

华大九天 (301269.SZ)

报告日期: 2025 年 04 月 02 日

# 国产半导体 EDA 领航者，加速赶超全球三巨头

## ——华大九天深度报告

### 投资要点

- 国产 EDA 龙头，20-23 年营收 CAGR 34.6%、归母净利润 CAGR 24.7%**  
 公司成立于 2009 年，核心团队 20 世纪 90 年代起参与中国首款自主 EDA 工具“熊猫 ICCAD 系统”的研发。公司在国内头部客户的支持下，快速迭代，迅速缩小与全球行业龙头公司的差距，国内市场份额快速提升，2022 年已达 7%。2020 至 2023 年，公司营收 CAGR 高达 34.6%、归母净利润 CAGR 达 24.7%。
- 半导体市场高增，叠加正版化趋势，预计 24-27 年国内 EDA 行业增速约 36%。**  
 预计 2024-2027 年我国半导体市场规模增速约 20%。EDA 国产化叠加正版化趋势明显，预计未来三年 EDA 占半导体比重上升至 1.1%、1.2%、1.3%。我们预计，24-27 年我国 EDA 市场从 140 亿增至 354 亿元，CAGR36%。
- 进口替代到供应全球，公司市场份额有望快速提升。**  
 目前全球及中国市场主要由 Synopsys、Cadence 和 Siemens EDA 三巨头主导。2022 年中国 EDA 市场 CR3 达 75%，公司作为 EDA 国产化破局者，2022 年占 7% 市场份额，位列中国公司首位。未来随着 EDA 工具补齐和集成电路设计全流程覆盖，有望快速提升市占率。
- 品类扩张、份额提升有望驱动公司未来 3 年收入复合增速约超过 40%。**  
 第一，自研及并购双轮驱动，公司快速补齐工艺覆盖度，目标实现全流程覆盖。公司并购芯和半导体，补齐多款关键核心 EDA 工具，打造全谱系全流程能力。公司数字电路覆盖度快速提升，有望在 2026 年前实现 90% 以上的覆盖，其他品类基本实现全流程覆盖。第二，AI 驱动，迅速缩小与三巨头差距；全流程优势，扩大公司与追赶者差距，市场份额加速增长。第三，品类扩张、市占率提升、行业增长，未来 3 年的增长中枢超过 40%。
- 盈利预测与估值**  
 预计公司 2024-2026 年营收复合增速 43%；归母净利润为 1.29、2.30、3.92 亿元，同比-35.64%、+77.68%、+70.83%，3 年 CAGR 为 74%。公司作为 EDA 国内龙头，有望成为国内第一家 EDA 工具全流程覆盖的 EDA 公司，有望实现从进口替代到供应全球的跨越。对比全球巨头，公司市值仍有巨大成长空间，PS 倍数低于国内可比公司，给予“买入”评级。
- 风险提示**  
 技术研发风险；EDA 国产化进程存在不确定性；并购进展低于预期；国际贸易摩擦；行业竞争加剧；测算假设不及预期

### 财务摘要

| (百万元)      | 2023A  | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入       | 1,010  | 1,288   | 1,808  | 2,617  |
| (+/-) (%)  | 26.61% | 27.51%  | 40.31% | 44.75% |
| 归母净利润      | 201    | 129     | 230    | 392    |
| (+/-) (%)  | 8.20%  | -35.64% | 77.68% | 70.83% |
| EPS (最新摊薄) | 0.37   | 0.24    | 0.42   | 0.72   |
| P/E        | 301.60 | 468.59  | 263.72 | 154.37 |
| ROE        | 16%    | 27%     | 30%    | 29%    |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 投资评级: 买入(首次)

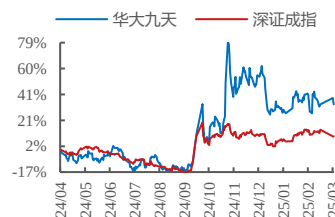
**分析师: 邱世梁**  
 执业证书号: S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

**研究助理: 陈红**  
 chen hong01@stocke.com.cn

### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 111.52  |
| 总市值(百万元) | 60,548.87 |
| 总股本(百万股) | 542.94    |

### 股票走势图



### 相关报告

- 《突破逻辑综合工具，EDA 龙头再下一城》2023.07.30
- 《产品矩阵明显丰富，EDA 龙头行稳致远》2023.04.28
- 《华大九天 (301269): 国产 EDA 变局中开新局》2022.12.27

