



受益于产业转移与涨价红利, 多品类驱动迈入成长新周期

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司脱胎于合肥“芯屏器合”战略, 为全球第九、中国大陆第三大晶圆代工企业, 已具备 DDIC、CIS、PMIC、Logic IC、MCU 等工艺平台, 2025 年营收 108.85 亿元, CIS 已成为第二大产品主轴。2) 公司 DDIC 投片规模位居世界第一, 完成 40nm-150nm 制程覆盖, 40nm 高压 OLEDDIC 量产。2026 年 6 月 1 日起代工价格全面上调 10%, 预计 2026-2030 年中国大陆 DDIC 代工市场 CAGR 达 6.1%。3) 公司 CIS 制程覆盖 90-55nm, 55nm 堆栈式 CIS 量产, 2025 年主营业务收入占比提升至 22.64%。全球 CIS 代工市场预计以 7.8% CAGR 增长至 2030 年 103 亿美元。
- 大陆第三大晶圆代工厂, 多业务布局稳健增长。** 公司聚焦 12 英寸晶圆代工业务, 已建立 150nm 至 40nm 技术节点的量产能力, 已具备 DDIC、CIS、PMIC、Logic IC、MCU 等工艺平台的技术能力。2024 年全球半导体市场景气度开始回升, 公司业绩迅速企稳回升, 2025 年营收达 108.85 亿元, 同比增长 17.69%; CIS 代工业务占比显著提升, 已成为公司第二大产品主轴。
- DDIC: 深度受益于显示产业转移, 晶圆代工重回增长通道。** DDIC 是公司目前最核心的业务板块, 截至 2025 年底营收占比 55.41%。全球面板制造产能日益向中国大陆转移, 中国大陆在全球显示面板产能占比从 2020 年的 50.0% 增长至 2024 年的 70.0%, 国产替代需求提升。中国大陆 DDIC 代工市场预计到 2030 年达到 26 亿美元, 复合年增长率为 6.1%。
- CIS: 与思特威深度合作, 打造第二增长曲线。** 2025 年 CIS 主营业务收入占比已提升至 22.64%, 相比 2023 年增加 16.61pp。下游需求方面, 汽车电子、工业成像及医疗成像成为 CIS 新增长引擎, 2020 至 2024 年期间汽车 CIS CAGR 为 16.1%, 工业成像 CAGR 为 12.2%, 医疗成像 CAGR 为 29.1%; 预计 2025 年至 2029 年汽车 CIS 年复合增长率为 18.4%, 工业成像为 21.0%, 医疗成像为 24.0%。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.3/13.5/20.8 亿元。考虑到公司差异化特色工艺壁垒深厚, 同时产能持续扩张、CIS、车规芯片等多领域放量打开长期成长空间, 我们给予公司 2026 年 175 倍 PE, 对应目标价 71.75 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 研发迭代风险、市场竞争风险、经营风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,885	12,768	15,053	17,967
增长率	17.69%	17.29%	17.90%	19.36%
归属母公司净利润(百万元)	704	832	1,350	2,082
增长率	32.16%	18.12%	62.34%	54.18%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.41	0.67	1.04
净资产收益率 ROE	3.23%	3.69%	5.66%	8.02%
PE	92.19	140.25	86.39	56.03
PB	3.06	5.18	4.89	4.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡杨

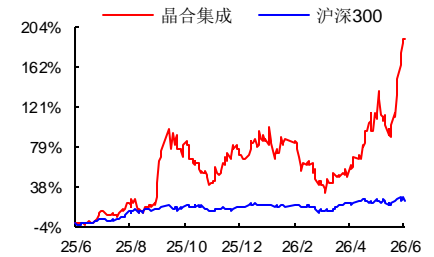
执业证号: S1250526010001

邮箱: huyang@swsc.com.cn

联系人: 王嘉源

邮箱: wangjiayuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	20.08
流通 A 股(亿股)	12.10
52 周内股价区间(元)	19.20-61.03
总市值(亿元)	1167
总资产(亿元)	547.06
每股净资产(元)	10.45

相关研究

目 录

1 大陆第三大晶圆代工厂，多业务布局稳健增长	1
1.1 DDIC 代工为基，工艺平台+制程节点横纵拓展持续巩固领先地位.....	1
1.2 国资控股+产业资本加持，产能持续扩张.....	2
1.3 业绩波动增长，业务结构持续优化.....	3
2 DDIC：深度受益于显示产业转移，晶圆代工重回增长通道	5
2.1 DDIC 产业持续向中国转移，中国增速领先全球.....	5
2.2 晶合集成成为全球 DDIC 代工龙头，市场重回稳健增长通道.....	9
3 CIS：与思特威深度合作，打造第二增长曲线	13
3.1 国产 CIS 厂商迅速崛起，带动上游代工市场.....	13
3.2 汽车、工业等下游领域对 CIS 需求景气拉动上游代工市场.....	17
3.3 4F ² +CBA DRAM 带来半导体制造新机遇.....	21
3.4 国内 PMIC 代工受益于 DrMOS 紧缺，市场规模持续扩张.....	24
4 盈利预测与估值	26
4.1 盈利预测.....	26
4.2 相对估值.....	26
5 风险提示	27

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 晶合集成港股发行前股权结构.....	2
图 3: 公司营收及增速.....	4
图 4: 公司归母净利润及增速.....	4
图 5: 公司产品结构及毛利率.....	4
图 6: 公司制程结构及毛利率.....	4
图 7: 公司期间费用率.....	5
图 8: 公司折旧及折旧占收入比.....	5
图 9: 显示模组结构示意图.....	5
图 10: 整合及分离显示驱动方案.....	6
图 11: 触控显示双芯片方案及 TDDI 方案.....	6
图 12: 显示驱动芯片产业链.....	6
图 13: 全球显示面板产能占比.....	7
图 14: 2028 年各类面板占比预测.....	7
图 15: 25Q1-Q3 全球 LCD DDIC 市场 Fabless 出货排名.....	8
图 16: 25H1 全球 TV DDIC/ODDI 市场 Fabless 出货排名.....	8
图 17: 全球显示驱动芯片出货量 (百万颗).....	9
图 18: 中国显示驱动芯片出货量 (百万颗).....	9
图 19: 2024/2025 DDIC 晶圆厂投片规模占比 (等效 8 英寸).....	10
图 20: 不同制程节点及应用和 DDIC 对比.....	11
图 21: 当前 HV 晶圆代工价格变动情况.....	12
图 22: TV/MNTLDDI 价格与 150nm HV 代工价格变化趋势.....	12
图 23: 全球 DDIC 代工市场规模.....	13
图 24: 摄像头模组构成示意图.....	13
图 25: 手机摄像模组成本构成.....	13
图 26: CMOS 图像传感器前照式结构 (FSI)、背照式结构 (BSI) 及堆叠式结构 (Stacked) (从左往右依次).....	14
图 27: 2024 年全球图像传感器按领域占比.....	15
图 28: 2024 年全球图像传感器出货量占比.....	15
图 29: 2024 全球图像传感器销售额占比.....	15
图 30: IDM 与垂直分工模式比较.....	16
图 31: 全球 CIS 市场规模.....	18
图 32: 汽车搭载摄像头数量统计.....	19
图 33: 全球汽车 CIS 市场规模.....	19
图 34: 全球工业成像市场规模.....	20
图 35: 全球医疗 CIS 市场规模.....	20
图 36: 晶合集成主要下游产品价格指数 (2021=100).....	20
图 37: 晶合集成晶圆代工服务产品价格调整公告.....	20
图 38: 全球 CIS 代工市场规模.....	21
图 39: DRAM 存储器阵列和 DRAM 外围区域结构示意图.....	22

图 40: DRAM 单位价格及密度	22
图 41: DRAM Scaling 面临挑战	22
图 42: DRAM 结构布局变化	23
图 43: CBA 技术概念	24
图 44: DRAM 长期发展路线图	24

表 目 录

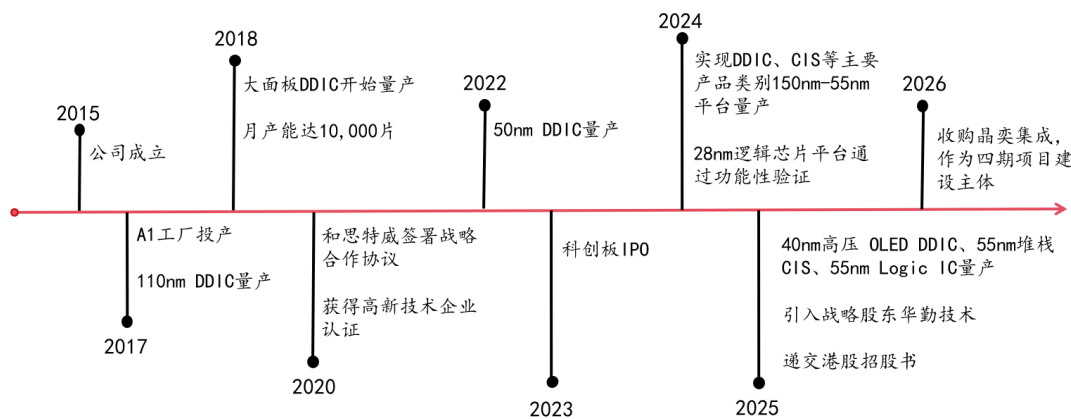
表 1: 股权激励各年度业绩考核要求	3
表 2: 2023 年全球 DDIC 供应商情况 (百万美元)	7
表 3: 全球主要显示驱动代工企业介绍	9
表 4: 公司各 DDIC 技术平台信息	11
表 5: 公司不同应用领域采用技术结构及主要像素范围	15
表 6: 不同 CMOS 图像传感器企业经营模式特征	16
表 7: 全球主要 CIS 企业情况介绍	16
表 8: 公司各 CIS 技术平台信息	17
表 9: 不同领域 CIS 增速统计及预计	18
表 10: 小米手机国产 CIS 采用情况不完全统计	19
表 11: 各 AI 产品/平台 DrMOS 用量	25
表 12: 全球主要 DrMOS 玩家产品及护城河	25
表 13: 公司主营业务预测 (百万元)	26
表 14: 可比公司估值情况	27
附表: 财务预测与估值	28

1 大陆第三大晶圆代工厂，多业务布局稳健增长

1.1 DDIC 代工为基，工艺平台+制程节点横纵拓展持续巩固领先地位

脱胎于合肥“芯屏器合”产业发展战略，是全球第九，中国大陆第三的晶圆代工企业，DDIC 代工全球第一。公司于 2015 年由合肥建投与台湾力晶合资组建，聚焦 12 英寸晶圆代工业务，并于 2017 年首次实现量产。前期公司以显示驱动芯片（DDIC）代工制造为核心业务迅速发展，服务联咏、集创北方、奇景光电等业内知名客户。2020 年，公司与思特威建立战略合作关系切入图像传感器（CIS）代工制造领域，CIS 代工后成为公司第二大核心业务。2023 年，公司在科创板 IPO，成为安徽省首个登陆资本市场的纯晶圆代工企业。经过多年的沉淀及发展，公司已建立 150nm 至 40nm 技术节点的量产能力，已具备 DDIC、CIS、PMIC、Logic IC、MCU 等工艺平台的技术能力。公司凭借差异化制程技术与稳定制造规模结合的能力不断巩固其在全球晶圆代工领域的地位，根据弗若斯特沙利文，公司为 2025 年全球第九大、中国大陆第三大晶圆代工企业。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司港股招股书、公司公告，西南证券整理

公司的技术平台组合提供的代工服务主要为 DDIC、CIS 及 PMIC，Logic IC 及 MCU 增长迅速，对应终端应用领域包含消费电子、汽车电子、智能家居、工业控制、AI、物联网及存储器等，主要服务客户为无晶圆、轻晶圆及 IDM 模式的集成电路设计公司。公司业务布局如下：

显示驱动芯片（DDIC）：DDIC 是公司目前最核心的业务板块，主要应用于电视、车载显示、笔记本电脑、显示器、智能手机、平板电脑、可穿戴设备及电子纸等终端。公司已具备 150nm 至 40nm 主流技术节点的 DDIC 代工能力，并实现 40nm 高压 OLED DDIC 量产，持续向更先进制程平台升级。

图像传感器（CIS）：公司围绕 90nm 至 55nm 技术平台布局 CIS 业务，已实现中高端智能手机主摄像头所需 CIS 产品、55nm 背照式图像传感器及全流程堆栈式 CIS 量产，应用逐步拓展至智能手机、工业视觉及汽车电子等领域，成为公司重点培育的成长型业务之一。

表 1：股权激励各年度业绩考核要求

业绩考核指标		2025	2026	2027
△EVA (A)	目标值 (A0)	为正	为正	为正
营收增长率(B) (以 2024 年营业收入 为业绩基础)	目标值(B0)	15% (约 106.37 亿元)	25% (约 115.62 亿元)	35% (约 124.86 亿元)
	触发值(B1)	10% (约 101.74 亿元)	20% (约 110.99 亿元)	30% (约 120.24 亿元)
		且不低于行业均值或对标企业 75 分位		
税息折旧及摊销前利润率(C)	目标值(C0)	48%	48%	48%
	触发值(C1)	45%	45%	45%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司所有产能均集中于中国合肥的同一厂区，通过在此基础上有序、稳步地扩充产能，有效减少重复建设，自动化晶圆传送系统贯穿整个厂区，显著提升投资效益并优化产能调度。

上市公司主体：晶合集成是 N1 工厂的运营主体，2015 年合肥建投与力晶科技签署《投资参股协议》，同年 N1 厂开工建设，并于 2017 年完成试产验收。

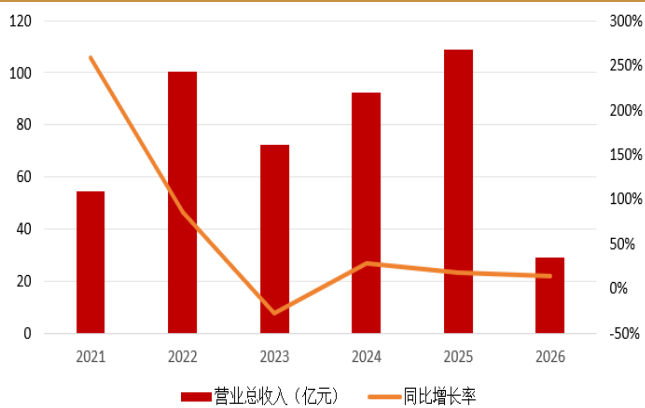
合肥新晶：合肥新晶于 2021 年 8 月 24 日成立，为公司全资子公司，现运营 A2 制造工厂，主要从事集成电路芯片及产品的制造及销售。

合肥皖芯：合肥皖芯于 2022 年 12 月 15 日成立，公司于 2024 年 4 月认购合肥皖芯新增注册资本，使合肥皖芯成为公司控股子公司，公司持股约 33.75%。该公司现运营 A3 制造工厂，主要从事集成电路芯片及产品的制造及销售。

