

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)	40.60
总股本/流通股本(亿股)	5.00 / 4.88
总市值/流通市值(亿元)	203 / 198
52周内最高/最低价	110.80 / 32.09
资产负债率(%)	34.3%
市盈率	270.67
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
研究助理: 万玮
SAC 登记编号: S1340123050022
Email: wanwei@cnpsec.com

芯原股份(688521)

GPU IP 持续高占比高增长，量产业务持续放量

● 事件

公司发布 2023 年业绩快报，全年预计实现营业收入 23.38 亿元，同比减少 12.73%；归母净利润-2.96 亿元，同比减少 501.64%；Q4 单季度营业收入 5.73 亿元，环比减少 0.08 亿；归母净利润-1.62 亿元，环比减少 0.06 亿。

● 投资要点

受市场需求疲软影响，公司短期业绩承压。2023 年半导体行业周期下行，整体市场需求疲软，公司经营业绩放缓。

1) 预计全年实现营业收入 23.38 亿元，同比减少 12.73%；随着收入结构变化和一站式芯片定制服务业务毛利率提升，全年综合毛利率预计为 44.75%，同比提升 3.16%；归母净利润-2.96 亿元，同比减少 501.64%，主要系：研发投入占营业收入比重提升至 40.82%，同比增长 9.58%；2023 年度计提信用减值损失和资产减值损失共计 1.29 亿元；

2) Q4 单季度营业收入 5.73 亿元，环比减少 0.08 亿，归母净利润-1.62 亿元，环比减少 0.06 亿，毛利率 48.85%，环比增加 14.06%。

深耕 GPU IP 多年，产品应用领域广泛。芯原 GPU IP 已经耕耘嵌入式市场近 20 年，在多个市场领域中获得了客户的采用，包括数据中心、汽车电子、可穿戴设备、PC 等，在汽车电子领域，已被广泛应用于车载娱乐系统以及可重构仪表盘；在可穿戴领域，2D GPU 可以达到 3D 的效果，例如智能手表，支持显示功能的 MCU 等；PC / 服务器领域，公司在桌面显示渲染方面也有长期的技术积累；在数据中心领域，公司的 GPU 可以和神经网络处理器 IP 融合，支持图形渲染、通用计算以及 AI 处理，提供大算力通用处理器平台。

AI 领域 NPU IP 持续上量，全球出货量超 1 亿颗。公司的 NPU IP 是一款高性能的 AI 处理器 IP，采用了低功耗、可编程和可扩展的架构设计，可以灵活配置，满足客户对芯片尺寸和功耗的不同要求，是具有成本效益的神经网络加速引擎。截至 2024 年 2 月 29 日，集成了芯原神经网络处理器 (NPU) IP 的人工智能 (AI) 类芯片已在全球范围内出货超过 1 亿颗，主要应用于物联网、可穿戴设备、智慧电视、智慧家居、安防监控、服务器、汽车电子、智能手机、平板电脑、智慧医疗等 10 个市场领域。在过去七年里，芯原在嵌入式 AI / NPU 领域全球领先，其 NPU IP 已被 72 家客户用于上述市场领域的 128 款 AI 芯片中。

量产业务规模效应显现，盈利能力逐步改善。截至 23Q3 末，公司实现芯片设计业务收入 3.78 亿元，同比下降 19.05%；实现量产业务收入 8.58 亿元，同比增长 14.17%，前三季度芯片设计业务收入中，28nm 及以下工艺节点收入占比 85.40%，14nm 及以下工艺节点收入占

比 55.08%。截至三季度末，公司在执行芯片设计项目中 28nm 及以下工艺节点的项目数量占比为 52.00%，其中 14nm 及以下工艺节点的项目数量占比 25.33%。

定增助力 Chiplet 项目研发，抓住 AIGC 风口。随着人工智能领域技术的发展，以 ChatGPT 为代表的各类 AIGC 应用快速兴起。公司拟定增募资不超过 18.08 亿元，主要用于：AIGC 及智慧出行领域 Chiplet 解决方案平台研发项目；面向 AIGC、图形处理等场景的新一代 IP 研发及产业化项目。从 Chiplet 芯片架构等方面入手，使公司既可持续从事半导体 IP 授权业务，同时也可升级为 Chiplet 供应商，充分结合公司一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务的技术优势，提高公司的 IP 复用性，有效降低了芯片客户的设计成本、风险和研发迭代周期。

