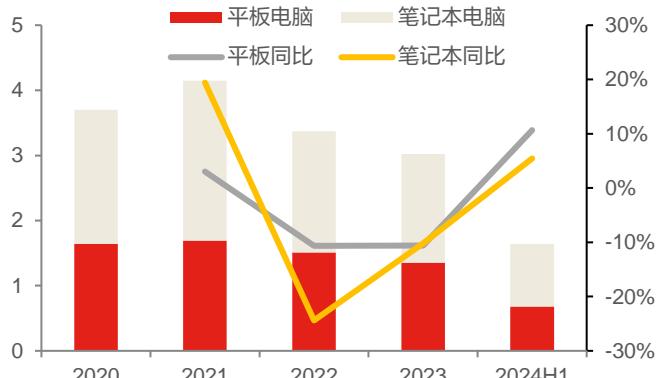
中小尺寸终端设备的市场规模也将随着 5G、物联网、相关技术的逐渐落地，以及消费电子、车载电子行业的蓬勃发展而不断扩大。据 Canalys 数据，2024 年全球平板电脑全年总出货量达到 1.48 亿台，同比增长 9%，显示行业正在复苏，并基于疫情前水准稳定增长；TrendForce 预计，2024 年全球笔记本市场出货量达到 1.74 亿台，同比增长 4%，将改变 2023 年的市场需求低迷情况，实现稳定上升。根据 IDC 数据，2024 年全球智能手机出货量达到 12.4 亿台，同比增长 6%，结束了此前两年的下降趋势。

图 19：全球电视市场规模（出货量，单位：亿台）



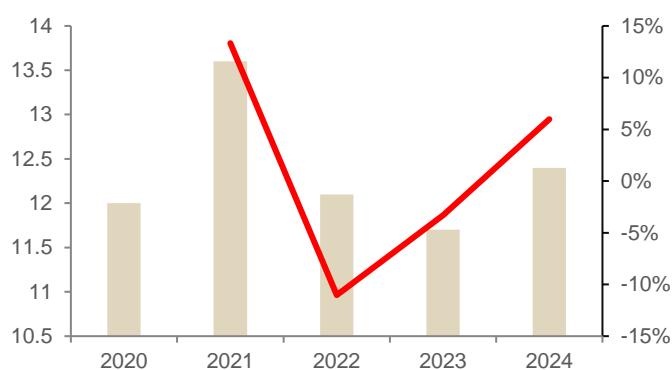
数据来源：TrendForce、东方证券研究所

图 20：全球平板电脑/笔记本电脑市场规模（出货量，亿台）



数据来源：TrendForce、TechInsights、IDC、Canalys、东方证券研究所

图 21：全球智能手机市场规模（出货量，单位：亿台）



数据来源：公司招股书、IDC、东方证券研究所

图 22：各终端产品所需 DDIC 数量情况

终端应用领域	所需 DDIC 数量（颗/台）
高清或 2K 电视	4-6
4K 电视	10-12
8K 电视	大于 20
笔记本电脑	3-5
平板电脑	2-3
手机	1

数据来源：公司招股书、东方证券研究所

CIS、MCU、PMIC、Micro LED 等公司新工艺平台全球市场预计将持续增长。

受汽车和工业市场的强劲需求以及手机市场复苏的影响，CIS 市场近几年规模持续增长。根据 Yole 预测，2023 年 CIS 市场规模为 253 亿美元，预计 2024 年将达到 273 亿美元。

受物联网快速发展影响，MCU 应用领域不断扩大，全球 MCU 市场规模将持续增长。据 Yole 预测，2023 年 MCU 市场规模为 282 亿美元，预计到 2029 年将增长至 388 亿美元，复合年增长率达 5.5%。从具体的应用市场占比来看，2023 年-2029 年汽车市场将持续占据 MCU 第一大应用市场，但占比将持续缓慢收窄；工业和其他领域将持续占据 MCU 第二大应用市场。

受可穿戴设备需求增长的推动，全球 PMIC 市场将持续增长。IC Insights 预计 2023-2025 年，PMIC 市场将以 8.8% 的复合年增长率增长，预计 2025 年全球 PMIC 市场规模将达到 526 亿美元。

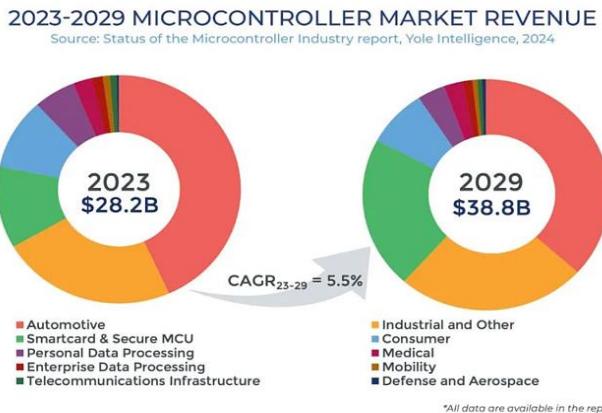
受技术的不断成熟和成本降低的影响，Micro LED 市场规模将不断增长。TrendForce 预测到 2027 年，Micro LED 市场规模将达到 580 亿美元，有望在大尺寸显示、可穿戴设备、车载显示等领域得到广泛应用。