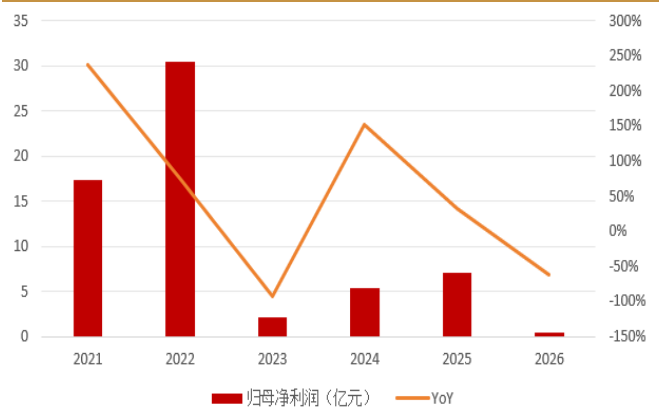
晶奕集成：公司于 2026 年 2 月 6 日审议通过《关于公司拟对外投资的议案》，拟通过股权转让及增资的方式，合计向晶奕集成投资 20 亿元人民币并取得晶奕集成 100% 股权。上述投资完成后，晶奕集成将成为公司的全资子公司，作为晶合集成四期项目的建设主体，计划建设 12 英寸晶圆制造生产线，重点布局 40 纳米及 28 纳米等工艺。

1.3 业绩波动增长，业务结构持续优化

业绩随行业景气度波动增长，有望通过后续涨价改善。2021-2025 年，公司营收分别为 54.29/100.51/72.44/92.49/108.85 亿元，同增 259%/85%/-28%/28%/18%；归母净利润分别为 17.29/30.45/2.12/5.33/7.04 亿元，同增 237%/76%/-93%/152%/32%。2021-2022 年公司业绩快速上升主要源于产能的快速扩张。2023 年后下游市场需求降低，半导体行业周期下行，智能手机、电脑等市场需求疲软，叠加公司产品单价有所回落，公司业绩出现显著下滑。2024 年全球半导体市场景气度开始回升，期间消费电子市场逐步复苏，叠加公司产能利用率维持高位，公司业绩迅速企稳回升。2026 年一季度，公司实现营业收入 29.12 亿元，同增 13.41%，归母净利润 0.51 亿元，同减 62.61%，主要系因为市场竞争加剧，产品价格较上年同期下降，叠加固定资产折旧增加，导致整体毛利率短期有所下滑；交易性金融资产因被投资企业股价短期波动，导致公允价值变动损失增加。

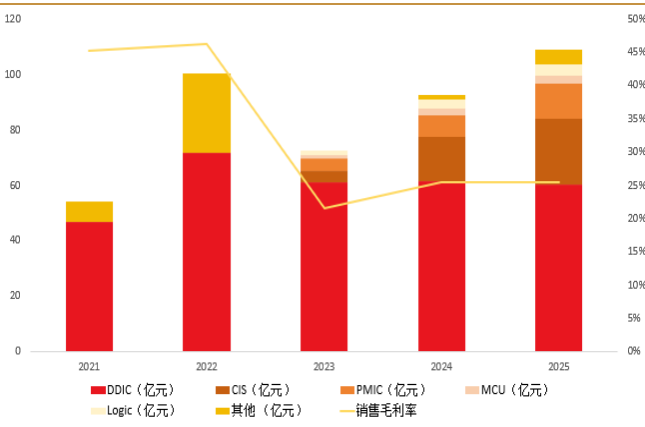
图 3：公司营收及增速


数据来源：Wind、西南证券整理

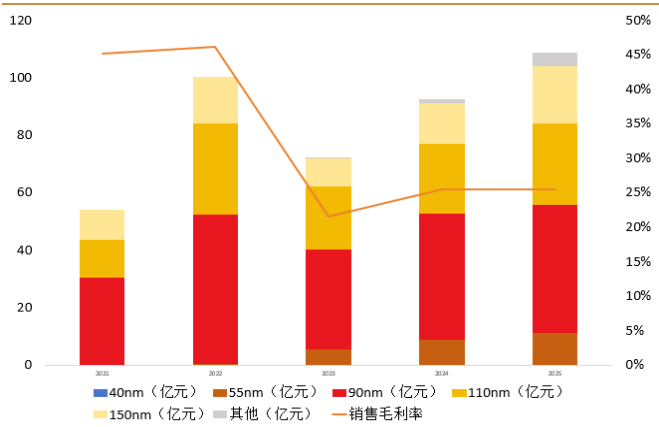
图 4：公司归母净利润及增速


数据来源：Wind、西南证券整理

产品的种类正在持续优化，制程节点占比提升。2021-2026 Q1，公司的毛利率分别为 45.13%/46.16%/21.61%/25.50%/25.52%/21.26%。2023 年因半导体景气度下滑，公司营收同比下降，且固定成本较高，导致产品毛利水平同比下降。后随着行业景气度回升，伴随业务结构持续优化，制程能力升级，产能利用率提升等，公司毛利率开始缓慢提升。2023-2025 年开始，CIS 代工业务占比显著提升，已成为公司第二大产品主轴，PMIC 代工业务占比也提升迅速，截至 2025 年底，公司 DDIC、CIS、PMIC、MCU、Logic IC 的业务占比分别为 58.06%/22.64%/12.16%/2.82%/3.87%。从制程看，公司持续重视新产品、新制程和特色工艺平台的研发工作，90nm 及以下制程的业务占比持续提升，截至 2025 年底，公司 40nm/55nm/90nm/110nm/150nm 收入占比分别为 0.05%/10.71%/42.95%/27.16%/19.13%。

图 5：公司产品结构及毛利率


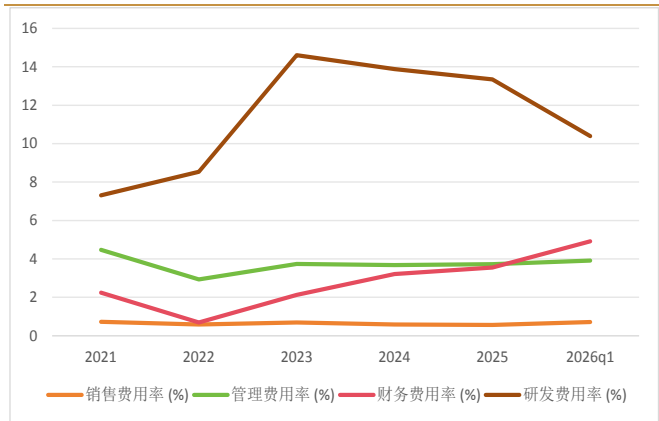
数据来源：公司公告、西南证券整理

图 6：公司制程结构及毛利率


数据来源：公司公告、西南证券整理

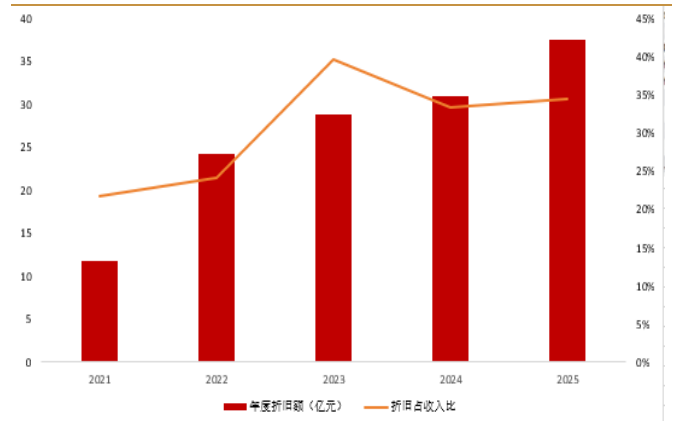
公司持续加大研发投入，期间费用保持稳定。自 2023 年起，公司研发费用率维持在 10% 以上，销售费用率及管理费用率维持在稳定水平，财务费用率上升主要受汇兑损失增加及利息收入减少影响。2026 第一季度公司的销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 0.71%/3.91%/4.92%/10.39%，同比+0.12/+0.46/-0.93/-2.77pp。随着产能的持续扩张，公司的折旧也不断增加，2021-2025 年公司折旧分别为 11.81/24.26/28.75/30.91/37.53 亿元，占营收比分别为 21.75%/24.14%/39.69%/33.42%/34.48%。

图 7：公司期间费用率



数据来源：Wind、西南证券整理

图 8：公司折旧及折旧占收入比



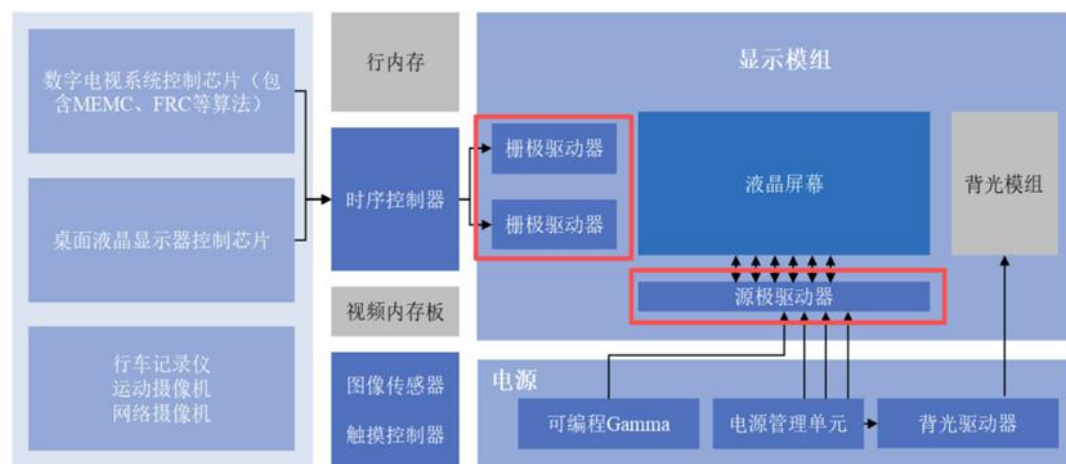
数据来源：Wind、西南证券整理

2 DDIC：深度受益于显示产业转移，晶圆代工重回增长通道

2.1 DDIC 产业持续向中国转移，中国增速领先全球

显示驱动芯片是显示面板的重要控制元件，向显示面板发送信号继而实现对屏幕亮度和色彩的控制。完整的显示驱动解决方案一般由源极驱动芯片（Source Driver）、栅极驱动芯片（Gate Driver）、时序控制芯片（TCON）和电源管理芯片组成。源极驱动芯片、栅极驱动芯片统称为显示驱动芯片（Display Driver IC，简称“DDIC”），其主要功能是对显示屏的成像进行控制，它通常使用行业标准的通用串行或并行接口来接收命令和数据，并生成具有合适电压、电流、定时和解复用的信号，使屏幕显示所需的文本或图像；时序控制芯片负责接收图像数据并转换为源极驱动芯片所需的输入格式，为驱动芯片提供控制信号；显示屏电源管理芯片对驱动电路中的电流、电压进行有效管理。

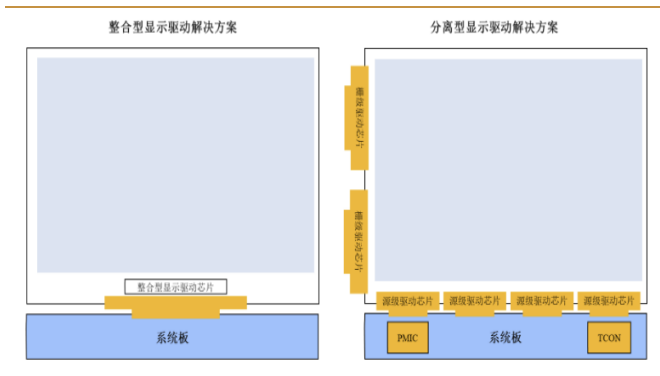
图 9：显示模组结构示意图



数据来源：新相微招股书、西南证券整理

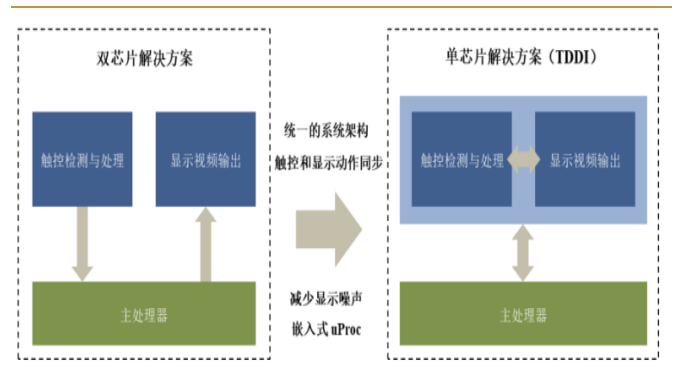
主流显示驱动芯片包括 LCD 显示驱动芯片、触控显示整合驱动芯片和 OLED 显示驱动芯片三种类型。按照显示技术的不同，显示驱动芯片包括 LCD 显示驱动芯片和 AMOLED 显示驱动芯片，Micro-OLED 显示背板/驱动近年也发展迅速。受应用场景、客户需求的影响，不同尺寸显示面板在显示驱动系统解决方案上侧重有所不同。中小尺寸的显示设备对轻薄便携和功耗有较高要求，通常采用整合型显示驱动方案，而大尺寸显示设备需要多颗显示驱动芯片同时进行驱动，采用分离型显示驱动解决方案为主流选择。此外，将显示驱动芯片是否集成触控功能可区分为显示驱动芯片 (DDIC) 和触控显示整合驱动芯片 (Touch and Display Driver Integration, 简称“TDDI”)。

