

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)	74.78
总股本/流通股本(亿股)	5.00 / 4.98
总市值/流通市值(亿元)	374 / 373
52 周内最高/最低价	82.69 / 24.79
资产负债率(%)	38.7%
市盈率	-126.75
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)

ASIC 定制化平台助力端侧 AI

● 事件

2 月 27 日，公司披露 2024 年年度业绩快报公告，公司 2024 年预计实现营收 23.23 亿元，同比-0.66%。

● 投资要点

2024 年末在手订单 24.06 亿，在手订单连续五季度保持高位。2024 年上半年，半导体产业逐步复苏，得益于公司独特的商业模式，即原则上无产品库存的风险，无应用领域的边界，公司自二季度起，经营情况快速扭转。公司 2024 年第二季度营业收入规模同比恢复到受行业周期影响前水平，2024 年第三季度营业收入创历年三季度收入新高，同比增长 23.60%，第四季度收入同比增长超 17%，全年营业收入预计基本与 2023 年持平。2024 年下半年，公司芯片设计业务收入同比增长约 81%，知识产权授权使用费业务收入同比增长约 21%，量产业务收入同比下降约 4%。2024 年第四季度，公司芯片设计业务收入同比增长约 81%，知识产权授权使用费业务收入同比下降约 28%，量产业务收入同比增长约 32%，体现了公司收入受行业下行周期影响较晚、恢复增长较早的特点。截至 2024 年末，公司订单情况良好，在手订单 24.06 亿元，较三季度末的 21.38 亿元进一步提升近 13%，在手订单已连续五季度保持高位。从新签订单角度，2024 年四季度公司新签订单超 9.4 亿元，2024 年下半年新签订单总额较 2024 年上半年提升超 38%，较 2023 年下半年同比提升超 36%，较半导体行业周期下行及去库存影响下的 2023 年上半年大幅提升超 66%，对公司未来的业务拓展及业绩转化奠定坚实基础。

大算力推动 IP 行业生态发展，Chiplet 技术加速布局。作为一家依托自主半导体 IP，为客户提供平台化、全方位、一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务的企业，公司拥有自主可控的图形处理器 IP (GPU IP)、神经网络处理器 IP (NPU IP)、视频处理器 IP (VPU IP)、数字信号处理器 IP (DSP IP)、图像信号处理器 IP (ISP IP) 和显示处理器 IP (Display Processor IP) 这六类处理器 IP，以及 1,600 多个数模混合 IP 和射频 IP。基于自有的 IP，公司已拥有丰富的面向人工智能 (AI) 应用的软硬件芯片定制平台解决方案，涵盖如智能手表、AR/VR 眼镜等实时在线 (Always on) 的轻量化空间计算设备，AI PC、AI 手机、智慧汽车、机器人等高效率端侧计算设备，以及数据中心/服务器等高性能云侧计算设备。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。

赋能系统厂商、大型互联网公司和云服务提供商等非芯片公司客户群体成长。公司来自系统厂商、大型互联网公司和云服务提供商等非芯片公司客户群体的收入约占整体收入四成。近年来，系统厂商、互联网公司和云服务提供商因成本、差异化竞争等原因，越来越多地开始设计自有品牌的芯片，而这类企业因为芯片设计能力、资源和经验相对欠缺，大多会寻求与半导体 IP 公司或芯片设计服务公司进行合作。公司拥有先进的芯片定制技术、丰富的 IP 储备，延伸至软件和系统平台的设计能力，已成为这几类客户首选的芯片设计服务合作伙伴之一。这几类客户带来的收入成长，一方面体现在，由于更多的公司进入到芯片设计这个领域，产生了更多半导体 IP 的需求，带动公司 IP 授权业务的成长；另外，公司芯片定制服务的一些系统厂商、互联网企业和云服务提供商客户，项目已进入量产阶段，客户的业务增长会直接带动公司量产业务收入的增长。互联网视频相关应用市场日益增长，如 4K 高清直播、在线会议、云游戏等应用，都需要在数据中心进行高密度的视频解码和编码。芯原的数据中心视频转码平台可以大幅度提高数据中心的视频处理能力，并降低整体功耗和成本。芯原的视频处理器 IP 系列中最新一代的 VC9800 系列 IP 具备高性能、高吞吐量和服务器级别的多码流编解码能力，可支持最高 256 路码流，并兼容所有的主流视频格式，包括新一代先进格式 VVC 等，可满足包括视频转码服务器、AI 服务器、云桌面和云游戏等在内的下一代数据中心的先进需求。目前，视频处理器 IP 技术已经获得多家客户的认可，其中包括中国前 5 名互联网企业中的 3 家，以及全球前 20 名云服务提供商中的 12 家客户。芯原数据中心视频转码加速解决方案可以为客户提供基于芯原自有 IP 的高性能视频转码芯片和开源软件一体化解决方案，广泛应用于视频加速卡、流媒体及视频点播、数据中心服务器及安全监控视频系统等，为客户提供高性能视频处理的同时，极大地降低整体功耗和成本。目前，公司视频转码平台项目进展顺利，第一代平台已于 2021 年第二季度完成研发工作，并以 IP 授权、一站式芯片定制业务等方式获得了多家客户的采用，已完成适配并陆续出货；基于芯原 IP 的第二代视频转码平台一站式芯片定制项目（包括软硬件协同验证）已基本完成，该平台在原有的技术基础上将不同格式视频转码能力增强到 8K，增加了对 AV1 格式的支持，并新增了 AI 处理能力，此外，还增加了高性能的多核 RISC-V CPU 和硬件的加密引擎。

