



# 新相微 (688593.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 显示驱动芯片产品齐全，攻坚 Micro LED 光互连

### 投资逻辑

**显示驱动全品类布局，核心业务稳健提质。**公司深耕显示芯片领域，是国内最早实现显示驱动芯片量产的先行者之一，已建立涵盖整合型、分离型显示驱动芯片及显示屏电源管理芯片的全品类矩阵。依托在多应用场景的技术积淀，随着 40nm/28nm 高压制程新一代 AMOLED 整合型显示驱动芯片以及高刷穿戴芯片等高附加值新品的陆续量产，叠加 2026Q2 起行业上游成本推动带来的产品价格企稳回升，公司传统核心业务正步入结构性优化的平稳修复通道。**国产替代纵深推进，构筑供应链安全坚实基础。**下游高世代线与大尺寸面板产能的绝对主导地位，为本土显示芯片设计厂商创造了庞大的就近配套与供应链重塑机遇。下游面板厂商龙头盈利能力逐渐回暖，京东方、深天马、TCL 科技 2025 年平均毛利率同比增长 1.65pcts。公司作为具备大中小全尺寸供应能力的本土企业，其分离型显示源极驱动及 TCON 芯片等产品线有望依托国内头部面板大客户的深度协同，迎来市场份额的提升。

**跨界拓展 Micro LED 光互连，构筑光通信第二增长曲线。**在夯实消费电子基本盘的同时，公司前瞻性向泛半导体前沿技术延伸。公司已与京东方华灿光电达成深度战略合作，正式启动 Micro LED 光模块的研发与生产，重点开拓智算中心光互连这一全新赛道。该布局旨在研制适用于 AI 数据中心内部的低功耗、高带宽光互连模组，标志着公司业务逻辑从单一的屏幕驱动，实质性切入至 AI 算力光通信基建网络，为中长期发展打开了更为广阔的增量空间。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 8.02 亿元、10.61 亿元和 14.28 亿元。综合考虑公司在高端 AMOLED 驱动芯片领域的放量预期，以及其跨界智算中心光互连业务所赋予的成长空间，给予“买入”评级。

### 风险提示

产品价格与毛利率波动风险；高端产品迭代及大客户导入不及预期风险；上游晶圆代工及封测产能刚性受限风险；市场竞争加剧导致市场份额下滑风险；下游消费电子及车载显示需求复苏不及预期风险；募投项目建设进度及收益不及预期风险；公司股东减持的风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：周焕博 (执业 S1130525080009)

zhouhuanbo@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.85 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	507	613	802	1,061	1,428
营业收入增长率	5.61%	20.86%	30.82%	32.20%	34.64%
归母净利润(百万元)	8	9	10	10	12
归母净利润增长率	-69.38%	7.76%	6.78%	6.62%	14.22%
摊薄每股收益(元)	0.018	0.020	0.021	0.023	0.026
每股经营性现金流净额	-0.15	0.11	-0.04	-0.12	-0.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.54%	0.59%	0.61%	0.65%	0.74%
P/E	997.21	1,020.44	1,780.58	1,670.07	1,462.15
P/B	5.34	6.00	10.79	10.79	10.77

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、显示驱动品类齐全，整合型和分离型同步布局	4
1.1 深耕显示驱动产品，推进 AMOLED 量产研发	4
1.2 公司积极拓展产品布局，积极布局 Micro LED 显示驱动领域	6
1.3 半导体显示行业景气度回升，公司业绩平稳增长	7
二、显示产业链转移持续，显示芯片迎来发展契机	9
2.1 面板产能转移趋势延续，大陆高端面板产能持续扩张	9
2.2 显示驱动芯片市场温和复苏，终端价格有望改善	12
三、盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测	14
3.2 投资建议及估值	16
四、风险提示	16

## 图表目录

图表 1：公司主营产品包括各类型显示驱动芯片	4
图表 2：公司是国内最早实现显示驱动芯片量产的先行者之一	5
图表 3：公司股权结构稳定（截至 2026Q1）	6
图表 4：公司营收主要来源于整合型显示驱动芯片（截至 2025 年）	6
图表 5：整合型显示芯片贡献了公司主要毛利（截至 2025 年）	6
图表 6：公司 IPO 募投资金投向	6
图表 7：公司营收平稳向上	7
图表 8：公司归母净利润逐渐修复	7
图表 9：公司盈利能力短期承压	8
图表 10：公司应收账款周转天数逐渐下降（单位：天）	8
图表 11：公司存货周转天数 2022 年后呈下降趋势（单位：天）	8
图表 12：公司费用率维持稳定	9
图表 13：目前主流的显示技术包括 LCD 和 OLED 两大类	10
图表 14：TFT-LCD 与 AMOLED 显示面板示意图	10
图表 15：整合型显示驱动芯片（左）与分离型显示驱动芯片（右）示意图	10
图表 16：公司显示驱动芯片架构图	11
图表 17：不同显示技术对驱动芯片的要求差异	11
图表 18：中国大陆 LCD 面板产能全球占比攀升至 72%	11
图表 19：中国大陆 OLED 面板产能占全球半数以上	11



图表 20: 中国面板厂在 AMOLED 手机面板中的市占率持续提升..... 12

图表 21: 下游面板厂龙头营收平稳增长 (单位: 亿元) ..... 12

图表 22: 下游面板厂龙头平均毛利率逐渐改善 (单位: %) ..... 12

图表 23: 预计 2026 年显示驱动芯片全球出货量为 84.11 亿颗 (单位: 百万颗) ..... 13

图表 24: 预计 2026 年全球显示驱动芯片销售收入 102.47 亿美元 (单位: 百万美元) ..... 13

图表 25: 预计 2026 年显示驱动芯片中国大陆出货量为 47.04 亿颗 (单位: 百万颗) ..... 13

图表 26: 预计 2026 年中国大陆显示驱动芯片销售收入 49.30 亿美元 (单位: 百万美元) ..... 13

图表 27: 全球智能手机出货量短期承压 (单位: 千台) ..... 14

图表 28: 全球面板出货量拉货后小幅下滑 ..... 14

图表 29: 受成本压力影响, 全球显示驱动芯片价格企稳回升 ..... 14

图表 30: 公司分业务营收及毛利率预测 (单位: 百万元) ..... 15

图表 31: 2024-2028E 公司三费情况..... 16

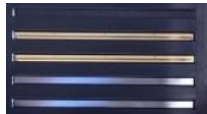





## 一、显示驱动品类齐全，整合型和分离型同步布局

### 1.1 深耕显示驱动产品，推进 AMOLED 量产研发

公司深耕显示芯片领域，已建立起全品类、多应用场景的产品矩阵。自 2005 年成立以来，公司始终专注于显示芯片的研发、设计与销售，核心产品线涵盖整合型显示芯片、分离型显示驱动芯片以及显示屏电源管理芯片，广泛渗透至以智能穿戴、智能手机为代表的移动智能终端，以及工控显示、平板电脑、IT 显示和电视商显等多元化下游领域。凭借齐全的产品种类与扎实的技术积累，公司成为国内少有的能够同时提供整合型和分离型显示驱动解决方案的内地本土厂商，在显示产业链高端化替代及品类扩张的趋势下具备显著的先发优势与竞争壁垒。

图表 1：公司主营产品包括各类型显示驱动芯片

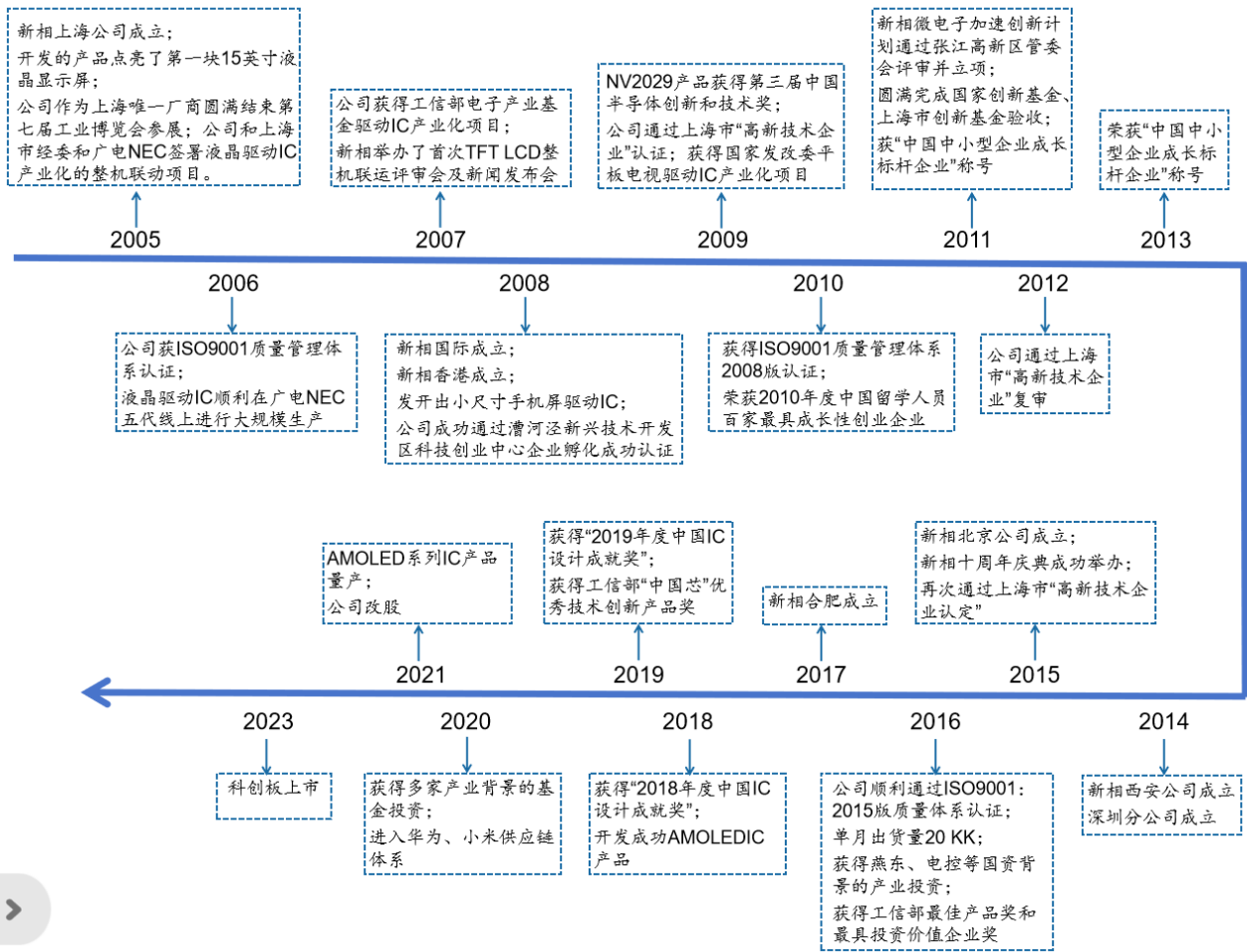
产品名称	图示	技术特点	主要应用领域
整合型 TFT-LCD 显示驱动芯片		1. 芯片面积小、低功耗、可实现高清显示 2. 满足中小尺寸显示设备对轻薄便携、长续航时间、高清显示的需求	智能穿戴、智能手机、功能手机、工控显示、平板电脑
整合型 AMOLED 显示驱动芯片		低功耗、高响应速度、高对比度、创新型架构设计	智能穿戴、智能手机
分离型显示驱动芯片		1. 高速信号接收发送表现优秀 2. 高信号通道带宽大 3. 可实现出色的图像显示效果，满足大屏高清显示的需求	平板电脑、IT 显示、电视及商显
显示屏电源管理芯片		1. 高效能、低纹波率、快速响应、多电源模块集成 2. 可提供稳定高效的显示用电源管理	平板电脑、IT 显示、电视及商显

