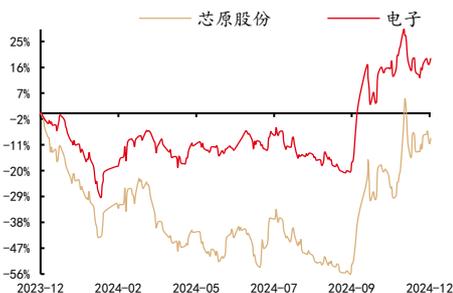


股票投资评级

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)	51.40
总股本/流通股本(亿股)	5.00 / 4.98
总市值/流通市值(亿元)	257 / 256
52周内最高/最低价	59.12 / 24.79
资产负债率(%)	38.7%
市盈率	-87.12
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)

Chiplet 芯片设计服务加速推进

● 投资要点

**大算力推动 IP 行业生态发展。**为顺应大算力需求所推动的 SoC (系统级芯片) 向 SiP (系统级封装) 发展的趋势, 芯原正在以“IP 芯片化 (IP as a Chiplet)”、“芯片平台化 (Chiplet as a Platform)”和“平台生态化 (Platform as an Ecosystem)”理念为行动指导方针, 从接口 IP、Chiplet 芯片架构、先进封装技术、面向 AIGC 和智慧出行的解决方案等方面入手, 持续推进公司 Chiplet 技术、项目的研发和产业化。基于公司独有的芯片设计平台即服务 (Silicon Platform as a Service, SiPaaS) 经营模式, 目前公司主营业务的应用领域广泛包括消费电子、汽车电子、计算机及周边、工业、数据处理、物联网等, 主要客户包括芯片设计公司、IDM、系统厂商、大型互联网公司、云服务提供商等。

**Chiplet 技术加速布局。**随着各行各业进入人工智能升级的关键时期, 市场对于大算力的需求急剧增长。在此背景下, 集成电路行业正经历从 SoC (系统级芯片) 向 SiP (系统级封装) 的转型, 这一转变是出于对高性能单芯片集成度与复杂性的提升、性能与功耗的优化、良率与设计/制造成本改善等多方面的考量。为了适应这一发展趋势, 芯原正在将其在 SoC 中扮演重要角色的半导体 IP (知识产权) 升级为 SiP 中的核心组件——Chiplet, 并基于此构建 Chiplet 架构的芯片设计服务平台。目前, 公司 Chiplet 业务进展顺利, 芯原已帮助客户设计了基于 Chiplet 架构的高端应用处理器, 采用了 MCM 先进封装技术, 将高性能 SoC 和多颗 IPM 内存合封; 已帮助客户的高算力 AIGC 芯片设计了 2.5DCoWos 封装; 已设计研发了针对 Die to Die 连接的 UDie/BoW 兼容的物理层接口; 已和 Chiplet 芯片解决方案的行业领导者蓝洋智能合作, 为其提供包括 GPGPU、NPU 和 VPU 在内的多款芯原自有处理器 IP, 帮助其部署基于 Chiplet 架构的高性能人工智能芯片, 该芯片面向数据中心、高性能计算、汽车等应用领域。公司再融资募投项目之一为“AIGC 及智慧出行领域 Chiplet 解决方案平台研发项目”, 并形成基于 Chiplet 架构的软硬件芯片设计平台, 对公司现有技术有如下提升: 1) 结合公司 IP 技术、芯片软硬件设计能力等, 新增高算力 GPGPU Chiplet、AI Chiplet 和主控 Chiplet; 2) 新增 Die to Die 接口 IP 及相关软件协议栈; 3) 强化先进封装技术的设计与应用能力; 4) 开发基于 Chiplet 架构的可扩展大算力软硬件架构。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 24/29/35 亿元，实现归母净利润分别为-4/0.1/1 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PS 分别为 11 倍、9 倍、7 倍，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

业绩大幅下滑或亏损的风险，核心竞争力风险，经营风险，财务风险，行业风险，宏观环境风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2338	2406	2945	3540
增长率 (%)	-12.73	2.90	22.40	20.23
EBITDA (百万元)	-22.61	-142.89	283.46	369.20
归属母公司净利润 (百万元)	-296.47	-403.50	10.06	101.84
增长率 (%)	-501.64	-36.10	102.49	912.46
EPS (元/股)	-0.59	-0.81	0.02	0.20
市盈率 (P/E)	-86.75	-63.74	2556.88	252.54
市净率 (P/B)	9.52	11.18	11.14	10.67
EV/EBITDA	-1111.82	-183.89	93.09	71.48

