

晶合集成(688249)

报告日期: 2023年06月02日

## 晶圆代工领军企业，品类扩展助力长期高增长

### ——晶合集成首次覆盖报告

#### 投资要点

- 中国大陆第三大晶圆代工企业，液晶面板驱动芯片代工全球第一**  
 公司成立于2015年，由合肥建投和力晶科技合资建设，实控人为合肥市国资委，是安徽省首家12英寸晶圆代工企业。公司目前主要提供150nm-90nm制程和DDIC工艺平台的晶圆代工业务。2020年-2022年公司营业收入分别为15.12/54.29/100.51亿元，3年CAGR为157.79%。截至2022年，公司12英寸晶圆代工产能为126.21万片，在液晶面板驱动芯片代工领域市占率全球第一，成为中国大陆第三大晶圆代工企业。
- DDIC市场空间广阔，公司份额持续提升，发展前途光明**  
 根据Frost & Sullivan的数据，2015-2022年全球和中国大陆DDIC产量的CAGR为7.27%/18.60%，预计2024年产量将分别达到218.3亿颗/80.5亿颗，未来随着OLED领域及车载领域应用需求的增长，市场规模将进一步扩大。2020年公司12英寸显示驱动领域晶圆代工产量市场份额约为13%，在晶圆代工企业中排名第三，仅次于联华电子和世界先进。公司深度绑定联咏科技、奇景光电、集创北方等DDIC头部设计厂商，2024-2026年客户预定公司未来产能逐年增加。同时，公司积极布局OLED和车载领域，已启动28nm OLED芯片工艺平台研发，与部分客户合作开始车用芯片研发，预计2022年底车用芯片可达每月5000片晶圆，为公司DDIC工艺平台收入带来新的增量。
- 多元布局CIS/MCU/PMIC等产品代工，打造综合代工平台**  
 公司在CIS/MCU/PMIC等领域均有布局。CIS方面，2012-2022年全球CIS市场规模CAGR为14.54%，2024年将达到238.4亿美元。公司已与CIS领域排名全球前十设计厂商思特威在CIS方面展开合作。MCU方面，2022-2024年全球MCU市场规模CAGR预计为6.17%，公司110nm微控制器平台已经进入风险量产阶段。PMIC方面，预计中国PMIC市场规模未来三年增速显著增加，公司正与杰华特合作研发150nm PMIC技术平台，积极研发更高制程PMIC技术平台。
- 盈利预测与估值**  
 我们预计公司2023-2025年营收分别为98.32/119.90/152.16亿元，同比增长-2.18%/21.95%/26.91%；预计2023-2025年归母净利润分别为27.67/36.61/48.01亿元，同比增速分别为-9.15%/32.30%/31.16%。2023-2025年EPS分别为1.38/1.82/2.39元，对应PE分别为15/11/8倍。考虑到DDIC等业务市场空间广阔，公司的DDIC工艺平台晶圆代工业务份额领先，在手订单充足；同时公司在CIS/MCU/PMIC等工艺平台的积极研发和布局，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示**  
 公司产能爬坡不及预期、显示面板/汽车电子等领域需求不及预期、新工艺平台研发不及预期。

#### 投资评级：买入(首次)

分析师: 邱世梁  
执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

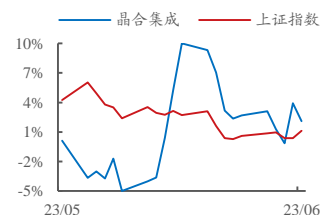
分析师: 蒋高振  
执业证书号: S1230520050002  
jianggaozhen@stocke.com.cn

研究助理: 周艺轩  
zhouyixuan@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 20.29
总市值(百万元)	40,704.48
总股本(百万股)	2,006.14

#### 股票走势图



#### 相关报告

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10050.95	9831.89	11989.89	15215.81
(+/-) (%)	85.13%	-2.18%	21.95%	26.91%
归母净利润	3045.43	2766.83	3660.52	4800.99
(+/-) (%)	76.16%	-9.15%	32.30%	31.16%
每股收益(元)	1.52	1.38	1.82	2.39
P/E	13.37	14.71	11.12	8.48

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 中国大陆第三大晶圆代工企业，聚焦 DDIC 晶圆代工</b> .....	<b>4</b>
1.1 中国大陆第三大晶圆厂代工企业，坚持创新快速发展 .....	4
1.2 国资控股，核心技术人员技术背景深厚 .....	6
1.3 成熟制程和 DDIC 工艺平台为主，营收和净利润高速增长 .....	8
<b>2 DDIC 市场空间广阔，公司份额持续提升</b> .....	<b>10</b>
2.1 DDIC 市场空间广阔，公司 DDIC 晶圆代工产量位居全球前三 .....	10
2.1.1 DDIC 市场空间广阔，中国大陆市场规模增速显著高于全球 .....	10
2.1.2 公司在 DDIC 晶圆代工领域产量位居全球前三 .....	11
2.2 演变趋势：DDIC 向更高制程演进，OLED 和车载领域提供增长动力 .....	12
2.2.1 DDIC 向更高制程演进 .....	12
2.2.2 OLED 市场份额快速攀升，中国 OLED 出货量显著高于全球 .....	13
2.2.3 车载显示屏出货量持续增长 .....	14
2.3 公司业务布局：客户资源丰富，在手订单充足，积极研发创新 .....	14
2.3.1 与头部 DDIC 设计厂商建立长期稳定合作关系 .....	14
2.3.2 产能稳健释放，在手订单充足 .....	15
2.3.3 持续更高制程 OLED 工艺平台研发创新，积极拓展车载业务 .....	16
<b>3 多元布局 CIS/MCU/PMIC 等产品代工，打造综合代工平台</b> .....	<b>17</b>
3.1 CIS：市场规模快速增长，公司与前十 CIS 设计厂商思特威深度合作 .....	17
3.1.1 CIS 在图像传感器市场占主导地位，市场规模快速增长 .....	17
3.1.2 公司布局：与前十 CIS 设计厂商思特威展开合作，积极研发先进制程 CIS 工艺平台 .....	18
3.2 MCU：物联网发展拉动 MCU 需求，公司相关产品进入风险量产阶段 .....	19
3.2.1 物联网发展拉动 MCU 需求增长 .....	19
3.2.2 公司布局：110nm 微控制器平台已进入风险量产阶段 .....	20
3.3 PMIC：中国 PMIC 规模持续扩张，公司与杰华特开展合作积极研发 .....	20
3.3.1 中国 PMIC 市场规模持续增长，预计未来三年增速显著增加 .....	20
3.3.2 公司布局：与杰华特合作研发 150nm PMIC 技术平台，积极研发更高制程技术平台 .....	21
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>21</b>
4.1 盈利预测 .....	21
4.2 估值分析 .....	22
4.3 投资建议 .....	22
<b>5 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

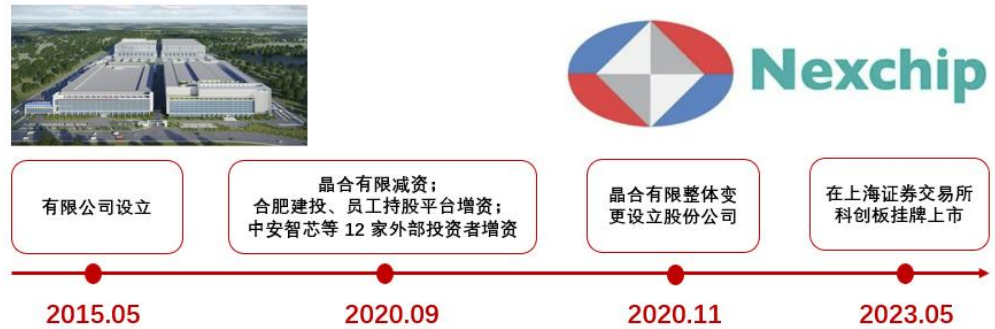
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司主要制程及工艺平台的演进情况.....	4
图 3: 公司在集成电路产业链中的位置.....	5
图 4: 公司股权结构情况 (截至 2023 年 5 月) .....	6
图 5: 近三年公司营收和净利润情况 (亿元) .....	8
图 6: 近三年公司不同制程营收情况 (亿元) .....	8
图 7: 近三年公司收入以 DDIC 工艺平台为主 (亿元) .....	9
图 8: 近三年公司其他工艺平台收入占比快速提升 (%) .....	9
图 9: 近三年公司不同制程产品毛利率情况 (%) .....	9
图 10: 近三年公司不同工艺平台毛利率情况 (%) .....	9
图 11: 全球和中国大陆显示面板市场规模 (产量口径, 亿平方米) .....	10
图 12: LCD 驱动 IC 显示图 .....	11
图 13: 全球和中国大陆 DDIC 市场规模 (产量口径, 亿颗) .....	11
图 14: 2020 年全球晶圆代工企业在显示驱动芯片领域产量排名 .....	12
图 15: 2020 年全球 DDIC 市场分布 (按制程, %) .....	12
图 16: 2024 年预测全球 DDIC 市场分布 (按制程, %) .....	12
图 17: 全球 LCD/OLED 显示面板出货量 (百万平方米) .....	13
图 18: LCD 与 OLED 出货面积的市场份额 (%) .....	13
图 19: 全球和中国 OLED 显示面板出货量 (百万平方米) .....	14
图 20: 预计全球车载显示屏出货量 (亿片) .....	14
图 21: 2020 年大尺寸显示驱动芯片 Fabless 企业市场份额 (%) .....	15
图 22: 近三年公司研发费用情况 (亿元) .....	17
图 23: 近三年公司研发人员数量高速增长 (人) .....	17
图 24: CMOS 图像传感器示意图 .....	17
图 25: CMOS 图像传感器市场份额情况 (%) .....	17
图 26: 全球 CMOS 图像传感器市场规模 (亿美元, 亿颗) .....	18
图 27: 2020 年 CIS 出货量和销售额排名情况 .....	19
图 28: MCU 结构图 .....	19
图 29: MCU 市场规模和出货量情况 (亿美元, 亿颗) .....	19
图 30: 电源管理芯片的应用场景 .....	20
图 31: 中国电源管理芯片市场规模 (亿美元) .....	21
表 1: 管理团队技术背景深厚 .....	7
表 2: 5 名核心技术人员股权激励情况 .....	8
表 3: 近三年公司前五大客户情况 .....	15
表 4: 公司不同制程产品在手订单 (万片) .....	16
表 5: 公司各业务收入 (亿元) 与毛利率 (%) 预测 .....	22
表 6: 可比公司估值预测 .....	22
表附录: 三大报表预测值 .....	24