来源：公司公告，国金证券研究所

作为国内最早实现显示驱动芯片量产的先行者之一，公司凭借持续的研发投入与深度的市场开拓，在核心业务领域构筑了坚实的技术与产业壁垒。回顾其产业化历程，公司于 2006 年在上海广电 NEC 五代线上成功实现了首款分离型显示驱动芯片的量产，迈出本土替代的关键一步；随后在 2008 年成功开发出小尺寸整合型 TFT-LCD 驱动芯片，并于 2010 年和 2012 年先后将该技术延展至工控显示、功能手机及智能穿戴领域，实现了规模化量产；2015 年，公司自主研发的显示屏电源管理芯片亦顺利导入量产，进一步丰富了配套芯片矩阵。依托这一长周期的技术积淀，公司产品实现了高频次的迭代升级与全方位覆盖。在技术路线与分辨率上，产品不仅全面兼容主流 LCD 与自发光 AMOLED 技术，更横跨 QQVGA 至 4K/8K 等全档位分辨率；在尺寸与场景适配上，公司具备大中小全尺寸供应能力，广泛应用于穿戴、手机、工控、平板、笔电、电视及车载显示等多元场景。展望未来，公司紧跟行业高端化趋势，积极布局全高清 LTPS RAMless 整合芯片、8 位分离型源极驱动芯片、低功耗 FHD 笔电时序控制 (TCON) 芯片、全高清整合型 AMOLED 芯片以及电子纸驱动芯片等前沿在研项目，多条产品线的渐次落地有望打破海外垄断，成为驱动公司业绩触底反弹与中长期增长的新引擎。



图表2：公司是国内最早实现显示驱动芯片量产的先行者之一

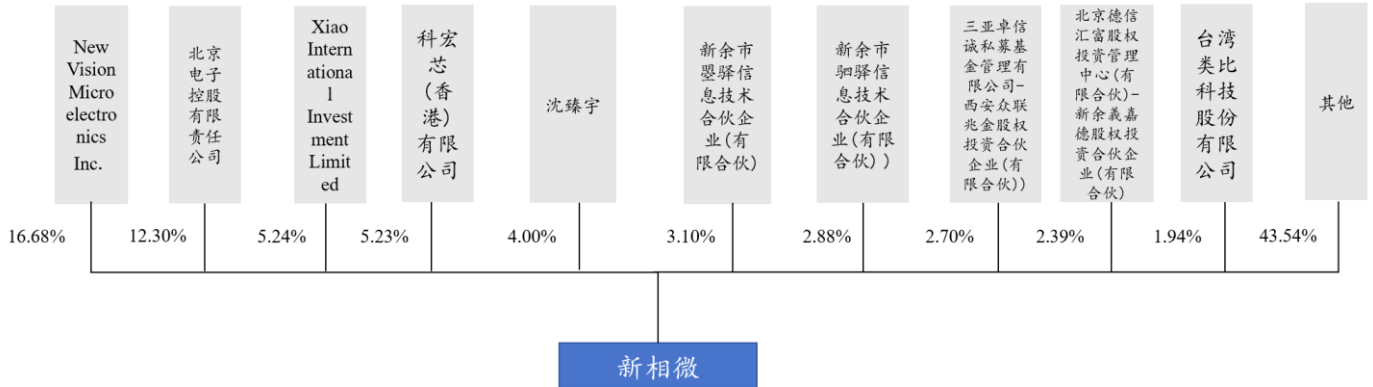


来源：公司官网，国金证券研究所

公司股权结构稳定，实际控制人技术背景深厚，且获国资产业股东鼎力支持。截至 2026Q1，公司实际控制人 Peter Hong Xiao（肖宏）通过 Xiao International Investment Limited 和直接持股，间接控制第一大股东 New Vision Microelectronics Inc.(BVI)（持股 16.68%），并在上市公司层面直接及通过 Xiao International 间接持有控制相关权益，对公司实施稳健的高比例控制。值得注意的是，北京电子控股有限责任公司（北京电控）作为重要战略产业股东，以 12.30% 的持股比例位列第二大股东，其强大的电子信息产业背景，亦为公司重要下游客户京东方的控股股东）有望在供应链资源与协同效应上为公司深度赋能。此外，科宏芯（香港）有限公司（持股 5.23%）、沈臻宇（持股 4.00%）等多元化股东的加入，进一步优化了公司的治理结构。



图表3: 公司股权结构稳定 (截至 2026Q1)

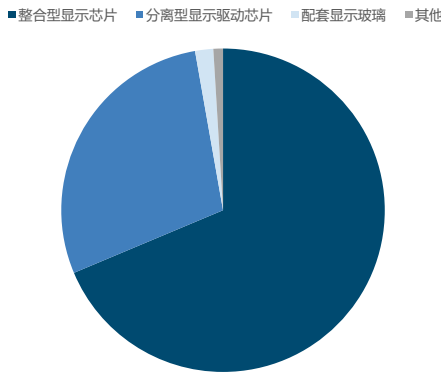


来源: 公司公告, 国金证券研究所

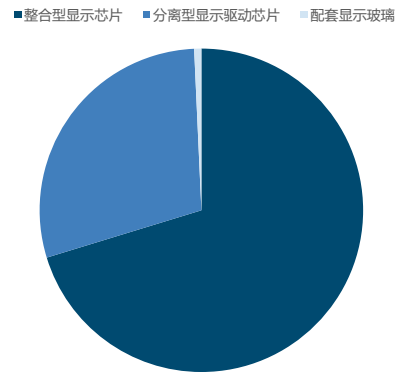
公司主营业务结构清晰, 整合型与分离型显示芯片共同构成了核心的收入与毛利支撑。2025 年公司总营业收入达到 6.13 亿元, 总毛利为 0.85 亿元。分产品来看, 整合型显示芯片是公司的第一大支柱, 实现营收 4.21 亿元, 占比达 68.67%, 贡献毛利 0.56 亿元(占比 70.27%), 展现出强劲的规模效应; 分离型显示驱动芯片紧随其后, 实现营收 1.75 亿元(占比 28.55%), 贡献毛利 0.23 亿元(占比 29.01%)。2025 年, 受益于分离型显示芯片产品市场份额提升, 公司分离型显示芯片出货量大幅提升, 营收同比增长 103.76%。此外, 配套显示玻璃及其他业务体量较小, 分别贡献营收 1114 万元(占比 1.82%)和 588 万元(占比 0.96%), 对利润形成有益补充。

图表4: 公司营收主要来源于整合型显示驱动芯片 (截至 2025 年)

图表5: 整合型显示芯片贡献了公司主要毛利 (截至 2025 年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.2 公司积极拓展产品布局, 积极布局 Micro LED 显示驱动领域

公司紧跟显示技术升级浪潮, 通过 IPO 募投项目深度夯实研发与产业化根基。2023 年 5 月, 公司以 11.18 元/股的发行价格公开发行 9191 万股, 发行后总股本扩充至 4.60 亿股, 成功募集资金总额达 10.3 亿元。围绕“完善并升级现有显示芯片、提升研发与管理效率”的核心战略, 公司计划总投资 15.2 亿元用于合肥 AMOLED 显示驱动芯片研发及产业化项目、合肥显示驱动芯片测试生产线建设项目、上海先进显示芯片研发中心建设项目以及补充流动资金。尽管募集资金存在约 4.9 亿元的缺口, 但公司拟通过银行贷款或自筹资金等多元渠道积极补足。

