

三大产品线持续拓展布局

核心观点

- 计算芯片持续拓展产品布局，自主研发 AI 算法和 NPU。**公司计算芯片主要面向消费类市场，其中 80%以上面向安防监控类产品；面对激烈的市场竞争，公司持续拓展产品布局，把握市场新需求，T 系列芯片已应用于 AI 眼镜、AI 耳机等可穿戴产品，X2600、T41 等芯片在扫地机器人、斗宠机器人等新领域也得到了应用。公司计算芯片核心 IP 持续自主研发和优化迭代，自主研发的 NPU 具有一定端级 AI 能力，AI 算法也已被很多客户采用；公司积极布局 RISC-V 架构，自研 RISC-V CPU 核已应用于部分芯片产品中。针对安防市场双摄需求的普及，公司研发了更具性价比优势的 T32 产品，已于 24 年实现投片；着力中高端市场，预计 25 年将推出 T42 芯片。
- 存储芯片价格趋稳，DRAM 新工艺进展顺利。**公司存储芯片主要应用在汽车、工业、医疗等行业市场，按收入占比划分，24 年汽车市场占比约 40%以上。尽管目前行业市场需求仍处于相对低位，行业市场相比消费市场稳定性较高，公司存储芯片的毛利率较为稳定。SRAM 产品方面，公司持续进行产品推广，努力提高市场份额；Flash 产品方面，公司产品线涵盖目前全球主流的 NORFlash 存储芯片，大容量 NORFlash 布局持续推进；DRAM 产品方面，21nm、20nm 工艺 DRAM 产品将于 2025 年推出，其中 21nm 工艺将首先用于提升 DDR3 性能，后续更新工艺将用于 DDR4 和 LPDDR4 产品。
- 模拟互联产品竞争优势明显，利润率持续维持较高水平。**公司模拟产品下游包括车规、办公设备、白色家电、工业、部分消费，其中面向汽车市场的销售占比超过 50%。公司竞品以 TI、英飞凌相关产品为主，国内竞争优势明显，成长空间广阔，毛利率维持在 50%以上。互联产品 Green PHY 继续进行产品推广，并持续有新客户进行设计导入，公司支持部分 Tier1 厂商进行了方案设计，部分客户的产品逐渐落地。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.90、1.19、1.38 元（原 24-25 年预测为 1.58、1.94 元，主要因行业景气度低迷，下调了各项主营业务的营收），根据可比公司 25 年平均 71 倍 PE 估值，给予 84.49 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 需求恢复不及预期；新产品进展不及预期；代工成本降低不及预期；市场波动可能带来的估值风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,412	4,531	4,378	5,185	6,136
同比增长(%)	2.6%	-16.3%	-3.4%	18.4%	18.3%
营业利润(百万元)	814	545	472	628	736
同比增长(%)	-12.7%	-33.1%	-13.3%	33.0%	17.2%
归属母公司净利润(百万元)	789	537	434	572	667
同比增长(%)	-14.8%	-31.9%	-19.1%	31.6%	16.6%
每股收益(元)	1.64	1.12	0.90	1.19	1.38
毛利率(%)	38.6%	37.1%	37.5%	37.6%	37.9%
净利率(%)	14.6%	11.9%	9.9%	11.0%	10.9%
净资产收益率(%)	7.3%	4.7%	3.6%	4.6%	5.1%
市盈率	48.1	70.7	87.4	66.4	57.0
市净率	3.4	3.2	3.1	3.0	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年02月13日）	78.88 元
目标价格	84.49 元
52 周最高价/最低价	89.14/42.8 元
总股本/流通 A 股（万股）	48,157/41,959
A 股市值（百万元）	37,986
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 02 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.84	28.51	-5.53	58.31
相对表现%	1.22	23.6	-0.52	42.26
沪深 300%	1.62	4.91	-5.01	16.05



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

消费类产品增长显著，行业市场竞争优势明显逐步企稳	2024-01-31
四大产品线全面布局，车规先发优势卡位优质赛道	2023-02-15

盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.90、1.19、1.38 元（原 24-25 年预测为 1.58、1.94 元），主要因下游行业景气度低迷，下调了各项主营业务的营收。根据可比公司 25 年平均 71 倍 PE 估值，给予 84.49 元目标价，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2025/2/13	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
东芯股份	688110	26.36	-0.69	-0.18	0.22	0.49	-38.06	-145.72	122.26	53.72
兆易创新	603986	127.68	0.24	1.68	2.48	3.18	526.08	75.97	51.48	40.11
江波龙	301308	85.42	-1.99	2.27	2.15	2.58	-42.92	37.67	39.76	33.14
澜起科技	688008	70.00	0.39	1.20	1.79	2.45	177.71	58.49	39.11	28.57
芯海科技	688595	39.15	-1.01	-0.69	0.25	0.90	-38.87	-56.60	156.35	43.45
	最大值						526.08	75.97	156.35	53.72
	最小值						(42.92)	(145.72)	39.11	28.57
	平均数						116.79	(6.04)	81.79	39.80
	调整后平均						33.59	13.19	71.17	38.90