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2338	2406	2945	3540	营业收入	-12.7%	2.9%	22.4%	20.2%
营业成本	1292	1313	1606	1920	营业利润	-399.1%	-46.6%	102.3%	962.4%
税金及附加	6	6	8	9	归属于母公司净利润	-501.6%	-36.1%	102.5%	912.5%
销售费用	115	136	138	156	<b>获利能力</b>				
管理费用	119	130	133	152	毛利率	44.8%	45.4%	45.5%	45.8%
研发费用	947	1203	1046	1197	净利率	-12.7%	-16.8%	0.3%	2.9%
财务费用	-5	18	24	29	ROE	-11.0%	-17.5%	0.4%	4.2%
资产减值损失	-19	-5	-5	-5	ROIC	-6.5%	-10.8%	0.9%	3.5%
<b>营业利润</b>	<b>-271</b>	<b>-397</b>	<b>9</b>	<b>98</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2	1	1	1	资产负债率	38.7%	49.0%	51.1%	53.2%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	2.86	2.28	2.21	2.19
<b>利润总额</b>	<b>-269</b>	<b>-396</b>	<b>10</b>	<b>99</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	27	8	0	-3	应收账款周转率	2.25	2.41	2.70	2.69
<b>净利润</b>	<b>-296</b>	<b>-403</b>	<b>10</b>	<b>102</b>	存货周转率	3.68	4.43	4.78	4.82
<b>归母净利润</b>	<b>-296</b>	<b>-403</b>	<b>10</b>	<b>102</b>	总资产周转率	0.53	0.54	0.64	0.72
<b>每股收益(元)</b>	<b>-0.59</b>	<b>-0.81</b>	<b>0.02</b>	<b>0.20</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-0.59	-0.81	0.02	0.20
货币资金	689	703	644	742	每股净资产	5.40	4.60	4.62	4.82
交易性金融资产	400	400	400	400	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1084	1033	1285	1513	PE	-86.75	-63.74	2556.88	252.54
预付款项	23	58	50	72	PB	9.52	11.18	11.14	10.67
存货	279	314	358	438	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>2718</b>	<b>2754</b>	<b>3006</b>	<b>3460</b>	净利润	-296	-403	10	102
固定资产	505	695	679	657	折旧和摊销	186	234	249	241
在建工程	6	4	3	2	营运资本变动	-95	26	-184	-161
无形资产	397	495	487	490	其他	196	67	69	73
<b>非流动资产合计</b>	<b>1688</b>	<b>1755</b>	<b>1718</b>	<b>1688</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-9</b>	<b>-77</b>	<b>143</b>	<b>255</b>
<b>资产总计</b>	<b>4406</b>	<b>4509</b>	<b>4724</b>	<b>5148</b>	资本开支	-115	-520	-210	-210
短期借款	0	0	0	0	其他	-311	218	-3	-4
应付票据及应付账款	96	139	144	188	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-426</b>	<b>-302</b>	<b>-213</b>	<b>-213</b>
其他流动负债	854	1069	1216	1393	股权融资	84	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>950</b>	<b>1208</b>	<b>1360</b>	<b>1581</b>	债务融资	388	460	52	102
其他	756	1002	1054	1156	其他	-115	-69	-42	-45
<b>非流动负债合计</b>	<b>756</b>	<b>1002</b>	<b>1054</b>	<b>1156</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>357</b>	<b>391</b>	<b>10</b>	<b>57</b>
<b>负债合计</b>	<b>1706</b>	<b>2210</b>	<b>2414</b>	<b>2736</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-77</b>	<b>14</b>	<b>-60</b>	<b>98</b>
股本	500	500	500	500					
资本公积金	4065	4065	4065	4065					
未分配利润	-1815	-2217	-2208	-2122					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-49	-49	-48	-32					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2700</b>	<b>2299</b>	<b>2309</b>	<b>2411</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>4406</b>	<b>4509</b>	<b>4724</b>	<b>5148</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
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