

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)     | 69.74               |
| 总股本/流通股本(亿股) | 4.99 / 2.09         |
| 总市值/流通市值(亿元) | 348 / 146           |
| 52周内最高/最低价   | 110.80 / 40.08      |
| 资产负债率(%)     | 34.3%               |
| 市盈率          | 464.93              |
| 第一大股东        | VeriSilicon Limited |

研究所

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

芯原股份(688521)

盈利能力改善, AIGC 助力发展

● 事件

2023年8月3日, 公司发布2023年半年度报告, 2023年1-6月, 公司实现营业收入11.84亿元, 同比下降2.37%; 归母净利润0.22亿元, 较去年同期提升739.52万元, 同比提升49.89%。其中, Q2单季实现营收6.44亿元, 同比下降1.17%, 环比增长19.47%; Q2归母净利润为0.94亿元, 同比高增713.02%, 环比增长1.65亿元。

● 投资要点

**量产业务规模效应显现, 盈利能力改善。**报告期内, 公司半导体IP授权业务同比下降10.65%, 其中知识产权授权使用费收入3.45亿元, 同比下降11.49%; 特许权使用费收入0.54亿元, 同比下降4.85%。其中2023Q2单季知识产权授权使用费实现收入2.44亿元, 环比大幅提升141.44%。公司一站式芯片定制业务同比增长1.70%, 其中实现芯片设计业务收入2.47亿元, 同比下降16.97%; 实现量产业务收入5.32亿元, 同比上涨13.56%。23H1, 公司实现毛利5.64亿元, 同比增长11.72%; 公司毛利率47.65%, 同比提升6.01个pct, 主要由收入结构的变化以及量产业务规模效应的进一步显现带来的量产业务毛利率提升所致。

**系统设计和定制化服务协同发力, 有望进一步促进销售。**在先进半导体工艺节点方面, 公司已拥有14nm/10nm/7nm/5nm FinFET和28nm/22nm FD-SOI工艺节点芯片的成功流片经验, 目前已实现5nm系统芯片(SoC)一次流片成功, 多个5nm一站式服务项目正在执行。同时, 公司利用现有设计平台和已有项目经验, 以及利用一站式芯片定制业务和半导体IP授权业务之间的协同效应, 满足类别广泛的客户群体需求, 给公司带来更多的业务机会和发展空间。

**核心技术持续研发, 市场价值不断提升。**在人工智能领域, 公司目前拥有NPU、高性能GPU、GPGPU、AI GPU子系统等各类产品组合, 既可以满足生成式AI在云端训练、在边缘端推理的计算要求, 也可以广泛赋能从云到端的、各种设备的智能化升级。另外, 在AIoT领域, 公司研发的用于人工智能的神经网络处理器IP(NPU)已处于业界领先, 被68家客户用于其120余款人工智能芯片中, 内置芯原NPU的芯片应用到十余个市场领域。近年来, 公司一直致力于Chiplet技术和生态发展的推进, 并针对智慧出行、数据中心等市场需求, 从Chiplet芯片架构、接口IP等方面入手, 持续推进Chiplet技术产业化, 持续提升公司半导体IP授权和芯片定制业务的产业价值, 拓展市场空间。

● 投资建议

我们预计公司2023-2025年分别实现收入28.96/40.01/51.73亿元, 实现归母净利润分别为1.23/1.93/2.99亿元, 当前股价对

应 2023-2025 年 PE 分别为 283 倍、181 倍、117 倍，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

市场需求恢复不及预期；新品进度不及预期；市场竞争加剧等。

■ **盈利预测和财务指标**

| 项目\年度         | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 2679   | 2896   | 4001   | 5173   |
| 增长率(%)        | 25.23  | 8.10   | 38.16  | 29.29  |
| EBITDA（百万元）   | 198.26 | 342.35 | 465.28 | 673.38 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 73.81  | 123.02 | 192.63 | 298.93 |
| 增长率(%)        | 455.31 | 66.66  | 56.58  | 55.19  |
| EPS(元/股)      | 0.15   | 0.25   | 0.39   | 0.60   |
| 市盈率(P/E)      | 471.80 | 283.09 | 180.79 | 116.50 |
| 市净率(P/B)      | 11.98  | 11.48  | 10.79  | 9.87   |
| EV/EBITDA     | 109.01 | 98.28  | 75.13  | 50.09  |

