

688249.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 36.03

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	60.7	3.4	62.5	80.1
相对上证综指	38.5	0.7	52.3	58.0

发行股数 (百万)	2,006.14
流通股 (百万)	1,186.76
总市值 (人民币 百万)	72,281.05
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,362.07
主要股东	
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	23.35%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2025 年 10 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

《晶合集成》20250508
《晶合集成》20240815
《晶合集成》20240715

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子: 半导体

证券分析师: 苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080003

联系人: 茅珈恺

jiakai.mao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123050016

晶合集成

新产品开拓稳步推进, 4F2+CBA DRAM 或释放
外围电路代工机会

晶合集成发布 2025 年三季报, 公司 2025Q3 营收同比保持较快增长, 毛利率环比回升, 公司积极推进 OLED DDIC、CIS、车规级芯片、PMIC 等产品的开发, 同时配套制程升级。随着 DRAM 向 4F2+CBA 架构升级, 未来 Fab 有望迎来代工外围电路的机会。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司 2025Q3 营收同比保持较快增长, 毛利率环比回升。晶合集成 2025 年前三季度营收 81.30 亿元, YoY+20%; 毛利率 25.9%, YoY+0.6pct; 归母净利润 5.50 亿元, YoY+97%。晶合集成 2025Q3 营收 29.31 亿元, QoQ+11%, YoY+23%; 毛利率 26.1%, QoQ+1.8pcts, YoY-0.7pct; 归母净利润 2.18 亿元, QoQ+11%, YoY+137%。根据公司披露的机构投资者调研纪要, 截至 2025 年 10 月 15 日公司产能利用率依然处于高位, 预计 2025 年下半年产能将投放 2 万片/月。
- 新产品线开拓叠加制程升级, 未来增长可期。根据晶合集成 2025 年半年度报告, 公司已经实现 40nm 高压 OLED DDIC 批量生产、28nm 逻辑芯片持续流片、55nm 堆栈式 CIS 全流程生产、55nm 逻辑芯片小批量生产、110nm Micro OLED 芯片小批量生产。根据公司披露的机构投资者调研纪要, 28nm OLED DDIC 将在 2025 年底进入风险量产阶段; 在汽车芯片领域, 公司车规级 DDIC 和 CIS 平台已经通过 AEC-Q100 的认证; 在 PMIC 领域, 公司已实现 150nm 和 110nm PMIC 的量产, 并在积极推进 90nm PMIC 的研发。我们认为 28~55nm OLED DDIC 和 CIS、车规级芯片、PMIC 将成为公司未来的重要增长点。
- 4F2+CBA 技术有望释放 Fab 代工外围电路的机会。根据半导体行业观察报道, 存储厂商正在推动 DRAM 6F2 技术向 4F2+CBA 技术升级。4F2 架构相较于 6F2 架构可以使 DRAM 芯片面积减少约 30%, 且无需使用更小的光刻节点。CBA 架构是将外围电路和存储器阵列在不同的晶圆上加工, 然后通过晶圆间混合键合堆叠在一起。我们认为 4F2+CBA 架构有望成为未来 DRAM 发展趋势之一, 届时存储厂可能将外围电路外包给专业的逻辑 Fab 厂生产。

估值

- 截至 2025 年 10 月 30 日收盘, 公司总市值约 723 亿元, 对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 91.1/66.9/53.8 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 市场需求不及预期。行业竞争格局恶化。产品研发进度不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	7,244	9,249	10,877	12,476	14,061
增长率(%)	(27.9)	27.7	17.6	14.7	12.7
EBITDA(人民币 百万)	3,318	4,042	5,007	5,852	6,639
归母净利润(人民币 百万)	212	533	794	1,080	1,344
增长率(%)	(93.1)	151.8	49.0	36.0	24.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.11	0.27	0.40	0.54	0.67
市盈率(倍)	341.5	135.7	91.1	66.9	53.8
市净率(倍)	3.4	3.5	3.4	3.3	3.2
EV/EBITDA(倍)	12.6	14.9	16.0	12.9	10.8
每股股息 (人民币)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
股息率(%)	0.0	0.4	0.4	0.6	0.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,244	9,249	10,877	12,476	14,061
营业收入	7,244	9,249	10,877	12,476	14,061
营业成本	5,678	6,890	8,101	9,204	10,299
营业税金及附加	32	32	33	37	42
销售费用	50	55	65	75	84
管理费用	271	341	381	412	450
研发费用	1,058	1,284	1,414	1,560	1,687
财务费用	154	297	324	334	323
其他收益	111	106	109	125	141
资产减值损失	(81)	(24)	(22)	(12)	0
信用减值损失	0	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	11	8	0	0	0
投资收益	73	41	44	37	28
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	116	482	690	1,004	1,344
营业外收入	6	2	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	119	482	690	1,004	1,344
所得税	0	0	(104)	(75)	0
净利润	119	482	794	1,080	1,344
少数股东损益	(92)	(51)	0	0	0
归母净利润	212	533	794	1,080	1,344
EBITDA	3,318	4,042	5,007	5,852	6,639
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.11	0.27	0.40	0.54	0.67