图 10：整合及分离显示驱动方案



数据来源：新相微招股书、西南证券整理

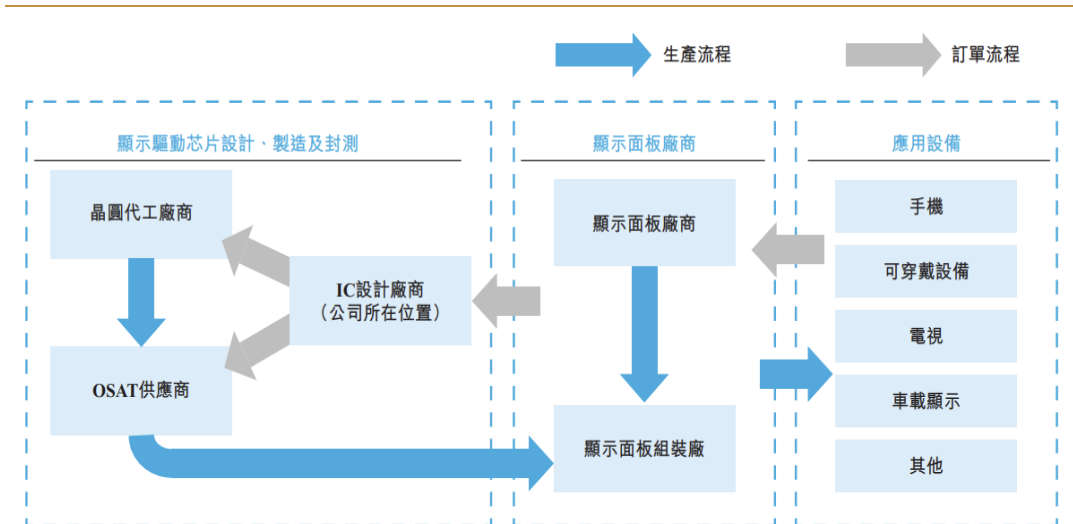
图 11：触控显示双芯片方案及 TDDI 方案



数据来源：新相微招股书、西南证券整理

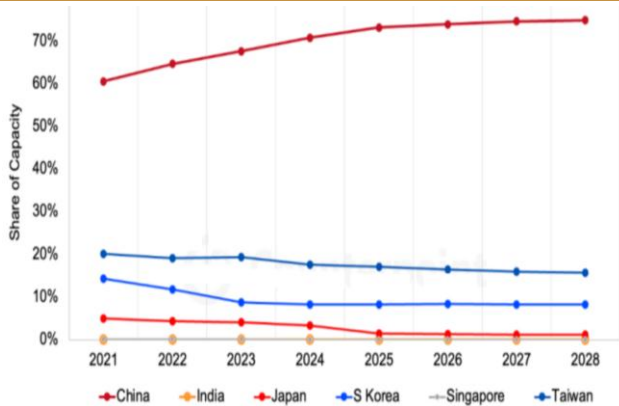
晶圆代工及 IC 设计为 DDIC 核心上游环节，下游为显示面板及组装厂商。在显示驱动芯片产业链中，显示面板厂商通常向显示驱动芯片设计厂商提供设计需求。IC 设计完成后，显示驱动芯片设计厂商向晶圆代工厂和 OSAT 供应商下达生产订单。晶圆代工厂将制造好的晶圆成品交给开展封装及最终测试流程的供应商。完整的显示驱动芯片再直接运给显示面板或模组厂商。后续由这些面板厂商将组装好的显示面板提供给各类终端应用。

图 12：显示驱动芯片产业链

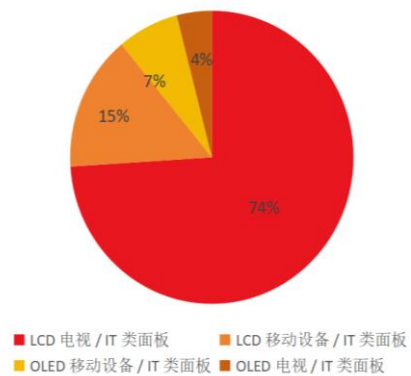


数据来源：云英谷招股书、西南证券整理

全球面板制造产能日益向中国大陆转移，中国大陆已逐步成为显示面板的全球制造中心。中国大陆在全球显示面板产能占比从 2020 年的 50.0% 增长至 2024 年的 70.0%，已主导全球显示产能。根据 Counterpoint 预测，预计中国显示产能将从 2023 年的 68% 提升至 2028 年的 75%，同期年均复合增长率（CAGR）预计将达 4.0%。而从应用领域看，Counterpoint 预测，到 2028 年，LCD 电视/IT 类面板仍将主导市场，份额持续保持在 73% 以上，LCD 移动设备/IT 类面板以不少于 14% 的份额紧随其后，OLED 移动设备/IT 类面板份额将在 2028 年提升至 7%，而 OLED 电视/IT 类面板将维持 4% 份额。从增长速度来看，OLED 移动设备/IT 类面板将在 2023 至 2028 年间以 6.7% 的 CAGR 成为增长最快领域，OLED 电视/IT 类面板（2.6%）和 LCD 电视/IT 类面板（2.4%）紧随其后。

图 13：全球显示面板产能占比


数据来源：Counterpoint, Quarterly Display Capex and Equipmen Market Share - Capacity Report、西南证券整理

图 14：2028 年各类面板占比预测


数据来源：Counterpoint、西南证券整理

设计环节韩国及中国台湾供应商仍占主导地位。根据 Omdia 统计数据，2023 年全球 DDIC 市场主要由中国台湾及韩国厂商占据，其中中国台湾地区以联咏、奇景、瑞鼎等为代表，市场份额约占 42.7%，韩国厂商以三星 LSI、LX Semicon 等为代表，市场份额约占 41.3%。

表 2：2023 年全球 DDIC 供应商情况 (百万美元)

序号	公司	地区	DDIC 收入	市场份额
1	Samsung (三星 LSI)	韩国	2,665	27.4%
2	Novatek (联咏)	中国台湾	2,211	22.8%
3	LX Semicon	韩国	1,317	13.6%
4	Himax(奇景)	中国台湾	806	8.3%
5	Raydium(瑞鼎)	中国台湾	566	5.8%
6	Fitipower (矽创)	中国台湾	384	4.0%
7	Sitronix (矽统)	中国台湾	342	3.5%
8	FocalTech (敦泰)	中国台湾	263	2.7%
9	Solomon Systech	中国香港	165	1.7%
10	Synaptics	美国	107	1.1%
11	GalaxyCore (格科微)	中国大陆	102	1.1%
12	ROHM	日本	63	0.6%
13	MagnaChip	韩国	32	0.3%

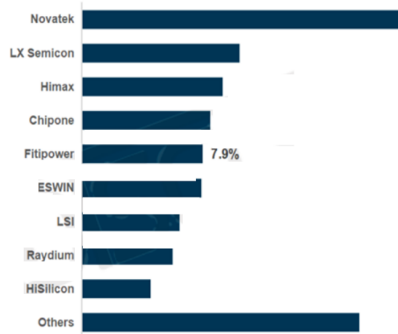
序号	公司	地区	DDIC 收入	市场份额
14	Others	-	689	7.1%
合计			9,712	100%

数据来源：联咏年报、西南证券整理

中国 DDIC 厂商奋起直追，份额持续提升。随着中国大陆面板厂的话语权提升，对显示驱动芯片的国产替代需求提升，国内显示驱动芯片市占率逐渐提升，尤其是成熟制程领域，又由于驱动芯片设计、制作、封测上下游经常为绑定关系，将进一步促进国内晶圆厂、封测厂市场份额。根据奥维睿沃数据，TV DDIC 供应链中国大陆 IC 厂有望在 2025 年实现对台系厂商的反超；MNT 将进一步缩短与台系厂商的差距；NB 国产化趋势延续，BOE 预计将维持较快的国产化升级趋势，但短期内中国大陆 IC 厂占比仍难以追赶台系厂商。在 LCD 领域，集创北方、奕斯伟、海思等厂商正奋起直追，已挤入全球 LCD DDIC 前十行列。而在 OLED 领域，云英谷、集创北方、海思等厂商亦有突破，其中云英谷在 2024 年全球手机 AMOLED 显示驱动芯片市场中已跻身前五，市场份额为 5.7%。

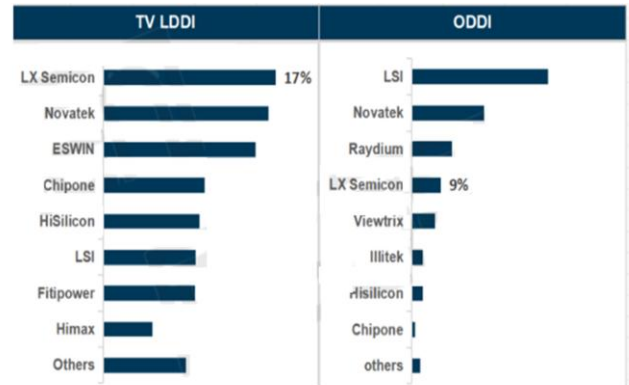
图 15：25Q1-Q3 全球 LCD DDIC 市场 Fabless 出货排名

图一：2025 年 Q1-Q3 全球 LCD DDIC 市场 Fabless 出货份额排名



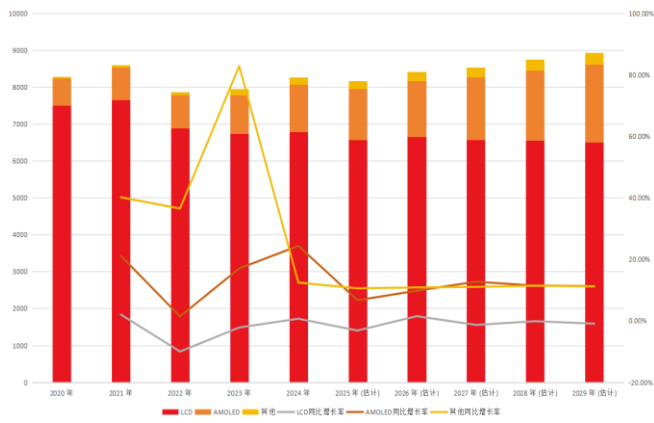
数据来源：DISCIEN、西南证券整理

图 16：25H1 全球 TV DDIC/ODDI 市场 Fabless 出货排名

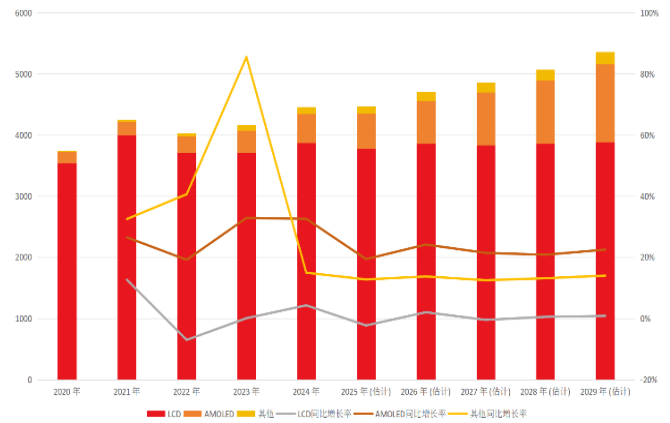


数据来源：DISCIEN、西南证券整理

显示驱动芯片已进入平稳增长期，中国市场增速优于全球。全球显示驱动芯片销量受宏观经济、技术和供应链因素共同影响，2020-2024 年全球总体呈现震荡趋势，其中全球销量从 2020 年的约 82.86 亿颗略微下降至 2024 年的 82.67 亿颗。随着全球面板制造产能日益向中国大陆转移，中国大陆显示驱动芯片市场增速优于全球市场，销量从 2020 年的约 37.50 亿颗增加至 2024 年的约 44.57 亿颗，CAGR 为 4.4%，中国大陆在全球的市场占比由 2020 年的 45.3% 增长至 2024 年的 53.9%。预计未来随着供应链国产化的进一步加速，中国大陆显示驱动芯片市场将继续扩大，到 2029 年在全球的市场占比预测为 60.0%。后续随着 AMOLED 显示的持续渗透，AMOLED 显示驱动芯片将成为市场的主要增长驱动因素，预计 2024-2029 年全球显示驱动芯片销量 CAGR 为 1.6%，中国大陆增速优于全球，CAGR 为 3.8%。

图 17：全球显示驱动芯片出货量（百万颗）


数据来源：Omdia、弗若斯特沙利文、西南证券整理

图 18：中国显示驱动芯片出货量（百万颗）


数据来源：Omdia、弗若斯特沙利文、西南证券整理

2.2 晶合集成成为全球 DDIC 代工龙头，市场重回稳健增长通道

全球 DDIC 代工产能主要集中在中国大陆、中国台湾以及韩国，其中中国大陆以晶合集成和中芯国际为代表，中国台湾以联电、台积电和世界先进等为代表，韩国以三星和东部高科为代表。

表 3：全球主要显示驱动代工企业介绍

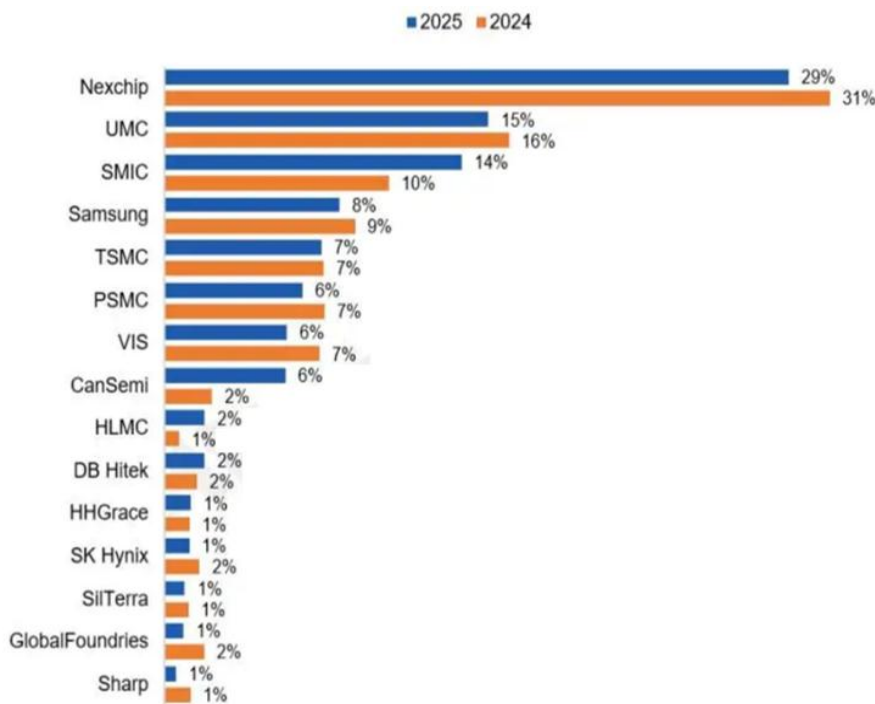
地区	公司	DDIC 代工布局
中国大陆	晶合集成	晶合集成是全球第一的 DDIC 代工企业，提供从 150nm 到 40nm 的多种制程节点服务，产品广泛应用于电视、平板电脑、智能手机等液晶显示设备。公司已实现 40nm 高压 OLED DDIC 的批量生产，28nm 制程的研发正在推进中。
	中芯国际	中芯国际的高压工艺平台包含大中尺寸及中小尺寸面板 IC，为计算机和消费电子产品以及无线通讯 LCD/AMOLED 显示面板驱动提供代工方案。新一代中尺寸显示驱动平台已进入规模量产，新一代大尺寸显示驱动平台工艺已开发完成。
	上海华力	华力为中小尺寸屏幕驱动芯片提供了 55 纳米高压工艺和 28 纳米高压工艺两种平台解决方案。55 纳米高压工艺满足业界主流的高分辨率的独立显示驱动芯片、触控和显示驱动集成芯片 (TDDI) 需求。28 纳米高压工艺满足智能手机，可穿戴设备，AR/VR 等对显示性能和功耗的需求。
中国台湾	联电	联电在 28nm 小尺寸 DDIC 市场份额一度超过 90%，凭借在 28nm 时代的技术积累和客户基础，率先于 2024 年推出 22nmEHV 平台，拥有行业最小的 SRAM 单元，对比 28nm 工艺芯片面积减少 10%、功耗降低 30%。
	台积电	在 AMOLED 驱动 IC 市场台积电份额约为 17%，主要服务于 iPhone。在成熟工艺方面，台积电将率先将高压技术引入 FinFET 晶体管技术，推出面向显示驱动芯片 (DDIC) 的 N16HV 工艺。该工艺较 N28HV 栅极密度增加 41%，功耗降低 35%。
	世界先进	世界先进提供 8 英寸晶圆代工领域中最全面且最具竞争力的高压 (HV) 制程技术，涵盖从 1.0 微米到 0.11 微米的工艺节点，电压范围覆盖 5V 至 80V，适用于各类面板显示应用。世界先进的高压技术为显示驱动芯片 (DDIC) 提供最具竞争力的器件，具备最小的器件间距、低功耗以及精简的 IP 组合等特点。
韩国	力积电	力积电主力技术节点包括 28nm/40nm，主要用于用于显示驱动 IC 和电源管理芯片。力积电专精于显示驱动芯片 (DDIC)，全球市占率超过 25%，其核心生产基地位于中国台湾铜锣科学园区。