图表6: 公司 IPO 募投资金投向

募集资金投资方向	实施单位	投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
合肥 AMOLED 显示驱动芯片研发及产业化项目	合肥宏芯达	49,291.30	49,291.30



合肥显示驱动芯片测试生产线建设项目	合肥宏芯达	25,960.00	25,960.00
上海先进显示芯片研发中心建设项目	新相微	36,651.40	36,651.40
补充流动资金		40,000.00	40,000.00
合计		151,902.70	151,902.70

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

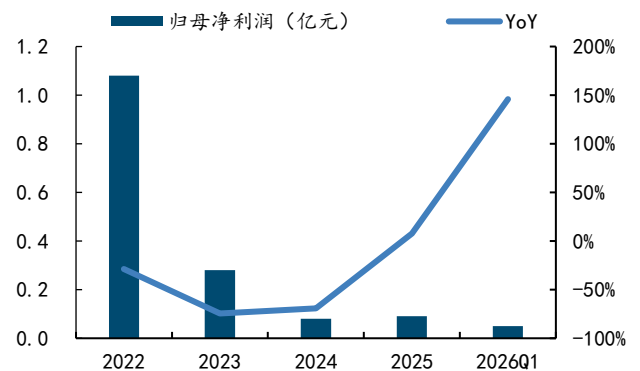
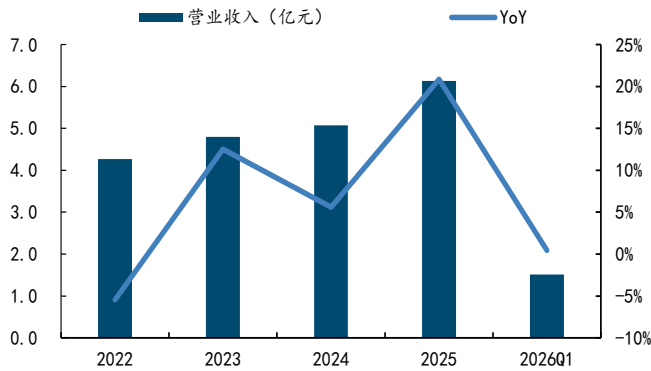
公司前瞻性布局 Micro LED 技术, 战略性跨界智算中心光通信赛道。在持续投入 AMOLED 及 Mini/Micro LED 等先进显示技术的基础上, 公司正将其技术版图向更前沿的 Micro LED 光互连领域延伸。依托与京东方华灿光电的深度战略合作, 公司正式启动 Micro LED 光模块的研发与生产, 联合攻关适用于数据中心内部的高带宽、低功耗光互连模组, 旨在突破传统光模块技术瓶颈, 为下一代高性能计算及 AI 算力提升提供核心硬件支撑。同时, 双方在 AR/AI 智能眼镜微显示模组及智能数字车灯 ADB 模组方向亦取得实质性进展, 相关 0.13 寸 AR 微显示屏及 4 万像素 ADB 产品计划于 2026 年 Q1 开始逐步导入商业化与 AEC-Q 车规级认证。这一系列跨界拓展不仅深化了公司与头部面板厂商构筑的“芯片-面板-终端”产业协同矩阵, 更标志着公司正逐步构建“显示”与“AI 光通信”双轮驱动的基础技术能力, 打开了泛半导体领域的长期增长空间。同时, 据京东方 2026 年 5 月披露的与康宁合作的相关公告, 京东方子公司 MicroLED 光互联芯片已产出相关样品并为客户送样。

### 1.3 半导体显示行业景气度回升, 公司业绩平稳增长

公司营业收入呈稳健增长态势, 归母净利润在周期底部见顶回落后, 已展现出明确的触底反弹与高弹性修复特征。在营收端, 凭借核心品类渗透率的持续提升, 公司成功抵御了宏观及行业波动, 总营收自 2023 年起稳健放量, 至 2025 年已达 6.13 亿元, 并在 2026Q1 继续维持在高位平稳运行。在利润端, 历经前期行业去库与价格战的深幅调整后, 公司盈利水平在 2024 年完成筑底。受益于半导体显示景气度回升及新品的加速导入, 归母净利润于 2025 年实现止跌回升, 并在 2026Q1 迎来明确拐点, 单季同比大幅增长 145.69% 至 536.87 万元, 盈利端的向上弹性正加速释放。

图表7: 公司营收平稳向上

图表8: 公司归母净利润逐渐修复



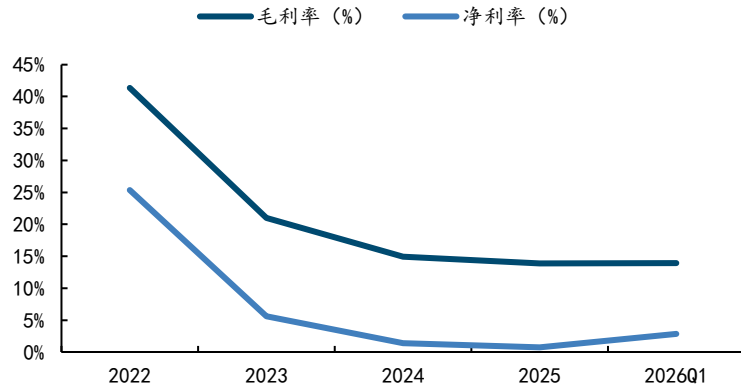
来源：iFind, 国金证券研究所

来源：iFind, 国金证券研究所

公司毛利率与净利率在历经周期底部的深度调整后, 目前已呈现企稳反弹的边际改善迹象。受全球消费电子终端需求疲软、半导体显示行业库存高企以及显示驱动芯片价格战等多重因素交织影响, 公司综合毛利率自 2022 年的 41.35% 深幅下滑至 2023 年的 21.00%, 并于 2024、2025 年进一步压缩至 14.94% 和 13.90% 的底部区间; 受此拖累, 盈利能力更具敏感性的净利率亦从 2022 年的 25.36% 一路下探, 至 2024 年降至 1.40%, 2025 年全年则探底至 0.74%。2026Q1 公司盈利指标已迎来拐点信号: 单季度综合毛利率企稳微升至 13.94%, 而净利率显著回升至 2.87%。



图表9：公司盈利能力短期承压

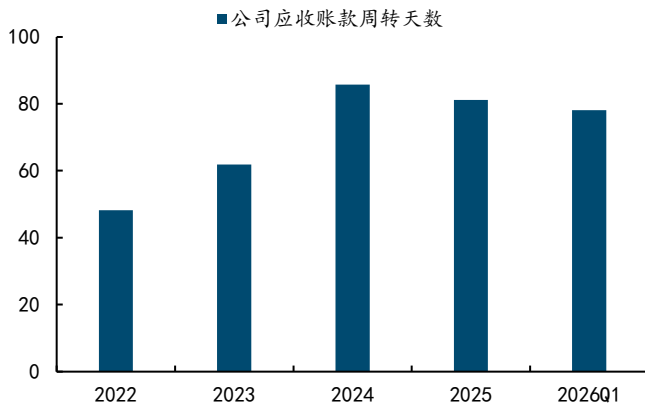


来源：ifind、国金证券研究所

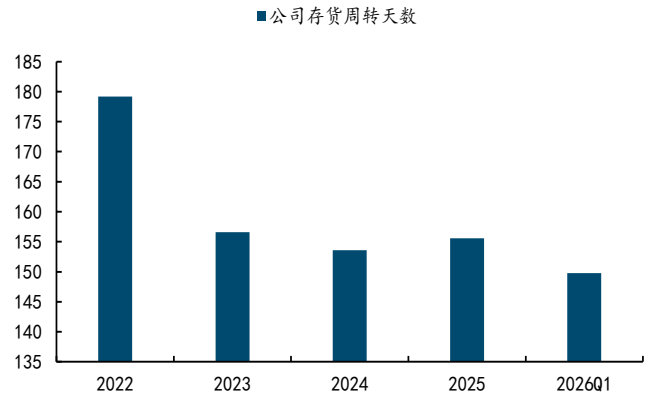
公司营运资金管理效率逐步优化，资产周转情况出现边际改善。在存货周转方面，公司去库存成效显著，存货周转天数由2022年的179.19天持续压降至2024年的153.59天，尽管2025年微升至155.55天，但2026年一季度已进一步下探至149.78天，显示出下游订单回暖及芯片消耗速度加快，库存结构得到持续优化。在应收账款周转方面，账期拉长趋势得到遏制并迎来拐点，周转天数2022年至2024年（48.24天至85.76天）的上升后，2025年回落至81.16天，2026年一季度继续压降至78.07天。分析来看，应收与存货周转天数的双双回落，反映出公司在积极扩大显示芯片市场份额的同时，回款力度与库存管控精细度显著提升，整体经营现金流质量及资金安全边际正得到实质性改善。