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 我们预计公司 2024-2026 年营收为 12.88、18.08、26.17 亿元，同比分别增长 27.51%、40.31%、44.75%，3 年 CAGR 达 43%；归母净利润为 1.29、2.30、3.92 亿元，同比-35.64%、+77.68%、+70.83%，3 年 CAGR 为 74%，对应 EPS 为 0.24、0.42、0.72 元。

2) EDA 行业将是强者恒强的行业，其软件的复杂性、高学习成本、高切换成本、对可靠性的高要求的特点决定了其具有较高的客户粘性。未来公司有望通过工艺流程的全覆盖，迅速缩小与三巨头差距，加大公司与国内追赶者差距，长期看国内远期市场份额有望超过 50%。公司品类扩张、市占率提升、收入及利润增长空间大，增速高，成长周期长。

3) 对比全球巨头，公司市值仍有巨大成长空间，PS 倍数低于国内可比公司，给予“买入”评级。

### ● 关键假设

1) 全球半导体市场规模增长中枢约 10%：据 IDC 预测，2024-2027 年，全球半导体市场规模增长中枢约 10%。

2) 中国半导体市场规模增长中枢约 20%：外部贸易禁令下，我国不断加强资金投入，推动半导体国产化，我们预计 2024-2027 年半导体市场规模增长中枢约 20%。

3) 我国 EDA 占半导体产业比重持续上升：随着 EDA 产业国产化推进，盗版软件预计将得到遏制（缺乏维护和更新），EDA 占半导体产业比重近年来持续上升，我们预计 2024-2027 年 EDA 产业占半导体比重上升至 1%、1.1%、1.2%、1.3%。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场认为，公司当前估值水平显著高于可比公司。

我们认为：半导体 EDA 行业壁垒高，强者恒强，公司有望成为国内第一家各领域均实现 EDA 全流程覆盖的 EDA 公司。长期看国内远期市场份额有望超过 50%，收入及利润增长空间大，增速高，成长周期长。从全球龙头市值对比看，公司还有很大的上升空间。

### ● 股价上涨的催化因素

公司工具链补全的里程碑式进展、国家半导体相关政策、AI 里程碑式进展。

### ● 风险提示

1、**技术研发风险**：EDA 行业技术壁垒高，若公司自主研发产品与客户需求存在偏差，或新业务产品商业化进度滞后，可能制约业绩释放。

2、**EDA 国产化进程存在不确定性**：海外 EDA 巨头仍占据主导地位，国内厂商虽迎国产替代机遇，但技术生态构建及市场渗透节奏存在波动风险。

3、**并购进展低于预期**：并购存在监管和交易层面的诸多不确定因素。

4、**国际贸易摩擦**：全球产业链博弈加剧，若技术管制、出口限制等措施持续升级，或导致供应链稳定性受损及市场拓展受阻。

5、**行业竞争加剧**：海外巨头实力强劲、积淀丰富、生态完善，虽然华大九天竞争力强且近期通过并购补齐了关键工具，但若海外巨头产品取得突破性进展，可能导致公司终局市占率不及预期。

6、**测算假设不及预期**：本文多处测算基于合理的行业发展假设，但国内外环境变化可能导致假设的情形偏离未来的实际情形。

## 正文目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 华大九天：国产 EDA 龙头，自主化破局领军者</b>      | <b>5</b>  |
| 1.1 EDA 领军者，深耕行业 30 年，先进 EDA 产品一站式服务  | 5         |
| 1.2 国资本土 EDA，研发能力逐步提升                 | 8         |
| 1.3 EDA 核心业务驱动增长，高毛利水平持续维系            | 9         |
| <b>2 集成电路产业 EDA 工具：应政策大势发展，潜力无限</b>   | <b>11</b> |
| 2.1 集成电路产业战略基础支柱，EDA 国内市场增量迅猛         | 11        |
| 2.2 多项政策全方位支持，华大九天依托国家级研究中心行业技术领先     | 12        |
| 2.3 本土 EDA 冲破巨头垄断，细分市场表现出色，华大九天稳居榜首   | 14        |
| 2.4 后摩尔时代 AI 等高新技术推动 EDA 工具多元化场景应用和拓展 | 15        |
| <b>3 抓牢国际变局机遇，全方位补齐技术短板，生态协同不断增强</b>  | <b>17</b> |
| 3.1 完成全流程 EDA 产品布局，国产替代有望加速           | 17        |
| 3.2 生态建设增强用户粘性，资源整合完整解决方案             | 17        |
| 3.3 国际变局造就战略机遇，半导体领域晶圆设计成就核心竞争力       | 19        |
| <b>4 盈利预测与估值</b>                      | <b>20</b> |
| 4.1 盈利预测                              | 20        |
| 4.2 估值分析与投资建议                         | 21        |
| <b>5 风险提示</b>                         | <b>22</b> |