地区	公司	DDIC 代工布局
	三星	得益于与三星 LSI 的合作, 三星 Foundry 在 AMOLED 驱动 IC 处于领先地位, 在 2024 Q3 市场份额超 30%, 为 iPhone 和其他智能手机品牌提供 DDIC。
	东部高科	东部高科前身为东部集团, 2023 年剥离 DB Globalchip 后专注代工业务, 以模拟与电源、传感器、混合信号、显示驱动 IC 等高附加值特色代工业务为核心。

数据来源: 晶合集成港股招股书、各公司官网、各公司公告、技术解码所、中国科学院半导体研究所、Omdia、西南证券整理

中国大陆 DDIC 晶圆代工业务成长迅速, 晶合集成全球排名第一。韩国和中国台湾地区 DDIC 代工起步较早具备先发优势, 根据 DISCIEN 统计数据, 2021 年台系厂商产能占比高达 54.3%, 韩系厂商产能占比达 15.6%, 中国大陆厂商产能占比达 24.4%。伴随着显示产业链各环节不断向中国大陆转移, 中国大陆厂商在 DDIC 代工领域的份额快速提升。根据奥维睿沃统计数据, 2025 年大陆晶圆厂 DDIC 投片规模占比由 2024 年的 46% 提升至约 52%, 突破全球市场的一半, 其中晶合集成投片规模位居世界第一。这一变化主要得益于中国大陆 Fabless 厂商持续扩大在本土晶圆厂的投片规模。集创北方、奕斯伟等设计公司不断增加在大陆晶圆厂的订单, 推动本土供应链快速成长。

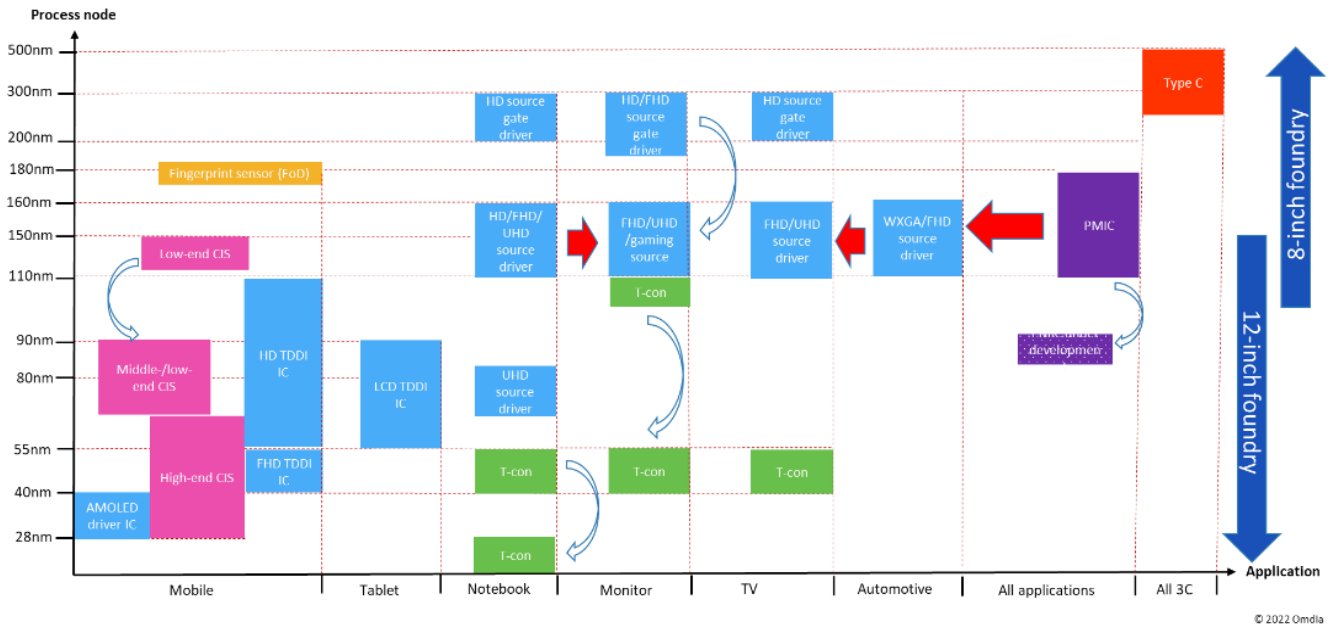
图 19: 2024/2025 DDIC 晶圆厂投片规模占比 (等效 8 英寸)



数据来源: 奥维睿沃、西南证券整理

由于显示面板产品种类繁多, DDIC 所采用的制程工艺节点覆盖范围也比较广, 大概范围在 28nm~300nm 之间。大尺寸 HD LCD 显示屏 DDIC 的制程为 200nm~300nm, 大尺寸 FHD LCD DDIC 制程为 110nm~160nm, 大尺寸 UHD LCD DDIC 的为 55nm~90nm; 小尺寸 LCD TDDI 的为 55nm~90nm, 小尺寸 HD LCD TDDI 的为 55nm~110nm, 小尺寸 FHD LCD TDDI 的为 40nm~55nm, HD OLED DDIC 的为 28~40nm。

图 20：不同制程节点及应用和 DDIC 对比



数据来源：Omdia、西南证券整理

晶合集成已完成 40nm 制程范围覆盖，28nm 产品验证中。截至 2025 年年底，晶合集成 40nm 高压 OLED 显示驱动芯片、110nm MicroOLED 芯片均已实现批量生产，28nm OLED 产品正持续验证中，已完成 40nm~150nm 制程范围的 DDIC 量产覆盖，产品广泛应用于高阶智能手机、穿戴设备、笔记本电脑、平板电脑、4K/8K 电视显示等领域。

表 4：公司各 DDIC 技术平台信息

技术平台	技术参数与工艺特点	终端应用领域	技术来源	技术先进性
40nm OLED 显示驱动平台	核心组件电压：1.1V 输入/输出电压：8V 并提供高压 32V	高阶智能手机、穿戴设备等电子产品	自主研发	国际主流
55nm OLED 显示驱动芯片技术平台	核心组件电压：1.2V 输入/输出电压：8V 并提供高压 32V 采用	高阶智能手机、穿戴设备等电子产品	自主研发	国际主流
55nm 触控与显示驱动整合技术平台	核心组件电压：1.2V 输入/输出电压：6V，并提供高压 32V 采用铜制程技术	高阶智能手机、穿戴设备等电子产品	自主研发	国际主流
90nm 显示驱动平台	核心组件电压：1.32V 输入/输出电压：6V，并提供高压 32V 采用铝制程技术	高阶智能手机、平板电脑、手表等电子产品	技术引进并创新升级	国际主流
110nm 显示驱动芯片平台	核心组件电压：1.2/1.5V 输入/输出电压：5/6V，并提供高压 32V 金属层进行 90%尺寸微缩，采用铝制程技术	智能手机、笔记本电脑、平板电脑、LED 广告牌、LED 背光	技术引进并创新升级	国际主流
150nm 显示驱动芯片平台	核心组件电压：1.8V/3.3V 输入/输出电压：13.5V/18V	4K/8K 电视显示屏、电脑显示屏	技术引进并创新升级	国际主流

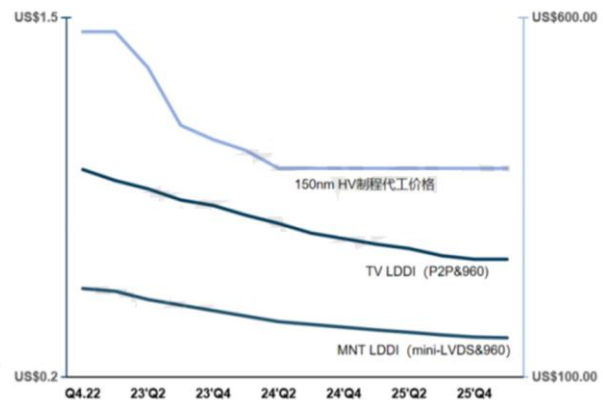
数据来源：公司公告、西南证券整理

HV 产能受结构性挤压，DDIC 代工价格企稳回升。2022 年后 DDIC 产品价格及代工价格进入下行周期。近期，一方面，受国际局势动荡、供应链波动，以及 AI 与新能源需求爆发等多重影响，硅片、光刻胶、铜箔等晶圆代工核心原料价格持续走高，推升了晶圆代工环节的生产制造成本，给企业带来显著压力。另一方面，在 AI 服务器需求拉动下，电源管理芯片 (PMIC) 与中低压 MOSFET 等功率器件需求激增，迅速挤占 8 英寸产线产能。与此同时，台积电、三星等大厂正逐步退出或缩减 8 英寸产能，进一步加剧了供给紧张。12 英寸产线同样受到存储芯片 (DRAM/NAND) 的围追堵截，部分原用于逻辑芯片的产能被转产存储芯片及相关外围芯片。在此背景下，HV 制程产能受到明显的结构性挤压。短期内 HV 产能需求仍处于高位，内存涨价超级周期下消费电子需求前置；Fabless 厂商因产能趋紧而加强备货；年初硕中科技火灾“黑天鹅事件”带来短期 DDIC 加单效应。在上述背景下，2026 年 3 月 12 日，国内晶圆代工龙头晶合集成 (Nexchip) 正式向客户发出通知，宣布上调晶圆代工服务价格。而此前，中芯国际 (SMIC)、世界先进 (VIS)、华虹集团 (HHG)、东部高科 (DB Hitek)、三星电子等晶圆代工厂商已先后对 8 英寸成熟制程代工报价进行了不同幅度的上调。

图 21：当前 HV 晶圆代工价格变动情况

晶圆厂	产品	价格涨幅	调价时间
晶合集成 (Nexchip)	12英寸产线	10%	2025年6月起
华虹 (HHG)	12英寸部分涨价	5~8%	2026年起
力积电PSMC	12英寸产线	10%以上	待定
中芯国际 (SMIC)	8英寸产线	约10%	2026年起
世界先进 (VIS)	8英寸产线	5~8%	2026年4月起
三星电子	8英寸产线	未披露	2026年起
DB Hitek	8英寸产线	未披露	2026年起

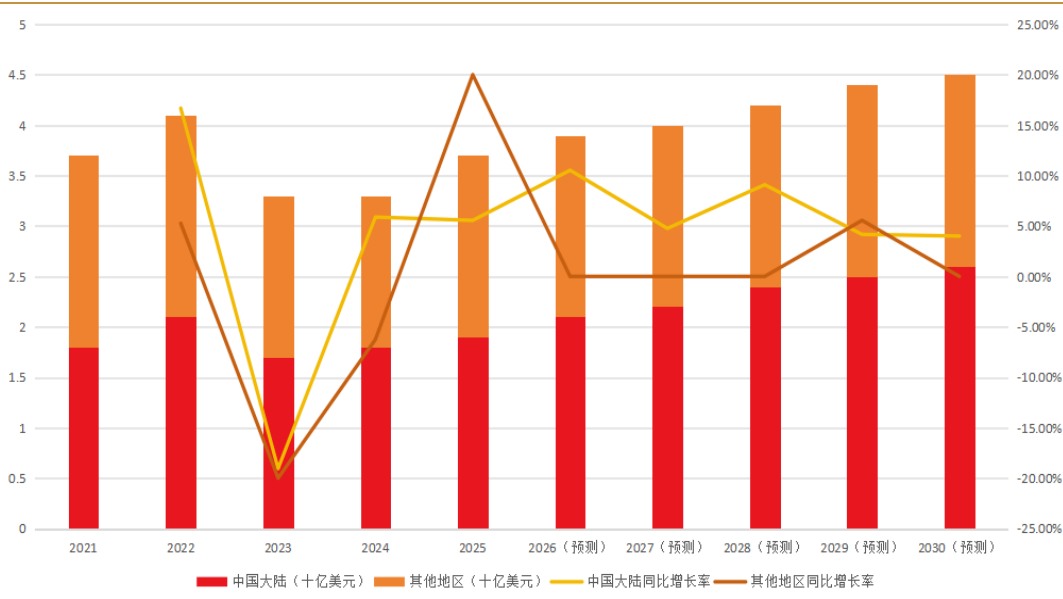
数据来源：DISCIEN、西南证券整理

图 22：TV/MNTLDDI 价格与 150nm HV 代工价格变化趋势


数据来源：DISCIEN、西南证券整理

DDIC 代工市场规模已经历回调，市场重回稳健增长通道。DDIC 的全球晶圆代工市场规模从 2021 年的约 37 亿美元增加至 2025 年的 38 亿美元，年复合增长率约 0.3%。2021 年至 2022 年，受全球芯片产能紧缺及显示面板需求上升的影响，DDIC 一度供应紧张，价格显著上涨。尤其伴随远程办公与在线教育带来的 IT 类显示面板需求增长，叠加驱动芯片制造所需成熟制程产能分配紧张，行业整体处于供不应求状态。进入 2023 年后，随着晶圆厂产能逐步释放以及消费电子需求回归常态，显示驱动芯片供应压力缓解，价格随之回落至合理区间，市场规模出现一定回调。预计至 2030 年，全球市场规模将达到 45 亿美元，2026 年至 2030 年的年复合增长率约为 3.5%。中国大陆 DDIC 代工市场由 2021 年的 18 亿美元增长至 2025 年的 19 亿美元，复合年增长率为 1.4%。预计到 2030 年达到 26 亿美元，复合年增长率为 6.1%。