图表10：公司应收账款周转天数逐渐下降（单位：天）

图表11：公司存货周转天数2022年后呈下降趋势（单位：天）



来源：iFinD，国金证券研究所

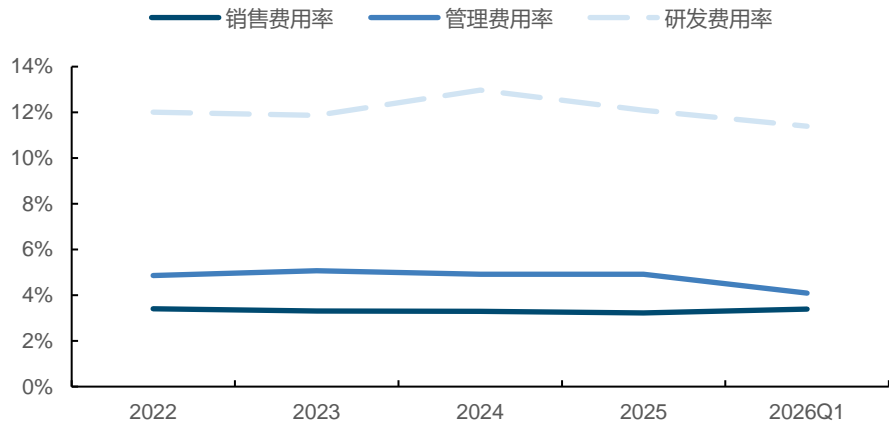


来源：iFinD，国金证券研究所

公司期间费用率整体保持稳健，在营收规模放量的背景下，精细化管理与规模效应正逐步释放。在研发投入方面，公司持续贯彻科创属性，研发费用率始终维持在11%以上的高位区间。2022至2023年分别为12.01%和11.87%，2024年因加码40nm AMOLED等高端整合型芯片研发进一步上探至12.98%，2025年及2026Q1随着部分新品进入量产爬坡期、营收基数扩大，研发费用率分别小幅回落至12.10%和11.39%，展现了高研发投入向业绩产出的良性转化。在销售及管理费用方面，控费增效成果显著。销售费用率常年稳定在3.2%至3.4%的窄幅区间，2026Q1为3.39%，体现了公司大客户渠道的粘性与稳固性；管理费用率在2023年达到5.08%的阶段高点后，随着公司上海、合肥等多地运营体系磨合完毕，2024、2025年稳定在4.92%，并于2026Q1大幅摊薄至4.09%。分析来看，核心期间费用率的整体压降与企稳，反映出公司在积极拓宽显示驱动芯片市场份额的同时，内部治理效率与组织架构效能正不断提升，有望在行业温和复苏周期中为利润端贡献更大的业绩弹性。



图表12: 公司费用率维持稳定



来源: iFinD, 国金证券研究所

## 二、显示产业链转移持续，显示芯片迎来发展契机

### 2.1 面板产能转移趋势延续，大陆高端面板产能持续扩张

显示面板作为现代信息交互的核心载体，广泛应用于显示器、电视、智能手机、笔记本电脑、平板电脑及车载显示等多元化领域。伴随产业的演进，显示技术逐步形成了以 LCD（OLED（有机发光二极管）、AMOLED（有源矩阵有机发光二极管））为主流，并向 Mini LED、Micro LED 等前沿技术拓展的多元格局，其技术迭代的核心驱动力始终围绕“显示效率、视觉效果及综合成本”三大维度展开。

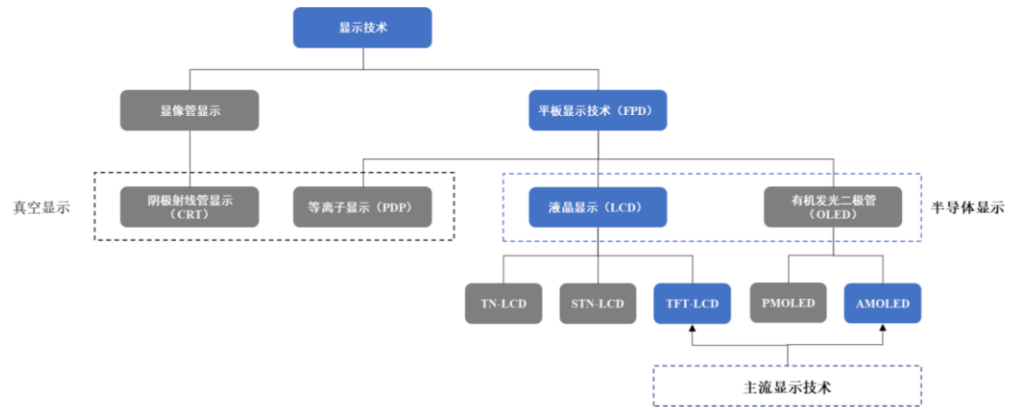
从技术演进路径来看，全球显示产业主要经历了三个发展阶段：第一阶段为阴极射线管（CRT）时代：自 1897 年诞生以来，早期主导了电视和电脑显示器市场，现已基本退出历史舞台。第二阶段为平板显示（FPD）时代：以等离子显示（PDP）和液晶显示（LCD）为代表。21 世纪前，40 英寸及以上的大屏幕以 PDP 为主，但其典型的厚膜制造工艺与高压驱动方式导致成本居高不下，且易出现局部烧屏；而 LCD 凭借低压驱动的薄膜制造工艺，通过大尺寸玻璃基板和低温多晶硅（LTPS）技术的导入，实现了大幅降本与性能提升，最终在尺寸与价格优势下全面取代 PDP，成为市场绝对主流。

第三阶段为多技术并存的半导体显示时代：涵盖 OLED/AMOLED、Mini LED、Micro LED 等自发光或新型背光技术。

当前市场主流的 LCD 与 OLED 技术，其核心本质在于发光原理的差异。LCD 本身不发光，高度依赖 LED 背光源，通过薄膜晶体管（TFT）改变信号与电压来控制液晶分子的转动方向，从而调节每个像素点的偏振光射出来实现成像；相比之下，AMOLED 则属于自发光路线，通过 RGB 不同发光体的自主发光组合来呈现色彩。由于底层显示物理特性的不同，两者的驱动芯片在工艺节点、电压控制及极性反转等方面均存在显著的设计差异，这也驱动着上游显示驱动芯片（DDIC）产业链向更加专用化和高端化的方向演进。



图表13：目前主流的显示技术包括LCD和OLED两大类



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

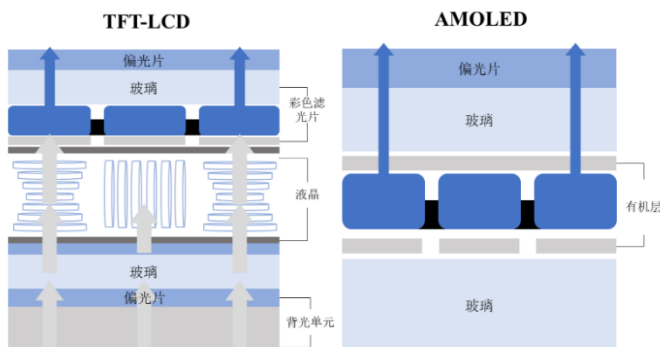
显示驱动芯片作为显示面板成像系统的核心中枢，其内部高度集成了电阻、调节器、比较器和功率晶体管等诸多微电子部件，精准控制着面板的发光线性度、功耗及电磁兼容（EMC）等核心指标，是保障画面均匀度与稳定性的底层基石。面对面板由百万至千万级像素构成的复杂结构，单颗驱动芯片可控制的像素量直接决定了硬件架构的设计：中小尺寸面板通常仅需单颗芯片即可驱动全屏；而大尺寸面板因像素基数庞大，则需十几至数十颗芯片协同运作。因此，驱动芯片的性能指标直接定义了终端的分辨率与刷新率上限。由于各类面板液晶的工作和排列原理存在物理差异，其芯片架构设计亦各不相同。尤其在智能手机、智能穿戴等消费电子领域，轻薄化与高画质的双重追求，驱动着芯片向更高科技含量与集成度的方向演进。

从产品分类与技术适配来看，显示驱动芯片主要呈现两大维度的划分：

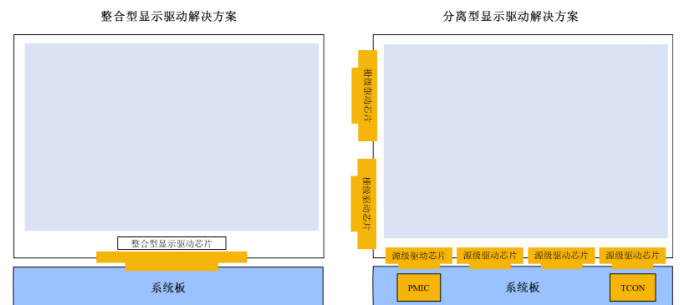
按显示技术路径划分：芯片主要分为 LCD 与 OLED 两大技术阵列。其中，LCD 驱动芯片根据触控功能的融合度，进一步分立为传统显示驱动芯片（DDIC）与触控显示集成芯片（TDDI）。当前全球显示驱动芯片市场已形成 LCD DDIC、TDDI 以及 OLED DDIC 三足鼎立的主流格局。

按面板尺寸与架构划分：智能穿戴、手机等中小尺寸终端对轻薄便携和低功耗有着极为苛刻的要求，因而多采用将多功能集成一体的“整合型”显示驱动方案；相反，电视、桌面显示器等大尺寸终端由于幅面宽广，需要多颗芯片协同驱动，因此采用时序控制（TCON）配合多颗源极、栅极驱动芯片的“分离型”解决方案是业内绝对的主流选择。

图表14：TFT-LCD 与 AMOLED 显示面板示意图



图表15：整合型显示驱动芯片（左）与分离型显示驱动芯片（右）示意图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

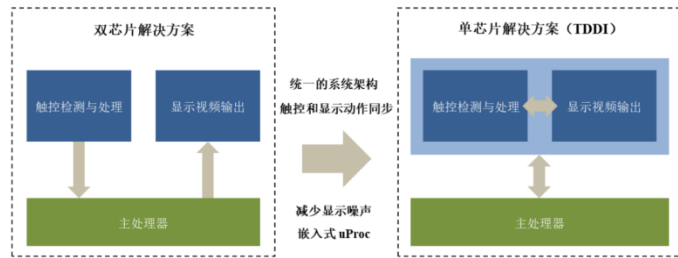
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