图 23：全球 CIS 市场规模及预测



数据来源：Yole、中商产业研究院、东方证券研究所

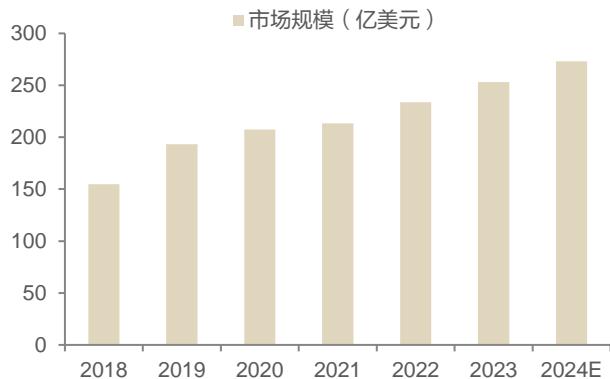
图 24：全球 MCU 市场规模及预测



数据来源：Yole、东方证券研究所

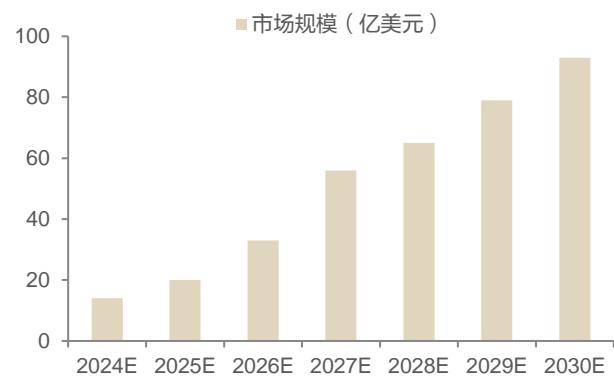
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 25：全球 PMIC 市场规模及预测



数据来源：WSTS、IC Insights、东方证券研究所

图 26：全球 Micro LED 市场规模预测



数据来源：中商产业研究院、东方证券研究所

2.2 中国晶圆代工行业国产替代需求显著

半导体产业正在向中国大陆扩散。上世纪 70 年代半导体产业在美国形成规模，其后，半导体产业总共经历了三阶段产业扩散：第一阶段是从 20 世纪 60 年代开始，半导体产业中心由美国本土向日本扩散，成就了东芝、松下、日立等知名半导体企业；第二阶段是在 20 世纪 90 年代末期到 21 世纪初，半导体产业中心由美国、日本向韩国以及中国台湾扩散，造就了三星、海力士、台积电、日月光等一流半导体厂商；第三阶段，是当前正在发生的，半导体产业向中国大陆扩散，有望造就新一批的一流半导体企业。

图 27：半导体产业正在向中国大陆扩散



数据来源：前瞻产业研究院、东方证券研究所

中国大陆是全球最大且增速最快的集成电路市场之一。2023 年，中国大陆集成电路（芯片）行业市场规模为 12277 亿元，五年复合增速超 13%。初步估算，2024 年中国集成电路（芯片）行业市场规模将达到 14313 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

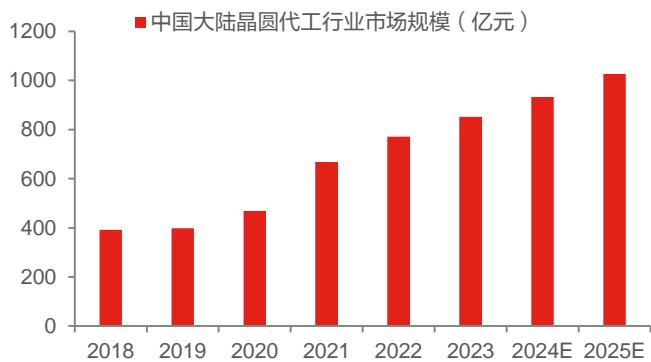
图 28：中国集成电路（芯片）行业市场规模变化情况



数据来源：世界半导体贸易统计、Frost & Sullivan、中国半导体行业协会、前瞻产业研究院，东方证券研究所

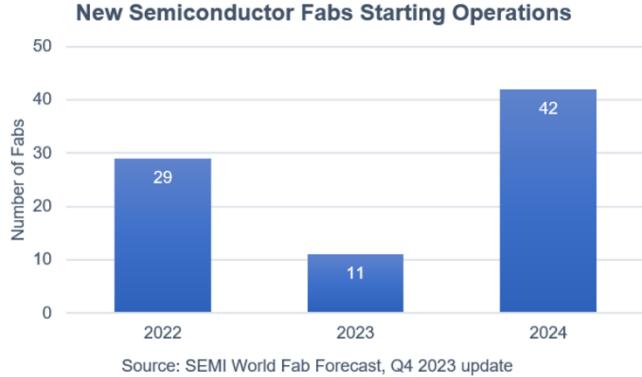
全球晶圆代工产业逐渐向中国大陆转移。根据 SEMI 的统计，2022 年至 2024 年，全球新增投产的晶圆厂为 82 座，2024 年新增投产的 42 座晶圆厂，近一半建设于中国大陆。产业的转移将给中国大陆集成电路行业带来新的发展机遇。2023 年中国大陆晶圆代工市场规模约为 852 亿元，同比增长约 11%。据中商产业研究院预测，2024 年中国大陆晶圆代工市场规模将达到 933 亿元，2025 年达到 1026 亿元。

图 29：中国大陆晶圆代工行业市场规模情况



数据来源：Frost & Sullivan、中商产业研究院、东方证券研究所

图 30：全球新建晶圆厂预测

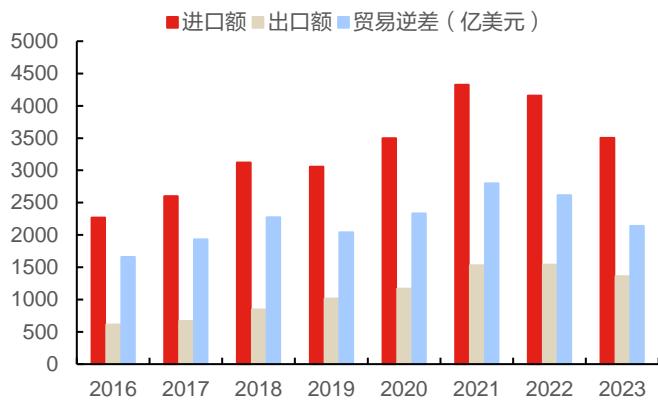


数据来源：SEMI、Wind、IC Insights、头豹研究院、东方证券研究所

中国大陆集成电路国产替代需求显著。近年来，中国大陆集成电路行业高速发展，但仍无法满足快速增长的市场需求，大量集成电路产品仍要依赖进口。2023 年中国大陆集成电路进口额达 3502 亿美元，同期中国大陆集成电路出口额为 1364 亿美元，贸易逆差达 2138 亿美元，仍有巨大的国产替代空间。