图 23：全球 DDIC 代工市场规模



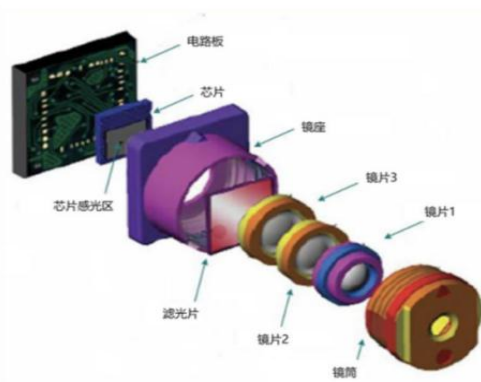
数据来源：Omdia、弗若斯特沙利文、西南证券整理

3 CIS：与思特威深度合作，打造第二增长曲线

3.1 国产 CIS 厂商迅速崛起，带动上游代工市场

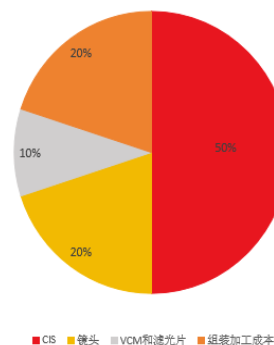
CIS 是摄像头模组的核心组成部分。CMOS 图像传感器 (CIS) 是采用感光单元阵列和辅助控制电路获取对象景物的亮度和色彩信号，并通过复杂的信号处理和图像处理技术输出数字化的图像信息的电子元器件，是摄像头模组的核心元器件，对摄像头的光线感知和图像质量起到了关键的影响。以手机摄像模组为例，根据智研咨询，CIS 和镜头为最核心零部件，通常占模组 50%、20% 左右的价值量，其余分别是音圈马达、滤光片、线路板等。

图 24：摄像头模组构成示意图



数据来源：格科微招股书、西南证券整理

图 25：手机摄像模组成本构成



数据来源：智研产业研究院、西南证券整理

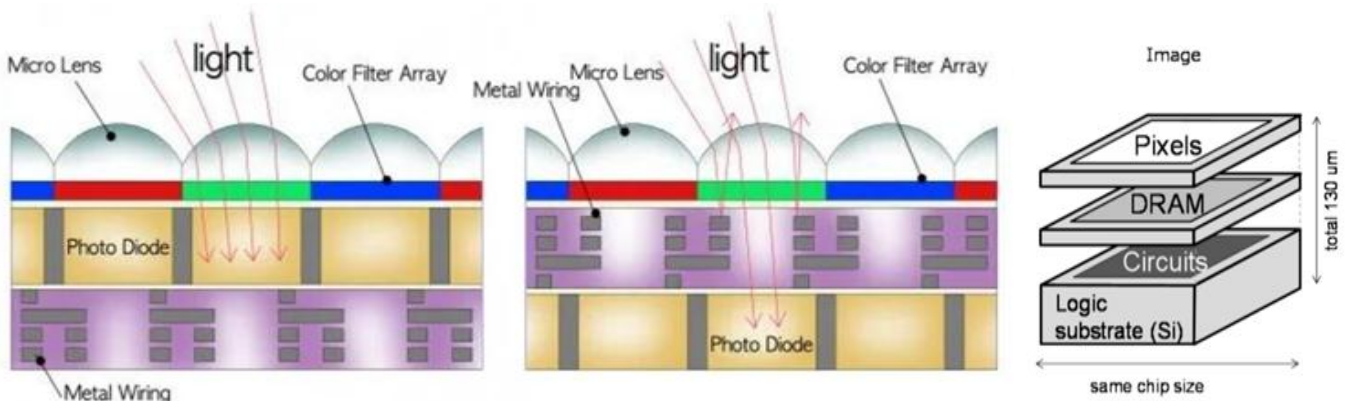
CMOS 图像传感器按照感光元件安装的位置，主要可分为前照式结构 (FSI)、背照式结构 (BSI)、以及在背照式结构基础上改良的堆栈式结构 (Stacked)。

前照式结构 (FSI): 前照式结构为 CMOS 图像传感器的传统结构, 主要优点是其工艺条件相对较易实现、制造成本相对较低。随着像素尺寸变小, 可接收的入射光量下降, 金属布线反射和吸收的损耗在线路层变得愈发严重, 极大限制传感器的整体性能。该结构的 CIS 像素范围一般在 200 万像素以下。

背照式结构 (BSI): 采用背照式结构的 CMOS 图像传感器将感光元件层的位置更换至线路层上方, 感光层仅保留感光元件的部分逻辑电路。采用背照式结构, 光线可以从背面入射直接到达感光元件层, 电路布线阻挡和反射等因素带来的光线损耗大幅减少。与前照式 CMOS 图像传感器相比, 背照式 CMOS 图像传感器的感光效果显著提升, 但设计和工艺难度均较大且成本较高。此类结构主要应用在 500 万以上像素的 CMOS 图像传感器产品中。

堆栈式结构 (Stacked): 索尼在 BSI 结构的基础上开发出了堆栈式结构, 在上层仅保留感光元件而将所有线路层移至感光元件的下层, 再将两层芯片叠在一起, 芯片的整体面积被极大地缩减, 还可有效抑制电路噪声从而获取更优质的感光效果。采用堆栈式结构的 CMOS 图像传感器可在同尺寸规格下将像素层在感知单元中的面积占比从传统方案中的近 60% 提升到近 90%, 图像质量大大优化。同理, 达到同样图像质量, 堆栈式 CMOS 图像传感器相较于其他类别 CMOS 图像传感器所需要的芯片物理尺寸则可大幅下降。这使得 CMOS 图像传感器的成本得到了改善, 逐渐成为高像素 CMOS 市场主流。

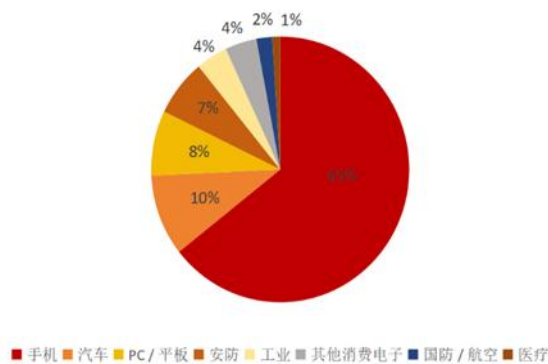
图 26: CMOS 图像传感器前照式结构 (FSI)、背照式结构 (BSI) 及堆叠式结构 (Stacked) (从左往右依次)



数据来源: 传感器世界公众号、西南证券整理

CMOS 图像传感器拥有广泛的下游应用场景, 其中智能手机是 CIS 最大的应用终端。 根据 Yole 统计数据, 2024 年 CIS 下游应用领域中, 手机占比 65%, 汽车、PC/平板、安防监控及工业的市场份额紧随其后。从应用领域看, 智能手机及机器视觉一般采用更先进的技术结构及更高的像素范围, 汽车电子其次, 安防监控一般采用中低端技术结构及 800 万以内的像素范围。

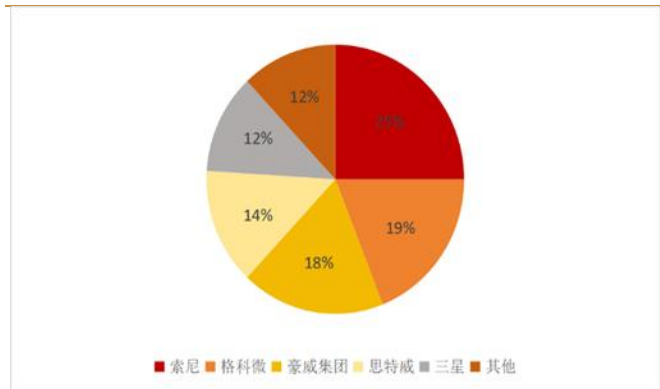
图 27：2024 年全球图像传感器按领域占比



数据来源：Yole、西南证券整理

全球 CIS 行业已形成“索尼主导高端、三星兼顾规模、中国企业崛起”的格局。行业的竞争格局方面，全球 CIS 市场长期呈现高度集中的寡头垄断局面，目前索尼（Sony）在营收上依然保持领先，排名行业第一。但以豪威（OmniVision）、思特威（SmartSens）、格科微（GalaxyCore）为代表的中国厂商在出货量上已占据领先地位，2024 年度跻身全球第二到第四位，在全球 CIS 市场具有重要影响力，并在核心细分市场（如安防、汽车等）实现对传统巨头的超越。

图 28：2024 年全球图像传感器出货量占比



数据来源：TSR、西南证券整理

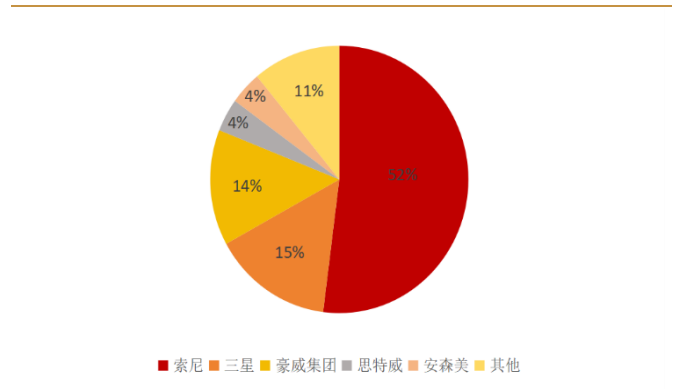
国内 CIS 厂商以 Fabless 为主，国际巨头以 IDM 模式为主。国内本土 CMOS 图像传感器设计厂商目前一般采取 Fabless 模式，包括思特威、韦尔股份（豪威科技）等。Fabless 模式的优点集中在其轻资产、低运行费用和高灵活性，可以专注于芯片的设计和创研工作；但在上游产能供应不足时无法有效保障供应链安全，且 Fabless 企业的工艺设计环节需通过与 Foundry 企业联合研发的形式进行，相应研发效率较低、成本较高。而海外厂商索尼、三星等资金实力强大的企业则采用 IDM 模式。IDM 模式下的公司规模一般较为庞大，在产品的技术研发及积累需要较为深厚，运营费用及管理成本都相对较高，对企业的综合实力要求较高，但此模式下企业也具有明显的资源整合优势。Fab-Lite 模式介于 Fabless 模式和 IDM 模式之间，国内代表企业为格科微，部分设计企业将标准化程度较高的生产环节通过委外方式进行，而部分产品独有的特殊工艺则由企业自主完成，从而实现了生产效率和产品质量的提升。

表 5：公司不同应用领域采用技术结构及主要像素范围

应用领域	定位	结构	主要像素范围	应用场景
安防监控	高端	BSI ⁺	200-800 万 ⁺	主要应用于城市和企业的安防监控 ⁺
	中端	FSI ⁺	300-500 万 ⁺	主要应用于企业级安防监控和家用监控 ⁺
	低端	FSI ⁺	200 万及以下 ⁺	主要应用于家用监控 ⁺
机器视觉	超高端	GS、HDR ⁺	400-1200 万 ⁺	主要应用于智慧交通等领域 ⁺
	高端	GS、HDR ⁺	30-200 万 ⁺	主要应用于新兴领域，例如无人机自动驾驶、扫地机器人、人脸支付设备、电子词典笔、AR/VR 眼镜等等 ⁺
汽车电子	中高端	BSI/FSI ⁺	100-800 万 ⁺	主要应用于汽车前视和流前摄像头，例如车越板产品、360 度环视、倒车影像、驾驶员监控等等 ⁺
	低端	FSI ⁺	30-200 万 ⁺	主要应用于后视摄像头，例如行车记录仪等等 ⁺
智能手机	高端	BSI ⁺	4000 万 - 1 亿 ⁺	主要应用于高端智能手机的前摄和后置主摄像头 ⁺
	中端	BSI ⁺	1600 万 - 3200 万 ⁺	主要应用于中端智能手机的前摄和后置、高端智能手机的副摄等 ⁺
	低端	BSI/FSI ⁺	200 万 - 1300 万 ⁺	主要应用于低端智能手机 ⁺

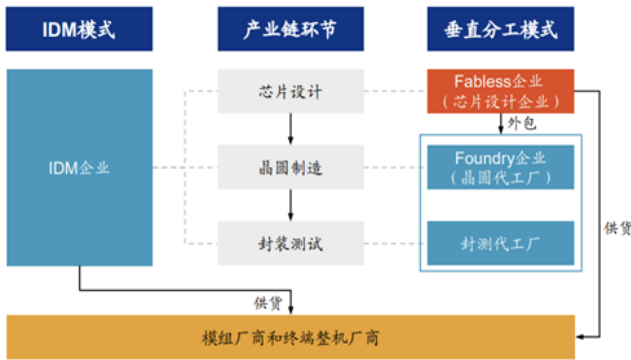
数据来源：思特威招股书、西南证券整理

图 29：2024 全球图像传感器销售额占比



数据来源：TSR、西南证券整理

图 30: IDM 与垂直分工模式比较



数据来源: 格科微招股书、西南证券整理

表 6: 不同 CMOS 图像传感器企业经营模式特征

项目	IDM 模式	Fab-Lite 模式	Fabless 模式
研发效率	高	高	低
需求波动风险抵御能力	低	适中	高
资产投入与折旧	高	适中	无

数据来源: 格科微招股书、西南证券整理

本土 CIS 芯片企业带动上游晶圆代工增长。豪威、格科微、思特威等本土企业的迅速崛起带动了中国 CIS 代工产能的快速增长, 根据中力微电子统计, 中国晶圆代工产能占全球 34.4%, 成为全球第一大产能区域, 中芯国际、华虹、晶合集成等企业为本土 CIS 企业提供产能支撑, 供应链本土化优势持续凸显。

表 7: 全球主要 CIS 企业情况介绍

地域	公司	CIS 产品介绍	晶圆代工情况
海外	索尼	高端 CIS 市场的领导者, 核心优势在于三层堆栈技术、大底高动态范围 (HDR)、AIISP 融合, 在高端手机 CIS 市占超 65%, 专业相机、车载 ADAS 前视镜头均为行业标杆。	日本本土 12 英寸、8 英寸晶圆厂保障核心产能, 同时委托台积电代工先进制程产品, 封测环节绑定晶方科技
	三星	依托自有晶圆厂+手机品牌生态实现垂直整合, 2 亿像素 HP3/HP4 已量产, 其中 HP4 (0.6μm 像素尺寸) 成为中高端手机主力产品, 主要供应三星 Galaxy S24/S25 系列及小米/OPPO/VIVO 中高端机型, 性价比优势突出。	韩国平泽、天安工厂的 12 英寸、8 英寸晶圆产能充足
	安森美	公司核心聚焦汽车电子与工业检测, 2025 年汽车 CIS 业务同比增长 25%, 在 L2+级自动驾驶市场占有率达 25%, 是传统车企的核心供应商。	美国本土工厂保障基础产能, 委托台积电代工高端车载 CIS
	意法半导体	欧洲 CIS 代表, 核心聚焦汽车与工业领域, 优势在于车规 CIS+MCU+功率器件一体化方案, 自动驾驶感知协同能力强。	依托欧洲本土产能
	松下	深耕工业、医疗、车载高可靠 CIS, 2023-2025 年份额小幅提升主要因为承接 SK 海力士退出后释放的部分产能。医疗内窥镜 CIS 市占率第一。	依托日本本土产能
	特利丹	聚焦高端工业、科研、航天领域, 不追求规模化, 专注定制化方案。核心优势是高速、制冷型、高灵敏度 CIS, 光谱成像技术领先, 半导体检测光谱成像 CIS 市占率达 30%, 耐辐射产品用于航天探测, 满足极端环境与高精度检测需求	-
中国大陆	佳能	凭借专业相机 CIS 技术积累, 聚焦工业、医疗、半导体检测细分场景。2025 年半导体检测 CIS 业务同比增长 40%, 承接部分 SK 海力士份额, 重点产品适配工业检测、医疗影像、半导体设备场景	依托日本本土产能
	豪威	中国 CIS 产业龙头, 核心优势在于车载 CIS 全球市占率 35%, 800 万像素及以上高端车载市场份额达 43%, 车规 ASIL-D 认证全覆盖, 是比亚迪、特斯拉、理想等车企的核心供应商。2025 年 1 英寸大底产品实现量产, 适配华为、小米旗舰机型, AR/VR 专用传感器全球领先。	委托中芯国际、台积电代工, 同时依托晶方科技完成车规级封装; 海外产能聚焦欧洲, 服务当地车企订单。