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,945	9,744	14,309	24,637	33,682
货币资金	6,526	5,828	9,986	19,911	28,608
应收账款	857	993	1,153	1,308	1,465
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,493	1,503	1,647	1,753	1,852
预付账款	84	38	98	158	214
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,985	1,383	1,426	1,507	1,544
非流动资产	36,211	40,655	38,556	36,854	35,723
长期投资	510	919	919	919	919
固定资产	22,873	24,792	28,551	29,473	29,278
无形资产	1,358	1,313	995	676	357
其他长期资产	11,470	13,630	8,092	5,786	5,169
资产合计	48,156	50,399	52,865	61,491	69,406
流动负债	14,017	7,426	10,389	13,140	15,317
短期借款	658	1,291	1,000	1,000	1,000
应付账款	8,000	2,194	4,107	5,608	6,694
其他流动负债	5,358	3,941	5,281	6,532	7,624
非流动负债	12,002	16,884	15,893	21,094	25,993
长期借款	11,510	15,589	15,000	20,000	25,000
其他长期负债	491	1,294	893	1,094	993
负债合计	26,018	24,310	26,282	34,234	41,311
股本	2,006	2,006	2,006	2,006	2,006
少数股东权益	728	5,219	5,219	5,219	5,219
归属母公司股东权益	21,410	20,870	21,365	22,038	22,876
负债和股东权益合计	48,156	50,399	52,865	61,491	69,406

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	119	482	794	1,080	1,344
折旧摊销	3,244	3,417	4,146	4,676	5,141
营运资金变动	1,558	(6,273)	2,882	2,331	1,838
其他	(5,082)	5,134	245	314	286
经营活动现金流	(161)	2,761	8,066	8,401	8,608
资本支出	(7,408)	(13,223)	(1,998)	(2,998)	(3,998)
投资变动	(459)	81	0	0	0
其他	(1,159)	1,335	44	37	28
投资活动现金流	(9,027)	(11,807)	(1,954)	(2,961)	(3,970)
银行借款	3,654	4,712	(881)	5,000	5,000
股权融资	5,687	3,100	(299)	(407)	(506)
其他	(1,427)	604	(774)	(109)	(435)
筹资活动现金流	7,915	8,416	(1,954)	4,485	4,059
净现金流	(1,272)	(630)	4,158	9,925	8,697

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(27.9)	27.7	17.6	14.7	12.7
营业利润增长率(%)	(96.3)	317.0	43.2	45.5	33.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(93.1)	151.8	49.0	36.0	24.4
息税前利润增长率(%)	(97.6)	748.5	37.9	36.5	27.3
息税折旧前利润增长率(%)	(43.5)	21.8	23.9	16.9	13.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(93.1)	151.8	49.0	36.0	24.4
获利能力					
息税前利润率(%)	1.0	6.8	7.9	9.4	10.7
营业利润率(%)	1.6	5.2	6.3	8.1	9.6
毛利率(%)	21.6	25.5	25.5	26.2	26.8
归母净利润率(%)	2.9	5.8	7.3	8.7	9.6
ROE(%)	1.0	2.6	3.7	4.9	5.9
ROIC(%)	0.2	1.4	2.2	2.5	2.7
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
净负债权益比	0.3	0.5	0.3	0.1	0.0
流动比率	0.9	1.3	1.4	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	10.6	10.0	10.1	10.1	10.1
应付账款周转率	1.6	1.8	3.5	2.6	2.3
费用率					
销售费用率(%)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
管理费用率(%)	3.7	3.7	3.5	3.3	3.2
研发费用率(%)	14.6	13.9	13.0	12.5	12.0
财务费用率(%)	2.1	3.2	3.0	2.7	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.3	0.4	0.5	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.1)	1.4	4.0	4.2	4.3
每股净资产(最新摊薄)	10.7	10.4	10.6	11.0	11.4
每股股息	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	341.5	135.7	91.1	66.9	53.8
P/B(最新摊薄)	3.4	3.5	3.4	3.3	3.2
EV/EBITDA	12.6	14.9	16.0	12.9	10.8
价格/现金流(倍)	(448.9)	26.2	9.0	8.6	8.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371