## 1 中国大陆第三大晶圆代工企业，聚焦 DDIC 晶圆代工

### 1.1 中国大陆第三大晶圆厂代工企业，坚持创新快速发展

公司为安徽省首家 12 英寸晶圆代工企业。合肥晶集成电路股份有限公司（简称“晶集成”）成立于 2015 年 5 月，由合肥市建设投资控股（集团）有限公司与台湾力晶科技股份有限公司合资建设，是安徽省首家 12 英寸晶圆代工企业。2019 年 5 月，力晶科技将位于中国台湾的 3 座 12 英寸晶圆厂相关净资产、业务分割让与力积电，由力积电主导晶圆代工服务的生产与销售，力晶科技不再从事晶圆代工业务。截至 2023 年 5 月，力晶科技持股比例为 20.58%。2023 年 5 月，晶集成正式在上海证券交易所科创板挂牌上市，成为安徽省首家成功登陆资本市场的纯晶圆代工企业。

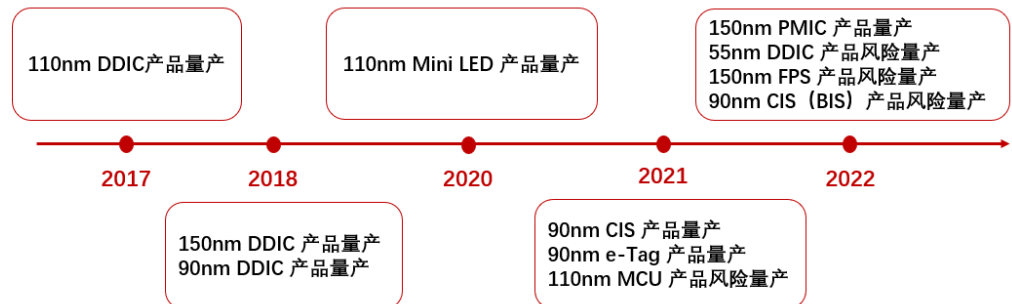
图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

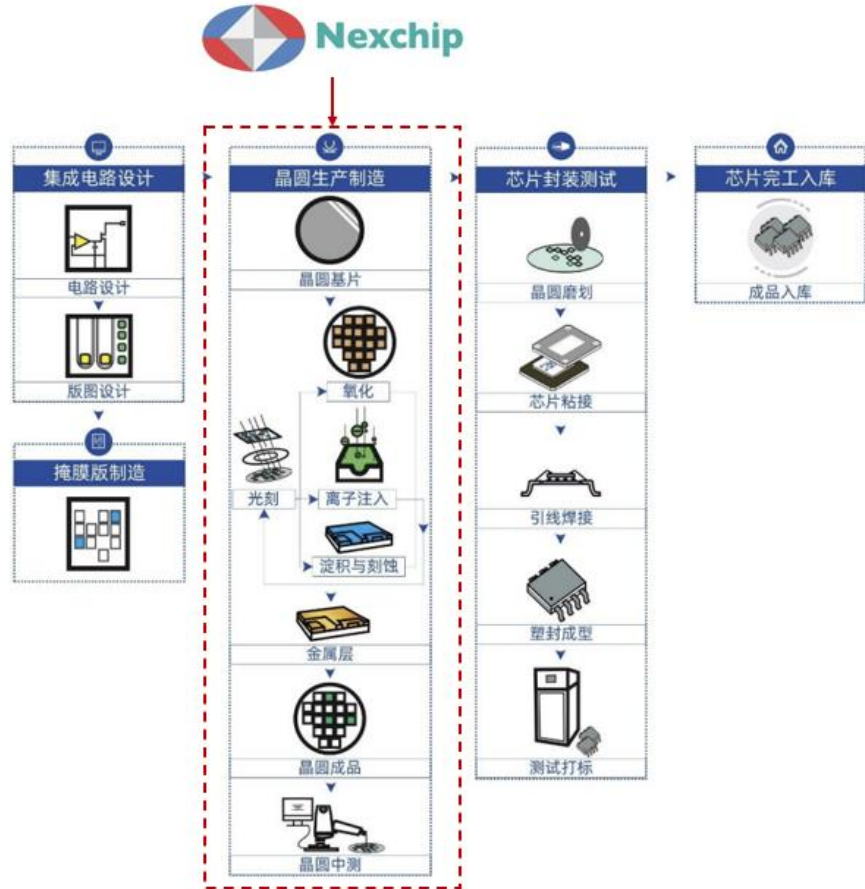
专注晶圆代工业务，收入和 12 英寸晶圆代工产能国内领先。晶集成主要从事 12 英寸晶圆代工业务，搭建了 150nm、110nm、90nm、55nm 等制程的研发平台，其中除 55nm 制程外均已实现量产，55nm 制程节点正在进行风险量产。公司研发平台涵盖了 DDIC、CIS、MCU、PMIC、E-Tag、Mini LED 以及其他逻辑芯片等领域，主要产品为面板显示驱动芯片，被广泛应用于液晶面板领域，包括电视、显示屏、笔记本电脑、平板电脑、手机、智能穿戴设备等产品中。截至 2022 年，公司 12 英寸晶圆代工产能为 126.21 万片，年营收突破 100 亿元，在液晶面板驱动芯片代工领域市占率全球第一，成为中国大陆第三大 12 英寸晶圆代工企业。

图 2：公司主要制程及工艺平台的演进情况



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图 3: 公司在集成电路产业链中的位置



资料来源: 必易微招股说明书, 浙商证券研究所

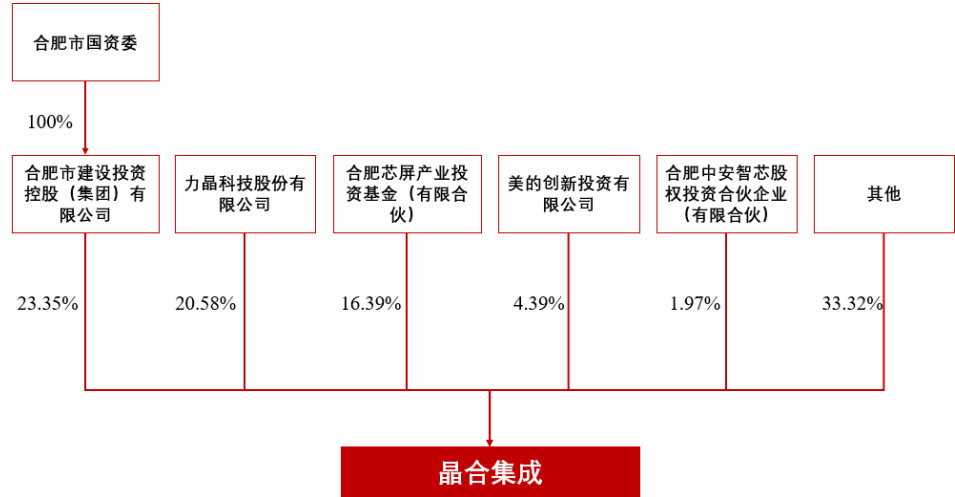
技术消化吸收快速发展, 自主研发核心技术拓宽产品结构。1) 人员方面: 2016 年, 力晶科技在入股公司后有部分员工从力晶科技加入公司, 同时公司也在自行招聘员工。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司拥有在职中国台湾员工 352 名, 其中 85 名中国台湾员工加入公司前曾在力晶科技、力积电或力积电子工作。2) 技术方面: 晶合集成 150nm-90nm LCD 显示驱动芯片技术为在力晶科技的技转技术基础上进行改良优化、创新升级后形成, 2018 年完成技转。为更好地满足客户需求, 提升自身的市场竞争力, 晶合集成 LED 显示驱动、CIS、E-tag、MCU、PMIC 以及 55nm 逻辑及显示驱动芯片等领域的核心技术平台均为自主研发。未来公司将利用上市募集资金投入至 40nm、28nm 等更先进制程平台的自主研发, 进一步增强先进制程服务能力, 拓宽产品结构。



## 1.2 国资控股，核心技术人员技术背景深厚

股权结构集中，合肥市国资委为实控人。截至 2023 年 5 月，合肥建投直接持有公司 23.35% 的股份，并通过合肥芯屏控制公司 16.39% 的股份，是公司的控股股东。合肥市国资委持有合肥建投 100% 股权，是公司的实际控制人。力晶科技、美的创新、中安智芯分别持有公司 20.58%、4.39%、1.97% 的股份。

图 4: 公司股权结构情况 (截至 2023 年 5 月)



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 浙商证券研究所

**核心技术人员技术背景深厚，产业经营丰富。**公司核心技术人员共有 5 名，分别为蔡辉嘉（总经理）、詹奕鹏（副总经理）、邱显寰（副总经理）、张伟瑾（N1 厂厂长）、李庆民（协理兼技术开发二处处长）。总经理蔡辉嘉曾任华隆微电子股份有限公司工程师、力晶科技工程师、厂长、协理，负责公司技术研发、产品制造战略的制定，确定公司技术路线，协助组建公司核心技术团队，整体负责公司 N1、二期厂建设工作；副总经理詹奕鹏曾在联华电子、中芯国际、中科院上海微系统所负责技术研发相关工作，目前负责全公司自主工艺平台开发，同时管理设计服务处，模型器件处，产品工程处，日本晶合，上海分公司等工程支援单位；副总经理邱显寰曾于力晶科技、瑞晶电子股份有限公司、美光任职，负责技术开发、良率改善及厂线建设工作，目前负责公司建厂、流片、量产到产能拉升等重要环节。

表 1: 管理团队技术背景深厚

姓名	职务	经历	负责内容	研发贡献
蔡辉嘉	总经理	毕业于中国台湾清华大学, 拥有化学学士学位。曾任华隆微电子股份有限公司工程师、力晶科技工程师、厂长、协理, 历任公司营运副总经理、执行副总经理、总经理。	负责公司技术研发、产品制造战略的制定, 确定公司技术路线, 协助组建公司核心技术团队, 整体负责公司 N1、二期厂建设工作。	带领公司实现了 DDIC、CIS 等技术工艺的产能扩张。
詹奕鹏	副总经理	毕业于中国台湾大学, 拥有物理学学士学位, 电机所固态电子组硕士。曾在联华电子、中芯国际、中科院上海微系统所任职, 均负责技术研发相关工作。	负责全公司自主工艺平台开发, 同时管理设计服务处, 模型器件处, 产品工程处, 日本晶合, 上海分公司等工程支援单位。	作为发明人参与了公司数项已注册或申请中的专利技术研发工作, 包括“SRAM 器件及其形成方法”“半导体器件的制备方法”“一种反熔丝电路”等, 作为共同作者在 IEEE (国际电气与电子工程师学会) 发表数篇论文。
邱显寰	副总经理	毕业于中国台湾成功大学, 拥有控制与导航硕士学位。曾于力晶科技、瑞晶电子股份有限公司、美光任职, 负责技术开发、良率改善及厂线建设工作。历任公司 N1 厂厂长、营运副总经理室协理、副总经理。	负责公司建厂、流片、量产到产能拉升等重要环节。	在其带领下, 公司 2020 年底产能达到 3 万片每月, 原物料本土化比率达到 60%, 国产化刻蚀、化学气相沉积设备导入量产, N1 厂取得了“合肥市智能工厂”认证。
张伟瑾	N1 厂厂长	毕业于中国台湾海洋大学, 拥有学士学位。曾任职于力晶科技、美光, 负责集成电路制造工作。历任公司制造部经理、N1 厂厂长。	负责公司 N1 厂的整体建设并管理黄光、蚀刻、薄膜、扩散、化学机械研磨、工厂自动化等相关部部门约 1,000 名员工。	带领公司进行产能爬坡工作, 并完成“智能实时派工”“产品交期改善”相关课题, 协助公司 N1 厂取得“合肥市企业技术中心”认证, 并负责搭建二期厂产线。 协助公司改进开发了 150nm、110nm、90nm 制程技术, 改进了 DDIC、E-TAG 等技术平台工艺, 扩展公司产品种类; 作为发明人参与了公司二十余项已注册或正在申请中的专利技术研发工作, 包括“一种存储器及其制造方法”“沟槽制作方法及半导体隔离结构制作方法”“扩散型场效应晶体管及其形成方法”等。
李庆民	协理	毕业于中国台湾清华大学, 拥有物理学学士、应用物理学硕士学位。曾在联华电子、力晶科技等公司任职, 从事技术研发工作。担任公司协理兼技术开发二处处长。	担任协理兼技术开发二处处长。	