地域	公司	CIS 产品介绍	晶圆代工情况
	格科微	中国本土中低端 CIS 龙头，核心优势是性价比突出，手机 CIS 出货量全球第二，低端 CIS 出货量第一。2025 年推出 GC50E1、GC5605 等产品，发力中高端手机、AI PC、车载场景	采用 Fab-lite 模式，自有临港工厂保障部分产能，委托中芯国际代工
	思特威	中国新锐企业，核心优势是安防、无人机 CIS 全球双第一（分别为 28%+、46.2%），全局快门技术领先。2025 年重点产品 SC595XS、SCC80XS 进入华为高端旗舰供应链，车载 CIS 产能同比增长 100%。	采用“Fabless+自建终测”模式，委托晶合集成、中芯国际、华虹代工

数据来源：中力微电子公众号、西南证券整理

公司深度绑定行业龙头思特威，CIS 代工已成为公司第二支柱业务。晶合集成自 2020 年开始与思特威合作开发 CMOS 图像传感器工艺平台，晶合集成充分总结和利用其在 90nm 和 150nm 显示驱动领域的技术能力和研发经验，以其低压技术、感光元件、像素 IP 等技术为基础，设计了一套 CIS 特有的工艺。公司 CIS 产品制程已覆盖 90-55nm，广泛用于智能手机主摄、辅摄及前摄镜头，以及车载摄像头等场景，2025 年公司 55nm 全流程堆栈式 CIS 芯片已实现批量生产。CIS 晶圆代工已快速成为公司第二支柱业务，2025 年 CIS 主营业务收入占比已提升至 22.64%，相比 2023 年增加 16.61pp。

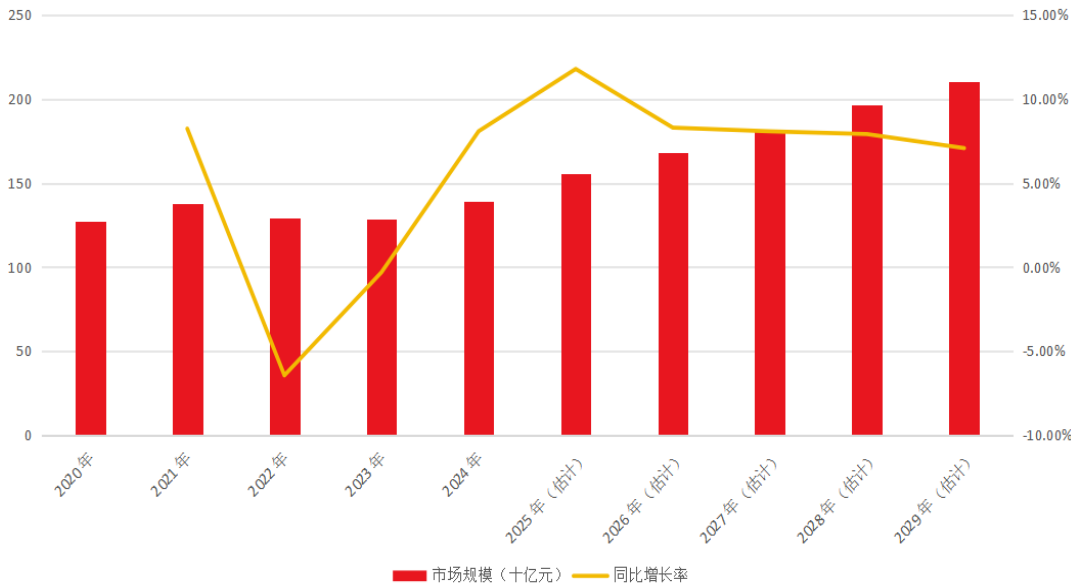
表 8：公司各 CIS 技术平台信息

技术平台	技术参数与工艺特点	终端应用领域	技术来源	技术先进性
90nm CMOS 图像传感器平台	核心组件电压：1.2V；输入/输出电压：3.3V；具备前/后照式技术	手机摄像头芯片、3D 识别芯片、安防监控芯片等	自主研发	国内领先
55nm CMOS 后照式图像传感器平台	核心组件电压：1.2V；输入/输出电压：2.5V；具备前/后照式技术	智能手机、安防、无人机、游戏娱乐、工业自动化等	自主研发	国内领先

数据来源：公司公告、西南证券整理

3.2 汽车、工业等下游领域对 CIS 需求景气拉动上游代工市场

全球 CIS 市场进入快速上升通道。2020 年至 2024 年期间，全球 CIS 市场呈现温和增长，总收入从人民币 1,275 亿元增加至人民币 1,391 亿元，复合年增长率为 2.2%。2021 年至 2023 年间全球 CIS 市场规模下滑，主要受疫情导致消费电子需求疲软影响。随着存货逐步消化及消费市场回稳，需求开始反弹。根据弗若斯特沙利文预测，2025 年至 2029 年期间，全球 CIS 市场规模增速预计将加快，总收入预计从 2025 年的人民币 1,555 亿元增长至 2029 年的人民币 2,103 亿元，复合年增长率为 7.8%。

图 31：全球 CIS 市场规模


数据来源：长光辰芯招股书、弗若斯特沙利文、西南证券整理

汽车电子、工业成像及医疗成像成为 CIS 新增长引擎。2020 年至 2024 年期间，全球 CIS 市场仍以消费电子产品为主，但智能手机等其他终端市场趋于饱和，需求放缓，库存过剩导致价格下跌，综合 CAGR 仅为 2.2% 左右，汽车电子、工业成像、医疗成像等高价值领域成为 CIS 增长新引擎，份额逐步提升，2020 至 2024 年期间 CAGR 分别为 16.1%/12.2%/29.1%。

表 9：不同领域 CIS 增速统计及预计

时间段	消费级	专业级	汽车	安防	工业成像	医疗成像	科学成像	国防及航空航段	总计
2020-2024	-0.3%	5.9%	16.1%	-1.6%	12.2%	29.1%	10.3%	7.6%	2.2%
2025 (估计)	3.3%	7.3%	18.4%	6.9%	21.0%	24.0%	12.7%	10.0%	7.8%
-2029 (估计)									

数据来源：长光辰芯招股书、弗若斯特沙利文、西南证券整理

国产 CIS 正加速对中高端手机的渗透。在高端手机 CIS 领域，豪威 2025 年重点产品 OV50X(1 英寸大底)实现量产，适配华为、小米旗舰机型；思特威 2025 年重点产品 SC595XS、SCC80XS 进入华为高端旗舰供应链；格科微 2025 年推出 GC50E1、GC5605 等产品，发力中高端手机。国产 CIS 持续向高端消费电子产品渗透为国内 CIS 晶圆代工打开了更广阔的市场空间。尽管手机 CIS 等消费级应用增速放缓，但技术依旧在向高像素化、智能化迭代。在高像素化方面，手机 CIS 向 1 英寸大底、2 亿+像素发展，豪威、思特威 2 亿像素产品加速进入验证与量产阶段；在智能化方面，AI ISP、3A（自动曝光/对焦/白平衡）融合提升成像效率，单次曝光 HDR 技术成为竞争焦点，思特威 Lofic HDR@2.0、豪威 TheiaCel 技术实现突破。

表 10: 小米手机国产 CIS 采用情况不完全统计

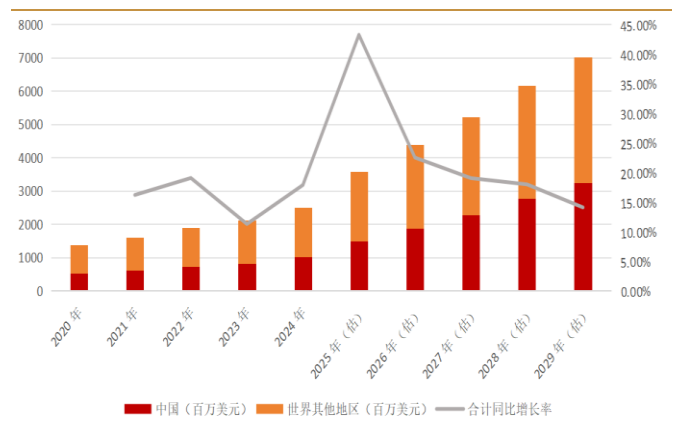
手机型号	发布日期	官网售价	影像配置	国产 CIS 搭载情况
REDMI K80 至尊版	2025.6.26	2599 元起	50MP 光影猎人 800 主摄,800 万像素超广角镜头, 前置 2000 万像素高清人像相机	豪威 OV50E
Xiaomi MIX Flip 2	2025.6.26	5999 元起	50MP 徕卡主摄, 光影猎人 800; 另配 50MP 徕卡超广角, 前置 3200 万高清相机	豪威 OV50E
Xiaomi 17	2025.9.25	4299 元起	50MP 光影猎人 950 主摄, 配置徕卡 Summilux 影像系统	豪威 OV50Q
Xiaomi 17 Pro	2025.9.25	4999 元起	50MP 光影猎人 950L 主摄, 支持 LOFIC, 高动态范围 16.5EV	豪威 OV50Q
Xiaomi 17 Ultra	2025.12.25	6999 元起	新一代光影猎人 1050L 主摄, 支持 LOFIC; 另有 2 亿像素光学变焦长焦	豪威 OV50X
REDMI K90	2025.10.23	2599 元起	50MP 光影猎人 800 主摄+50MP 2.5X 长焦+8MP 超广角	豪威 OV50E
REDMI K90 Pro Max	2025.10.23	4199 元起	50MP 光影猎人 950 主摄, 50MP 超广角, 50MP 5X 潜望长焦	豪威 OV50Q
REDMI Turbo 5	2026.1.29	2299 元起	索尼大光圈主摄 8MP 超广角镜头, 前置 20MP 高清相机	思特威 SC532HS
REDMI Turbo 5 Max	2026.1.29	2499 元起	50MP 光影猎人 600 主摄, 8MP 超广角镜头, 前置 20MP 高清相机	思特威 SC532HS

数据来源: 米粉极客社、小米官网、芯智迅、太平洋科技、南方都市报、IT之家、西南证券整理

汽车行业是 CIS 应用增长最快的应用领域之一。汽车的 CIS 应用率正迅速扩大, 从基本的后视摄像头和行车记录仪拓展到环视系统、ADAS、电子后视镜和 DMS 等高级应用。推动有关增长的原因不仅在于每辆车的摄像头数量日益增加, 还因为对更高分辨率、增强低光性能及高水平自动驾驶所需功能安全特征的需求, 带动单个摄像头模组的平均价值提升。因此, 汽车 CIS 市场由各汽车系统中的数量增加, 以及旨在实现智能感知及更安全的驾驶体验的具有更高价值的功能升级所共同推动。此外, 自动驾驶技术的日渐普及正在加速提升车辆中 CIS 传感器的搭载率。根据弗若斯特沙利文, 全球汽车 CIS 市场由 2020 年的 13.77 亿美元增至 2024 年的 24.99 亿美元, 年复合增长率为 16.1%, 且预计自 2025 年起的年复合增长率为 18.4%, 并于 2029 年达到 70.28 亿美元。

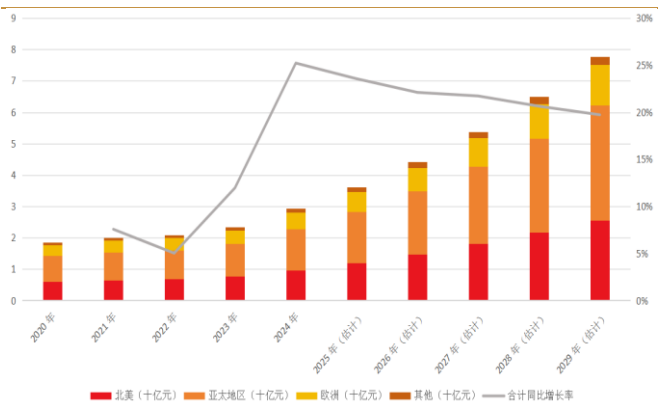
图 32: 汽车搭载摄像头数量统计


数据来源: 豪威招股书、西南证券整理

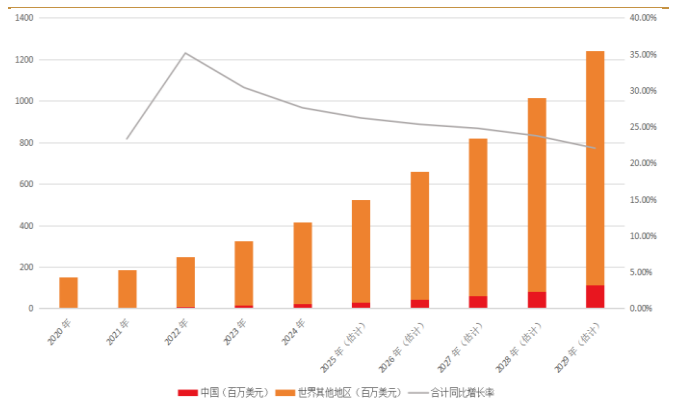
图 33: 全球汽车 CIS 市场规模


数据来源: Yole、弗若斯特沙利文、西南证券整理

工业成像及医疗 CIS 市场不可忽视。在 AI 视觉检测解决方案的广泛部署、对高速生产线实时缺陷检测的需求，以及对需要高精度传感的智能机器人的投资不断增长的支持下，工业成像领域预计将迅速扩张。根据弗若斯特沙利文预测，全球工业成像市场规模将于 2025 年至 2029 年按 21% 的复合年增长率增至人民币 78 亿元。除工业领域外，医疗领域也是 CIS 应用日益增长的应用领域，该增长是由外科手术数量日益增加，微创技术愈发受到青睐以及消化系统疾病等慢性病发病率日益升高所推动，其中内窥镜是医疗摄像头和 CIS 的主要应用领域。微创手术对图像质量、尺寸和可靠性的要求持续增加，对 CIS 性能提出了更高的要求；一次性内窥镜的加速采用增加了对医疗 CIS 的需求量，此类器械在安全性、便利性和成本效益方面具有明显优势。据弗若斯特沙利文预测，医疗领域 CIS 规模将于 2025 年至 2029 年按 24% 的复合增长率增至约 12.4 亿美元。