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)         |             |             |             |             | 主要财务比率              |             |             |              |             |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
|                   | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |                     | 2022A       | 2023E       | 2024E        | 2025E       |
| <b>利润表</b>        |             |             |             |             | <b>成长能力</b>         |             |             |              |             |
| 营业收入              | 2679        | 2896        | 4001        | 5173        | 营业收入                | 25.2%       | 8.1%        | 38.2%        | 29.3%       |
| 营业成本              | 1565        | 1657        | 2275        | 2867        | 营业利润                | 296.8%      | 69.9%       | 56.6%        | 55.2%       |
| 税金及附加             | 4           | 5           | 6           | 8           | 归属于母公司净利润           | 455.3%      | 66.7%       | 56.6%        | 55.2%       |
| 销售费用              | 138         | 148         | 204         | 264         | <b>获利能力</b>         |             |             |              |             |
| 管理费用              | 117         | 125         | 172         | 222         | 毛利率                 | 41.6%       | 42.8%       | 43.1%        | 44.6%       |
| 研发费用              | 793         | 854         | 1180        | 1516        | 净利率                 | 2.8%        | 4.2%        | 4.8%         | 5.8%        |
| 财务费用              | -39         | 3           | -10         | 10          | ROE                 | 2.5%        | 4.1%        | 6.0%         | 8.5%        |
| 资产减值损失            | -8          | 0           | 0           | 0           | ROIC                | 1.0%        | 3.0%        | 4.2%         | 6.7%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>91</b>   | <b>154</b>  | <b>241</b>  | <b>374</b>  | <b>偿债能力</b>         |             |             |              |             |
| 营业外收入             | 3           | 0           | 0           | 0           | 资产负债率               | 34.3%       | 35.1%       | 39.5%        | 41.1%       |
| 营业外支出             | 0           | 0           | 0           | 0           | 流动比率                | 2.50        | 2.33        | 2.00         | 1.93        |
| <b>利润总额</b>       | <b>94</b>   | <b>154</b>  | <b>241</b>  | <b>374</b>  | <b>营运能力</b>         |             |             |              |             |
| 所得税               | 20          | 31          | 48          | 75          | 应收账款周转率             | 2.98        | 3.26        | 3.19         | 3.17        |
| <b>净利润</b>        | <b>74</b>   | <b>123</b>  | <b>193</b>  | <b>299</b>  | 存货周转率               | 9.64        | 13.31       | 12.66        | 12.63       |
| <b>归母净利润</b>      | <b>74</b>   | <b>123</b>  | <b>193</b>  | <b>299</b>  | 总资产周转率              | 0.65        | 0.64        | 0.80         | 0.91        |
| <b>每股收益(元)</b>    | <b>0.15</b> | <b>0.25</b> | <b>0.39</b> | <b>0.60</b> | <b>每股指标(元)</b>      |             |             |              |             |
| <b>资产负债表</b>      |             |             |             |             | 每股收益                | 0.15        | 0.25        | 0.39         | 0.60        |
| 货币资金              | 765         | 1617        | 304         | 1528        | 每股净资产               | 5.82        | 6.07        | 6.46         | 7.06        |
| 交易性金融资产           | 100         | 100         | 100         | 100         | <b>估值比率</b>         |             |             |              |             |
| 应收票据及应收账款         | 1114        | 734         | 1887        | 1517        | PE                  | 471.80      | 283.09      | 180.79       | 116.50      |
| 预付款项              | 110         | 108         | 159         | 196         | PB                  | 11.98       | 11.48       | 10.79        | 9.87        |
| 存货                | 423         | 13          | 620         | 199         | <b>现金流量表</b>        |             |             |              |             |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>2807</b> | <b>2903</b> | <b>3416</b> | <b>3979</b> | 净利润                 | 74          | 123         | 193          | 299         |
| 固定资产              | 519         | 631         | 728         | 782         | 折旧和摊销               | 156         | 214         | 274          | 341         |
| 在建工程              | 3           | 4           | 5           | 5           | 营运资本变动              | -592        | 880         | -1362        | 1022        |
| 无形资产              | 275         | 309         | 349         | 385         | 其他                  | 33          | -14         | -25          | -37         |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>1619</b> | <b>1771</b> | <b>1914</b> | <b>2009</b> | <b>经营活动现金流净额</b>    | <b>-329</b> | <b>1203</b> | <b>-921</b>  | <b>1625</b> |
| <b>资产总计</b>       | <b>4426</b> | <b>4674</b> | <b>5330</b> | <b>5987</b> | 资本开支                | -844        | -386        | -438         | -457        |
| 短期借款              | 1           | -1          | -3          | -7          | 其他                  | 584         | 48          | 62           | 73          |
| 应付票据及应付账款         | 214         | 267         | 388         | 438         | <b>投资活动现金流净额</b>    | <b>-259</b> | <b>-338</b> | <b>-377</b>  | <b>-384</b> |
| 其他流动负债            | 910         | 981         | 1324        | 1635        | 股权融资                | 7           | 2           | 0            | 0           |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>1125</b> | <b>1247</b> | <b>1709</b> | <b>2066</b> | 债务融资                | 332         | -2          | -2           | -4          |
| 其他                | 394         | 394         | 394         | 394         | 其他                  | -79         | -15         | -15          | -15         |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>394</b>  | <b>394</b>  | <b>394</b>  | <b>394</b>  | <b>筹资活动现金流净额</b>    | <b>260</b>  | <b>-15</b>  | <b>-17</b>   | <b>-18</b>  |
| <b>负债合计</b>       | <b>1519</b> | <b>1641</b> | <b>2103</b> | <b>2460</b> | <b>现金及现金等价物净增加额</b> | <b>-325</b> | <b>852</b>  | <b>-1313</b> | <b>1224</b> |
| 股本                | 498         | 499         | 499         | 499         |                     |             |             |              |             |
| 资本公积金             | 3977        | 3977        | 3977        | 3977        |                     |             |             |              |             |
| 未分配利润             | -1519       | -1413       | -1248       | -993        |                     |             |             |              |             |
| 少数股东权益            | 0           | 0           | 0           | 0           |                     |             |             |              |             |
| 其他                | -49         | -30         | -1          | 43          |                     |             |             |              |             |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>2907</b> | <b>3033</b> | <b>3227</b> | <b>3527</b> |                     |             |             |              |             |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>4426</b> | <b>4674</b> | <b>5330</b> | <b>5987</b> |                     |             |             |              |             |

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                         |
|---|-------|------|----------------------------|
| <p>报告中投资建议的评级标准：<br/>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。</p> <p>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。</p> | 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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、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、山西等地设有分支机构。

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。中邮证券努力成为客户认同、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

电话：010-67017788

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

电话：18717767929

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

电话：15800181922

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