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

**公司通过研发项目激励和股权激励绑定核心技术人员。**1) **研发项目激励:** 员工技术发明经公司专利评审会审核通过, 向国家知识产权局提交申请并被受理后, 申请发明专利颁发奖金 5000 元, 申请实用新型专利颁发奖金 2000 元; 发明专利申请案最终形成注册专利的, 颁发奖金 10000 元。2) **股权激励:** 公司于 2020 年 9 月 10 日通过员工持股方案和员工持股管理办法, 向合肥晶焜、合肥晶遂、合肥晶炯、合肥晶咖、合肥晶珏、合肥晶梢、合肥晶柔、合肥晶恳、合肥晶本、合肥晶洛、合肥晶辽、合肥晶确、合肥晶铁、合肥晶妥、合肥晶雄共 15 个员工持股平台发行股份。截至 2023 年 4 月, 15 家员工持股平台合计持有公司 1.47% 的股份, 公司 5 位核心技术人员均间接持有公司股份。

表 2: 5 名核心技术人员股权激励情况

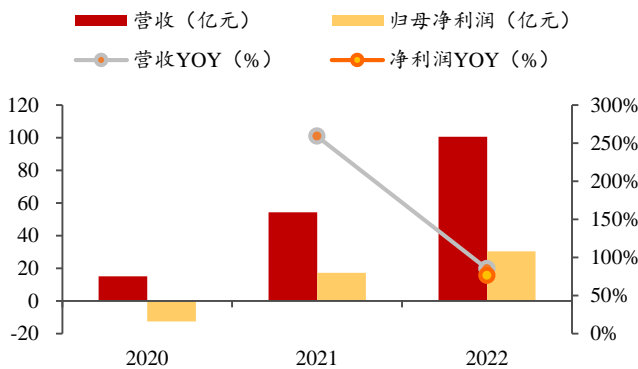
姓名	职务	持股情况
蔡辉嘉	总经理	持有合肥晶炯 22.63% 的出资额, 合肥晶炯持有公司 0.25% 的股份; 持有合肥晶煨 2.12% 的出资额, 合肥晶煨持有公司 0.35% 的股份。
詹奕鹏	副总经理	持有合肥晶煨 14.65% 的出资额, 合肥晶煨持有公司 0.35% 的股份; 持有合肥晶炯 16.86% 的出资额, 合肥晶炯持有公司 0.25% 的股份;
邱显寰	副总经理	持有合肥晶辽 4.08% 的出资额, 合肥晶辽持有公司 0.03% 的股份; 持有合肥晶雄 3.99% 的出资额, 合肥晶雄持有公司 0.02% 的股份; 持有合肥晶妥 2.08% 的出资额, 合肥晶妥持有公司 0.03% 的股份; 持有合肥晶本 1.73% 的出资额, 合肥晶本持有公司 0.05% 的股份。
张伟瑾	N1 厂厂长	持有合肥晶煨 4.88% 的出资额, 合肥晶煨持有公司 0.35% 的股份; 持有合肥晶辽 2.72% 的出资额, 合肥晶辽持有公司 0.03% 的股份; 持有合肥晶柔 3.92% 的出资额, 合肥晶柔持有公司 0.06% 的股份。
李庆民	协理	持有合肥晶煨 3.26% 的出资额, 合肥晶煨持有公司 0.35% 的股份。

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

### 1.3 成熟制程和 DDIC 工艺平台为主, 营收和净利润高速增长

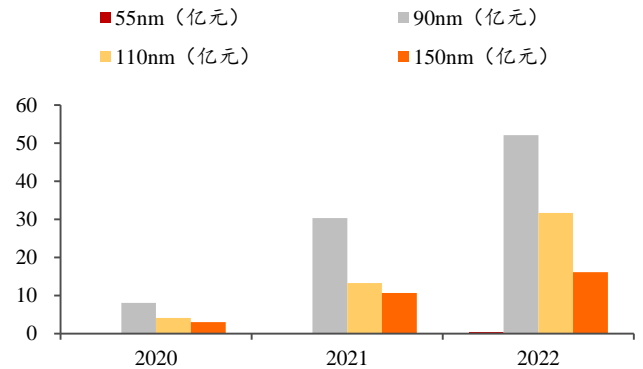
营收高速增长, 净利润扭亏为盈, 收入以 90nm 制程节点和 DDIC 工艺平台为主。1) 营收和净利润: 随着公司产销量提高, 公司的营业收入有所上升, 盈利水平逐步改善。2020 年-2022 年, 公司营业收入分别为 15.12/54.29/100.51 亿元, 3 年 CAGR 为 157.79%; 归母净利润分别为 -12.58/17.29/30.45 亿元, 净利润实现扭亏为盈。2) 从制程节点来看: 公司主要以 90nm 制程节点为主, 2020 年-2022 年分别实现 8.03/30.33/52.12 亿元, 22 年占比为 51.99%; 3) 从工艺平台来看: 公司主要以 DDIC 工艺平台晶圆代工为主, 2020 年-2022 年分别实现 14.84/46.79/71.43 亿元。随着公司积极拓展产品结构, DDIC 工艺平台占比持续下降, 从 2020 年的 98.15% 降至 2022 年的 71.24%, 其他工艺平台营收占比提升明显。

图 5: 近三年公司营收和净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

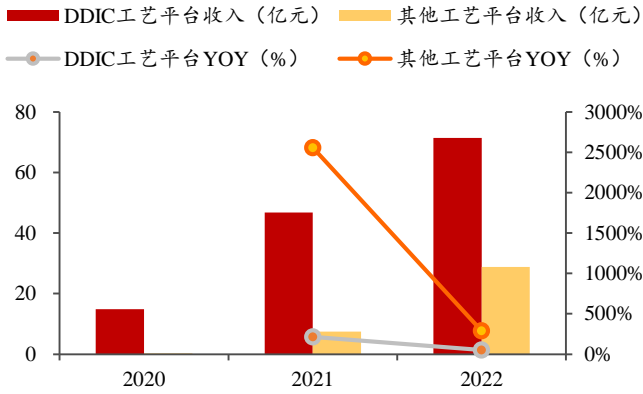
图 6: 近三年公司不同制程营收情况 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

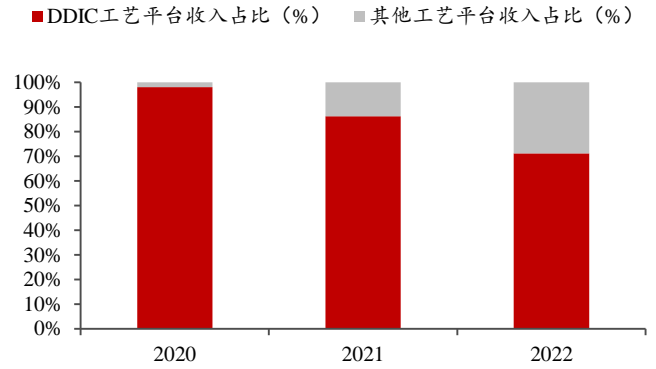


图 7: 近三年公司收入以 DDIC 工艺平台为主 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

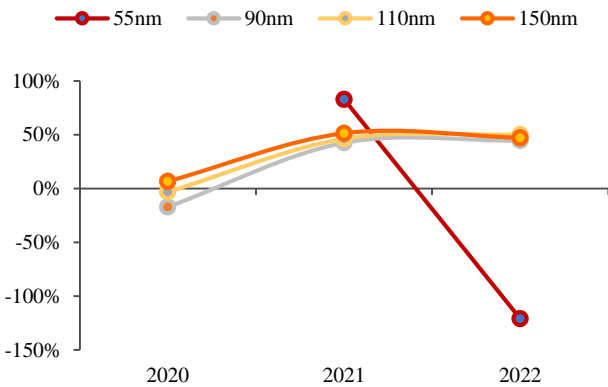
图 8: 近三年公司其他工艺平台收入占比快速提升 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

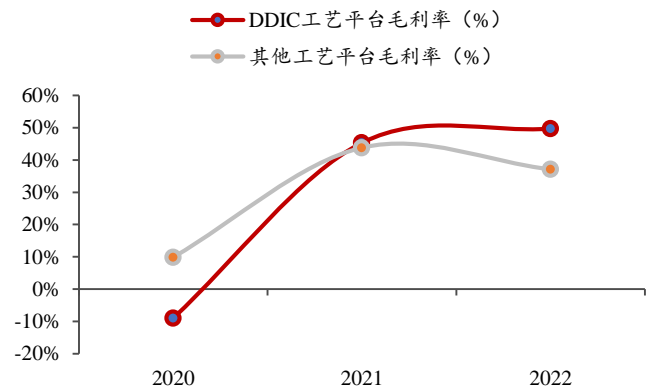
**规模效应逐渐显现, 毛利率和净利率持续增长。** 1) **综合毛利率和净利率:** 随着晶圆代工行业市场需求的增长以及公司产能的逐步释放, 公司的规模效应逐渐显现, 毛利率和净利率持续增长。2020 年-2022 年, 公司毛利率分别为-8.57%/45.13%/46.16%; 净利率分别为-83.15%/31.84%/31.40%。2) **从制程节点来看:** 公司已量产的 90nm-150nm 制程产品毛利率均在 2021 年由负转正, 且 2022 年毛利率均高于 40%。3) **从工艺平台来看:** DDIC 工艺平台产品毛利率在 2021 年由负转正, 2022 年 DDIC 工艺平台产品毛利率达到 49.74%, 其他工艺平台毛利率为 37.11%。长期来看, 未来随着公司产能的进一步释放和产品在市场认可度的提升, 公司规模效应将进一步显现, 公司的盈利能力有望持续增长。