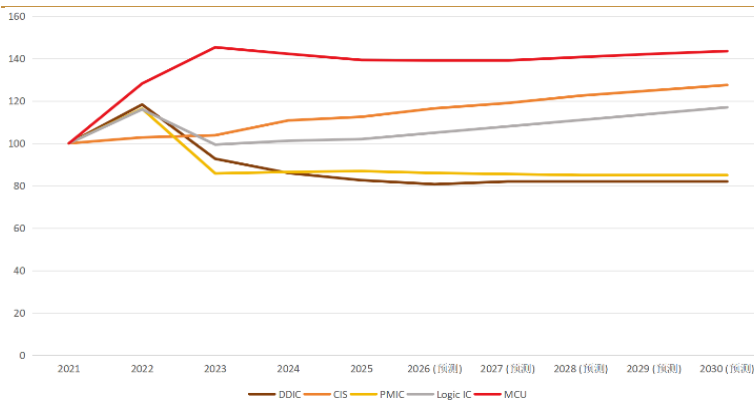
图 34：全球工业成像市场规模


数据来源：弗若斯特沙利文、西南证券整理

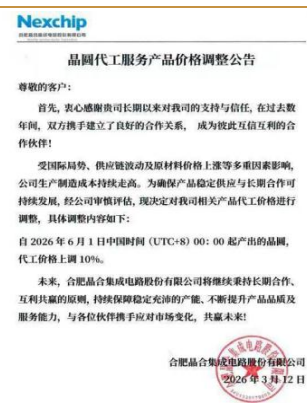
图 35：全球医疗 CIS 市场规模


数据来源：Yole、弗若斯特沙利文、西南证券整理

晶圆代工环节受芯片下游需求影响。晶圆代工业务受到下游芯片价格波动影响，当终端产品价格受压时，定价及盈利能力趋向于发生波动。以 CIS 为例，根据弗若斯特沙利文统计，2021 年至 2025 年 CIS 产品价格上升了 11.25%，预计 2026 至 2030 年价格将会持续上升，CAGR 约为 2.5%。2026 年 2 月 26 日，国产 CMOS 图像传感器龙头企业思特威 (SmartSens) 向客户发出涨价函，宣布自 3 月 1 日起对部分智慧安防和 AIoT 产品进行价格调整，涨幅在 10%-20% 之间。下游需求展现韧性、代工成本的全面上行及 AI 浪潮下的产能环境的趋紧为成熟制程晶圆代工厂调价提供了空间。2026 年 3 月 12 日，晶集成发布价格调整公告，宣布 6 月 1 日起晶圆代工价格全面上调 10%。

图 36：晶集成主要下游产品价格指数 (2021=100)


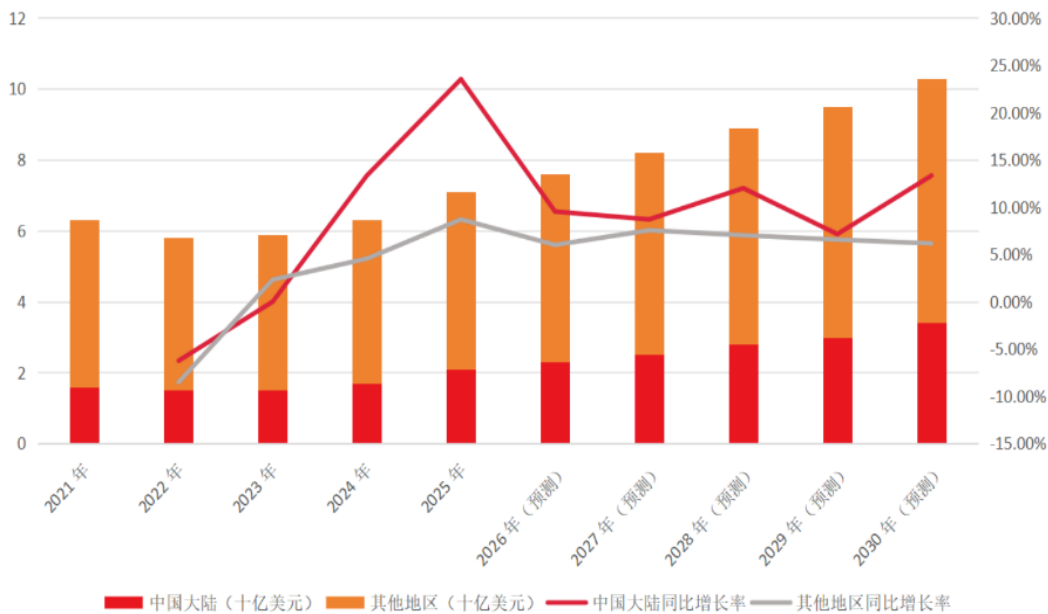
数据来源：晶集成招股书、Expert Interview、弗若斯特沙利文、西南证券整理

图 37：晶集成晶圆代工服务产品价格调整公告


数据来源：全球半导体观察、西南证券整理

新兴应用领域推动 CIS 晶圆代工市场持续增长。全球 CIS 代工市场由 2021 年的 63 亿美元增至 2025 年的 71 亿美元，年复合增长率为 3.1%。CIS 代工市场增长主要受益于下游智能手机多摄像头的广泛普及和车载视觉系统在自动驾驶中的用量大幅提升。同时，工业机器视觉的技术升级以及堆叠式结构等新技术的持续迭代，进一步扩展了其应用场景并推动性能需求。其市场规模预计将以 7.8% 的年复合增长率进一步扩大，并于 2030 年达到 103 亿美元。中国大陆 CIS 市场由 2021 年的 16 亿美元增长至 2025 年的 21 亿美元，复合年增长率为 6.3%。预计到 2030 年达到 34 亿美元，复合年增长率为 10.3%。

图 38：全球 CIS 代工市场规模

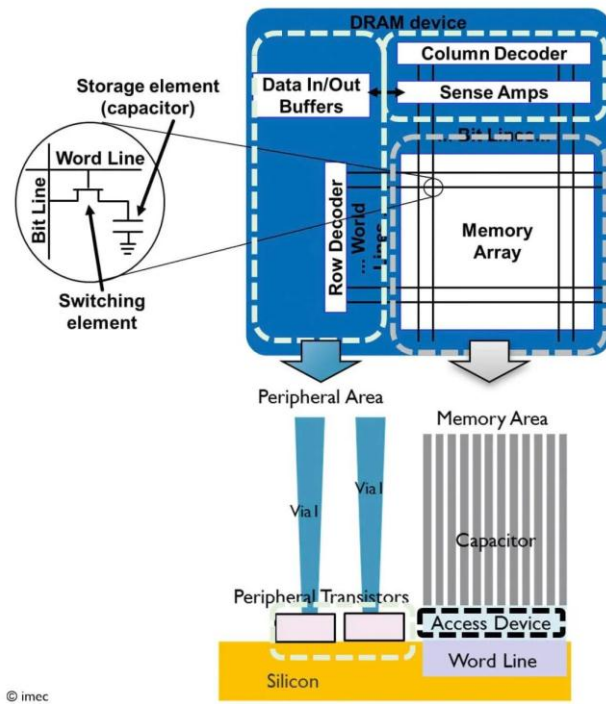


数据来源：弗若斯特沙利文、SEMI、西南证券整理

3.3 4F²+CBADRAM 带来半导体制造新机遇

DRAM 是主流的易失型半导体存储器，主要用于数据和程序的临时存储。作为处理器与外存进行数据交互的关键桥梁，DRAM 通常也被称为内存芯片，并广泛应用于服务器、移动设备、个人电脑、智能汽车等各类电子设备及系统。DRAM 的每个存储单元仅由一个晶体管和一个电容器(1T1C)构成，通过电容的充放电状态表示数据位(0 或 1)，其中电容器的作用是存储电荷，而晶体管则用于访问电容器，以便读取存储的电荷量或存储新的电荷。为实现 DRAM 完整功能，在外围区域，还包含控制逻辑、感测放大器及行列解码器三类外围电路。

图 39: DRAM 存储器阵列和 DRAM 外围区域结构示意图



数据来源: 半导体行业观察、西南证券整理

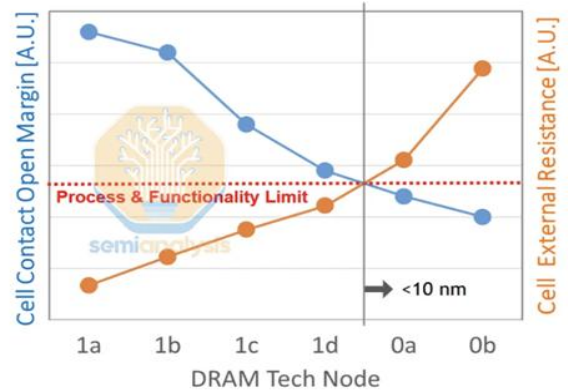
DRAM 平面架构演进逼近极限，工艺制程微缩速度放缓。长期以来，工艺制程的演进是 DRAM 厂商实现成本降低、产品性能提升的重要手段。各大厂商通过工艺制程的不断微缩，使得单位内存芯片拥有更高的容量，并具备更快的传输速度以及更低的功耗，在能够显著降低单位成本的同时有效提升产品性能，获取经济效益。由于漏电流、成本等物理及商业化层面的挑战，DRAM 平面架构演进逼近极限，工艺制程的微缩速度正在放缓。自进入 10 纳米节点以来，DRAM 的比特密度增长陷入了停滞。即便三星在 1z 节点、SK 海力士在 1a 节点引入了 EUV 光刻，也未能显著提升密度。

图 40: DRAM 单位价格及密度



数据来源: Semianalysis、西南证券整理

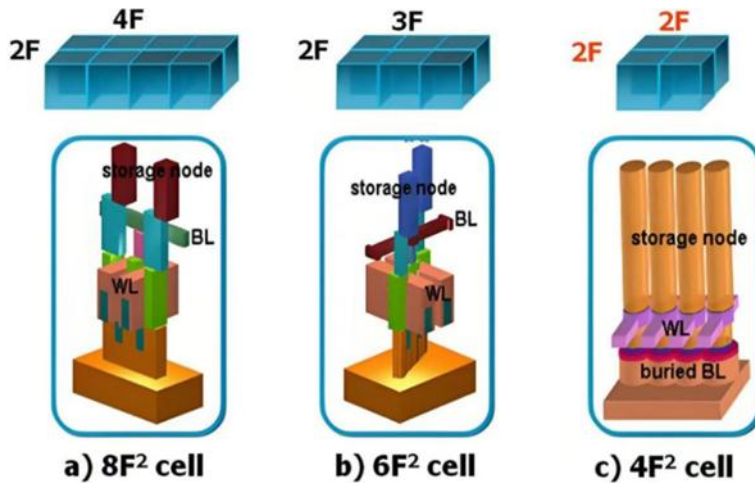
图 41: DRAM Scaling 面临挑战



数据来源: Semianalysis、西南证券整理

4F²成为 DRAM 进一步发展的关键技术路径。DRAM 单个存储单元所占的面积用 NF² 表示。早期 DRAM 采用 8F² RCAT 结构，位线跨 4 格，字线跨 2 格，总面积 8F²，但源极无法直接与字线连接，需留白，单元实际占 4 格位线宽度，限制了存储密度提升；130 纳米及以下制程 6F² BCAT 结构登场，单元布局优化为位线 3 格、字线 2 格，大幅提升单元密度。然而，随线路宽度缩小到 10 纳米级，物理极限致电流泄漏、信号干扰频发，平面棋盘格排列单元难以为继。为高效利用有限面积，竖起水平排列单元或垂直堆叠单元阵列成必然选择。4F²结构将源极、栅极、漏极转为垂直结构，下层源极接位线，其上栅极连字线，再往上堆叠漏极与电容器，减少电气干扰，面积缩小约 30%。根据韩媒 The Elec，称三星已成功生产出采用 4F²单元结构与 VCT 技术的 10a DRAM 晶圆，并在测试中确认了功能性芯片，计划于 2028 年量产。2025 年 6 月，SK 海力士在 IEEE VLSI 技术研讨会上发表的论文详细阐述了海力士的下一代 DRAM 架构——4F² VG(Vertical Gate)平台，该平台将首先应用于“10nm 级以下节点”，这意味着该技术可能在 2027 年前后与海力士的 0a nm 或 9nm 级节点同步导入量产。

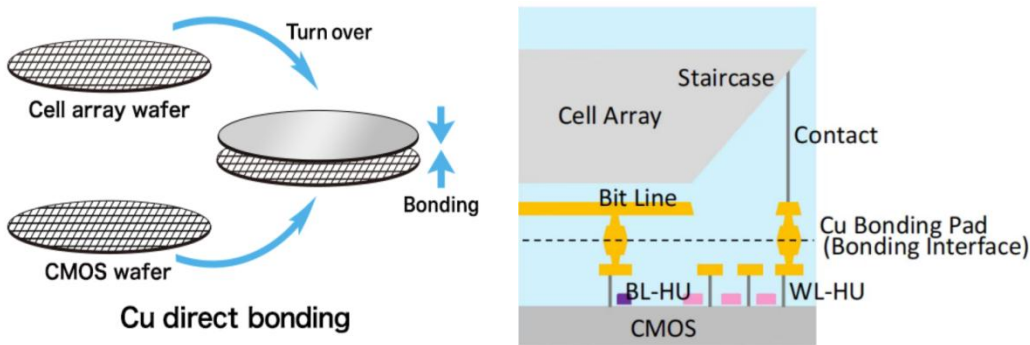
图 42：DRAM 结构布局变化



数据来源：半导体产业纵横、西南证券整理

CMOS Bonded Array (CBA) 技术为优化 DRAM 系统性能的关键。在 CBA 方法中，内存阵列及周边电路在单独的晶圆上被制造，然后通过先进的混合或融合键合技术进行键合，以实现更优的整体性能。具体来看，将控制电路置于存储阵列之下或之间，突破了传统二维平面布局的面积限制，极大提升了存储密度与整体集成度。其次，铜直接键合形成的互连路径极短，电阻和寄生电容显著低于传统长距离布线或硅通孔，从而大幅降低了信号传输延迟与功耗，提升了数据读写带宽与能效比，直接满足了高性能计算与人工智能应用对内存速度的苛刻要求。该技术简化了制造流程，避免了深硅通孔刻蚀、填充等复杂且成本高昂的工艺步骤，提升了生产良率与可靠性。同时，金属键合界面具有良好的热传导性，有助于芯片散热。从系统层面看，这种紧密集成还减少了芯片封装后的信号路径，提升了系统整体的稳定性与抗干扰能力。

