

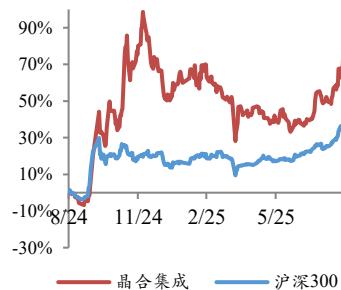
晶合集成：2025年上半年业绩高速增长，持续扩产巩固优势

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-08-31

收盘价（元）	24.28
近 12 个月最高/最低（元）	29.76/13.42
总股本（百万股）	2006
流通股本（百万股）	1187
流通股比例（%）	58.67
总市值（亿元）	487.1
流通市值（亿元）	288.1

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
3. 晶合集成：公司 2024 年业绩修复显著，研发投入巩固优势 20250430

主要观点：

● 晶合集成公布 2025 年上半年报告

2025 年上半年公司实现营业收入 51.98 亿元，同比 2024 年上半年的 43.98 亿元增长 18.21%，主要系报告期内公司销量增加，收入规模持续增长所致；2025 年上半年公司实现归母净利润 3.32 亿元，同比 2024 年上半年归母净利润的 1.87 亿元增长 77.61%。归母净利润、扣非归母净利润较上年同期分别增加 1.45 亿元、1.09 亿元，主要系报告期内公司营业收入同比增长，以及整体产能利用率维持高位水平，单位销货成本下降，产品毛利水平提升所致。

● 公司在液晶面板显示驱动芯片代工领域处于全球领先地位

公司立足于晶圆代工领域，依靠成熟制程的制造经验，以面板显示驱动芯片为基础，获得了良好的行业口碑，客户群体覆盖部分国际一线公司；同时，在图像传感器芯片、电源管理芯片、微控制器芯片等领域，公司也已与境内外行业内领先芯片设计公司建立了长期稳定的合作关系。目前公司在液晶面板显示驱动芯片代工领域市场占有率处于全球领先地位。根据 TrendForce 集邦咨询公布的 2025 年第一季度全球晶圆代工业者营收排名，晶合集成位居全球第九位，在中国大陆企业中排名第三。

● 公司积极布局 OLED 显示驱动芯片代工

OLED 驱动芯片是 OLED 面板的核心部件，随着 OLED 面板需求增长，OLED 显示驱动芯片出货量有望持续提升。根据 Omdia 数据统计，2024 年 OLED DDIC 出货量达 8.35 亿颗，2025 年 Q1、Q2 OLED DDIC 出货量分别为 1.85 亿颗和 2.01 亿颗。Omdia 预计 2030 年 OLED DDIC 出货量达 10.84 亿颗，年复合增长率约为 4.5%。

公司在 OLED 显示驱动芯片代工领域积极布局。目前公司 40nm 高压 OLED 显示驱动芯片已实现批量生产，28nm OLED 显示驱动芯片研发进展顺利，预计 2025 年底可进入风险量产阶段。

● 公司与核心客户积极推进 CIS 产品推进

全球 CIS 销售额总体呈稳定增长态势。据 Omdia 数据预测，预计到 2029 年全球 CIS 市场规模将进一步增长至 270 亿美元，2023 年至 2029 年复合增长率为 6%。长期以来，高性能 CIS 主要由索尼、三星供应，但是目前国产 CIS 已在手机市场主流的 5000 万像素领域实现突破。当前国内本土头部 CIS 厂商具备了多方面优势，技术差距也在不断缩小，国内企业积极拥抱本土厂商的态度也比较明确，符合国家主导的科技进口替代、自主可控的大趋势。除了手机市场外，汽车市场也成为了 CIS 增长的新动力。随着智能网联汽车的快速发展，高级辅助驾驶系统的市场需求旺盛，推动了汽车摄像头模组和 CIS 的销量增长。据统计，未来单车摄像头用量有望攀升，为 CIS 市场带来巨大的增长潜力。因此随着智能手机、安防、工业等领域的回暖，新能源汽车领域的崛起，无人机、AR/VR、机器视觉等新兴领域快速渗透，叠加国产化替代进程加快，CIS

市场将持续增长。

目前公司 CIS 产品制程涵盖 90-55nm，其中 55nmCIS 产品广泛用于智能手机主摄、辅摄及前摄镜头等场景。报告期内公司 55nm 全流程堆栈式 CIS 芯片实现批量生产。

● 公司不断丰富产品种类，持续研发巩固优势

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 512,979.42 万元，从制程节点分类，55nm、90nm、110nm、150nm 占主营业务收入的比例分别为 10.38%、43.14%、26.74%、19.67%，40nm 开始贡献营收；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 60.61%、20.51%、12.07%、2.14%、4.09%，CIS 和 PMIC 产品营收占比不断提升。