触控显示集成芯片（TDDI）通过将触摸屏控制器与显示驱动芯片（DDIC）合二为一，在架构上实现了由“分立”向“整合”的跃升，现阶段已成为 LCD 智能手机的主流配置。相比传统双芯片方案因系统架构分离、通信延迟而易引发显示噪声的弊端，TDDI 凭借统



一的系统架构，不仅能有效抑制电磁干扰与显示噪声，更凭借更高的集成度大幅精简了 PCB 空间，完美契合了移动智能终端对纤薄化与窄边框的极致追求。从制造端的工艺节点来看，由于不同显示技术的物理特性及驱动复杂度差异显著，驱动芯片的制程准入门槛亦呈现明确的分层：一般而言，LCD 笔电、桌面显示器和电视所使用的传统 DDIC，采用 90-150nm 的成熟工艺即可满足需求；TDDI 为兼顾触控高频采样与显示驱动，制程节点通常集中在 55-90nm；而面向高像素密度、像素动态补偿要求苛刻的 OLED 显示驱动芯片，则必须依赖 28-40nm 等更为先进的高压制程节点。随着终端屏幕向高刷与高清化演进，制程结构的整体上移将进一步拉高行业的技术壁垒与供给刚性。

图表16：公司显示驱动芯片架构图



图表17：不同显示技术对驱动芯片的要求差异

	TFT-LCD	AMOLED
驱动类型	电压驱动型	电压驱动型
亮度关系	与驱动芯片输出电压成正比 /反比	与驱动芯片输出电压成反比
极性反转	需要（电压极性）	不需要
电压输出阶数	64 阶/256 阶/1024 阶	256 阶/1024 阶
背光驱动	需要	不需要
工艺节点	55-150nm	28-40nm

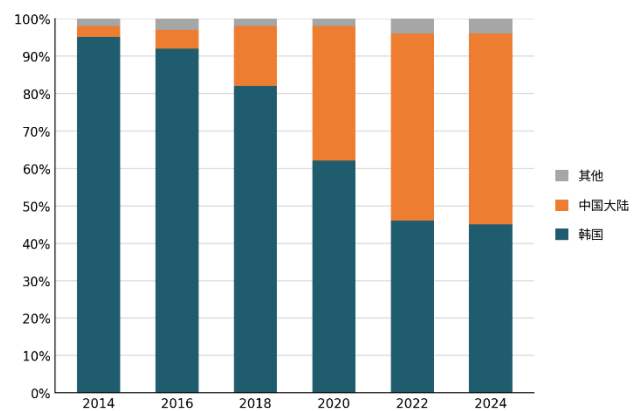
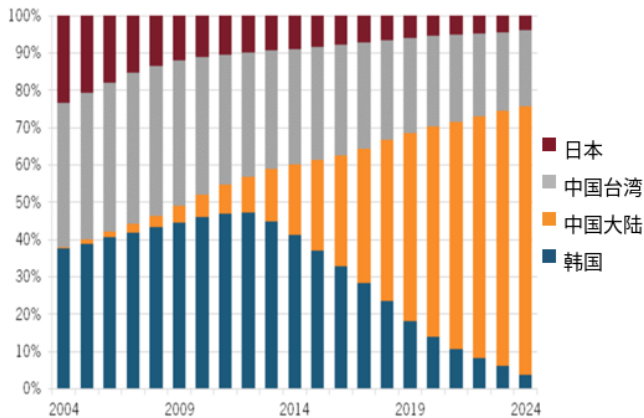
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

中国大陆面板高端产能的扩张与市场份额的绝对主导，为本土显示驱动芯片厂商带来较大配套机遇。根据 ITIF 的最新数据，在过去二十年中，中国大陆在全球 LCD 市场的份额已从 2004 年的几乎为零飙升至 2024 年的 72.0%，整体显示产业在 2012 至 2022 年间的复合增长率高达 21.6%。同样在 OLED 赛道上，中国大陆的全球市占率也完成了从 1.0% 到超越半壁江山的跨越式蜕变，将韩国的份额压缩至 45.0%。随着本土面板大客户对于供应链安全与就近配套诉求的重塑，国内显示驱动芯片（DDIC）的高端化替代空间被彻底打开，拥有全品类布局的本土芯片设计厂商有望迎来技术破局与份额加速放量的双重红利。

图表18：中国大陆 LCD 面板产能全球占比攀升至 72%

图表19：中国大陆 OLED 面板产能占全球半数以上



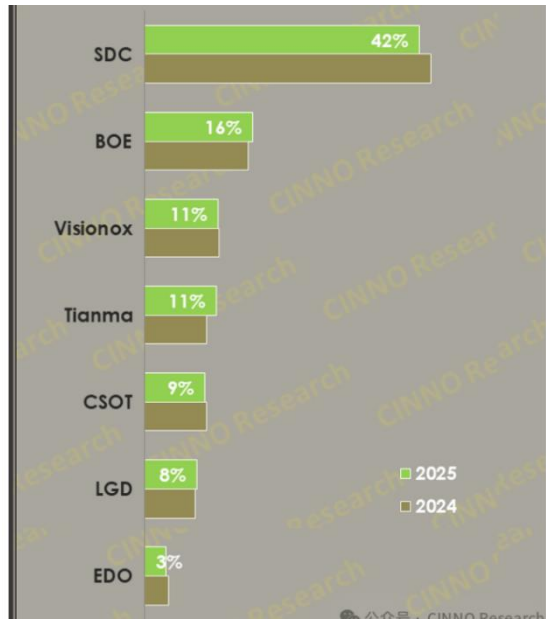
来源：ITIF，国金证券研究所

来源：ITIF，国金证券研究所

AMOLED 面板产能加速向内地转移，AMOLED 本土链崛起打开显示芯片成长空间。从下游面板的市场格局来看，全球 AMOLED 智能手机面板正迎来历史性的产业格局重塑。根据 CINNO Research 的最新数据，2025 年全球 AMOLED 智能手机面板市场中，中国内地厂商的出货份额年度占比首次超越五成，达到 50.6%（同比+1.3pct），实现了对韩国厂商（49.4%）的历史性跨越，标志着本土厂商话语权与核心竞争力的持续增强。分厂商而言，行业龙头三星显示（SDC）因主力刚性面板需求萎缩及中低端订单流失，份额由 2025 年的 43.2% 进一步缩窄至 41.5%；国内厂商京东方（BOE）在中端规模化渗透与折叠屏等高端技术的持续突破下，出货量同比增长 9.0%，以 16.3% 的市占率稳居全球第二、国内第一。



图表20：中国面板厂在 AMOLED 手机面板中的市占率持续提升

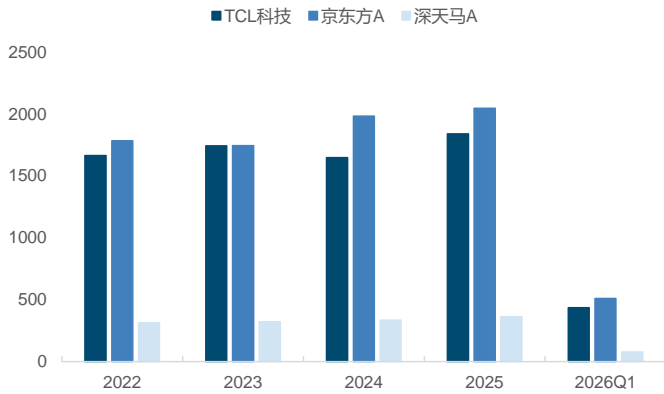


来源：Cinno research, 国金证券研究所

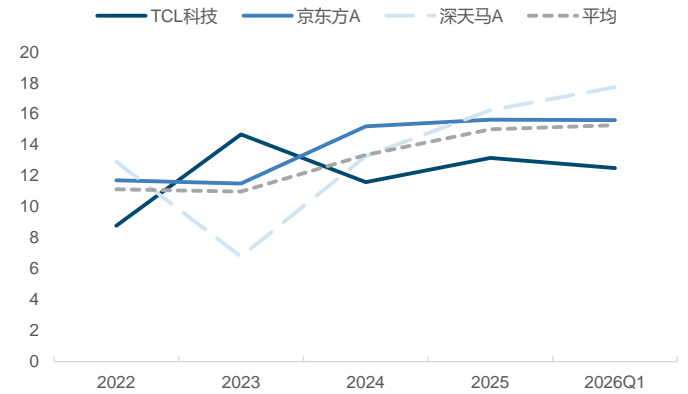
下游面板龙头厂商营收平稳增长，盈利能力持续改善。受益于行业供需格局优化及高端化产品结构的持续导入，核心面板大客户盈利能力进入实质性修复通道，京东方、深天马、TCL 科技 2025 年平均毛利率同比增长 1.65pcts，26Q1 平均毛利率同比增长 0.19pcts。下游产业链基本面的企稳向好与盈利空间的打开，为上游显示芯片环节的规模化配套与成本传导提供了坚实的产业支撑。