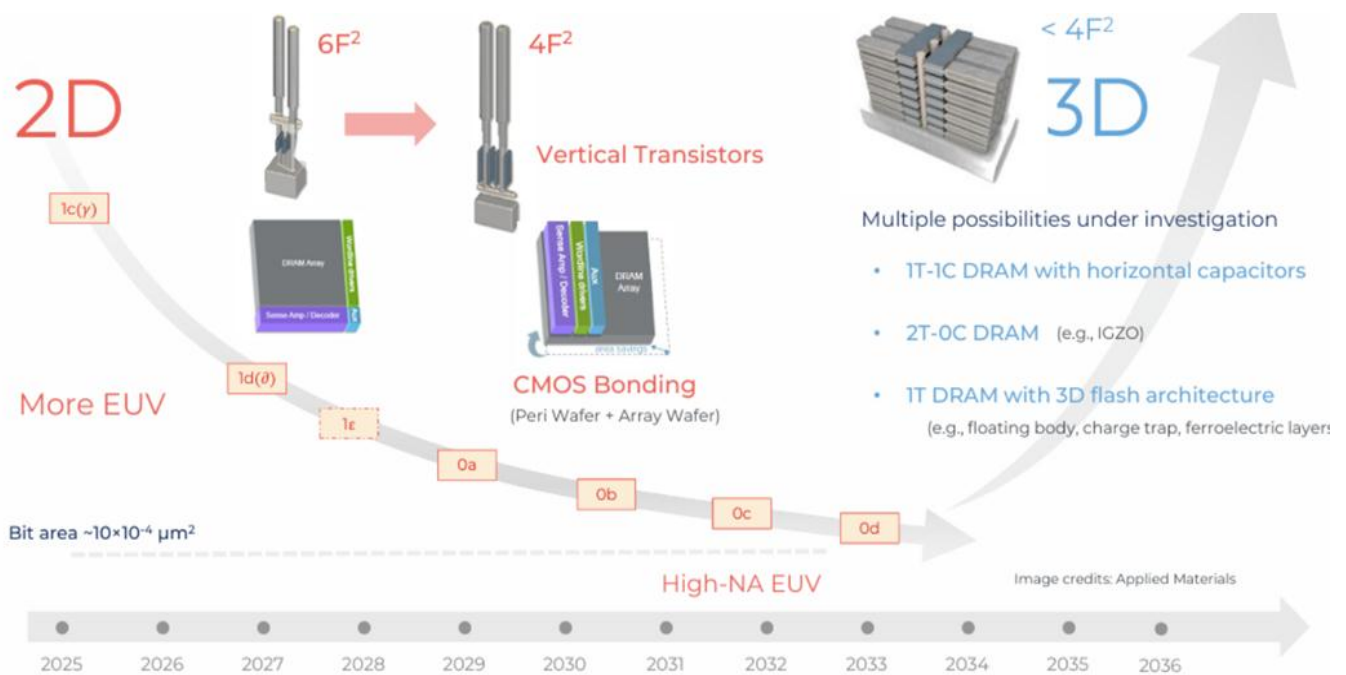
图 43: CBA 技术概念



数据来源: KIOXIA、中国科学院半导体研究所、西南证券整理

根据 Yole Group, 采用垂直晶体管 (VTs) 构建的 4F² DRAM 单元以及 CMOS Bonded Array (CBA) 技术是 DRAM 演进的两项关键创新。预计 4F² 单元的缩放和 CBA 技术集成将带来高达 30% 的位密度提升, 还能利用更先进的逻辑节点提升性能和可靠性, 该方法预计在 2029 年之后开始推广。最终, 预计 DRAM 将在 2033-2034 年左右向 3D 架构靠拢, 包括三星、SK 海力士、美光科技等在内的所有主要 IDM 都在积极研究多种架构路径, 应用材料、Lam 等领先的半导体设备供应商也在开发专门的工艺解决方案以应对 3D DRAM 的制造挑战。

图 44: DRAM 长期发展路线图



数据来源: Yole、西南证券整理

3.4 国内 PMIC 代工受益于 DrMOS 紧缺, 市场规模持续扩张

在高性能计算电源芯片领域，AI 大模型训练对算力芯片（GPU/ASIC）提出了极高的功率密度与转换效率要求。极快的瞬态响应速度和极高的稳压精度，使得数字多相控制器与 DrMOS 成为 AI 服务器供电系统的标配。在服务器三级供电架构中，DrMOS 扮演第三级点负载电源（POL）的角色，将 12V 电压转换为 1V 左右，直接为 CPU 或 GPU 提供大电流供电。

表 11：各 AI 产品/平台 DrMOS 用量

产品/平台	DrMOS 用量	备注
H100 GPU 单颗	60-65 颗	3 颗控制器配套
GB200 (2GPU+1CPU, 单板)	约 170 颗	含 CPU 供电
Rubin Compute Tray (4GPU+2CPU)	320 颗	2 块板卡
Rubin 18Tray 机柜	5760 颗	18*320
Rubin Ultra (预测)	480-640 颗/Tray	预计为 Rubins 的 1.5-2 倍
摩尔线程 GPU (单颗)	48-52 颗	最新在研产品 52 颗
普通 2U 服务器 (2CPU)	30 颗	4 颗控制器配套

数据来源：XPartners、西南证券整理

海外玩家占据 DrMOS 主要份额，国内厂家奋起直追。全球高端多相电源控制器和 DrMOS 市场主要玩家包含英飞凌、瑞萨电子和 MPS，三家公司合计占据 AI 服务器功率管理 IC（PMIC）超过 70% 的份额。国内如杰华特等玩家正奋起直追，根据杰华特 2025 年年报，其在行业头部客户侧量产的 90A DrMOS 大电流产品，效率高、可靠稳定，整体性能已处于行业领先水平。

表 12：全球主要 DrMOS 玩家产品及护城河

厂商	服务器市场份额	消费 PC 份额	核心优势
英飞凌	30-40% (龙头)	逐步退出	功率器件基础最强，可靠性行业标杆，近零烧毁
瑞萨	20-30%	少量	日系精工，综合实力强
MPS	10-20%	市场领导者	模块化布局，覆盖 PC+服务器
AOS	进入中	中国台湾市场可观	美国背景，授权获取容易
安森美	2026 年才全面进入	战略转向汽车	与奥拉合作进入国内
晶丰明源	信创 50%，国产 GPU 主力	英伟达显卡 20%-30%→50%	NV+AMD 授权，国产 GPU 深耕
杰华特	华为主导地位，NV 验证中	英特尔 PC 多年积累	华为+英特尔投资背书

数据来源：XPartners、西南证券整理

PMIC 代工受益于 DrMOS 紧缺，市场规模持续扩张。AI 产品对 DrMOS 的用量持续增加，叠加英飞凌、瑞萨两大 DrMOS 厂商产能优先供应英伟达、谷歌等北美头部客户，DrMOS 在中国市场出现严重供应紧缺，国内厂家迎国产替代黄金窗口期，上游代工厂商有望深度受益。预测全球 PMIC 代工市场规模将由 2025 年的 51 亿美元增加至 2030 年的 73 亿美元，CAGR 为 7.4%；中国大陆 PMIC 代工市场由 2025 年的 18 亿美元增长至 2030 年的 29 亿美元，CAGR 为 10%。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

集成电路业务：2025 年公司集成电路业务营收 103.9 亿元，在公司总营收规模中占据主要地位。我们预计 2026-2028 年集成电路业务收入 121.7/142.8/170.9 亿元，增速达到 17.1%/17.4%/19.7%。公司是全球主流 DDIC 代工厂，虽然 DDIC 市场整体增速趋于平缓，但受益于面板制造产能持续向中国大陆转移，国产替代需求仍具韧性。公司持续推进制程工艺迭代升级，加速布局 28nm 等高阶成熟工艺，大力拓展 CIS 图像传感器、车载芯片、PMIC 等新兴业务，依托本土化供应链优势与优质客户资源，深度把握下游增量需求，充分受益于国内半导体国产化替代进程。我们预计公司集成电路业务 2026-2028 年毛利率为 23.9%/25.5%/27.7%。

综上所述，我们预计 2026 至 2028 年营业收入分别为 127.7/150.5/179.7 亿元，同比 +17.3%/17.9%/19.4%；毛利率分别为 24.3%/26.0%/28.2%。

表 13：公司主营业务预测（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,885	12,768	15,053	17,967
yoy	17.7%	17.3%	17.9%	19.4%
毛利率	25.5%	24.3%	26.0%	28.2%
集成电路业务	10,388	12,165	14,281	17,092
yoy	13.9%	17.1%	17.4%	19.7%
毛利率	23.6%	23.9%	25.5%	27.7%
其他业务	497	603	771	875
yoy	283.4%	21.3%	27.9%	13.4%
毛利率	65.5%	31.9%	36.2%	37.6%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取中芯国际、华虹宏力 2 家晶圆代工上市公司作为可比公司，2026-2028 年可比公司 Wind 一致预期平均 PE 为 369.36/275.47/215.08 倍。

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 127.7/150.5/179.7 亿元，同比 +17.3%/17.9%/19.4%；归母净利润分别为 8.3/ 13.5/20.8 亿元，同比+18.1%/62.3%/54.2%。考虑到公司差异化特色工艺壁垒深厚，同时产能持续扩张、CIS、车规芯片等多领域放量打开长期成长空间。我们给予公司 2026 年 175 倍 PE，对应目标价 71.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值情况

行业	公司	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
晶圆代工	中芯国际	688981.SH	148.76	0.76	0.93	1.09	196.95	160.81	136.19
	华虹宏力	688347.SH	323.00	0.60	0.83	1.10	541.77	390.13	293.97
平均值							369.36	275.47	215.08
	晶合集成	688249.SH	58.11	0.41	0.67	1.04	140.25	86.39	56.03

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司数据均为 Wind 一致预期，时间截至 2026 年 6 月 26 日

5 风险提示

研发迭代风险：集成电路晶圆代工行业兼具资本、技术、管理及人才高度密集等综合特征，技术复杂程度高、迭代速度快，且下游应用需求多元。公司需持续进行高强度的研发投入，以跟进技术发展趋势并响应客户需求。然而，新工艺平台从研发、验证到最终实现规模化量产，通常研发周期长、资金投入大且结果存在不确定性。若公司未能及时完成关键技术迭代，亦或大量研发投入未能获得理想效果及适应需求变化，可能导致新产品无法顺利通过客户的产品导入和认证，性能及良率不达预期、量产交付延迟等情况，致使公司发展后劲不足，在市场竞争中处于不利地位。

市场竞争风险：近年来，集成电路行业在国家政策引导及地方产业配套支持下已形成高速增长态势，良好的行业前景吸引了更多的市场新进入者以及资本力量的汇聚，共同推动了行业的繁荣。然而，伴随产能规模化释放，市场供给不断增加，行业竞争进一步加剧。尽管本公司通过自主研发，在工艺迭代、新产品开发方面取得了不错的进展，并构建了较为完整的技术储备与量产经验体系，但在核心技术壁垒构建、高端市场渗透能力等方面仍与行业龙头企业存在一定差距。未来，倘若行业产能供应过剩、竞争对手推出新技术、公司未能及时响应客户的定制化需求，可能导致公司产品定价承压、市场份额下滑，从而对公司的业务、财务状况及经营业绩造成不利影响。

经营风险：2025 年，公司前五大客户的销售收入合计 60.6 亿元，占营业收入的比例为 55.7%，客户集中度较高。未来若公司的主要客户因产品布局优化、技术路径转变、增加或更换供应商、下游需求变化等因素调整采购策略，或者公司自身在产品研发、生产经营等方面未能持续满足客户需求，导致订单量大幅下降、价格下调的风险，且公司未能及时开拓足量新客户以弥补需求缺口，将可能对公司生产经营和盈利能力产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,885	12,768	15,053	17,967	净利润	466	756	1,250	1,983
营业成本	8,107	9,671	11,140	12,910	折旧与摊销	4,134	9,704	9,285	9,601
营业税金及附加	41	48	56	68	财务费用	573	436	406	421
销售费用	61	76	88	105	资产减值损失	96	0	0	0
管理费用	405	474	558	667	经营营运资本变动	-1,408	3,551	-971	519
财务费用	386	386	356	371	其他	-20	-44	-39	-44
资产减值损失	-95	0	0	0	经营活动现金流净额	3,843	14,403	9,932	12,479
投资收益	1	41	36	41	资本支出	-9,708	-6,618	-5,446	-5,501
公允价值变动损益	18	0	0	0	其他	-572	835	36	41
其他经营损益	108	145	164	196	投资活动现金流净额	-10,280	-5,783	-5,410	-5,460
营业利润	463	754	1,249	1,981	短期借款	-871	0	0	0
其他非经营损益	3	2	2	3	长期借款	1,930	0	0	0
利润总额	467	757	1,251	1,984	股权融资	1,415	0	0	0
所得税	0	0	1	1	支付股利	-779	-436	-406	-421
净利润	466	756	1,250	1,983	其他	1,213	45	0	0
少数股东损益	-238	-76	-100	-99	筹资活动现金流净额	2,908	-391	-406	-421
归属母公司股东净利润	704	832	1,350	2,082	现金流量净额	-3,550	8,219	4,117	6,598
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,277	10,495	14,612	21,210	成长能力				
应收和预付款项	1,249	1,483	1,728	2,066	销售收入增长率	17.69%	17.29%	17.90%	19.36%
存货	1,715	2,150	2,429	2,819	营业利润增长率	-3.86%	62.77%	65.55%	58.69%
其他流动资产	484	484	484	484	净利润增长率	32.16%	18.12%	62.34%	54.18%
长期股权投资	550	550	550	550	EBITDA 增长率	19.69%	118.50%	0.42%	9.76%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	42,375	40,120	36,290	32,014	毛利率	25.52%	24.26%	26.00%	28.14%
无形资产和开发支出	1,323	494	487	667	三费率	7.83%	7.33%	6.66%	6.36%
其他非流动资产	960	338	338	338	净利率	4.29%	5.92%	8.31%	11.04%
资产总计	53,298	58,327	59,138	62,378	ROE	3.23%	3.69%	5.66%	8.02%
短期借款	420	420	420	420	ROA	0.90%	1.35%	2.13%	3.26%
应付和预收款项	1,709	4,317	3,860	4,611	ROIC	1.67%	2.27%	3.11%	4.39%
长期借款	17,520	17,520	17,520	17,520	EBITDA/销售收入	45.60%	84.95%	72.36%	66.54%
其他负债	5,561	7,301	7,318	7,824	营运能力				
负债合计	25,210	29,557	29,118	30,375	总资产周转率	0.21	0.23	0.26	0.30
股本	2,008	2,008	2,008	2,008	固定资产周转率	0.39	0.43	0.57	0.80
资本公积	18,689	18,689	18,689	18,689	应收账款周转率	9.99	9.85	9.87	9.95
留存收益	1,660	2,481	3,832	5,914	存货周转率	5.04	5.00	4.87	4.92
归属母公司股东权益	21,769	22,526	23,877	25,959	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	6,319	6,244	6,144	6,044	资本结构				
股东权益合计	28,088	28,770	30,020	32,003	资产负债率	47.30%	50.67%	49.24%	48.70%
负债和股东权益合计	53,298	58,327	59,138	62,378	带息债务/总负债	85.46%	73.11%	74.21%	71.14%
					流动比率	1.43	1.70	2.29	2.72
					速动比率	0.84	1.35	1.89	2.33
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.36	0.41	0.67	1.04
					每股净资产	10.84	11.22	11.89	12.93
					每股经营现金	1.91	7.17	4.95	6.22
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	4,964	10,847	10,892	11,956					
PE	92	140	86	56					
PB	3	5	5	4					
PS	6	9	8	6					
EV/EBITDA	17	12	11	10					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