图 9: 近三年公司不同制程产品毛利率情况 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 10: 近三年公司不同工艺平台毛利率情况 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

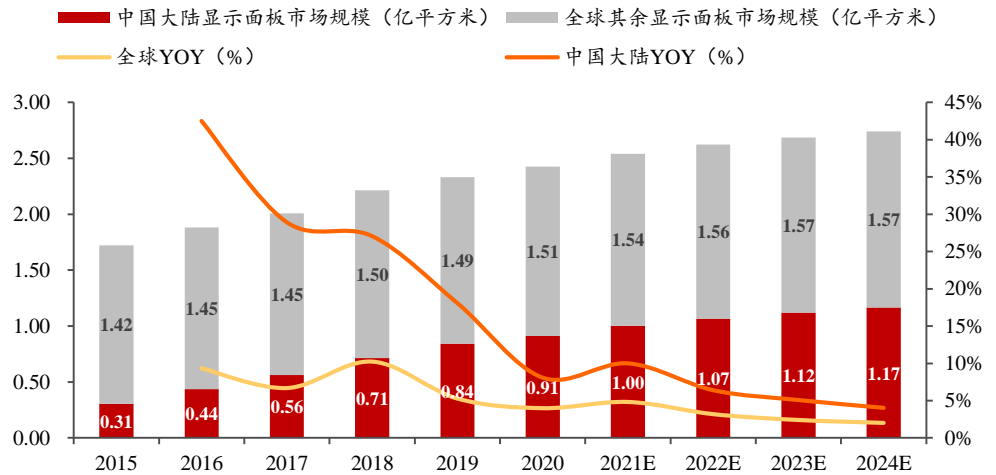
## 2 DDIC 市场空间广阔，公司份额持续提升

### 2.1 DDIC 市场空间广阔，公司 DDIC 晶圆代工产量位居全球前三

#### 2.1.1 DDIC 市场空间广阔，中国大陆市场规模增速显著高于全球

显示面板市场空间广阔，中国大陆市场规模增速显著高于全球。显示面板是实现信息显示的重要部件，被广泛应用于显示器、电视、智能手机、笔记本电脑、平板电脑、汽车等领域。随着全球终端需求的持续增加，显示面板市场规模持续增长。根据 Frost & Sullivan 的数据，全球显示面板市场规模（产量口径）从 2015 年的 1.72 亿平方米预计增长至 2022 年的 2.62 亿平方米，CAGR 为 6.20%，预计 2024 年将达到 2.74 亿平方米。中国大陆显示面板行业起步较晚，但受益于国家政策的支持以及中国大陆市场的强劲需求实现稳健增长。根据 Frost & Sullivan 的数据，中国大陆显示面板市场规模（产量口径）从 2015 年的 0.31 亿平方米预计增长至 2022 年的 1.07 亿平方米，CAGR 为 19.52%，预计 2024 年将达到 1.17 亿平方米。

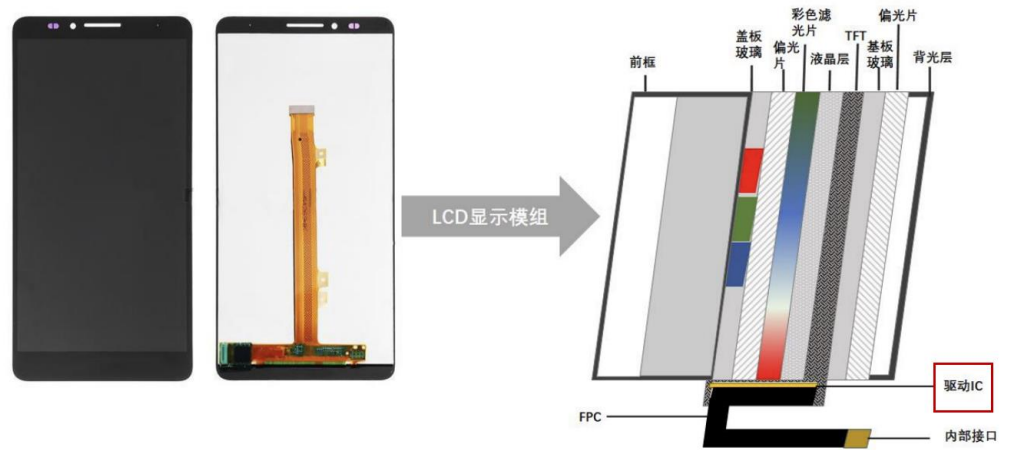
图 11: 全球和中国大陆显示面板市场规模（产量口径，亿平方米）



资料来源: Frost&Sullivan, 公司招股说明书, 浙商证券研究所

面板显示驱动芯片是显示面板的重要组成部分。面板显示驱动芯片（DDIC）是显示面板不可或缺的重要组成部分，位于显示面板的主电路和控制电路之间，通过对电位信号特征（相位、峰值、频率等）的调整与控制，完成对驱动电场的建立与控制，进而实现面板信息显示。DDIC 被广泛应用于液晶电视、智能手机、平板电脑、可穿戴设备以及应用在智能家电、智慧办公等场景的显示面板和显示触控面板之中，未来将进一步拓展到工业控制、车载电子等更为广泛的应用场景。

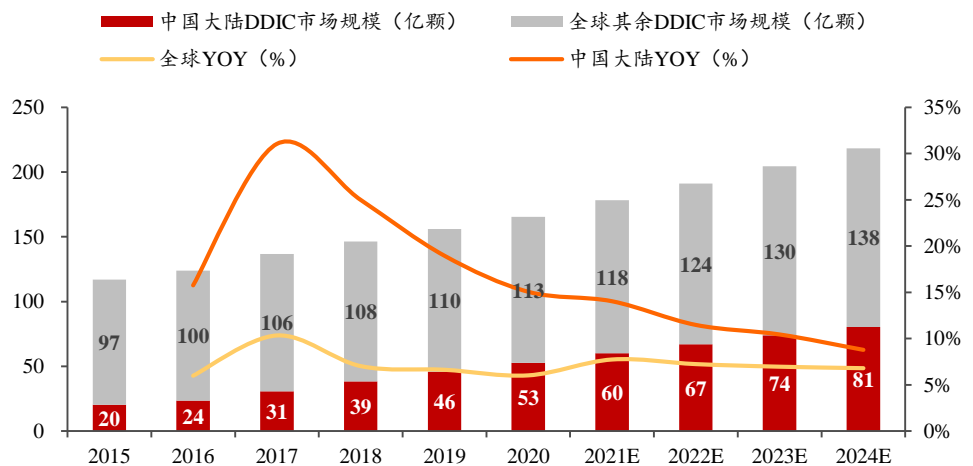
图 12: LCD 驱动 IC 显示图



资料来源: 格科微招股说明书, 浙商证券研究所

**DDIC 市场空间广阔, 中国大陆 DDIC 市场规模增速显著高于全球。** 受益于全球显示面板出货量的增长, 全球 DDIC 市场规模也快速增长。根据 Frost & Sullivan 的数据, 全球 DDIC 市场规模 (产量口径) 从 2015 年的 116.9 亿颗预计增长至 2022 年的 191.1 亿颗, CAGR 为 7.27%, 预计 2024 年将达到 218.3 亿颗。在下游显示面板市场增长的驱动和国家政策支持的驱动下, 中国大陆 DDIC 市场规模持续增长。根据 Frost & Sullivan 的数据, 中国大陆 DDIC 市场规模 (产量口径) 从 2015 年的 20.3 亿颗预计增长至 2022 年的 67.0 亿颗, CAGR 为 18.60%, 预计 2024 年将达到 80.5 亿颗。根据公司招股说明书的数据, 中国大陆 DDIC 市场规模从 2017 年的 118.3 亿元增长至 2022 年的 368.2 亿元, CAGR 为 25.49%。预计未来随着 OLED 领域及车载领域应用需求的增长, 市场规模将进一步扩大。

图 13: 全球和中国大陆 DDIC 市场规模 (产量口径, 亿颗)



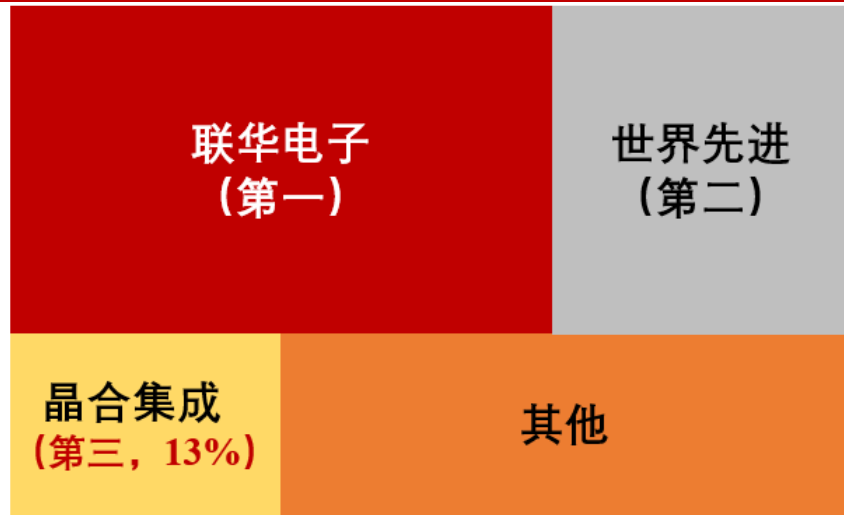
资料来源: Frost & Sullivan, 公司招股说明书, 浙商证券研究所

### 2.1.2 公司在 DDIC 晶圆代工领域产量位居全球前三

公司在显示驱动领域晶圆代工产量全球排名前三。根据 Frost & Sullivan 的统计, 仅考虑晶圆代工企业, 2020 年全球晶圆代工企业在显示驱动芯片领域的年产量约 200 万片 (约当 12 英寸晶圆), 联华电子、世界先进、力积电、东部高科等晶圆代工企业均有布局,

2020 年公司显示驱动领域晶圆代工产量 (约当 12 英寸晶圆) 达 25.98 万片, 市场份额约为 13%, 在晶圆代工企业中排名第三, 仅次于联华电子和世界先进, 属于行业头部企业之一。2021 年公司显示驱动领域晶圆代工产量 (约当 12 英寸晶圆) 达 51.29 万片, 行业竞争力进一步提升, 预计排名稳定保持在前三。

