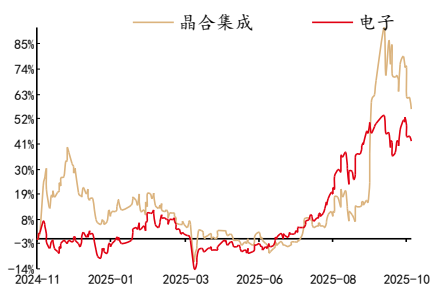


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	32.37
总股本/流通股本(亿股)	20.06 / 11.87
总市值/流通市值(亿元)	649 / 384
52周内最高/最低价	39.70 / 18.68
资产负债率(%)	48.2%
市盈率	119.89
第一大股东	合肥市建设投资控股(集团)有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

晶合集成(688249)

28nm 逻辑平台持续迭代

● 投资要点

产能利用率保持高位。公司积极推进国内外市场拓展和各项业务发展，订单充足，产能利用率持续处于高位水平，收入规模稳定增加；公司持续进行研发投入，根据客户和市场需求及时进行技术迭代升级和产品创新，产品种类和工艺平台不断丰富，加速新品推出并不断优化成本，经营情况持续改善，2025 年前三季度实现营收 81.30 亿元，同比+19.99%；2025Q3，公司实现营收 29.31 亿元，同比+23.30%。2025Q3，公司实现归母净利润 2.18 亿元，同比+137.18%，主要系公司销量增加，收入规模持续扩大以及公司转让光罩相关技术，其中转让光罩相关技术收入为 1.52 亿元。2025Q3，公司实现扣非归母净利润 0.24 亿元，同比-71.68%，主要系公司持续加大研发投入以及受资产转固及股权激励影响导致管理成本增加，2025Q3 公司管理费用/研发费用分别为 1.08/3.84 亿元，分别同比增长 31.76%/20.91%。

产品结构持续优化。2025H1，从制程节点分类看，55nm、90nm、110nm、150nm 占主营收入的比例分别为 10.38%、43.14%、26.74%、19.67%，55nm 营收占比继续提升，公司 55nm 及以下的营收占比于 2022-2024 年、2025H1 分别为 0.4%/7.8%/9.9%/10.4%。从应用产品分类看，2025H1，DDIC、CIS、PMIC、MCU、Logic 占主营收入的比例分别为 60.61%、20.51%、12.07%、2.14%、4.09%，产品结构继续优化。目前，公司 55nm 堆栈式 CIS 芯片已实现全流程生产；55nm 逻辑芯片实现小批量生产；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。未来，基于 28nm 逻辑芯片平台，公司将进一步微缩芯片尺寸并提升性能，形成自研的 22nm 技术平台，以把握 22nm 技术平台的广阔市场机遇。电源管理芯片方面，公司已实现 150nm 及 110nm PMIC 的量产，并正积极推行 90nm PMIC 的开发。作为合肥市一体化发展战略的一部分，合肥市已建立以“芯屏汽合”倡议为核心的独特产业格局，得益于合肥市蓬勃发展的产业生态系统，公司将持续深化客户导向战略。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 111/126/143 亿元，分别实现归母净利润 8.2/11.4/14.3 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；研发进展不及预期；扩产进度不及预期；市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9249	11095	12631	14319
增长率(%)	27.69	19.96	13.84	13.37
EBITDA（百万元）	4147.75	6095.40	7396.07	8673.28
归属母公司净利润（百万元）	532.84	817.66	1135.54	1425.71
增长率(%)	151.78	53.45	38.88	25.55
EPS(元/股)	0.27	0.41	0.57	0.71
市盈率（P/E）	121.87	79.42	57.19	45.55
市净率（P/B）	3.11	3.02	2.92	2.81
EV/EBITDA	14.51	12.57	10.86	9.02

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	9249	11095	12631	14319	营业收入	27.7%	20.0%	13.8%	13.4%
营业成本	6890	8171	9213	10360	营业利润	317.0%	46.1%	46.5%	26.7%
税金及附加	32	42	48	54	归属于母公司净利润	151.8%	53.5%	38.9%	25.6%
销售费用	55	61	67	74	获利能力				
管理费用	341	388	404	430	毛利率	25.5%	26.4%	27.1%	27.7%
研发费用	1284	1476	1617	1790	净利率	5.8%	7.4%	9.0%	10.0%
财务费用	297	393	370	442	ROE	2.6%	3.8%	5.1%	6.2%
资产减值损失	-24	-35	-55	-60	ROIC	1.6%	2.3%	2.9%	3.6%
营业利润	482	704	1032	1308	偿债能力				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	48.2%	54.8%	52.8%	54.4%
营业外支出	2	1	1	1	流动比率	1.31	1.02	0.88	0.87
利润总额	482	705	1033	1309	营运能力				
所得税	0	0	1	1	应收账款周转率	10.00	9.89	9.57	9.61
净利润	482	705	1032	1308	存货周转率	4.60	4.76	4.66	4.81
归母净利润	533	818	1136	1426	总资产周转率	0.19	0.20	0.22	0.24
每股收益(元)	0.27	0.41	0.57	0.71	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.27	0.41	0.57	0.71
货币资金	5828	8693	5002	6984	每股净资产	10.40	10.72	11.08	11.53
交易性金融资产	1066	1366	1366	1366	估值比率				
应收票据及应收账款	993	1251	1388	1593	PE	121.87	79.42	57.19	45.55
预付款项	38	83	72	93	PB	3.11	3.02	2.92	2.81
存货	1503	1930	2023	2284	现金流量表				
流动资产合计	9744	13833	10374	12848	净利润	482	705	1032	1308
固定资产	24792	31551	36297	39407	折旧和摊销	3417	4997	5993	6922
在建工程	13222	10305	7914	6240	营运资本变动	-1652	5849	-2157	2511
无形资产	1313	1226	1078	920	其他	514	515	548	545
非流动资产合计	40655	45038	47246	48524	经营活动现金流净额	2761	12066	5416	11286
资产总计	50399	58871	57620	61372	资本开支	-13223	-8749	-8199	-8199
短期借款	1291		291	191	其他	1416	-912	51	57
应付票据及应付账款	2194	7056	5445	7535	投资活动现金流净额	-11807	-9661	-8148	-8142
其他流动负债	3941	6267	6009	6983	股权融资	5400	0	0	0
流动负债合计	7426	13614	11745	14709	债务融资	5642	1221	0	-100
其他	16884	18649	18649	18649	其他	-2626	-749	-958	-1063
非流动负债合计	16884	18649	18649	18649	筹资活动现金流净额	8416	472	-958	-1163
负债合计	24310	32264	30394	33359	现金及现金等价物净增加额	-680	2866	-3690	1981
股本	2006	2006	2006	2006					
资本公积金	18543	18543	18543	18543					
未分配利润	1014	1400	1951	2642					
少数股东权益	5219	5106	5003	4885					
其他	-693	-447	-277	-63					
所有者权益合计	26089	26607	27225	28013					
负债和所有者权益总计	50399	58871	57620	61372					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048