

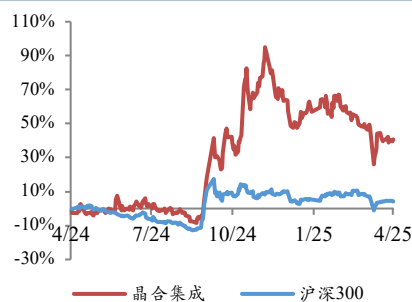
晶合集成：公司 2024 年业绩修复显著，研发持续投入巩固优势

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（元）	20.91
近 12 个月最高/最低（元）	13.42/29.76
总股本（百万股）	2006
流通股本（百万股）	1177
流通股比例（%）	58.67
总市值（亿元）	419.5
流通市值（亿元）	246.1

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：李元晨

执业证书号：S0010524070001

邮箱：liyc@hazq.com

相关报告

1. 晶合集成：公司前三季度业绩大幅改善，产能和研发持续推进 20241029
2. 晶合集成：公司上半年业绩稳健，产能和研发持续推进 20240819

主要观点：

● 晶合集成公布 2024 年年报和 2025 年第一季度报告。

2024 年公司实现营业收入 92.49 亿元，较上年同期增长 27.69%；实现净利润 4.8 亿元，较上年同期增长 304.65%；实现归属于母公司所有者的净利润 5.3 亿元，较上年同期增长 151.78%；2024 年公司综合毛利率为 25.50%。2025 年第一季度，公司实现营业总收入 25.68 亿元，同比 2024 年第一季度增长 15.25%，归母净利润 1.35 亿元，同比 2024 年第一季度增长 70.92%。

2024 年营业收入较上年同期增加 20.06 亿元，同比增长 27.69%，主要系报告期内半导体行业景气度持续向好，公司销量增加，收入规模持续增长所致。

归属于上市公司股东的净利润较上年同期增加 3.2 亿元，同比增长 151.78%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较上年同期增加 3.47 亿元，同比增长 736.77%，主要系 2024 年公司营业收入同比增长，同时公司整体产能利用率维持高位水平，单位销货成本下降，产品毛利率提升所致。

● 公司持续加大研发投入，巩固产品技术优势

公司始终高度重视产品研发。公司聚焦核心技术，紧跟传统领域与新兴市场的发展趋势，以客户需求为导向，规划和研发更丰富的工艺平台，持续进行研发投入，推进技术迭代升级。报告期内，公司研发费用投入为 12.84 亿元，较上年增长 21.41%，占公司营业收入的 13.88%。2024 年新获得发明专利 249 项、实用新型专利 76 项，截至报告期末公司累计获得专利 1,003 个。

报告期内公司研发进展顺利，取得了显著的成果，如 55nm 中高阶 BSI 及堆栈式 CIS 芯片工艺平台实现大批量生产、40nm 高压 OLED 显示驱动芯片实现小批量生产、28nm 逻辑芯片通过功能性验证、110nm Micro OLED 芯片已成功点亮面板、55nm 车载显示驱动芯片量产、新一代 110nm 加强型微控制器(110nm 嵌入式 flash)等工艺平台完成开发。

● 产品种类不断丰富、产能不断增加

公司主要从事 12 英寸晶圆代工及其配套服务，具备 DDIC、CIS、PMIC、MCU、Logic 等工艺平台晶圆代工技术能力和光刻掩模版制造能力。在晶圆代工方面，公司已实现 150nm 至 55nm 制程平台的量产，40nm 高压 OLED 显示驱动芯片小批量生产，28nm 逻辑芯片通过功能性验证，成功点亮电视面板，28nm 制程平台的研发正在稳步推进中。

公司不断丰富产品种类、优化产品结构，提升毛利水平。报告期内，公司实现主营业务收入 91.2 亿元，从制程节点分类看，55nm、90nm、110nm、150nm 占主营业务收入的比例分别为 9.85%、47.84%、26.84%、15.46%；从应用产品分类看，DDIC、CIS、PMIC、MCU、Logic 占主营业务收入的比例分别为 67.50%、17.26%、8.80%、2.47%、

3.76%，其中 CIS 占主营业务收入的比例显著提升，已成为公司第二大产品主轴。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 110.02 亿元，123.49 亿元，141.20 亿元，对比此前预期的营收 2025-2026 年的 129.31 亿元和 151.65 亿元有所下调；归母净利润 2025-2027 年分别预计为 9.8 亿元，12.69 亿元和 14.76 亿元，对比此前净利润预期的 9.95 亿元和 14.16 亿元有所下调。对应 EPS 的 2025-2027 年分别为 0.49 元/0.63 元/0.74 元。对应 PE 分别为 43X/33X/28X。维持“增持”评级。