图 14: 2020 年全球晶圆代工企业在显示驱动芯片领域产量排名



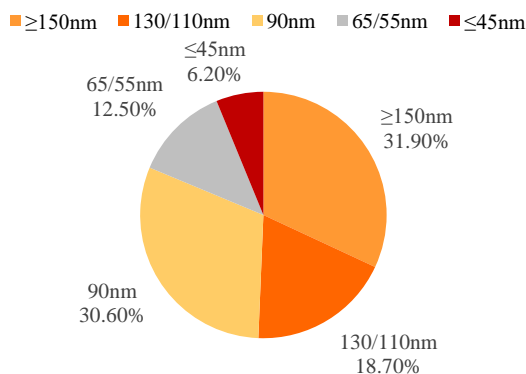
资料来源: Frost&Sullivan, 公司招股说明书, 浙商证券研究所

## 2.2 演变趋势: DDIC 向更高制程演进, OLED 和车载领域提供增长动力

### 2.2.1 DDIC 向更高制程演进

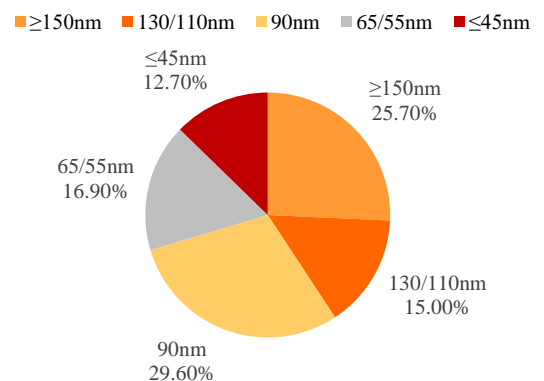
**DDIC 向更高制程演进。**大/中尺寸面板对于集成度要求更低, 多用 90nm 及以上的成熟制程 DDIC 即可生产, 且大/中尺寸面板所需芯片数量较多, 所以 90nm 及以上制程的 DDIC 仍占全球 DDIC 市场的主要部分, 2020 年市占率为 81.20%。在芯片整体向更先进制程节点推进的趋势下, 90nm 以下制程的 DDIC 市占率将逐渐上升, 根据 Frost&Sullivan 的预测, 在 2024 年  $\leq 45\text{nm}$  和 65/55nm 制程的 DDIC 市占率将上升至 29.60%。

图 15: 2020 年全球 DDIC 市场分布 (按制程, %)



资料来源: Frost&Sullivan, 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 16: 2024 年预测全球 DDIC 市场分布 (按制程, %)

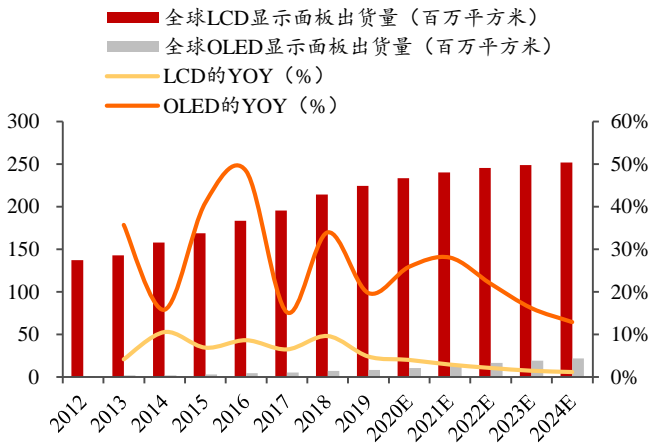


资料来源: Frost&Sullivan, 公司招股说明书, 浙商证券研究所

### 2.2.2 OLED 市场份额快速攀升，中国 OLED 出货量显著高于全球

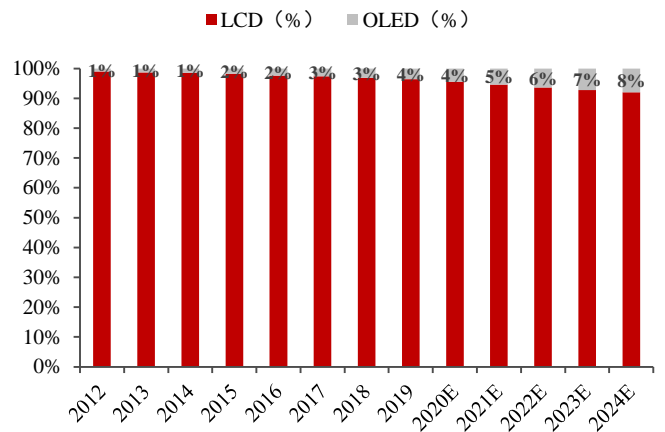
**LCD 出货量增速放缓，OLED 市场份额快速攀升。**1) 从规模来看：全球 LCD 显示面板出货量由 2012 年的 1.4 亿平方米预计上升至 2022 年的 2.5 亿平方米，CAGR 为 5.98%，随着下游需求放缓，预计 2022-2024 年 CAGR 仅为 1.3%。与此同时 OLED 显示面板出货量快速提升，根据 Frost&Sullivan 的数据，全球 OLED 显示面板出货量由 2012 年的 1.4 百万平方米预计快速增长至 2022 年的 16.7 百万平方米，CAGR 为 28.13%，预计 2022-2024 年 CAGR 为 14.52%。2) 从市场份额来看：根据 Frost&Sullivan 的数据，2019 年 LCD 和 OLED 的出货面积市场份额分别为 96.4%和 3.6%，未来随着 OLED 显示技术的不断普及，至 2024 年 OLED 的出货面积市场份额将达到 8.0%。

图 17: 全球 LCD/OLED 显示面板出货量 (百万平方米)



资料来源: Frost&Sullivan, 格科威招股说明书, 浙商证券研究所

图 18: LCD 与 OLED 出货面积的市场份额 (%)

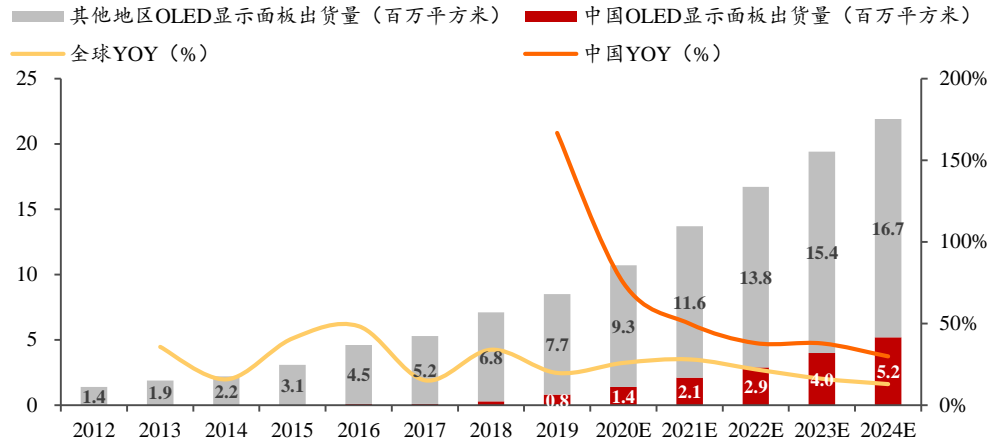


资料来源: Frost&Sullivan, 格科威招股说明书, 浙商证券研究所

**中国 OLED 出货量增速显著高于全球增速，占比持续提升。**显示面板市场主要分为 LCD 和 OLED 面板市场。LCD 面板继续占据主导地位，但已进入产业与技术的成熟期，产能增速趋缓。而 OLED 因其独特的柔性特质，被广泛应用于智能手机和智能穿戴等消费电子领域，市场渗透率快速提升。根据 Frost&Sullivan 的数据，全球 OLED 显示面板出货量从 2012 年的 1.4 百万平方米预计增长至 2022 年的 16.7 百万平方米，CAGR 为 28.13%，预计 2024 年将达到 21.9 百万平方米。中国 OLED 显示面板出货量从 2019 年的 0.8 百万平方米预计增长至 2022 年的 2.9 百万平方米，CAGR 为 53.62%，预计 2024 年将达到 5.2 百万平方米。



图 19: 全球和中国 OLED 显示面板出货量 (百万平方米)

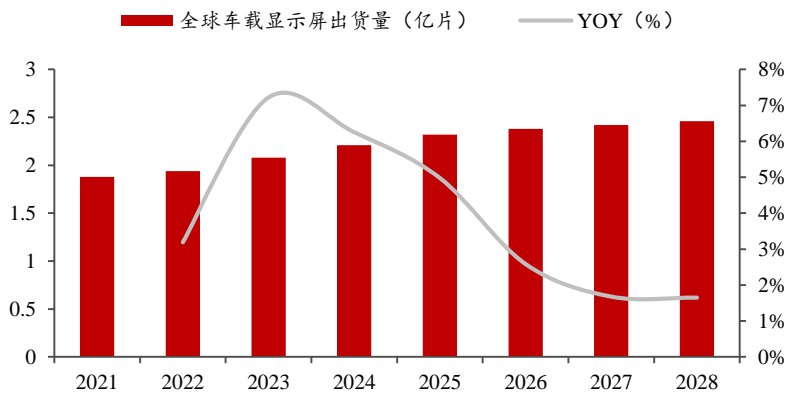


资料来源: Frost&Sullivan, 格科威招股说明书, 浙商证券研究所

### 2.2.3 车载显示屏出货量持续增长

**车载显示屏出货量持续增长。**在汽车智能化的大背景下，车载显示作为人车交互的主要界面，已成为继手机、平板市场之后的第三大中小尺寸面板应用市场。车用显示屏主要分为四类：仪表显示屏、抬头显示屏（HUD）、中控显示屏、信息娱乐显示屏，其中，中控显示与仪表显示共占据整个车用显示屏市场规模的 80%。根据 Omdia 的数据，随着汽车智能化、可视化已成为发展趋势以及新能源汽车的快速普及，预计全球车载显示屏出货量将由 2021 年的 1.88 亿片增长至 2028 年的 2.46 亿片，CAGR 为 3.92%。

图 20: 预计全球车载显示屏出货量 (亿片)



资料来源: Omdia, 浙商证券研究所

## 2.3 公司业务布局: 客户资源丰富, 在手订单充足, 积极研发创新

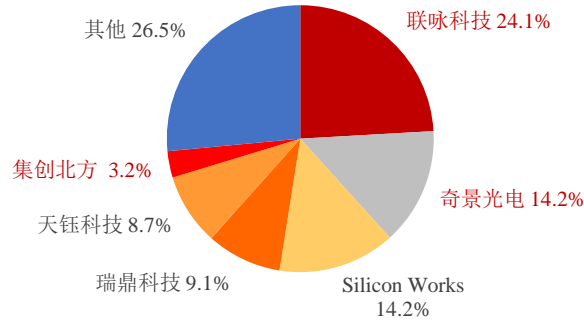
### 2.3.1 与头部 DDIC 设计厂商建立长期稳定合作关系

**公司深度绑定 DDIC 头部设计厂商。**公司以面板显示驱动芯片为基础，已与境内外领先芯片设计厂商特别是面板显示驱动芯片设计厂商建立了长期稳定的合作关系。根据 Omdia 的数据，2020 年大尺寸显示驱动芯片市场份额 CR8 为 92.3%，市场集中度较高，排在前八名的企业中共有六名 Fabless 企业，包括联咏科技（24.1%）、奇景光电（14.2%）、