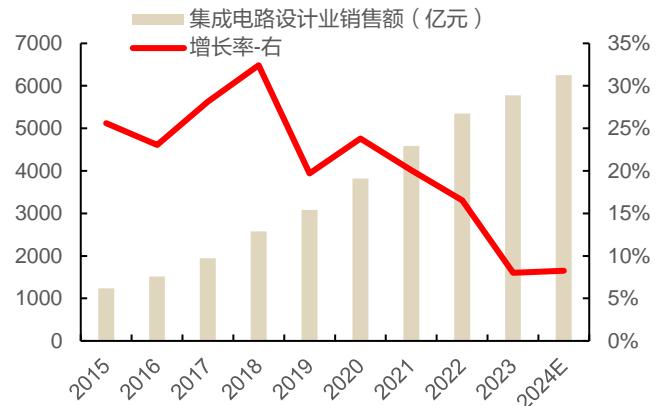
国内芯片设计公司的晶圆代工需求日益提升。在市场需求、国家政策、资本投入的驱动下，国内芯片设计公司对晶圆代工服务的需求日益提升，中国大陆晶圆代工行业实现了快速的发展。2024 年中国芯片设计行业的销售总额预计达到 6460 亿元人民币，同比增长 12%，国内芯片设计行业的蓬勃发展将催生更多的制造代工需求。

图 31：中国大陆集成电路行业进出口情况



数据来源：中国半导体行业协会、中国海关、公司招股书、东方证券研究所

图 32：国内芯片设计业规模及增速

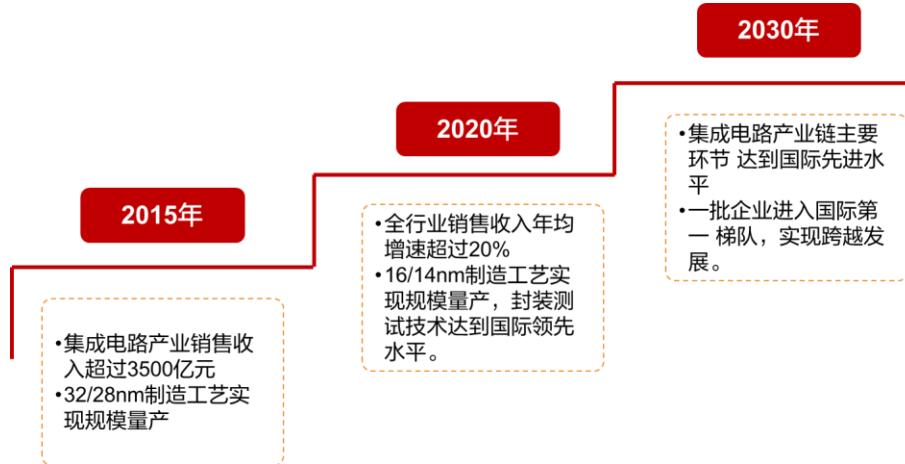


数据来源：中国半导体行业协会、中商产业研究院、东方证券研究所

2.3 国家重点支持集成电路行业的发展

集成电路在国家安全、经济建设和人民的日常生活中发挥着重要的作用，国家相继出台产业政策推动中国大陆集成电路行业发展。根据《国家集成电路产业发展推进纲要》中提出的发展目标，至 2015 年，集成电路产业销售收入超过 3500 亿元；至 2020 年，全行业销售收入年均增速超过 20%，目前这两项目标均已实现。展望 2030 年，我国集成电路产业链主要环节达到国际先进水平，一批企业进入国际第一梯队，实现跨越发展。

图 33：中国集成电路市场规模变化情况（销售额口径）



数据来源：国务院《国家集成电路产业发展推进纲要》、前瞻产业研究院、东方证券研究所

国家能源局、财政部、工信部等多部门不断出台产业协同和产业培育政策支持半导体产业。2023 年 8 月，为持续优化产业结构，不断推进产业集群建设，形成上下游贯通发展、协同互促的良好局面，工业和信息化部、财政部联合发布《电子信息制造业 2023-2024 年稳增长行动方案》，《方案》指出要促进传统领域消费升级，依托技术和产品形态创新提振手机、电脑、电视等传统电子消费，不断释放国内市场需，提升创新发展水平，同时加快信息技术领域关键核心技术创新和迭代应用，以高标准助力高技术创新。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 34：国家政策全力支持半导体领域发展

发布时间	发布机关	政策名称
2024 年 1 月	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	突破脑机融合等关键技术和核心器件，研制一批易用安全的脑机接口产品；加快突破 GPU 芯片等技术，建设超大规模智算中心
2023 年 12 月	《国家汽车芯片标准体系建设指南》	发挥标准的引导作用，充分融合汽车和集成电路行业在技术研发等方面优势，加强行业统筹协调
2023 年 10 月	《工业和信息化部办公厅关于推进 5G 轻量化(RedCap)技术演进和应用创新发展的通知》	推进 5G RedCap 芯片、模组等产品研发和产业化，加快 RedCap 与 5G LAN(局域网)等 5G 增强功能结合，提升 5G RedCap 终端产品应用兼容性和行业认可度
2023 年 8 月	《电子信息制造业 2023-2024 年稳增长行动方案》	提升产业链现代化水平，全面提升产业链供应链稳定性。
2023 年 6 月	《工业和信息化部办公厅关于开展 2023 年工业和信息化质量提升与品牌建设工作的通知》	推动基础电子、能源电子等领域重点产品质量与可靠性水平提升，加快汽车芯片检测服务平台建设
2023 年 4 月	《工业和信息化部等八部门关于推进 IPv6 技术演进和应用创新发展的实施意见》	到 2025 年底，初步形成以 IPv6 演进技术为核心的产业生态体系，网络芯片等成熟的"IPv6+"技术实现产品化落地
2023 年 3 月	《国家能源局关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》	加快推动能源领域工控系统、芯片、操作系统、通用基础软硬件等自主可控和安全可靠应用
2022 年 11 月	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	加强产业政策与金融政策协同，综合运用信贷、债券等各类金融工具，促进集成电路等重点产业创新发展
2022 年 10 月	《全国一体化政务大数据体系建设指南》	提升各地区各部门政务大数据云资源支撑能力，推动政务数据中心整合改造，提高使用低碳、零碳能源比例，构建存算分离等新型数据管理能力
2022 年 6 月	《工业能效提升行动计划》	推动低功耗芯片等产品和技术在移动通信网络中的应用，推动电源、空调等配套设施绿色化改造，推进硬件节能技术应用