持续推进 RISC-V 等生态建设发展促进技术产业化。RISC-V 是

一个免费、开放的指令集架构。随着物联网时代的发展，场景需求碎片化、差异化，对定制化、可修改、低功耗、低成本的 RISC-V CPU 带来极大需求；目前，全球已有大量的集成电路设计公司将 RISC-V 用在自己的芯片中，并将 RISC-V 技术从嵌入式场景成功拓展到了工业控制、自动驾驶、人工智能、通信、数据中心等对算力要求更高的场景中。RISC-V 产业的发展，除了发展技术本身，还需要发展生态，作为领先的芯片设计服务和半导体 IP 供应商，芯原在 RISC-V 领域进行了积极布局。2018 年 9 月，由上海集成电路行业协会推荐芯原股份作为首任理事长单位牵头建立的中国 RISC-V 产业联盟 (CRVIC)，截至 2024 年 9 月底，会员单位共有 195 家会员单位。由中国 RISC-V 产业联盟和芯原共同主办的滴水湖中国 RISC-V 产业论坛已经成功召开了四届。每届会议上，约十家本土企业集中发布十余款国产 RISC-V 芯片新品，广泛应用于消费电子、智能家居、可穿戴设备、通信、汽车、工业控制等多个领域。目前业界如芯来等公司已经推出了一些优质的 RISC-V IP 核，芯原已通过将第三方 RISC-V IP 与芯原业已获得市场验证的自有 IP 优化协同，集成到公司的平台或系统解决方案中，来推动 RISC-V 应用生态的发展，例如芯原推出了基于 RISC-V 芯片的硬件开发板，VeriHealthi 可穿戴式健康监测平台方案，并基于 VeriHealthi 平台开展了面向全国高校的“芯原杯”全国嵌入式软件开发大赛，以上举措将有助于推动 RISC-V 生态的发展以及人才的培养；此外公司也在 RISC-V 领域进行了股权投资等布局。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 23/29/35 亿元，实现归母净利润分别为-6/0.1/1 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PS 分别为 20 倍、16 倍、13 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	2323	2945	3540
增长率(%)	-12.73	-0.66	26.78	20.23
EBITDA（百万元）	-22.61	-337.86	283.46	369.20
归属母公司净利润（百万元）	-296.47	-605.24	7.94	100.35
增长率(%)	-501.64	-104.15	101.31	1164.57
EPS(元/股)	-0.59	-1.21	0.02	0.20
市盈率（P/E）	-158.60	-77.69	5925.28	468.56
市净率（P/B）	17.41	22.41	22.33	21.31
EV/EBITDA	-1111.82	-141.07	168.46	129.52

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
利润表					成长能力				
营业收入	2338	2323	2945	3540	营业收入	-12.7%	-0.7%	26.8%	20.2%
营业成本	1292	1375	1606	1920	营业利润	-399.1%	-118.6%	101.2%	1,273.7%
税金及附加	6	6	8	9	归属于母公司净利润	-501.6%	-104.2%	101.3%	1,164.6%
销售费用	115	135	138	156	获利能力				
管理费用	119	132	133	152	毛利率	44.8%	40.8%	45.5%	45.8%
研发费用	947	1250	1046	1197	净利率	-12.7%	-26.1%	0.3%	2.8%
财务费用	-5	18	27	31	ROE	-11.0%	-28.9%	0.4%	4.5%
资产减值损失	-19	-5	-5	-5	ROIC	-6.5%	-17.5%	1.0%	3.7%
营业利润	-271	-592	7	96	偿债能力				
营业外收入	2	1	1	1	资产负债率	38.7%	55.0%	56.3%	58.5%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	2.86	1.86	1.87	1.86
利润总额	-269	-591	8	97	营运能力				
所得税	27	15	0	-3	应收账款周转率	2.25	2.12	2.33	2.33
净利润	-296	-605	8	100	存货周转率	3.68	4.32	4.38	4.55
归母净利润	-296	-605	8	100	总资产周转率	0.53	0.51	0.62	0.70
每股收益(元)	-0.59	-1.21	0.02	0.20	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.59	-1.21	0.02	0.20
货币资金	689	615	578	615	每股净资产	5.40	4.19	4.21	4.41
交易性金融资产	400	400	400	400	估值比率				
应收票据及应收账款	1084	1225	1430	1775	PE	-158.60	-77.69	5925.28	468.56
预付款项	23	61	50	72	PB	17.41	22.41	22.33	21.31
存货	279	358	375	469	现金流量表				
流动资产合计	2718	2901	3102	3625	净利润	-296	-605	8	100
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	139	-160	-220
无形资产	397	495	487	490	其他	196	67	69	73
非流动资产合计	1688	1755	1718	1688	经营活动现金流净额	-9	-165	165	194
资产总计	4406	4657	4820	5313	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	187	169	232	投资活动现金流净额	-426	-302	-213	-213
其他流动负债	854	1370	1491	1720	股权融资	84	0	0	0
流动负债合计	950	1557	1660	1951	债务融资	388	460	52	102
其他	756	1002	1054	1156	其他	-115	-69	-42	-45
非流动负债合计	756	1002	1054	1156	筹资活动现金流净额	357	391	10	57
负债合计	1706	2559	2714	3107	现金及现金等价物净增加额	-77	-74	-37	37
股本	500	500	500	500					
资本公积金	4065	4065	4065	4065					
未分配利润	-1815	-2419	-2412	-2327					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-49	-49	-48	-33					
所有者权益合计	2700	2098	2106	2206					
负债和所有者权益总计	4406	4657	4820	5313					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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