Silicon Works (14.2%)、瑞鼎科技 (9.1%)、天钰科技 (8.7%)、集创北方 (3.2%)，市占率合计达 73.5%，其中联咏科技、奇景光电、集创北方均为公司的前五大客户。2020 年-2022 年公司前五大客户的销售收入合计分别为 13.58/38.08/60.90 亿元，占营业收入的比例分别为 89.80%/70.14%/60.59%。

图 21：2020 年大尺寸显示驱动芯片 Fabless 企业市场份额 (%)

■ 联咏科技 ■ 奇景光电 ■ Silicon Works ■ 瑞鼎科技 ■ 天钰科技 ■ 集创北方 ■ 其他



资料来源：Omdia，公司招股说明书，浙商证券研究所

表 3：近三年公司前五大客户情况

2022			
序号	客户名称	销售收入 (万元)	占营业收入比例 (%)
1	联咏科技股份有限公司	166,546.87	16.57%
2	集创北方及其关联方	155,500.65	15.47%
3	思特威 (上海) 电子科技有限公司及其关联方	110,604.95	11.00%
4	奕力科技股份有限公司及其关联方	104,361.61	10.38%
5	合肥捷达微电子有限公司及其关联方	71,944.93	7.16%
2021			
序号	客户名称	销售收入 (万元)	占营业收入比例 (%)
1	联咏科技股份有限公司	168,073.68	30.96%
2	集创北方及其关联方	102,416.76	18.86%
3	合肥捷达微电子有限公司及其关联方	42,302.47	7.79%
4	奕力科技股份有限公司	37,281.71	6.87%
5	奇景光电股份有限公司	30,732.84	5.66%
2020			
序号	客户名称	销售收入 (万元)	占营业收入比例 (%)
1	联咏科技股份有限公司	77,864.57	51.49%
2	集创北方及其关联方	15,044.35	9.95%
3	奇景光电股份有限公司	14,872.50	9.83%
4	奕力科技股份有限公司	14,558.70	9.63%
5	合肥捷达微电子有限公司及其关联方	13,464.36	8.90%

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

### 2.3.2 产能稳健释放，在手订单充足

产能稳健释放，新建产线生产 DDIC 和开发试产 OLED 显示驱动技术。在产品需求快速增长的有利行业因素推动下，公司近年来持续加大产线设备投入，以维持产能快速扩充。2020 年-2022 年公司年产能分别为 26.62/57.09/126.21 万片，CAGR 为 117.73%，公司成为 12 英寸晶圆代工产能第三大的中国大陆纯晶圆代工企业。另外，公司将在二期厂建设

一条产能为4万片/月的12英寸晶圆代工生产线，主要产品包括面板显示驱动芯片（DDIC）、CMOS图像传感芯片（CIS），公司还将建设一条微生产线用于OLED显示驱动技术开发试产。

**在手订单充足，未来收入确定性高。**截至2022年12月31日，2024-2026年客户预定公司未来产能逐年增加，2023年-2026年公司在手订单分别为133.99/88.26/109.38/114.40万片，在手订单充足，将对公司未来收入提供有力保障。

**表 4: 公司不同制程产品在手订单（万片）**

产品制程	2023年	2024年	2025年	2026年	合计
28nm	-	-	6.00	6.00	<b>12.00</b>
40nm	-	3.50	6.26	6.58	<b>16.34</b>
55nm	6.12	22.62	25.02	24.96	<b>78.72</b>
90nm	51.96	7.09	7.53	8.31	<b>74.89</b>
110nm	29.97	36.63	41.67	45.05	<b>153.32</b>
150nm	45.94	18.42	22.90	23.50	<b>110.76</b>
<b>合计</b>	<b>133.99</b>	<b>88.26</b>	<b>109.38</b>	<b>114.40</b>	<b>446.03</b>

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所，注：截至2022年12月31日

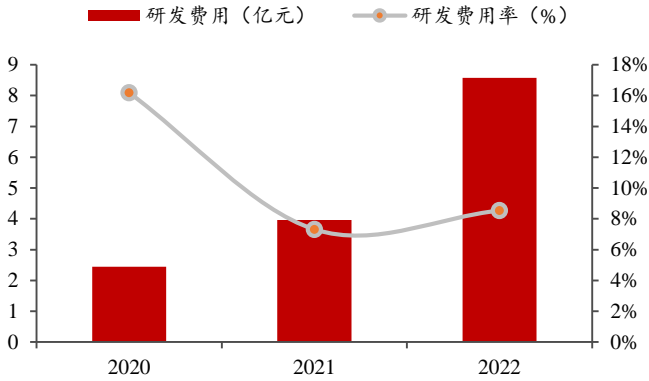
### 2.3.3 持续更高制程 OLED 工艺平台研发创新，积极拓展车载业务

**启动 28nm OLED 芯片工艺平台研发，预计于 2025 年 Q2 完成。**公司高度重视产品研发及技术创新，在前期引进并消化吸收力晶科技投资的相关技术基础上，结合下游行业发展趋势积极推动技术创新升级。基于公司现有技术储备，公司在 2022 年 Q3 启动 28 nm 逻辑及 OLED 芯片工艺平台的研发，预计于 2025 年 Q2 完成 28nm OLED 芯片工艺平台开发。

**持续通过认证，积极拓展车载业务。**公司的 DDIC 产品已通过 IATF16949 符合性认证，可应用于汽车面板；110nm 及 90nm 显示驱动芯片已经通过 AEC-Q100 认证，与部分客户合作开始车用芯片研发。截至 2022 年 Q1，公司实现 110nm 车载中控显示驱动芯片量产，90nm 车载监控图像传感器芯片量产，以及 90nm 车载操控区 AMOLED 液晶旋钮显示驱动芯片流片。预计公司 2022 年底车用芯片可达每月 5000 片晶圆。

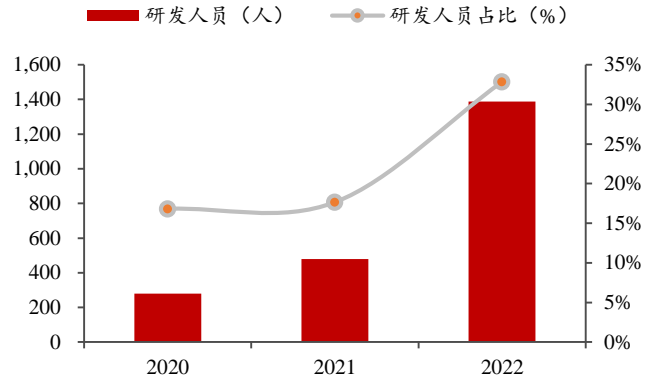
**持续增加研发费用，研发人员数量高速增长。**公司所处行业由技术驱动，只有不断研发才能保持竞争力。2020 年-2022 年，公司持续增加研发投入，研发费用分别为 2.45/3.97/8.57 亿元，2022 年研发费用率为 8.53%。公司的研发人员数量高速增长，2020 年-2022 年，公司研发人员分别为 280/480/1388 人，占员工人数比例分别为 16.81%/17.65%/32.86%。

图 22: 近三年公司研发费用情况 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图 23: 近三年公司研发人员数量高速增长 (人)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

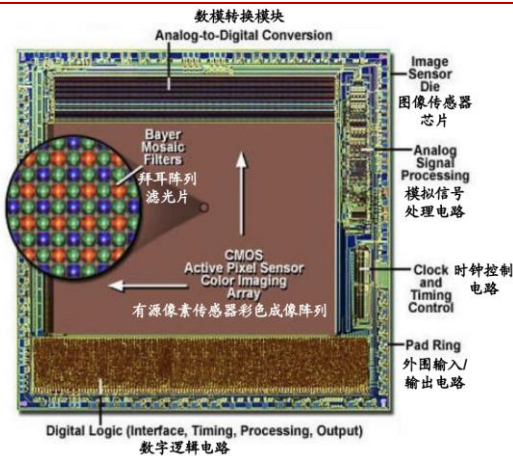
### 3 多元布局 CIS/MCU/PMIC 等产品代工, 打造综合代工平台

#### 3.1 CIS: 市场规模快速增长, 公司与前十 CIS 设计厂商思特威深度合作

##### 3.1.1 CIS 在图像传感器市场占主导地位, 市场规模快速增长

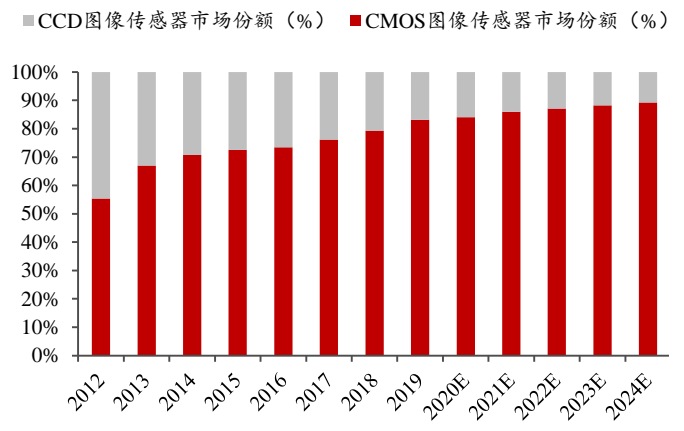
CMOS 图像传感器 (CIS) 成本低功耗小, 占比逐步提升。图像传感器是利用感光单元阵列和辅助控制电路将光学信号转变为电学信号的一种常见传感器, 主要分为 CCD 图像传感器和 CMOS 图像传感器两大类。由于 CMOS 图像传感器具有集成度高、标准化程度高、功耗低、成本低、体积小、图像信息可随机读取等一系列优点, 从 90 年代开始其市场份额占比逐年提升, 目前已广泛应用于智能手机、平板/笔记本电脑等应用领域, 成为移动互联网和物联网应用的核心传感器件, CMOS 图像传感器的市场份额由 2012 年的 55.4% 上升至 2019 年的 83.2%, 在图像传感器市场逐渐占据主导地位。

图 24: CMOS 图像传感器示意图



资料来源: 格科威招股说明书, 浙商证券研究所

图 25: CMOS 图像传感器市场份额情况 (%)