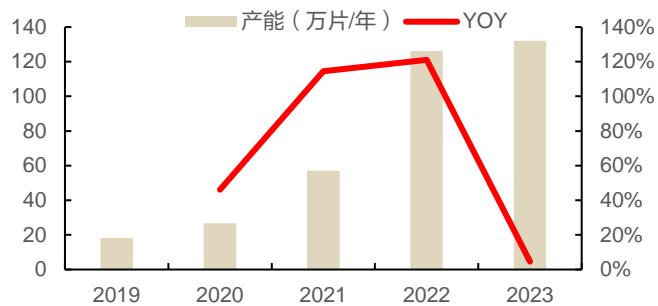
数据来源：中国产业信息网，中商产业研究院，东方证券研究所

3 产能扩充+产品结构优化同行，发力车载芯片市场

3.1 持续扩充 CIS 产能，产能利用率饱和

公司产能稳健释放。近年来公司为紧抓行业发展机遇积极进行产能扩充，持续购置生产设备，建立以 DDIC、CIS、PMIC、MCU、Logic 五大产品为主轴的产品矩阵。在晶圆代工制程节点方面，公司目前已实现 150nm 至 55nm 制程平台的规模量产，40nm 高压 OLED 芯片工艺平台已实现小批量生产，28nm 产品开发正在稳步推进中。近年来公司产能已由 57 万片/年增长至 2023 年的 132 万片/年。据公司 24 年 11 月披露，公司 2024 年计划扩充 3-5 万片，从 24 年 8 月份起扩产产能已逐步释放。根据 TrendForce 的统计，晶合集成 2024 年四季度营收在中国大陆晶圆代工企业中排名第三（不含外资控股企业），在全球市占率排名上升至第九位。在下游产品需求稳定增长，晶圆代工产能较为紧张等有利外部因素影响下，公司产能的持续扩充及稳定释放将对公司收入规模及盈利能力产生有利影响。

图 35：公司产能持续释放



数据来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

图 36：2024Q4 中国大陆企业控股的纯晶圆代工企业营收排名

排名	公司	营收 (亿美元)
1	中芯国际	22.07
2	华虹集团	10.42
3	晶合集成	3.44

数据来源：TrendForce、东方证券研究所

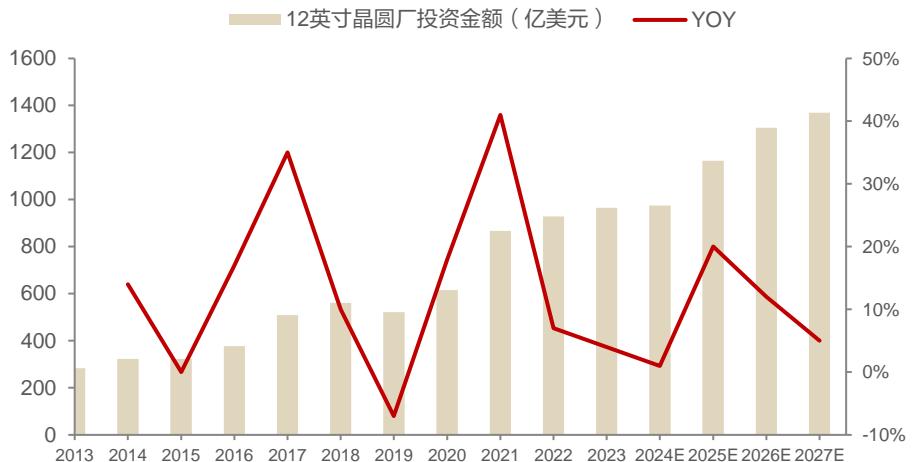
公司产能处于满载状态，扩产节奏稳定持续。产能方面，DDIC 产能稳定，CIS 产能处于满载状态且市场需求量逐月增加，PMIC、MCU 等订单数量也在稳定增长中。下半年公司因客户需求将重点扩充 CIS 产能，制程节点主要涵盖 55nm、40nm，扩充方向主要集中在中高阶 CIS 领域，预估今年底 CIS 晶圆代工产能将大于 4 万片/月，2025 年提升至 7-8 万片/月。2020 年以来公司产能利用率始终保持高位水平，尽管 2023 年受市场景气度影响，产能利用率有所下滑；2024 年，公司积极把握市场机遇，加大市场开拓力度公司整体产能利用率维持高位。从全球 12 英寸晶圆厂投资情况来看，受全球数字化转型加速影响，SEMI 预计 2027 年将创下 1370 亿美元的投资额，推测 12 英寸晶圆市场需求将持续上涨。

图 37：公司产销情况（单位：万片/年）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
产能	26.6	57.1	126.2	132.0
产量	26.5	60.6	108.5	95.7
销量	26.4	60.3	106.1	93.6
产能利用率	99.5%	106.1%	85.9%	72.5%
产销比	99.7%	99.5%	97.8%	97.8%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

