

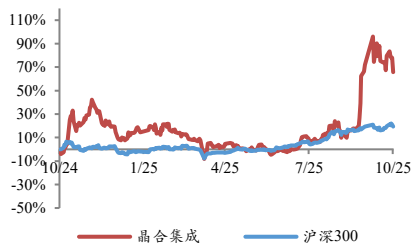
## 晶合集成：业绩高速增长，持续扩产巩固优势并拓展新兴领域

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-10-31

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 33.53       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 41.80/17.72 |
| 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）         | 672.7       |
| 流通市值（亿元）        | 397.9       |

### 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 2024 年业绩修复显著，研发持续投入巩固优势 20250430
2. 晶合集成：2025 年上半年业绩高速增长，持续扩产巩固优势 20250831

### 主要观点：

#### ● 晶合集成公布 2025 年第三季度报告

2025 年三季报正式披露，营业总收入 81.30 亿元，同比去年增长 19.99%，归母净利润为 5.50 亿元，同比去年增长 97.24%，基本 EPS 为 0.28 元，平均 ROE 为 2.60%。

#### ● 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 55nm CIS 产品广泛用于智能手机主摄、辅摄及前摄镜头等场景。公司 55nm 全流程堆栈式 CIS 芯片实现批量生产。

#### ● 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，维持前值预期；归母净利润 2025-2027 年分别预计为，9.9 亿元、13.11 亿元和 15 亿元，对比前值预期净利润 2026-2027 年 12.97 亿元和 14.85 亿元有所提升。对应 2025-2027 年 PE 分别为 67.92X、51.29X、44.84X。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   | 1311  | 1500  |
| 净利润同比 (%) | 151.8% | 85.9% | 32.4% | 14.4% |
| 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  | 0.75  |
| P/E       | 86.44  | 67.92 | 51.29 | 44.84 |
| P/B       | 2.24   | 3.05  | 2.88  | 2.71  |
| EV/EBITDA | 14.51  | 14.27 | 12.68 | 11.47 |

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          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>流动资产</b>    | 9744  | 16146 | 18649 | 21937 | <b>营业收入</b>     | 9249  | 11169 | 12715 | 14184 |
| 现金             | 5828  | 10778 | 12328 | 14574 | 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   | 189   | 194   |
| 其他流动资产         | 1330  | 1712  | 2062  | 2462  | 资产减值损失          | -24   | 250   | 200   | 250   |
| <b>非流动资产</b>   | 40655 | 42761 | 44401 | 45635 | 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 | <b>营业利润</b>     | 482   | 1000  | 1325  | 1515  |
| 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 | 16478 | 18520 | 20557 | 营业外支出           | 2     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 50399 | 58906 | 63051 | 67573 | <b>利润总额</b>     | 482   | 1000  | 1325  | 1515  |
| <b>流动负债</b>    | 7426  | 13569 | 15252 | 16774 | 所得税             | 0     | 10    | 13    | 15    |
| 短期借款           | 1291  | 1491  | 1691  | 1891  | <b>净利润</b>      | 482   | 990   | 1311  | 1500  |
| 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  | 6540  | 7362  | 7980  | <b>归属母公司净利润</b> | 533   | 990   | 1311  | 1500  |
| <b>非流动负债</b>   | 16884 | 18099 | 19249 | 20749 | EBITDA          | 4148  | 5434  | 6097  | 6694  |
| 长期借款           | 15589 | 17089 | 18589 | 20089 | EPS (元)         | 0.27  | 0.49  | 0.65  | 0.75  |
| 其他非流动负债        | 1294  | 1010  | 660   | 660   |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 24310 | 31669 | 34501 | 37523 |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 5219  | 5219  | 5219  | 5219  |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 2006  | 2006  | 2006  | 2006  |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 18543 | 18589 | 18589 | 18589 |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 321   | 1424  | 2736  | 4236  |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 20870 | 22019 | 23331 | 24831 |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 50399 | 58906 | 63051 | 67573 |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |        |       |       |       | 主要财务比率      |        |        |        |        |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |       |       |       | 会计年度        |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A       | 2025E  | 2026E  | 2027E  |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 2761   | 9878  | 7038  | 7416  | <b>成长能力</b> |        |        |        |        |
| 净利润            | 482    | 990   | 1311  | 1500  | 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% | 32.4%  | 14.4%  |
| 财务费用           | 540    | 369   | 405   | 441   | 归属于母公司净利    | 151.8% | 85.9%  | 32.4%  | 14.4%  |
| 投资损失           | -41    | -30   | -40   | -45   | <b>获利能力</b> |        |        |        |        |
| 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 | 93    | 475   | 净利率 (%)     | 5.8%   | 8.9%   | 10.3%  | 10.6%  |
| <b>投资活动现金流</b> | -11807 | -6545 | -6434 | -6429 | ROE (%)     | 2.6%   | 4.5%   | 5.6%   | 6.0%   |
| 资本支出           | -13223 | -6152 | -6152 | -6152 | ROIC (%)    | 1.6%   | 2.6%   | 2.9%   | 3.1%   |
| 长期投资           | 1359   | -315  | -315  | -315  | <b>偿债能力</b> |        |        |        |        |
| 其他投资现金流        | 57     | -78   | 33    | 38    | 资产负债率 (%)   | 48.2%  | 53.8%  | 54.7%  | 55.5%  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 8416   | 1627  | 945   | 1259  | 净负债比率 (%)   | 93.2%  | 116.3% | 120.8% | 124.9% |
| 短期借款           | 633    | 200   | 200   | 200   | 流动比率        | 1.31   | 1.19   | 1.22   | 1.31   |
| 长期借款           | 4079   | 1500  | 1500  | 1500  | 速动比率        | 1.07   | 0.99   | 1.01   | 1.08   |
| 普通股增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |        |        |        |        |
| 资本公积增加         | -212   | 46    | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.19   | 0.20   | 0.21   | 0.22   |
| 其他筹资现金流        | 3915   | -119  | -755  | -441  | 应收账款周转率     | 10.00  | 10.11  | 9.88   | 10.03  |
| <b>现金净增加额</b>  | -680   | 4950  | 1550  | 2246  | 应付账款周转率     | 1.35   | 2.15   | 1.58   | 1.58   |

| 每股指标 (元) |       |       |       |       | 估值比率      |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益     | 0.27  | 0.49  | 0.65  | 0.75  | P/E       | 86.44 | 67.92 | 51.29 | 44.84 |
| 每股经营现金流  | 1.38  | 4.92  | 3.51  | 3.70  | P/B       | 2.24  | 3.05  | 2.88  | 2.71  |
| 每股净资产    | 10.40 | 10.98 | 11.63 | 12.38 | EV/EBITDA | 14.51 | 14.27 | 12.68 | 11.47 |

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、科创板新股等板块。

## 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。