图表21：下游面板厂龙头营收平稳增长（单位：亿元）

图表22：下游面板厂龙头平均毛利率逐渐改善（单位：%）



来源：ifind、国金证券研究所



来源：ifind、国金证券研究所

## 2.2 显示驱动芯片市场温和复苏，终端价格有望改善

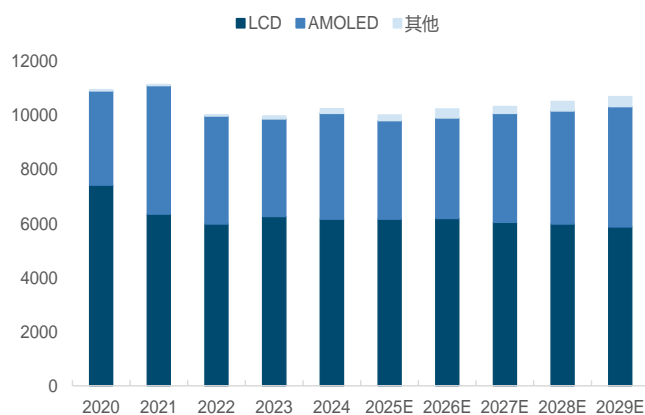
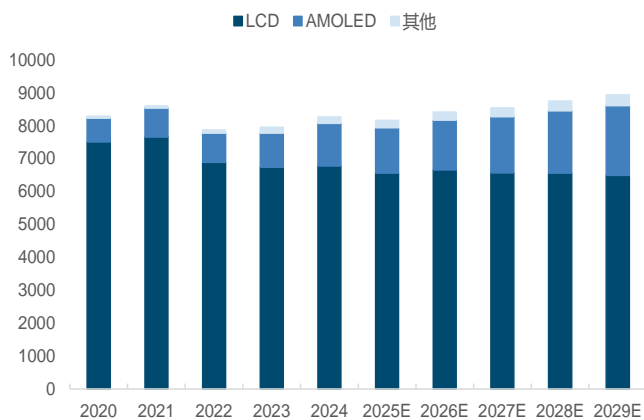
全球显示驱动芯片行业在历经周期性深幅调整后，正伴随技术路线替代步入温和复苏与结构性增长的新阶段。据云英谷招股说明书转引弗若斯特沙利文，全球显示驱动芯片总出货量从 2020 年的 82.86 亿颗略微放缓至 2024 年的 82.67 亿颗，对应的全球销售额由 2020 年的 109.56 亿美元小幅调整至 2024 年的 102.56 亿美元。回顾 2020 至 2023 年间的市场波动，行业主要受到宏观周期与供需错配的深刻影响：2020 及 2021 年受远程办公与在线教育激增驱动，PC、手机等消费电子需求在短期内集中释放，推升 2021 年全球出货量及销售额分别达到 86.00 亿颗和 111.44 亿美元的阶段性高点；随后在 2022 至 2023 年，随着前期涨势的集中透支以及高库存压顶，终端口碑低迷导致行业陷入周期性下行，销售额于 2023 年探底至 99.84 亿美元。自 2024 年起，全球总出货量已回升至 82.67 亿颗，预计 2026 年显示驱动芯片全球出货量进一步增长至 84.11 亿颗，销售收入达到 102.47



亿美元。

图表23: 预计2026年显示驱动芯片全球出货量为84.11亿颗(单位:百万颗)

图表24: 预计2026年全球显示驱动芯片销售收入102.47亿美元(单位:百万美元)



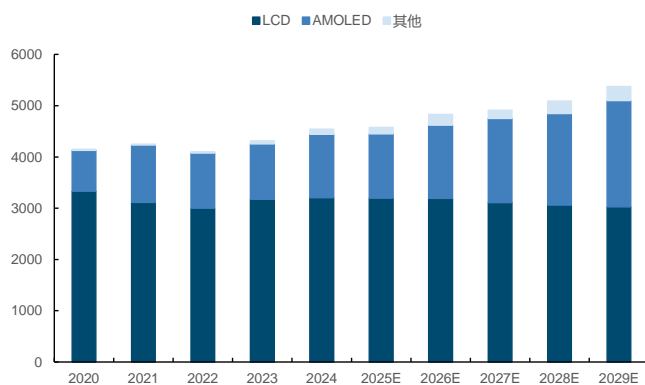
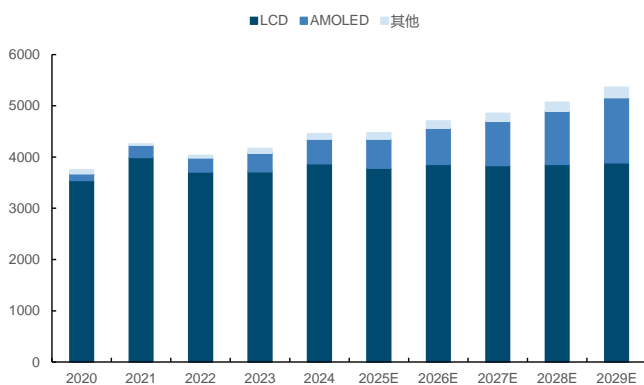
来源: 云英谷招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

来源: 云英谷招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

在中国大陆面板制造产能加速聚集的产业浪潮下,本土显示驱动芯片市场凭借强劲的供应链本土化诉求,正迎来超越全球平均水平的结构性增长。据云英谷招股说明书转引弗若斯特沙利文,中国大陆显示驱动芯片销量已从2020年的37.50亿颗稳步增长至2024年的44.57亿颗(复合年增长率为4.4%),全球出货占比也由45.3%大幅提升至53.9%;未来随着本土面板大客户就近配套比例的持续深化,预计到2029年中国大陆芯片出货量将达到53.62亿颗。我们判断,在下游京东方、深天马等本土头部面板厂份额向过半迈进的历史机遇期内,拥有全品类高压制程产品矩阵的本土芯片设计厂商正迎来从低端传统品类向高端AMOLED和分离型TCON芯片跨越的黄金期,未来进口替代与份额向内地集中的确定性较高。

图表25: 预计2026年显示驱动芯片中国大陆出货量为47.04亿颗(单位:百万颗)

图表26: 预计2026年中国大陆显示驱动芯片销售收入49.30亿美元(单位:百万美元)



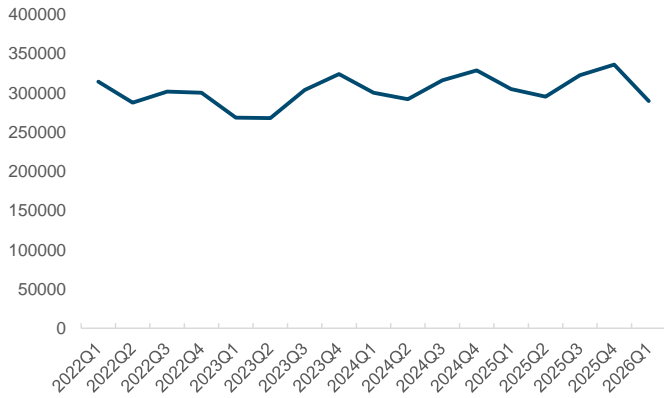
来源: 云英谷招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

来源: 云英谷招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

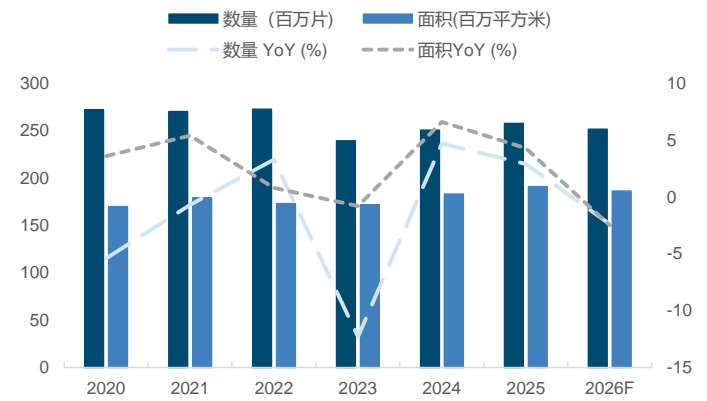
下游智能终端出货短期承压,大尺寸TV面板产能向大陆集中的趋势仍在实质性加速。从IDC及奥维睿沃数据看,受上游存储芯片等关键核心零部件成本上涨压力,叠加终端消费环境疲软等交织影响,下游智能手机与电视品牌厂出货在短期内均有所承压。在智能手机方面,2026Q1全球手机出货量回落至2.897亿部,较2025Q2的高位呈现出明显的周期性季节拉回。在电视面板方面,受内存成本高企的直接挤压,电视品牌厂普遍在2025Q2采取了提前拉货锁价策略,预计将导致2026年全年全球电视面板出货量小幅下滑2%至2.516亿片,出货面积亦同步缓降至1.862亿平方米。拉长周期看,尽管全球总出货量从2020年的2.721亿片阶段性调整至2026年的2.516亿片,但国内头部面板厂凭借规模效应与高世代线的供应链优势,市场占有率与供给刚性反而在逆势中持续走高。分析来看,下游电视面板在经历一季度的世界杯备货脉冲后,虽二季度需求显现疲软,但大尺寸面板产业全面倒向中国大陆的确定性依然不可逆,将为本土分离型大尺寸显示驱动芯片厂商带来长效的“就近替代”成长动能。



图表27: 全球智能手机出货量短期承压 (单位: 千台)