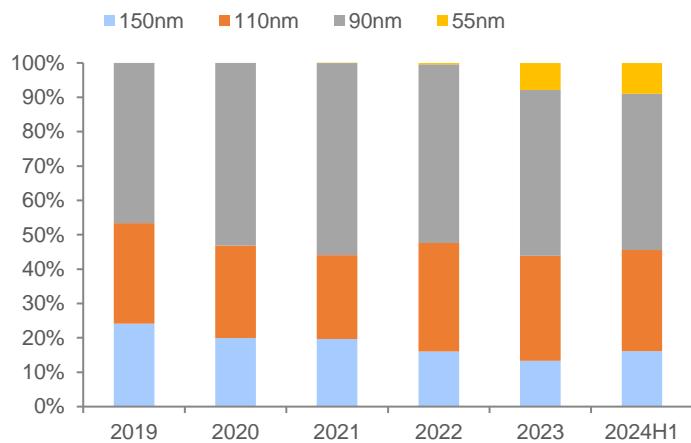
图 38：12 英寸晶圆厂投资情况



数据来源：SEMI、东方证券研究所

制程节点不断推进，产品结构改善有望带动 ASP 上涨。2023 年公司 55nm、90nm、110nm、150nm 占主营业务收入的比例分别为 7.9%、48.3%、30.5%、13.4%，55nm 占比较 2022 年增加约 7%，占比提升较快主要原因在于公司 55nm 实现大规模量产且市场需求较高；2024 年公司扩产的制程节点主要涵盖 55nm、40nm，2024H1 公司 55nm、90nm、110nm、150nm 占主营业务收入的比例分别为 9.0%、45.5%、29.4%、16.1%，55nm 占比持续提升，55nm 产能利用率持续维持高位水平。随着产品结构中 55nm 及以下制程比重持续增加，有望带动 ASP 逐步上涨。

图 39：公司不同制程营收占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：公司产线建设情况

投产项目	主要职能
12 英寸晶圆制造基地项目（晶合一厂）	已投产光刻机、刻蚀机、薄膜沉积设备等核心设备，可用于 DDIC 及其他工艺平台晶圆代工，与生产工艺相匹配
合肥新晶集成电路有限公司 12 英寸晶圆制造项目（晶合二厂）	建设一条产能为 4 万片/月的 12 英寸晶圆代工生产线，主要产品包括 PMIC、DDIC、CIS；建设一条微生产线用于 OLED 显示驱动与逻辑工艺技术开发试产
安徽省汽车芯片制造中心（晶合三厂）	计划建设 12 英寸晶圆制造生产线，产能约 5 万片/月；重点布局 55 纳米-28 纳米显示驱动芯片、55 纳米 CMOS 图像传感器芯片、90 纳米电源管理芯片、110 纳米微控制器芯片及 28 纳米逻辑芯片

数据来源：公司招股书、公司公告、东方证券研究所

在手订单充沛，预约产能饱满。2024 年公司的生产经营情况良好，订单充足，DDIC 市场需求稳定，CIS 产能供不应求且市场需求量逐月增加，PMIC、MCU 等订单数量稳定增长，产能仍处于满载状态。公司各制程产能预约已覆盖至 2026 年度，饱满的产能预约为未来一段时期内的营收增长提供了坚实保障。

图 41：客户预约公司未来产品产能情况（据 24 年半年报）

项目	分类	预定产能情况（数量：万片）		
		2024 年 7-12 月	2025 年度	2026 年度
制程 分类	28nm	--	6.0	6.0
	40nm	1.55	4.1	4.36
	55nm	8.51	17.34	17.04
	90nm	0.83	1.56	1.86
	110nm	5.83	12.12	12.12
	150nm	4.94	9.02	9.62
	合计	21.65	50.14	51

数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 不断加强研发创新能力，持续优化产品结构

公司深耕 12 英寸晶圆，核心技术达到国际主流水平。公司重视技术创新与工艺研发，建立了完善的研发创新体系，在研发平台、研发团队、技术体系等方面形成了较强的优势。核心技术达到国际主流水平以及国内领先水平。搭建了 150nm、110nm、90nm、55nm 等制程的研发平台，涵盖了 DDIC、CIS、MCU、PMIC、E-Tag、Logic 以及其他逻辑芯片等领域。公司持续进行研发投入，致力追求技术突破，通过多年持续的研发投入，公司积累了深厚的技术储备和丰富的研发经验，截至 2024 年 6 月 30 日，公司共取得专利 878 个，其中发明专利 694 个、实用新型专利 184 个。公司同时不断推出有市场竞争力的新产品，进一步优化了产品结构。其中，40nm 高压 OLED 显示驱动芯片已实现小批量生产；55nm 中高阶 BSI 及堆栈式 CIS 芯片实现大批量生产，CIS 产品像素可达到 5000 万，产品已进入中高阶手机市场。

图 42：公司核心技术

产品应用领域	技术平台	技术参数与工艺特点	终端应用领域	技术来源	技术先进性
DDIC	55nm 触控与显示驱动整合技术平台	核心组件电压: 1.2V 输入/输出电压: 6V, 并提供高压 32V 采用铜制程技术	高阶智能手机、穿戴设备等电子产品	自主研发	国际主流
	90nm 显示驱动平台	核心组件电压: 1.32V 输入/输出电压: 6V, 并提供高压 32V 采用铝制程技术	高阶智能手机、平板电脑、手表等电子产品	技术引进并创新升级	国际主流
	110nm 显示驱动芯片平台	核心组件电压: 1.2/1.5V 输入/输出电压: 5/6V, 并提供高压 32V 金属层进行 90% 尺寸微缩, 采用铝制程 技术采用低漏电元件技术	智能手机、笔记本电脑、平板电脑、LED 广告牌、LED 背光	技术引进并创新升级	国际主流
	150nm 显示驱动芯片平台	核心组件电压: 1.8V/3.3V 输入/输出电压: 13.5V/18V	4K/8K 电视显示屏、电脑显示屏	技术引进并创新升级	国际主流
CIS	90nm CMOS 图像传感器平台	核心组件电压: 1.2V 输入/输出电压: 3.3V 具备前/后照式技术	手机摄像头芯片、3D 识别芯片、安防监控芯片等	自主研发	国内领先
	55nm CMOS 后照式图像传感器平台	核心组件电压: 1.2V 输入/输出电压: 2.5V 具备前/后照式技术	智能手机、安防、无人机、游戏娱乐、工业自动化等	自主研发	国内领先
PMIC	150nm PMIC 手机高压电源管理芯片技术平台	核心组件电压: 1.8V 输入/输出电压: 3.3V/5V	智能手机电源管理芯片	自主研发	国内领先
MCU	新一代 110nm 加强型微控制器平台	核心组件电压: 1.5V 输入/输出电压: 5V MTP 容量大小: 32kx8 bits; 读写次数: 10k cycles 嵌入式 flash	智能家电芯片、物联网芯片	自主研发	国内主流
Logic	55nm 铜制程研发	核心组件电压: 1.2V/2.5V	图像信号处理器、闪存控制器	自主研发	国际主流
E-tag	110nm 电子标签驱动芯片平台	核心组件电压: 1.5V 输入/输出电压: 6V, 并提供高压 40V 高压元件为沟道隔离元件, 可大幅缩小尺寸	电子标签及便携式装置	自主研发	国内领先