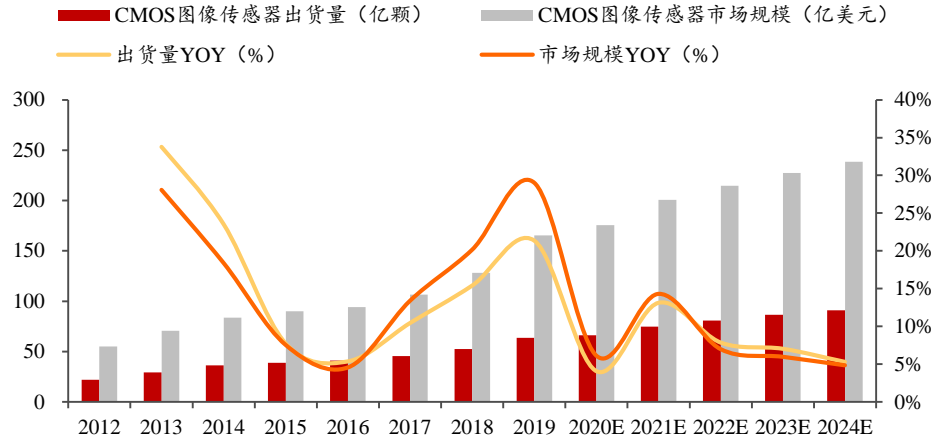


资料来源: Frost&Sullivan, 格科威招股说明书, 浙商证券研究所

全球 CMOS 图像传感器出货量和市场规模将持续快速增长。根据 Frost&Sullivan 的数据, 全球 CMOS 图像传感器出货量由 2012 年的 21.9 亿颗预计增长至 2022 年的 80.8 亿

颗，CAGR 为 13.95%；全球 CMOS 图像传感器市场规模由 2012 年的 55.2 亿美元预计增长至 2022 年的 214.6 亿美元，CAGR 为 14.54%。得益于智能手机、汽车电子等下游应用的驱动，预计未来全球 CMOS 图像传感器市场仍将保持较高的增长率，至 2024 年全球出货量达到 91.1 亿颗，市场规模将达到 238.4 亿美元。

图 26: 全球 CMOS 图像传感器市场规模 (亿美元, 亿颗)



资料来源: Frost&Sullivan, 格科威招股说明书, 浙商证券研究所

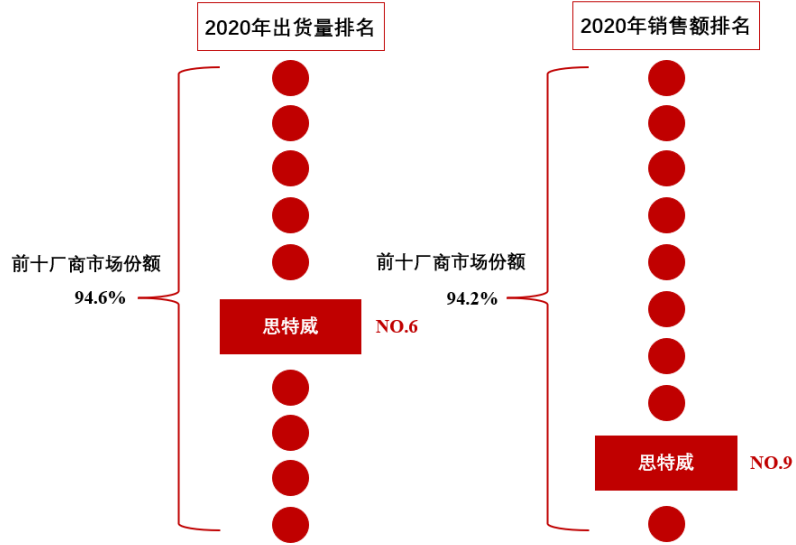
### 3.1.2 公司布局: 与前十 CIS 设计厂商思特威展开合作, 积极研发先进制程 CIS 工艺平台

思特威在 CIS 领域排名全球前十, 公司已与思特威在 CIS 方面展开合作。思特威是 CIS 领域的领先设计厂商, 根据 Frost & Sullivan 统计, 2020 年全球 CMOS 图像传感器出货量前十名的企业的市场份额合计达到 94.6%, 思特威排名第六; 全球 CMOS 图像传感器销售额前十名的企业的市场份额合计达到 94.2%, 思特威排名第九。由于国内图像传感器领域知名企业思特威对 90nm CMOS 图像传感器晶圆代工服务存在需求, 公司自 2020 年开始与思特威合作开发 CMOS 图像传感器工艺平台, 合作工艺节点为 90nm, 合作期限为 2020 年 3 月至 2025 年年底。

积极展开更先进制程的 CIS 工艺平台研发。公司将在二期厂建设一条产能为 4 万片/月的 12 英寸晶圆代工生产线, 主要产品包括面板显示驱动芯片 (DDIC)、CMOS 图像传感芯片 (CIS)。另外, 公司也正积极展开 55nm CMOS 后照度图像传感器平台和 90nm CMOS 前照度图像传感器技术平台的研发。



图 27: 2020 年 CIS 出货量和销售额排名情况



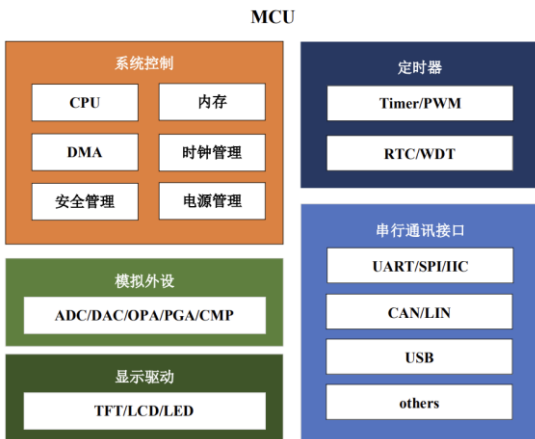
资料来源: Frost&Sullivan, 思特威招股说明书, 浙商证券研究所

### 3.2 MCU: 物联网发展拉动 MCU 需求, 公司相关产品进入风险量产阶段

#### 3.2.1 物联网发展拉动 MCU 需求增长

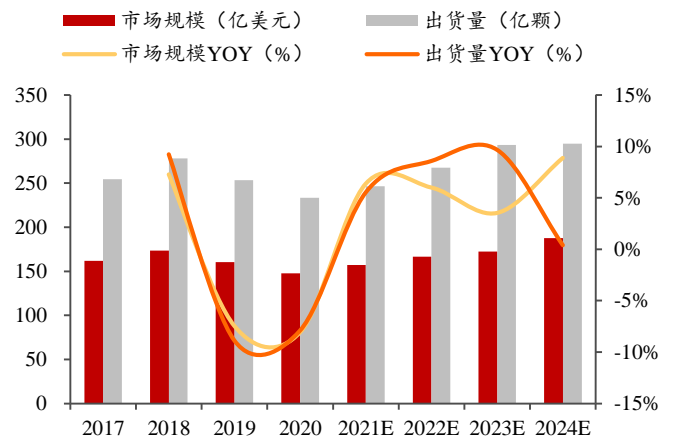
MCU 是微控制单元, 物联网快速发展拉动 MCU 需求大幅增加。MCU 是微控制单元, 又称单片机, 是把 CPU (中央处理器) 的频率与规格做适当缩减, 并将内存、计数器、USB、A/D 转换、DMA 等周边接口, 甚至包括 TFT、LCD、LED 驱动电路等整合在单一芯片上形成的芯片级计算机。受物联网快速发展带来的联网节点数量增长、汽车电子的渗透率提升以及工业 4.0 对自动化设备的旺盛需求等因素的影响, MCU 在汽车电子、人工智能、物联网、消费电子、通信等下游应用领域的使用大幅增加, 导致近年全球 MCU 出货数量和市场规模均保持稳定增长。根据 IC Insights 的预测, 2022 年全球 MCU 市场规模约为 166 亿美元, 2024 年将达 188 亿美元, 2 年 CAGR 预计为 6.17%。

图 28: MCU 结构图



资料来源: 中微半导体招股说明书, 浙商证券研究所

图 29: MCU 市场规模和出货量情况 (亿美元, 亿颗)



资料来源: IC Insights, 中微半导体招股说明书, 浙商证券研究所

### 3.2.2 公司布局：110nm 微控制器平台已进入风险量产阶段

公司 110nm 微控制器平台已经进入风险量产阶段。MCU 被广泛应用于工业、家电、消费电子等领域，具有较为广泛的应用，市场对高性能、低成本的 MCU 产品存在一定的需求。为满足客户需求，拓展工艺平台种类，提升公司的技术水平和市场竞争力，公司充分利用已有的 110nm 制程节点领域的相关技术和研发经验，独立开发了 5V MTP（非易失可多次编程存储器）与 3.3V MTP，有效提升性能，并在保证性能的前提下，优化工艺流程，精简光罩层数，降低生产成本，进而形成公司的新一代 110nm 加强型微控制器平台。根据公司招股说明书数据，公司 110nm 微控制器平台已经进入风险量产阶段。

### 3.3 PMIC：中国 PMIC 规模持续扩张，公司与杰华特开展合作积极研发

#### 3.3.1 中国 PMIC 市场规模持续增长，预计未来三年增速显著增加

电源管理芯片对电子系统而言不可或缺，下游应用丰富。电源管理芯片是在电子设备系统中负责电能变换、分配、检测和电能管理的集成电路。电源管理芯片对电子系统而言是不可或缺的，其性能的优劣对整机的性能有着直接的影响，被广泛应用于白色家电、黑色家电、小型家电、移动终端等产品中。

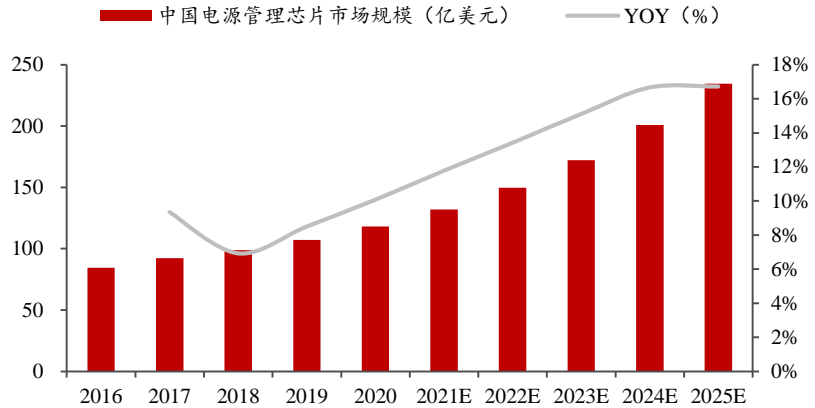
图 30：电源管理芯片的应用场景



资料来源：明微电子招股说明书，浙商证券研究所

中国 PMIC 市场规模持续增长，预计未来三年增速显著增加。随着 5G 通信、物联网、智能家居、汽车电子、工业控制等新兴应用领域的发展，中国电源管理芯片市场规模将持续增长。根据 Frost & Sullivan 的预计，中国电源管理芯片市场规模由 2016 年的 84.5 亿美元增长至 2022 年的约 150 亿美元，CAGR 为 9.99%。预计 2025 年中国电源管理芯片市场规模将达到 234.5 亿美元，3 年 CAGR 为 16.16%。中国作为全球电子产品的最大生产国，在新技术浪潮的带动下，尤其是物联网、智能家居领域的快速发展所催生出的设备数量需求的快速增长，将为电源管理芯片带来广阔的市场空间。