图表28: 全球面板出货量拉货后小幅下滑

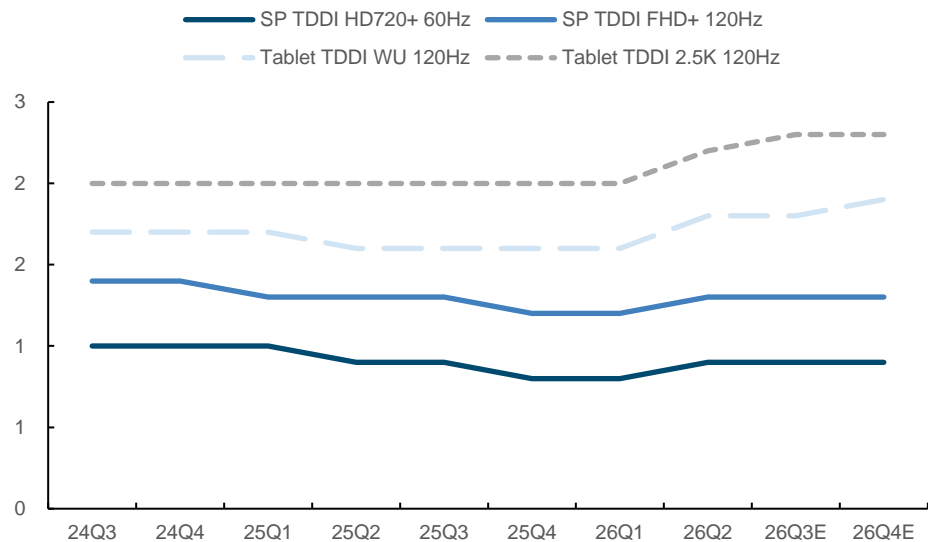


来源: IDC、ifind、国金证券研究所

来源: 奥维睿沃, 国金证券研究所

全球显示驱动芯片行业价格在历经长期的下行周期后, 于 2026Q1 迎来拐点。据群智咨询数据, 2026 年 Q1 各型号芯片基本完成了价格筑底, 并于 2026 年 Q2 起步入明确的涨价通道。具体来看: 在小尺寸 LCD TDDI 领域, 此前因中国大陆 Fabless 厂商引领 Fan Out 低成本方案导致 HD TDDI 价格持续下行, 且 FHD TDDI 受终端新开项目较少影响价格一路走低, 至 2026 年 Q1 分别探底至 0.8 美元和 1.2 美元; 但进入 Q2, 在晶合集成等代工工厂高压制程产能满载、调价诉求强烈的成本重压下, 奕力、敦泰、矽创及部分中国大陆设计厂商陆续对 LCD TDDI 宣布涨价, 推动 2026 年 Q2 手机 HD、FHD TDDI 价格分别企稳反弹至 0.9 美元和 1.3 美元。在平板 (Tablet) TDDI 等大尺寸领域, 由于降幅在 2025 年下半年放缓, 2026 年 Q1 顺利止跌, 且 Q2 在联咏、瑞鼎等台系龙头以大中尺寸 TCON 及配套 DDIC 为支点强力提价的拉动下, Tablet WU 120Hz 和 2.5K 120Hz 的价格分别从 Q1 的 1.6 美元、2.0 美元跃升至 Q2 的 1.8 美元、2.2 美元, 整体声明涨幅普遍落在 15%-30% 区间。我们判断, 当前各细分品类价格的全面走高并非由下游需求增长供需逆转所驱使, 而是上游晶圆代工成本高企向下游传导的体现, 未来行业毛利率的弹性修复将高度依赖于设计厂商对大客户的溢价能力与高附加值产品结构的调整步伐。

图表29: 受成本压力影响, 全球显示驱动芯片价格企稳回升



来源: 群智咨询, 国金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

预计 2026-2028 年公司营收达到 8.02 亿元、10.61 亿元、14.28 亿元, 同增 30.82%、32.20%、34.64%, 综合毛利率分别为 15.69%、15.70%、15.83%。公司 26Q1 盈利能力



改善，26Q1 毛利率环比增长 0.78pcts。

不同业务的营收、毛利率变动逻辑如下：

**整合型显示芯片：**预测 2026-2028 年营收分别达到 4.88 亿元、5.48 亿元和 6.03 亿元，同比分别增长 15.82%、12.33%和 10.08%。作为公司的传统第一大支柱业务，整合型芯片在经历周期底部去库后步入平稳增长阶段。我们判断，受益于高端小尺寸显示驱动芯片国产化进程不断推进，且公司持续加大研发投入，推动产品品类由传统 LCD DDIC 向 AMOLED DDIC 加速拓展；随着 40nm/28nm 高压制程新一代 AMOLED 整合型显示驱动芯片以及高刷穿戴整合芯片等新料号的渐次量产，叠加 2026 年 Q2 价格回升，伴随毛利率较高的新一代高端 AMOLED 芯片销售占比结构性改善，以及晶圆稼动率回升带来的调价向下游终端传导，整合型芯片毛利率有望走出历史谷底，预计 2026-2028 年毛利率将分别达到 15.15%、15.39%和 15.89%，重回上升通道。

**分离型显示驱动芯片：**预测 2026-2028 年营收分别达到 2.89 亿元、4.72 亿元和 7.57 亿元，同比分别增长 65.12%、63.33%和 60.38%。我们预测，全球电视、桌面显示器及中大尺寸车载显示等面板产能已高度向中国大陆转移，2025 年内地厂商在全球 AMOLED 手机面板出货占比亦首次过半，带来了庞大的就近配套与本土替代空间。随着公司大尺寸显示器用分离型显示源极驱动芯片、中大尺寸高刷新率驱动芯片以及前沿 TCON（时序控制）芯片等分离型新产品线的加速量产导入，加之 2026 年 Q2 起海外与台系头部设计厂率先以分离型 TCON 调涨价格为支点，本土分离型驱动方案的性价比与供应链安全性壁垒将进一步凸显，驱动该业务收入迎来较大增长，同时带动其毛利率在 2026-2028 年分别提升至 15.57%、15.68%和 15.79%，进而带动公司整体盈利能力修复。

**配套显示玻璃及其他：**预测 2026-2028 年配套显示玻璃营收分别达到 1950 万元、3460 万元和 6160 万元，同比分别实现 75.15%、77.16%和 78.23%的同比增长，属于典型的高弹性新业务。作为公司近年来新拓展的产业链延伸板块，配套显示玻璃业务自 2025 年贡献 1114 万元营收起正式破局，随着公司在合肥等地的显示芯片全流程后道制造、自主测试生产线建设项目逐步完善投产，后道制造的高效协同与材料配套能力开始对核心大客户进行深度绑定。终端客户国产化诉求的全面升级与新老料号的加速导入，将驱动这一新业务展现出较高的成长边际与业绩弹性，预计 2026-2028 年其毛利率将分别达到 5.10%、6.53%和 7.73%，成为公司优化库存结构、增厚整体利润弹性的重要补充。

图表30：公司分业务营收及毛利率预测（单位：百万元）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入合计	507.4	613.2	802.3	1060.6	1427.9
YoY	5.61%	20.86%	30.82%	32.20%	34.64%
毛利率	14.94%	13.90%	15.69%	15.70%	15.83%
整合型显示驱动芯片	421.5	421.1	487.7	547.9	603.1
YoY	-5.18%	-0.08%	15.82%	12.33%	10.08%
毛利率	13.06%	13.25%	15.15%	15.39%	15.89%
分离型显示驱动芯片	85.9	175.1	289.1	472.2	757.4
YoY	905.09%	103.76%	65.12%	63.33%	60.38%
毛利率	24.16%	13.15%	15.57%	15.68%	15.79%
配套显示玻璃	—	11.1	19.5	34.6	61.6
YoY	—	—	75.15%	77.16%	78.23%
毛利率	—	5.09%	5.10%	6.53%	7.73%

来源：ifind、国金证券研究所

费用情况：（1）2024-2025 年公司研发费用率分别为 12.98%、12.10%，随着 2026 年及以后公司销售规模的逐渐扩大以及高端新品研发的稳步推进，我们预计公司研发费用率将保持稳定并在规模效应下小幅摊薄，2026-2028 年公司预计研发费用率分别为 11.71%、11.12%、10.71%。（2）2024-2025 年公司销售费用率分别为 3.30%、3.23%，随着公司营收规模逐年增长以及核心客户基本盘保持稳固，我们预计公司销售费用率有望保持稳中有降趋势，2026-2028 年公司预计销售费用率分别为 3.02%、2.95%、2.81%。（3）2024-2025 年公司管理费用率均为 4.92%，随着公司销售及经营规模的逐渐扩大，前期多地运营体系磨合完毕，公司内部精细化管理效能逐步释放，管理费用率将略有下降并保持稳定，



预计 2026-2028 年管理费用率分别为 4.31%、4.25%、4.01%。

**图表31：2024-2028E 公司三费情况**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.30%	3.23%	3.02%	2.95%	2.81%
管理费用率	4.92%	4.92%	4.31%	4.25%	4.01%
研发费用率	12.98%	12.10%	11.71%	11.12%	10.71%

来源：iFinD，国金证券研究所

### 3.2 投资建议及估值

预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 8.02 亿元、10.61 亿元和 14.28 亿元。公司在深耕显示驱动主业的同时，正积极向泛半导体前沿领域拓展。根据公司公告，公司已与全球 LED 芯片龙头京东方华灿光电强强联合，打通 Micro LED 光互连产业链的上游核心环节。双方将战略开拓智算中心光互连这一全新赛道，联合研制适用于 AI 算力集群的低功耗、高带宽、高可靠性 Micro LED 光模块。这标志着公司的远期成长逻辑已从单一的消费电子屏幕驱动，实质性切入至发展空间更为广阔的 AI 算力光通信基建网络。

估值方面，综合考虑公司当前正处于高端 AMOLED 业务的加速放量期，且 Micro LED 光模块的前沿布局为其构筑了强劲的第二增长曲线。在显示芯片深度受益于国产替代浪潮的背景下，叠加跨界 AI 光互连赛道所赋予的硬科技成长属性，公司未来业绩具备较高的成长弹性与溢价空间，给予“买入”评级。