数据来源：公司公告、东方证券研究所

研发先进技术，向更先进制程不断突破。产品研发是公司发展的重要驱动力。公司坚持不断开发新产品和新工艺，横向延伸拓宽产品种类，纵向通过技术创新，开发新产品、向更先进制程节点发展。在制程节点方面，公司目前已实现 150nm 至 55nm 制程平台的量产，2024 年二季度 40nm 高压 OLED 显示驱动芯片已小批量生产，28nm 制程平台的研发正在稳步推进中。公司在研发方面会持续投入资源，以全面提升技术竞争力。

图 43：用于 40nm 及以下制程研发的在研项目情况（截至 2024H1）

项目名称	预计总投资规模 (万元)	累计投入金额 (万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标
28nm 逻辑及 OLED 芯片工艺平台	254722.00	63632.57	工艺制程验证阶段	完成平台开发，包括全套低、中、高压器件，提供高容量 SRAM，降低功耗，适应各种高端显示技术需求。
40nm OLED 芯片工艺平台	131637.30	58801.02	工艺制程验证阶段	完成平台开发，为客户提供多尺寸存储单元，并实现批量生产

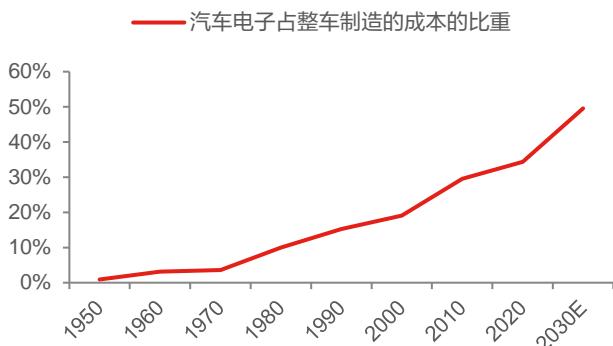
数据来源：公司公告、东方证券研究所

研发先进技术，发展新平台工艺。在工艺平台应用方面，公司已具备面板显示驱动芯片(DDIC)、CMOS 图像传感器芯片(CIS)、电源管理芯片(PMIC)、微控制器芯片(MCU)、逻辑芯片 (Logic) 等工艺平台晶圆代工的技术能力。公司研发进展顺利，取得了显著的成果，新产品逐步导入市场，如 55nm CMOS 后照式图像传感器平台已完成 55 纳米前照式和后照式工艺制程验证，实现大批量生产；40nm 高压 OLED 显示驱动芯片实现小批量生产；新一代 110nm 加强型微控制器平台(110nm 嵌入式 flash)完成平台开发，通过车规级可靠性验证，实现批量生产等，产品主要应用于智能手机、平板显示、汽车电子、家用电器、工业控制、物联网等领域，市场竞争力进一步得到提升。

3.3 汽车电子市场景气，公司发力车载芯片

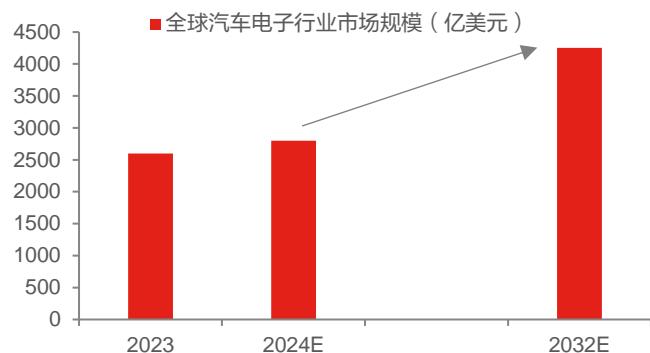
汽车电子行业飞速发展，市场规模提升较大。随着汽车智能化和电动化趋势的影响，汽车电子广泛应用于汽车各种领域中，在整车制造成本中的占比不断提高，预计 2030 年接近 50%。Fortune Business Insights 预测，全球汽车电子市场规模将从 2024 年的 2799.3 亿美元增长到 2032 年的 4251.9 亿美元，预测期内复合年增长率为 5.4%。中国汽车电子市场规模一直保持稳定增长，预计 2024 年将增长至 11585 亿元。