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

需求恢复不及预期；新产品进展不及预期；代工成本降低不及预期；市场波动可能带来的估值风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,401	3,927	4,359	4,447	4,334	营业收入	5,412	4,531	4,378	5,185	6,136
应收票据、账款及款项融资	520	407	393	466	551	营业成本	3,325	2,850	2,735	3,233	3,810
预付账款	54	69	67	79	93	销售费用	291	313	301	351	416
存货	2,304	2,405	2,308	2,728	3,215	管理费用	166	179	216	250	296
其他	516	775	783	712	821	研发费用	642	708	698	791	936
流动资产合计	6,795	7,583	7,909	8,432	9,015	财务费用	(68)	(93)	(82)	(88)	(87)
长期股权投资	2	1	2	1	1	资产、信用减值损失	278	73	60	50	58
固定资产	367	451	406	404	426	公允价值变动收益	1	3	0	1	1
在建工程	133	4	117	255	373	投资净收益	15	21	16	17	18
无形资产	721	645	615	586	557	其他	21	20	6	13	10
其他	4,403	4,058	4,054	4,052	4,055	营业利润	814	545	472	628	736
非流动资产合计	5,627	5,159	5,194	5,298	5,411	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	12,422	12,742	13,103	13,731	14,427	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	815	545	473	629	737
应付票据及应付账款	660	423	497	569	643	所得税	36	29	47	63	74
其他	391	362	319	352	368	净利润	779	516	426	566	663
流动负债合计	1,051	785	816	921	1,011	少数股东损益	(10)	(22)	(9)	(6)	(3)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	789	537	434	572	667
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.64	1.12	0.90	1.19	1.38
其他	112	128	128	128	128						
非流动负债合计	112	128	128	128	128	主要财务比率					
负债合计	1,163	913	944	1,049	1,139		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	36	38	30	24	21	成长能力					
实收资本（或股本）	482	482	482	482	482	营业收入	2.6%	-16.3%	-3.4%	18.4%	18.3%
资本公积	8,845	8,845	8,845	8,845	8,845	营业利润	-12.7%	-33.1%	-13.3%	33.0%	17.2%
留存收益	1,958	2,457	2,795	3,323	3,933	归属于母公司净利润	-14.8%	-31.9%	-19.1%	31.6%	16.6%
其他	(61)	8	8	8	8	获利能力					
股东权益合计	11,259	11,830	12,159	12,682	13,288	毛利率	38.6%	37.1%	37.5%	37.6%	37.9%
负债和股东权益总计	12,422	12,742	13,103	13,731	14,427	净利率	14.6%	11.9%	9.9%	11.0%	10.9%
						ROE	7.3%	4.7%	3.6%	4.6%	5.1%
现金流量表						ROIC	6.6%	3.7%	2.9%	3.9%	4.5%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	779	516	426	566	663	资产负债率	9.4%	7.2%	7.2%	7.6%	7.9%
折旧摊销	229	209	125	141	167	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(68)	(93)	(82)	(88)	(87)	流动比率	6.47	9.66	9.69	9.16	8.92
投资损失	(15)	(21)	(16)	(17)	(18)	速动比率	3.91	6.23	6.53	5.84	5.36
营运资金变动	(858)	(395)	326	(512)	(636)	营运能力					
其它	(143)	342	(12)	49	57	应收账款周转率	9.2	9.9	11.0	12.2	12.2
经营活动现金流	(76)	558	767	139	146	存货周转率	1.6	1.1	1.0	1.1	1.1
资本支出	(22)	58	(163)	(247)	(278)	总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
长期投资	1	(50)	33	(5)	(7)	每股指标（元）					
其他	488	(22)	(188)	157	(5)	每股收益	1.64	1.12	0.90	1.19	1.38
投资活动现金流	467	(14)	(318)	(95)	(290)	每股经营现金流	-0.16	1.16	1.59	0.29	0.30
债权融资	(1)	4	(2)	0	1	每股净资产	23.31	24.48	25.19	26.28	27.55
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	(77)	(37)	(14)	44	30	市盈率	48.1	70.7	87.4	66.4	57.0
筹资活动现金流	(78)	(33)	(16)	44	31	市净率	3.4	3.2	3.1	3.0	2.9
汇率变动影响	226	15	-0	-0	-0	EV/EBITDA	34.4	50.8	65.2	49.3	41.1
现金净增加额	540	527	432	88	(113)	EV/EBIT	45.0	74.3	86.1	62.1	51.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。