## 四、风险提示

### 产品价格与毛利率波动的风险

2026Q1 起，显示驱动芯片虽迎来成本推动型的价格反弹，但成熟制程消费电子领域整体供需格局仍显胶着。若未来晶圆代工端（如 55nm/90nm 高压制程）成本持续攀升，而下游智能手机、电视等终端需求复苏不及预期，导致公司无法将成本完全向下游大客户传导，公司核心品类的毛利率或将面临再次承压的风险。

### 高端产品迭代及大客户导入不及预期的风险

公司中长期业绩弹性高度依赖于 40nm 及 28nm 高压制程新一代 AMOLED 整合型显示驱动芯片、前沿分离型 TCON（时序控制）芯片、Micro-LED 光模块及智算中心光互连项目等高附加值新品的量产进度。由于高端显示芯片的技术壁垒和像素动态补偿要求极其苛刻，若公司相关在研项目量产爬坡滞后，或在京东方、深天马等头部面板厂的供应链导入节奏不及预期，将直接影响公司产品结构的优化与新增长点的兑现。

### 上游晶圆代工及封测产能刚性受限的风险

随着国内设计厂商将海外代工订单加速转向内地晶圆厂，国内 55nm/90nm 等高压制程产能持续满载。公司采用 Fabless 经营模式，后道自主测试产线仍处于建设完善期，短期内对委外加工和本土晶圆代工产能存在一定依赖。若未来上游晶圆厂及封测厂稼动率持续受限或供应链出现中断，将对公司新品的晶圆进料、后道出货规模及订单响应速度产生不利影响。

### 市场竞争加剧导致市场份额下滑的风险

全球显示驱动芯片赛道竞争激烈，台系龙头（如联咏、瑞鼎、敦泰、奕力）在规模与大尺寸品类上底蕴深厚，同时中国大陆云英谷、集创北方、奕斯伟等本土厂商亦在 AMOLED 及大尺寸 DDIC 赛道加速导入。若现有竞争对手采取激进的“以价换量”策略争夺份额，或有新进入者跨界蚕食中小穿戴及平板市场，公司将面临核心产品出货量增速放缓及份额流失的风险。

### 下游消费电子及车载显示需求复苏不如预期的风险

公司产品广泛渗透于智能穿戴、手机、平板、IT 显示及车载显示等场景。目前下游终端普遍面临存储芯片（内存）等零部件成本上涨导致的成本积压，若宏观消费环境持续疲软或 AI 应用带动的消费电子换机潮不达预期，将导致下游面板厂控产控价策略趋严，从而反向压制上游显示芯片的整体拉货需求。

### 募投项目建设进度及收益不及预期的风险



公司合肥 AMOLED 显示驱动芯片研发、测试生产线建设及上海先进显示研发中心等项目投资总额大、建设周期长。公司已于 2025 年 10 月终止合肥显示驱动芯片测试生产线建设项目，并拟于 2026 年终止合肥 AMOLED 显示驱动芯片研发及产业化项目。上海先进显示芯片目前投入进度 62.09%，公司拟延期至 2027 年 6 月。

#### 公司股东减持的风险

公司将于 2026 年 6 月 1 日解禁限售股 13745 万股，占解禁前流通股比例约为 42.41%，占解禁后流通股比例约为 29.78%，股票解禁将对公司股价造成影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>480</b>	<b>507</b>	<b>613</b>	<b>802</b>	<b>1,061</b>	<b>1,428</b>	货币资金	1,003	848	866	740	665	635
增长率		5.6%	20.9%	30.8%	32.2%	34.6%	应收款项	114	152	145	190	247	330
<b>主营业务成本</b>	<b>-380</b>	<b>-432</b>	<b>-528</b>	<b>-676</b>	<b>-894</b>	<b>-1,202</b>	存货	141	227	229	289	369	489
%销售收入	79.0%	85.1%	86.1%	84.3%	84.3%	84.2%	其他流动资产	193	188	148	162	160	165
<b>毛利</b>	<b>101</b>	<b>76</b>	<b>85</b>	<b>126</b>	<b>166</b>	<b>226</b>	流动资产	1,451	1,415	1,388	1,380	1,441	1,619
%销售收入	21.0%	14.9%	13.9%	15.7%	15.7%	15.8%	%总资产	80.7%	79.2%	74.0%	73.9%	74.7%	76.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	长期投资	33	66	224	224	224	224
%销售收入	0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	183	195	196	197	197	198
<b>销售费用</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>	<b>-20</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	<b>-40</b>	%总资产	10.2%	10.9%	10.4%	10.5%	10.2%	9.4%
%销售收入	3.3%	3.3%	3.2%	3.0%	3.0%	2.8%	无形资产	1	25	29	27	26	25
<b>管理费用</b>	<b>-24</b>	<b>-25</b>	<b>-30</b>	<b>-35</b>	<b>-45</b>	<b>-57</b>	非流动资产	347	371	486	488	488	487
%销售收入	5.1%	4.9%	4.9%	4.3%	4.3%	4.0%	%总资产	19.3%	20.8%	26.0%	26.1%	25.3%	23.1%
<b>研发费用</b>	<b>-57</b>	<b>-66</b>	<b>-74</b>	<b>-94</b>	<b>-118</b>	<b>-153</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,798</b>	<b>1,787</b>	<b>1,874</b>	<b>1,869</b>	<b>1,929</b>	<b>2,106</b>
%销售收入	11.9%	13.0%	12.1%	11.7%	11.1%	10.7%	短期借款	69	21	120	0	0	81
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>3</b>	<b>-34</b>	<b>-40</b>	<b>-28</b>	<b>-29</b>	<b>-26</b>	应付款项	110	160	145	213	275	369
%销售收入	0.6%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其他流动负债	14	16	19	16	21	27
<b>财务费用</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	流动负债	193	197	284	229	295	477
%销售收入	-2.7%	-4.3%	-2.1%	-0.7%	-0.6%	-0.3%	长期贷款	0	0	33	33	33	33
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	3	2	2	1	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-7</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	196	199	319	263	329	511
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,596</b>	<b>1,573</b>	<b>1,546</b>	<b>1,601</b>	<b>1,602</b>	<b>1,604</b>
%税前利润	8.0%	-1307%	-19.3%	22.0%	36.8%	35.1%	其中：股本	460	460	460	460	460	460
<b>营业利润</b>	<b>23</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	未分配利润	181	170	178	188	198	210
营业利润率	4.7%	n.a	n.a	0.6%	0.4%	0.4%	少数股东权益	6	14	10	4	-2	-8
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,798</b>	<b>1,787</b>	<b>1,874</b>	<b>1,869</b>	<b>1,929</b>	<b>2,106</b>
<b>税前利润</b>	<b>23</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.7%	n.a	n.a	0.6%	0.4%	0.4%		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>所得税</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	-19.1%	n.a	n.a	1.2%	1.3%	1.5%	每股收益	0.060	0.018	0.020	0.021	0.023	0.026
<b>净利润</b>	<b>27</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	每股净资产	3.474	3.424	3.364	3.485	3.486	3.490
少数股东损益	-1	-1	-5	-5	-6	-6	每股经营现金净流	0.208	-0.146	0.108	-0.038	-0.120	-0.196
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>28</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	每股股利	0.039	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	5.7%	1.7%	1.5%	1.2%	1.0%	0.8%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	1.73%	0.54%	0.59%	0.61%	0.65%	0.74%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.53%	0.47%	0.48%	0.52%	0.54%	0.56%
							投入资本收益率	0.19%	14.54%	1.97%	-1.67%	-1.76%	-1.51%
<b>净利润</b>	<b>27</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	-1	-1	-5	-5	-6	-6	主营业务收入增长率	12.52%	5.61%	20.86%	30.82%	32.20%	34.64%
<b>非现金支出</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	EBIT 增长率	-96.90%	-1342.1%	16.98%	-30.07%	4.88%	-10.02%
非经营收益	6	-18	-9	0	0	0	净利润增长率	-74.59%	-69.38%	7.76%	6.78%	6.62%	14.22%
<b>营运资金变动</b>	<b>56</b>	<b>-69</b>	<b>38</b>	<b>-31</b>	<b>-70</b>	<b>-107</b>	总资产增长率	142.70%	-0.64%	4.88%	-0.29%	3.22%	9.20%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>96</b>	<b>-67</b>	<b>50</b>	<b>-17</b>	<b>-55</b>	<b>-90</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-192</b>	<b>-47</b>	<b>-17</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	应收账款周转天数	62.7	86.9	82.3	81.4	80.1	79.3
投资	-83	30	-135	-25	0	0	存货周转天数	158.8	155.7	157.7	155.8	150.8	148.6
其他	2	6	-1	1	2	2	应付账款周转天数	57.6	71.1	71.2	70.8	69.8	70.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-274</b>	<b>-11</b>	<b>-153</b>	<b>-31</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	固定资产周转天数	135.2	138.9	115.1	88.5	67.2	49.9
股权募资	952	10	0	46	-10	-10	<b>偿债能力</b>						
债权募资	48	-48	166	-120	0	81	净负债/股东权益	-63.16%	-52.37%	-45.81%	-44.01%	-39.47%	-32.66%
其他	-36	-38	-41	-3	-1	-2	EBIT 利息保障倍数	-0.2	1.5	3.1	4.7	4.4	5.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>965</b>	<b>-77</b>	<b>125</b>	<b>-78</b>	<b>-11</b>	<b>68</b>	资产负债率	10.91%	11.16%	16.99%	14.06%	17.06%	24.26%
<b>现金净流量</b>	<b>787</b>	<b>-157</b>	<b>21</b>	<b>-126</b>	<b>-75</b>	<b>-30</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	1	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究