## 图表目录

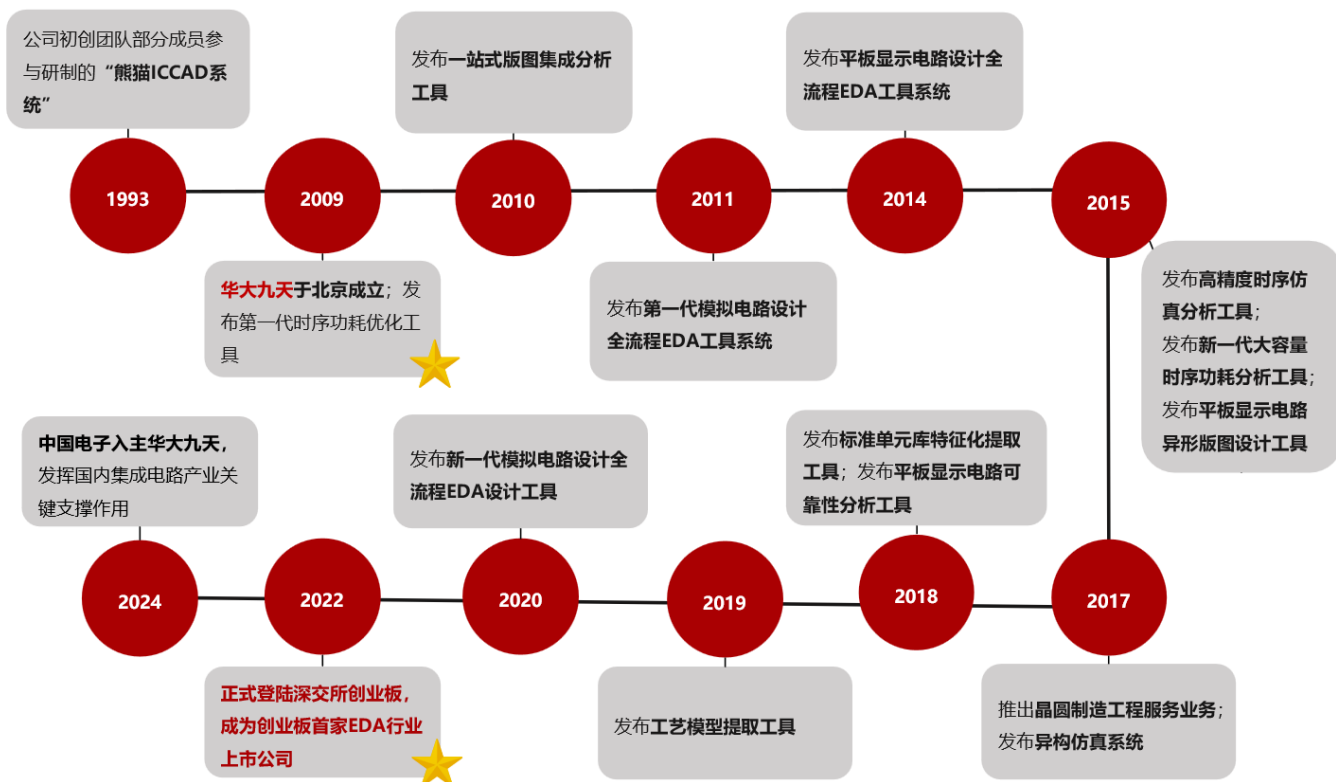
|                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 国内最早从事 EDA 研发公司之一, 具备明显先发优势 .....                             | 5  |
| 图 2: 公司 EDA 领域技术服务覆盖 7 大领域, 囊括多个工具系统及制造、设计工具 .....                 | 6  |
| 图 3: 股权国资主导, 结构相对分散 .....                                          | 8  |
| 图 4: 公司创新研发硕果累累 .....                                              | 9  |
| 图 5: 2020-2023 年公司营收复合增长率 34.6%, EDA 软件销售核心业务驱动增长 (单位: 亿元) .....   | 10 |
| 图 6: EDA 工具是集成电路产业的战略基础支柱之一 .....                                  | 11 |
| 图 7: 2022 年~2027 年中国 EDA 市场规模及预测 (亿元) .....                        | 12 |
| 图 8: 2022 年~2027 年全球 EDA 市场规模及预测 (亿美元) .....                       | 12 |
| 图 9: 全球 EDA 发展历程 VS 中国 EDA 发展历程 .....                              | 13 |
| 图 10: 全球 EDA 行业市场格局 .....                                          | 14 |
| 图 11: 中国 EDA 行业市场格局 .....                                          | 14 |
| 图 12: 中国厂商在引入 AI 方面不慢于 EDA 巨头 .....                                | 15 |
| 图 13: EDA 云计算平台 .....                                              | 16 |
| 图 14: 芯片-系统设计一体化促使 EDA 与 CAE 走向融合 .....                            | 16 |
| 图 15: 公司是我国唯一能够提供模拟电路设计全流程 EDA 工具系统的本土 EDA 企业 .....                | 17 |
| 图 16: 华大九天: 提供全程 EDA 解决方案 .....                                    | 18 |
| 图 17: Synopsys 通过并购壮大为全球 EDA 巨头 .....                              | 18 |
| 图 18: 芯和半导体: 全栈集成系统 EDA 平台 .....                                   | 19 |
| 图 19: 中国 EDA 行业主要公司市场规模及预测 (百万元) .....                             | 19 |
| 图 20: 华大九天晶圆制造 EDA 工具 .....                                        | 20 |
| 表 1: 服务覆盖需求广泛, 产品提供一站式完整解决方案 .....                                 | 7  |
| 表 2: 公司 2020 至 2023 营收指标不断增长, 归母净利润 CAGR 达 24.7% .....             | 10 |
| 表 3: 公司连续五年毛利率维持 90% 高水平, 研发费用率持续增多 .....                          | 10 |
| 表 4: 预计 2024-2027 年, 我国 EDA 市场规模从 140 亿增至 354 亿元, CAGR36.1%。 ..... | 12 |
| 表 5: 国家集中多项政策支持国内 EDA 软件行业的发展 .....                                | 13 |
| 表 6: 中国 EDA 软件领域领先企业及产品布局情况 .....                                  | 14 |
| 表 7: 华大九天营收拆分 .....                                                | 21 |
| 表 8: 华大九天远期市值空间测算 .....                                            | 22 |
| 表 9: 可比公司估值情况 (截至 2025 年 4 月 1 日) .....                            | 22 |
| 表附录: 三大报表预测值 .....                                                 | 24 |