● 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润-3.0/0.1/1.0 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

技术迭代风险；新产品开发不及预期；行业竞争格局加剧风险；产品推广不及预期；市场需求恢复不及预期。

■ 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	2338	2905	3520
增长率(%)	25.23	-12.73	24.25	21.17
EBITDA(百万元)	198.26	-39.57	306.95	477.28
归属母公司净利润(百万元)	73.81	-296.47	10.21	99.55
增长率(%)	455.31	-501.64	103.44	875.14
EPS(元/股)	0.15	-0.59	0.02	0.20
市盈率(P/E)	274.97	-68.46	1988.17	203.89
市净率(P/B)	6.98	7.52	7.49	7.22
EV/EBITDA	109.01	-516.48	68.53	45.01

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	2679	2338	2905	3520	营业收入	25.2%	-12.7%	24.3%	21.2%
营业成本	1565	1292	1610	1950	营业利润	296.8%	-399.1%	104.2%	828.4%
税金及附加	4	5	5	6	归属于母公司净利润	455.3%	-501.6%	103.4%	875.1%
销售费用	138	123	151	176	获利能力				
管理费用	117	117	131	158	毛利率	41.6%	44.8%	44.6%	44.6%
研发费用	793	954	1055	1151	净利率	2.8%	-12.7%	0.4%	2.8%
财务费用	-39	17	22	31	ROE	2.5%	-11.0%	0.4%	3.5%
资产减值损失	-8	-19	10	9	ROIC	1.0%	-8.1%	0.8%	3.2%
营业利润	91	-271	11	105	偿债能力				
营业外收入	3	0	0	0	资产负债率	34.3%	38.7%	42.5%	48.5%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	2.50	1.59	1.24	1.21
利润总额	94	-271	11	105	营运能力				
所得税	20	26	1	6	应收账款周转率	2.98	2.59	3.28	3.08
净利润	74	-296	10	100	存货周转率	9.64	7.26	10.86	9.80
归母净利润	74	-296	10	100	总资产周转率	0.65	0.53	0.64	0.69
每股收益(元)	0.15	-0.59	0.02	0.20	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.15	-0.59	0.02	0.20
货币资金	765	578	69	24	每股净资产	5.82	5.40	5.42	5.62
交易性金融资产	100	100	100	100	估值比率				
应收票据及应收账款	1114	792	1071	1334	PE	274.97	-68.46	1988.17	203.89
预付款项	110	84	113	133	PB	6.98	7.52	7.49	7.22
存货	423	221	314	405	现金流量表				
流动资产合计	2807	2058	1972	2328	净利润	74	-296	10	100
固定资产	519	631	728	782	折旧和摊销	156	214	274	341
在建工程	3	503	754	1045	营运资本变动	-592	324	-165	-137
无形资产	275	309	349	385	其他	33	140	-33	4
非流动资产合计	1619	2349	2741	3127	经营活动现金流净额	-329	382	87	308
资产总计	4426	4406	4713	5455	资本开支	-844	-892	-688	-748
短期借款	1	181	270	373	其他	584	-47	24	23
应付票据及应付账款	214	201	224	281	投资活动现金流净额	-259	-938	-664	-725
其他流动负债	910	910	1096	1278	股权融资	7	87	0	0
流动负债合计	1125	1293	1590	1932	债务融资	332	297	89	403
其他	394	413	413	713	其他	-79	-19	-22	-31
非流动负债合计	394	413	413	713	筹资活动现金流净额	260	365	67	372
负债合计	1519	1706	2003	2645	现金及现金等价物净增加额	-325	-187	-510	-45
股本	498	500	500	500					
资本公积金	3977	4062	4062	4062					
未分配利润	-1519	-1811	-1802	-1718					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-49	-51	-49	-34					
所有者权益合计	2907	2700	2711	2810					
负债和所有者权益总计	4426	4406	4713	5455					

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。

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。

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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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