图 44：汽车电子占整车制造成本的情况



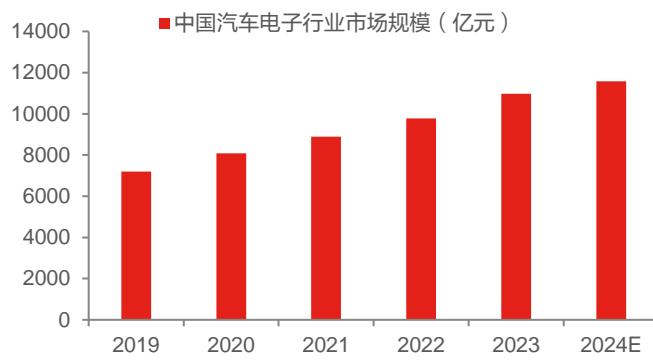
数据来源：前瞻产业研究院、东方证券研究所

图 45：全球汽车电子行业市场规模



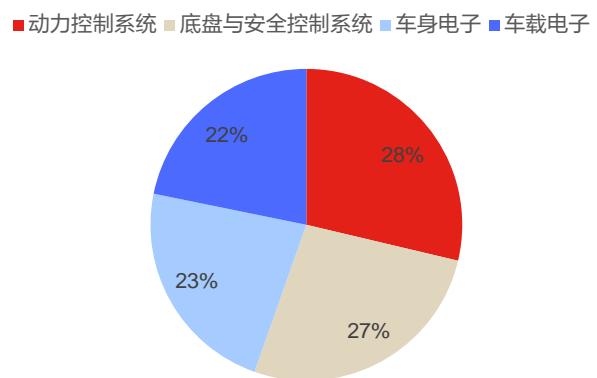
数据来源：Fortune Business Insights、东方证券研究所

图 46：中国汽车电子行业市场规模



数据来源：中商产业研究院、东方证券研究所

图 47：中国汽车电子行业细分产品占比情况（2024）



数据来源：中商产业研究院、东方证券研究所

积极布局汽车芯片领域，公司产品陆续通过车规级认证。目前公司代工产品在车载电子领域主要应用包括 DDIC 和 CIS，其中 DDIC 已通过 IATF16949 符合性认证，可应用于汽车面板，CIS 可应用于车载摄像头。公司同时积极配合汽车产业的需求，布局车用芯片市场，2023 年联合产业链上下游组建安徽省汽车芯片联盟，吸引了包括车企、芯片设计企业、高校等在内 30 余家会员单位，已初步形成产业生态体系。在汽车芯片能力建设上，公司已取得国际汽车行业质量管理体系认证，并通过多个工艺平台的车规验证，目前 55 纳米触控与显示驱动集成芯片（TDDI）已实现大规模量产，未来公司将持续推进车规工艺平台认证，全面进入汽车电子芯片市场。

图 48：公司对于车载芯片的规划情况

目前成果	未来计划
完成 110 纳米、90 纳米显示驱动芯片 AEC-Q100 的认证； 110 纳米车载中控台显示驱动芯片、90 纳米车载监控图像传感器芯片均已量产； 90 纳米车载操作区 AMOLED 旋钮流片； 车用 110nm 显示驱动芯片在车规 CP 测试良率已达到良好标准，完成 AEC-Q100 车规级认证，通过汽车 12.8 英寸显示屏总成可靠性测试； 55 纳米触控与显示驱动集成芯片（TDDI）实现大规模量产	持续推进 110 纳米微处理器芯片、110 纳米电源管理芯片以及 90 纳米图像传感器芯片、55 纳米显示驱动芯片的 AEC-Q100 的认证； 在触控显示集成车载芯片、车载微处理器以及车载电源管理芯片等领域开启更广泛的合作，全面进入汽车电子芯片市场

数据来源：公司公告、EE Times China、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自 CIS 扩产和 A3 厂产能扩充及 ASP 提升。公司 24-26 年预计每年分别扩产 4、4、4 万片/月，按年底产能计算，24-26 年产能利用率分别假设为 76.8%、76.5%、77.0%；24-26 年产品 ASP 分别假设为 6665、6699、6732 元/片。
- 2) 随着公司产能利用率的提升，产品结构和经营效率的改善，预计公司 24-26 年毛利率分别为 26.5%，29.2% 和 29.9%，保持提升态势。
- 3) 公司 24-26 年销售费用率为 0.60%、0.57%、0.55%，管理费用率为 3.57%、3.45%、3.44%，研发费用率 13.55%、13.12%、12.80%，费用率的略下降主要考虑到销售收入的增长对于费用的摊薄。
- 4) 公司属于国家鼓励的集成电路线宽小于 65 纳米（含），且经营期在 15 年以上的集成电路生产企业，根据相关政策，公司第一年至第五年免征企业所得税，因此公司 24-26 年的所得税率维持 0%。

+

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
晶圆代工					
销售收入（百万元）	10,025.5	7,182.7	9,210.9	11,683.6	14,306.9
增长率	84.9%	-28.4%	28.2%	26.8%	22.5%
毛利率	46.1%	21.5%	26.3%	29.0%	29.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	25.4	60.8	38.3	59.0	84.2
增长率	211.7%	138.9%	-37.0%	53.9%	42.8%
毛利率	66.1%	38.9%	71.5%	77.5%	80.8%
合计	10,050.9	7,243.5	9,249.3	11,742.5	14,391.1
增长率	85.1%	-27.9%	27.7%	27.0%	22.6%
综合毛利率	46.2%	21.6%	26.5%	29.2%	29.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 24-26 年每股净资产分别为 10.41、11.32、11.91 元，选取行业领先的晶圆制造企业中芯国际、华润微、华虹公司、台积电、联电等作为可比公司，根据可比公司 25 年平均 3.05 倍 PB 估值水平，给予 34.52 元目标价，首次给予买入评级。

图 49：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/3/24	每股净资产(元)				一致预期PB			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
中芯国际	688981.SH	91.45	17.85	18.58	19.08	19.92	5.12	4.92	4.79	4.59
华润微	688396.SH	45.34	16.24	16.86	17.58	18.61	2.79	2.69	2.58	2.44
华虹公司	688347.SH	48.70	25.13	24.50	25.33	26.24	1.94	1.99	1.92	1.86
台积电	2330.TW	972.00	133.38	165.94	209.31	264.00	7.29	5.86	4.64	3.68
联电	2303.TW	44.85	28.67	29.16	30.43	32.00	1.56	1.54	1.47	1.40
	最大值						7.29	5.86	4.79	4.59
	最小值						1.56	1.54	1.47	1.40
	平均数						3.74	3.40	3.08	2.79
	调整后平均						3.28	3.20	3.05	2.66