2025 年上半年，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 40nm 高压 OLED 显示驱动芯片实现批量生产、28nm 逻辑芯片持续流片、55nm 堆栈式 CIS 实现全流程生产以及 55nm 逻辑芯片和 110nm MicroOLED 芯片实现小批量生产。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 111.69 亿元、127.15 亿元和 141.84 亿元，对比前值预计 2025-2027 年的 110.02 亿元，123.49 亿元，141.20 亿元有所提升；归母净利润 2025-2027 年分别预计为，9.9 亿元、12.97 亿元和 14.85 亿元，对比前值预计 2025-2027 年预计 9.8 亿元，12.69 亿元和 14.76 亿元有所提升。对应 2025-2027 年 PE 分别为 50.8X、38.8X、33.9X。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	11169	12715	14184
收入同比（%）	27.7%	20.8%	13.8%	11.6%
归属母公司净利润	533	990	1297	1485
净利润同比（%）	151.8%	85.9%	30.9%	14.5%
毛利率（%）	25.5%	25.6%	26.9%	27.0%
ROE（%）	2.6%	4.5%	5.6%	6.0%
每股收益（元）	0.27	0.49	0.65	0.74
P/E	86.44	50.84	38.83	33.91
P/B	2.24	2.30	2.17	2.04
EV/EBITDA	14.51	11.26	10.00	9.03

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	利润表				单位:百万元
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9744	15401	17891	21163	营业收入	9249	11169	12715	14184
现金	5828	10034	11569	13800	营业成本	6890	8306	9298	10354
应收账款	993	1216	1358	1471	营业税金及附加	32	45	51	57
其他应收款	52	62	71	79	销售费用	55	67	76	85
预付账款	38	166	186	207	管理费用	341	391	445	496
存货	1503	2211	2645	3145	财务费用	297	252	204	209
其他流动资产	1330	1712	2062	2462	资产减值损失	-24	250	200	250
非流动资产	40655	43170	44810	46045	公允价值变动收益	8	45	50	45
长期投资	177	192	207	222	投资净收益	41	30	40	45
固定资产	24792	24827	24461	23693	营业利润	482	1000	1310	1500
无形资产	1313	1263	1213	1163	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	14372	16887	18929	20966	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	50399	58571	62701	67208	利润总额	482	1000	1310	1500
流动负债	7426	13366	15049	16571	所得税	0	10	13	15
短期借款	1291	1491	1691	1891	净利润	482	990	1297	1485
应付账款	2194	5538	6199	6903	少数股东损益	-51	0	0	0
其他流动负债	3941	6338	7160	7777	归属母公司净利润	533	990	1297	1485
非流动负债	16884	18108	19258	20758	EBITDA	4148	5434	6097	6694
长期借款	15589	17089	18589	20089	EPS (元)	0.27	0.49	0.65	0.74
其他非流动负债	1294	1019	669	669					
负债合计	24310	31475	34307	37329					
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	1323	2620	4105					
归属母公司股东权益	20870	21878	23175	24660					
负债和股东权益	50399	58571	62701	67208					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2761	9878	7023	7400	成长能力				
净利润	482	990	1297	1485	营业收入	27.7%	20.8%	13.8%	11.6%
折旧摊销	3417	4182	4583	4985	营业利润	317.0%	107.5%	30.9%	14.5%
财务费用	540	369	405	441	归属于母公司净利	151.8%	85.9%	30.9%	14.5%
投资损失	-41	-30	-40	-45	获利能力				
营运资金变动	-1652	4638	999	780	毛利率 (%)	25.5%	25.6%	26.9%	27.0%
其他经营现金流	2149	-3917	78	460	净利率 (%)	5.8%	8.9%	10.2%	10.5%
投资活动现金流	-11807	-6954	-6434	-6429	ROE (%)	2.6%	4.5%	5.6%	6.0%
资本支出	-13223	-6152	-6152	-6152	ROIC (%)	1.6%	2.6%	3.0%	3.1%
长期投资	1359	-315	-315	-315	偿债能力				
其他投资现金流	57	-487	33	38	资产负债率 (%)	48.2%	53.7%	54.7%	55.5%
筹资活动现金流	8416	1281	945	1259	净负债比率 (%)	93.2%	116.2%	120.8%	124.9%
短期借款	633	200	200	200	流动比率	1.31	1.15	1.19	1.28
长期借款	4079	1500	1500	1500	速动比率	1.07	0.95	0.97	1.04
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-212	6	0	0	总资产周转率	0.19	0.20	0.21	0.22
其他筹资现金流	3915	-425	-755	-441	应收账款周转率	10.00	10.11	9.88	10.03
现金净增加额	-680	4206	1535	2231	应付账款周转率	1.35	2.15	1.58	1.58
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.27	0.49	0.65	0.74
					每股经营现金流	1.38	4.92	3.50	3.69
					每股净资产	10.40	10.91	11.55	12.29
					估值比率				
					P/E	86.44	50.84	38.83	33.91
					P/B	2.24	2.30	2.17	2.04
					EV/EBITDA	14.51	11.26	10.00	9.03

资料来源：公司公告，华安证券研究所

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、半导体设备零部件、科创新股等板块。

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形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。