图 31: 中国电源管理芯片市场规模 (亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 云脑智库, 浙商证券研究所

### 3.3.2 公司布局: 与杰华特合作研发 150nm PMIC 技术平台, 积极研发更高制程技术平台

与杰华特合作研发 150nm PMIC 技术平台, 积极研发更高制程 PMIC 技术平台。2020 年 11 月 1 日, 公司与深耕 PMIC 领域的设计厂商杰华特微电子签署了《电源管理芯片技术开发合同》, 合作研发 150nm 高压/超高压电源管理芯片技术平台项目。另外, 根据公司招股说明书数据, 公司正在进行 150nm 高压电源管理芯片技术平台、150nm 超高压电源管理芯片技术平台、150nm 通用 PMIC 电源管理芯片技术平台、110 nm 高压电源管理芯片技术平台和 90nm BCD 电源管理芯片技术平台的研发。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

**DDIC 工艺平台晶圆代工业务:** 虽然 2023 年行业进入底部, 公司 2023 年 Q1 收入大幅下滑 (同比下降 61.33%), 但 24&25 年下游显示面板强劲需求尤其是 OLED 驱动芯片的放量将持续带动公司 DDIC 业务快速增长。预计 2023-2025 年公司 DDIC 工艺平台业务营收增长分别为 -10.00%/20.00%/25.00%。考虑到未来 28nm 等更先进制程持续出货, 以及产能持续爬坡带来的规模效应, 预计未来三年公司 DDIC 工艺平台晶圆代工业务的毛利率将稳步上升, 分别为 48.00%/49.00%/50.00%。

**其他工艺平台晶圆代工业务:** CIS 方面, 公司与 CIS 领先设计厂商思特威展开 90nm 的 CIS 工艺平台研发项目, 主流片逐渐转移到公司, 预计公司在 CIS 领域的份额将持续提升。PMIC 方面, 公司与杰华特合作研发 150nm 高压/超高压电源管理芯片技术平台项目, 逐步将产能转移到公司, 预计公司在此领域的份额也将持续增长。MCU 方面, 公司 110nm 微控制器平台已经进入风险量产阶段, 预计将在未来给此领域收入带来新的增量。综合来看, 预计 2023-2025 年公司其他工艺平台业务营收增长分别为 18.06%/25.63%/30.34%。考虑到公司在 CIS/PMIC/MCU 等领域的市场份额将持续提升, 收入增长带来的规模效应和市场议价权将持续增强。预计未来三年公司其他工艺平台晶圆代工业务的毛利率将持续增长, 分别为 37.59%/38.22%/38.87%。

综上，2023-2025 年公司整体营业收入增速分别为 -2.18%/21.95%/26.91%，毛利率分别为 44.40%/45.16%/45.92%，综合考虑其他费用，2023-2025 年归母净利润分别为 27.67/36.61/48.01 亿元，同比增速分别为 -9.15%/32.30%/31.16%。

**表 5: 公司各业务收入 (亿元) 与毛利率 (%) 预测**

		2022A	2023E	2024E	2025E
DDIC 工艺平台晶圆代工	收入 (亿元)	71.43	64.28	77.14	96.43
	YOY (%)	52.65%	-10.00%	20%	25%
	毛利率 (%)	49.74%	48%	49%	50%
其他工艺平台晶圆代工	收入 (亿元)	28.83	34.04	42.76	55.73
	YOY (%)	288.69%	18.06%	25.63%	30.34%
	毛利率 (%)	37.11%	37.59%	38.22%	38.87%
总收入	收入 (亿元)	100.51	98.32	119.90	152.16
	YOY (%)	85.13%	-2.18%	21.95%	26.91%
	毛利率 (%)	46.16%	44.40%	45.16%	45.92%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 4.2 估值分析

公司主营业务为晶圆代工，结合公司的主营业务特点，我们选取以下 3 家与公司产品具有一定关联性、涉及晶圆代工业务的公司进行比较分析。

**表 6: 可比公司估值预测**

简称	最新股价 (元)	EPS (摊薄)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中芯国际	53.72	0.72	1.04	1.38	74.21	51.60	38.92
华润微	55.97	2.12	2.49	2.90	26.41	22.47	19.28
华虹半导体	23.55	1.97	2.09	2.42	11.51	10.88	9.39
均值					37.38	28.32	22.53
<b>晶合集成</b>	<b>20.29</b>	<b>1.38</b>	<b>1.82</b>	<b>2.39</b>	<b>14.71</b>	<b>11.12</b>	<b>8.48</b>

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 截至 2023 年 6 月 2 日, 可比公司数据采用 wind 一致预期

晶合集成估值低于行业平均水平，考虑到 DDIC 等业务市场空间广阔，公司的 DDIC 工艺平台晶圆代工业务份额领先，在手订单充足；同时公司在 CIS/MCU/PMIC 等工艺平台的积极研发和布局，我们认为公司未来有望迎来估值提升。

## 4.3 投资建议

公司是晶圆代工领军企业，DDIC 等业务市场空间广阔，公司的 DDIC 工艺平台晶圆代工业务份额领先，在手订单充足，将带来业绩的高速增长。另一方面，公司已与 CIS 领先设计厂商思特威展开 90nm 的 CIS 工艺平台合作开发项目，与杰华特合作研发 150nmPMIC 技术平台，随着合作进程持续推进，公司其他工艺平台晶圆代工业务也将迎来持续增长。同时，公司 110nm 微控制器平台已经进入风险量产阶段，未来增长可期。

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 98.32/119.90/152.16 亿元，同比增长 -2.18%/21.95%/26.91%；预计 2023-2025 年归母净利润分别为 27.67/36.61/48.01 亿元，同比

增速分别为-9.15%/32.30%/31.16%。2023-2025年EPS分别为1.38/1.82/2.39元，对应PE分别为15/11/8倍

综上，公司业务处在拥有广阔空间、关系国家产业链安全的重要赛道，未来发展前景光明，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5 风险提示

**公司产能爬坡不及预期：**公司将在二期厂建设生产线，主要包括DDIC和CIS工艺平台，若产能爬坡不及预期，将对公司未来收入产生不利影响。

**显示面板/汽车电子等领域需求不及预期：**若显示面板、汽车电子等领域需求不及预期，将影响相关芯片设计厂商减少订单，届时将对公司的收入产生不利影响。

**新工艺平台研发不及预期：**公司持续开展DDIC/CIS/MCU/PMIC等新型工艺平台技术研发，若研发不及预期，公司未来的竞争力无法得到增强，这将对公司业绩产生不利影响。



## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10838	20554	22104	23565
现金	7895	17311	18266	19181
交易性金融资产	1257	419	559	745
应收账款	507	1316	1441	1550
其它应收款	18	25	28	34
预付账款	63	152	231	205
存货	1022	1254	1496	1771
其他	77	77	84	79
<b>非流动资产</b>	27926	32542	39389	43236
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	21437	26816	33447	38174
无形资产	1434	1302	1290	1295
在建工程	1385	2193	1677	809
其他	3670	2231	2974	2958
<b>资产总计</b>	38765	53096	61493	66801
<b>流动负债</b>	9211	11373	15712	16080
短期借款	287	933	1244	821
应付款项	926	3070	3436	3443
预收账款	0	0	0	0
其他	7998	7370	11032	11816
<b>非流动负债</b>	11503	11082	11346	11310
长期借款	8227	8227	8227	8227
其他	3276	2855	3119	3083
<b>负债合计</b>	20715	22455	27058	27391
少数股东权益	4926	5026	5160	5334
归属母公司股东权益	13124	25615	29275	34076
<b>负债和股东权益</b>	38765	53096	61493	66801

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	6280	6375	9067	8131
净利润	3156	2867	3794	4976
折旧摊销	2644	1577	2042	2511
财务费用	69	348	250	227
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(834)	997	3523	779
其它	1249	590	(538)	(358)
<b>投资活动现金流</b>	(8466)	(6789)	(8282)	(6557)
资本支出	(3167)	(7743)	(8138)	(6349)
长期投资	0	0	0	0
其他	(5298)	953	(144)	(208)
<b>筹资活动现金流</b>	5323	9831	169	(659)
短期借款	(2225)	646	311	(423)
长期借款	3050	0	0	0
其他	4498	9185	(142)	(236)
<b>现金净增加额</b>	3138	9417	955	915

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10051	9832	11990	15216
营业成本	5411	5467	6576	8228
营业税金及附加	23	45	43	53
营业费用	60	86	88	112
管理费用	295	295	336	443
研发费用	857	838	1022	1297
财务费用	69	348	250	227
资产减值损失	308	0	0	0
公允价值变动损益	4	4	4	4
投资净收益	4	4	4	4
其他经营收益	108	93	97	99
<b>营业利润</b>	3142	2853	3780	4962
营业外收支	14	0	14	14
<b>利润总额</b>	3156	2868	3794	4976
所得税	0	0	0	0
<b>净利润</b>	3156	2867	3794	4976
少数股东损益	111	101	133	175
<b>归属母公司净利润</b>	3045	2767	3661	4801
EBITDA	6190	4822	6160	7794
EPS (最新摊薄)	1.52	1.38	1.82	2.39

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	85.13%	-2.18%	21.95%	26.91%
营业利润	81.92%	-9.19%	32.47%	31.27%
归属母公司净利润	76.16%	-9.15%	32.30%	31.16%
<b>获利能力</b>				
毛利率	46.16%	44.40%	45.16%	45.92%
净利率	31.40%	29.16%	31.64%	32.70%
ROE	23.76%	11.36%	11.25%	13.00%
ROIC	25.37%	8.78%	9.97%	11.58%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.44%	42.29%	44.00%	41.00%
净负债比率	44.53%	43.10%	37.32%	35.29%
流动比率	1.18	1.81	1.41	1.47
速动比率	1.07	1.70	1.31	1.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.29	0.21	0.21	0.24
应收账款周转率	13.81	10.81	8.73	10.24
应付账款周转率	3.17	2.74	2.02	2.39
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.52	1.38	1.82	2.39
每股经营现金	3.13	3.18	4.52	4.05
每股净资产	8.72	12.77	14.59	16.99
<b>估值比率</b>				
P/E	13.37	14.71	11.12	8.48
P/B	2.33	1.59	1.39	1.19
EV/EBITDA	7.99	8.53	6.63	5.06

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>