● 风险提示

消费电子需求疲软，DDIC 库存高企，市场竞争加剧，技术迭代不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9249	11002	12349	14120
收入同比 (%)	27.7%	19.0%	12.2%	14.3%
归属母公司净利润	533	980	1269	1476
净利润同比 (%)	151.8%	83.9%	29.5%	16.3%
毛利率 (%)	25.5%	25.6%	26.9%	27.0%
ROE (%)	2.6%	4.5%	5.5%	6.0%
每股收益 (元)	0.27	0.49	0.63	0.74
P/E	86.44	42.82	33.06	28.42
P/B	2.24	1.92	1.81	1.70
EV/EBITDA	14.51	9.72	8.68	7.77

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	9744	15345	17620	21165					
现金	5828	10030	11411	13821					
应收账款	993	1197	1317	1464					
其他应收款	52	61	69	78					
预付账款	38	164	181	206					
存货	1503	2182	2581	3134					
其他流动资产	1330	1712	2062	2462					
非流动资产	40655	43034	44675	45909					
长期投资	177	192	207	222					
固定资产	24792	24827	24461	23693					
无形资产	1313	1263	1213	1163					
其他非流动资产	14372	16751	18793	20830					
资产总计	50399	58379	62295	67074					
流动负债	7426	13173	14670	16473					
短期借款	1291	1491	1691	1891					
应付账款	2194	5454	6017	6872					
其他流动负债	3941	6229	6962	7710					
非流动负债	16884	18119	19269	20769					
长期借款	15589	17089	18589	20089					
其他非流动负债	1294	1030	680	680					
负债合计	24310	31292	33939	37242					
少数股东权益	5219	5219	5219	5219					
股本	2006	2006	2006	2006					
资本公积	18543	18549	18549	18549					
留存收益	321	1313	2582	4058					
归属母公司股东权	20870	21868	23137	24613					
负债和股东权益	50399	58379	62295	67074					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	2761	9766	6870	7579					
净利润	482	980	1269	1476					
折旧摊销	3417	4182	4583	4985					
财务费用	540	369	405	441					
投资损失	-41	-30	-40	-45					
营运资金变动	-1652	4536	873	968					
其他经营现金流	2149	-3827	175	263					
投资活动现金流	-11807	-6818	-6434	-6429					
资本支出	-13223	-6152	-6152	-6152					
长期投资	1359	-315	-315	-315					
其他投资现金流	57	-351	33	38					
筹资活动现金流	8416	1256	945	1259					
短期借款	633	200	200	200					
长期借款	4079	1500	1500	1500					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	-212	6	0	0					
其他筹资现金流	3915	-450	-755	-441					
现金净增加额	-680	4202	1382	2410					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	9249	11002	12349	14120					
营业成本	6890	8181	9026	10308					
营业税金及附加	32	44	49	56					
销售费用	55	66	74	85					
管理费用	341	385	432	494					
财务费用	297	252	204	212					
资产减值损失	-24	250	200	250					
公允价值变动收益	8	45	50	45					
投资净收益	41	30	40	45					
营业利润	482	990	1282	1491					
营业外收入	2	1	1	1					
营业外支出	2	0	0	0					
利润总额	482	990	1282	1491					
所得税	0	10	13	15					
净利润	482	980	1269	1476					
少数股东损益	-51	0	0	0					
归属母公司净利润	533	980	1269	1476					
EBITDA	4148	5424	6069	6688					
EPS (元)	0.27	0.49	0.63	0.74					

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	27.7%	19.0%	12.2%	14.3%
营业利润	317.0%	105.3%	29.5%	16.3%
归属于母公司净利	151.8%	83.9%	29.5%	16.3%
获利能力				
毛利率 (%)	25.5%	25.6%	26.9%	27.0%
净利率 (%)	5.8%	8.9%	10.3%	10.5%
ROE (%)	2.6%	4.5%	5.5%	6.0%
ROIC (%)	1.6%	2.6%	2.9%	3.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	48.2%	53.6%	54.5%	55.5%
净负债比率 (%)	93.2%	115.5%	119.7%	124.8%
流动比率	1.31	1.16	1.20	1.28
速动比率	1.07	0.96	0.99	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.20	0.20	0.22
应收账款周转率	10.00	10.05	9.82	10.15
应付账款周转率	1.35	2.14	1.57	1.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.49	0.63	0.74
每股经营现金流	1.38	4.87	3.42	3.78
每股净资产	10.40	10.90	11.53	12.27
估值比率				
P/E	86.44	42.82	33.06	28.42
P/B	2.24	1.92	1.81	1.70
EV/EBITDA	14.51	9.72	8.68	7.77

重要声明

陈耀波（执业证书号：S0010523060001）：北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，华中科技大学电信系学士。8年买方投研经验，历任广发资管电子研究员，TMT组组长，投资经理助理；博时基金投资经理助理。行业研究框架和财务分析体系成熟，擅长买方视角投资机遇分析对比，全面负责团队电子行业研究工作。

李元晨（执业证书号：S0010524070001）：墨尔本大学会计和金融学本科，悉尼大学数据分析和金融学硕士。2022年加入华安证券研究所，目前重点覆盖 MEMS 和传感器、AI 芯片、代工及封装测试等板块。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。