注：台股公司股价和每股净资产的货币单位为台币， A 股公司股价和每股净资产的货币单位为人民币元；

数据来源：Bloomberg、Wind、东方证券研究所

风险提示

下游需求不及预期：若需求不及预期，价格将受供需关系影响可能出现下滑，同时对产能利用率产生影响，影响公司收入及毛利率，进而影响公司利润。

产品结构改善不及预期：ASP 的提升与产品结构的改善密切相关，如果产品结构改善不及预期将对公司收入和盈利能力产生负面影响。

技术开发进度不及预期：技术开发情况直接影响产品结构改善和产能爬坡节奏，进而对公司业绩产生影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,895	6,526	7,399	9,394	11,513	营业收入	10,051	7,244	9,249	11,743	14,391
应收票据、账款及款项融资	507	861	1,059	1,057	1,295	营业成本	5,411	5,678	6,799	8,312	10,084
预付账款	63	84	167	141	200	销售费用	60	50	55	67	80
存货	1,022	1,493	1,700	1,662	1,815	管理费用	295	271	330	405	495
其他	1,352	2,981	2,995	2,984	2,985	研发费用	857	1,058	1,253	1,540	1,843
流动资产合计	10,838	11,945	13,320	15,238	17,808	财务费用	69	154	400	664	708
长期股权投资	0	100	0	0	0	资产、信用减值损失	308	81	45	20	20
固定资产	21,437	22,873	26,823	29,880	32,041	公允价值变动收益	4	11	7	7	9
在建工程	1,385	10,960	15,776	17,236	18,694	投资净收益	4	73	44	40	52
无形资产	1,434	1,358	1,481	1,519	1,452	其他	85	80	65	53	30
其他	3,670	921	921	921	921	营业利润	3,142	116	483	834	1,252
非流动资产合计	27,926	36,211	45,002	49,557	53,107	营业外收入	14	6	2	7	5
资产总计	38,765	48,156	58,322	64,795	70,915	营业外支出	0	2	2	1	2
短期借款	287	658	6,009	6,670	7,954	利润总额	3,156	119	483	840	1,255
应付票据及应付账款	926	8,000	8,158	9,143	11,092	所得税	0	0	0	0	0
其他	7,998	5,358	5,572	5,885	6,209	净利润	3,156	119	483	840	1,255
流动负债合计	9,211	14,017	19,739	21,699	25,255	少数股东损益	111	(92)	(49)	42	63
长期借款	8,227	11,510	17,021	19,667	20,975	归属于母公司净利润	3,045	212	532	798	1,192
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.52	0.11	0.27	0.40	0.59
其他	3,276	491	0	0	0						
非流动负债合计	11,503	12,002	17,021	19,667	20,975						
负债合计	20,715	26,018	36,760	41,366	46,231						
少数股东权益	4,926	728	679	721	784						
实收资本(或股本)	1,505	2,006	2,006	2,006	2,006						
资本公积	11,209	18,754	17,727	18,754	18,754						
留存收益	406	617	1,149	1,948	3,140						
其他	5	32	0	0	0						
股东权益合计	18,050	22,138	21,562	23,430	24,685						
负债和股东权益总计	38,765	48,156	58,322	64,795	70,915						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利润	3,156	119	483	840	1,255	成长能力					
折旧摊销	2,643	3,158	3,380	4,300	5,213	营业收入	85%	-28%	28%	27%	23%
财务费用	69	154	400	664	708	营业利润	82%	-96%	318%	73%	50%
投资损失	(4)	(73)	(44)	(40)	(52)	归属于母公司净利润	76%	-93%	151%	50%	49%
营运资金变动	(1,243)	1,456	(150)	1,482	1,830	盈利能力					
其它	1,658	(4,975)	(517)	(115)	(17)	毛利率	46.2%	21.6%	26.5%	29.2%	29.9%
经营活动现金流	6,280	(161)	3,554	7,131	8,937	净利率	30.3%	2.9%	5.8%	6.8%	8.3%
资本支出	(5,772)	(13,808)	(12,271)	(8,855)	(8,763)	ROE	27.3%	1.2%	2.5%	3.7%	5.1%
长期投资	0	(100)	100	0	0	ROIC	14.1%	0.9%	2.2%	3.1%	3.7%
其他	(2,693)	4,881	58	48	61	偿债能力					
投资活动现金流	(8,466)	(9,027)	(12,114)	(8,807)	(8,702)	资产负债率	53.4%	54.0%	63.0%	63.8%	65.2%
债权融资	3,107	3,976	5,511	2,646	1,309	净负债率	7.4%	31.8%	79.0%	78.3%	76.2%
股权融资	851	8,047	(1,028)	1,028	0	流动比率	1.18	0.85	0.67	0.70	0.71
其他	1,365	(4,107)	4,950	(3)	576	速动比率	1.07	0.74	0.58	0.63	0.63
筹资活动现金流	5,323	7,915	9,433	3,670	1,884	营运能力					
汇率变动影响	454	43	-0	-0	-0	应收账款周转率	13.8	10.6	9.7	11.1	12.2
现金净增加额	3,591	(1,230)	873	1,995	2,119	存货周转率	6.0	4.3	4.0	4.8	5.8
						总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
						每股指标(元)					
						每股收益	1.52	0.11	0.27	0.40	0.59
						每股经营现金流	4.17	-0.08	1.77	3.55	4.45
						每股净资产	6.54	10.67	10.41	11.32	11.91
						估值比率					
						市盈率	14.5	208.8	83.1	55.4	37.1
						市净率	3.4	2.1	2.1	1.9	1.8
						EV/EBITDA	9.2	15.8	12.7	9.3	7.5
						EV/EBIT	16.8	200.6	61.3	36.1	27.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfqz.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。