## 1 华大九天：国产 EDA 龙头，自主化破局领军者

### 1.1 EDA 领军者，深耕行业 30 年，先进 EDA 产品一站式服务

**深耕 EDA 领域，自主创新引领行业。**华大九天成立于 2009 年，其核心团队自 20 世纪 90 年代起便参与中国首款自主知识产权 EDA 工具“熊猫 ICCAD 系统”的研发，在对填补我国在 EDA 领域的空白历程中发挥中坚作用。自成立以来，公司聚焦于 EDA 领域，从事 EDA 工具软件的开发，并围绕相关领域提供技术开发服务。华大九天自成立以来，一直聚焦于 EDA 工具的研发工作，持续推进 EDA 领域的新技术产业化落地，目前已经具备了模拟电路设计全流程 EDA 工具系统、数字电路设计 EDA 工具、平板显示电路设计全流程 EDA 工具系统以及晶圆制造 EDA 工具的核心技术，并完全实现了相关产品的产业化应用。企业凭借其核心技术实力以及在行业的领先地位先后承担多项国家级重大科研项目，截至 2024 年上半年，公司已拥有授权发明专利 300 项，软件著作权 141 项。

图1：国内最早从事 EDA 研发公司之一，具备明显先发优势



资料来源：公司官网、公司招股说明书、浙商证券研究所

**聚焦 EDA 工具，提供多元集成电路设计服务。**公司主要从事 EDA 工具软件的开发、销售及相关服务。公司产品包括全定制设计平台 EDA 工具系统、数字电路设计 EDA 工具、晶圆制造 EDA 工具和先进封装设计 EDA 工具等软件及相关技术服务。其中，全定制设计平台 EDA 工具系统包括模拟电路设计流程 EDA 工具系统、存储电路设计流程 EDA 工具系统、射频电路设计流程 EDA 工具系统和平板显示电路设计流程 EDA 工具系统；技术服务主要包括基础 IP、晶圆制造工程服务及其他相关服务。公司产品和服务主要应用于集成电路设计、制造及封装领域。

**1) EDA 软件销售（2023 营收占比 90%）：**EDA 是 Electronic Design Automation 的简称，即电子设计自动化；运用 EDA 技术形成的工具称为 EDA 工具。打开芯片的封装外壳，在高倍显微镜下对其表面进行观察，将会看到无数规则摆放的器件和连线，这就是芯



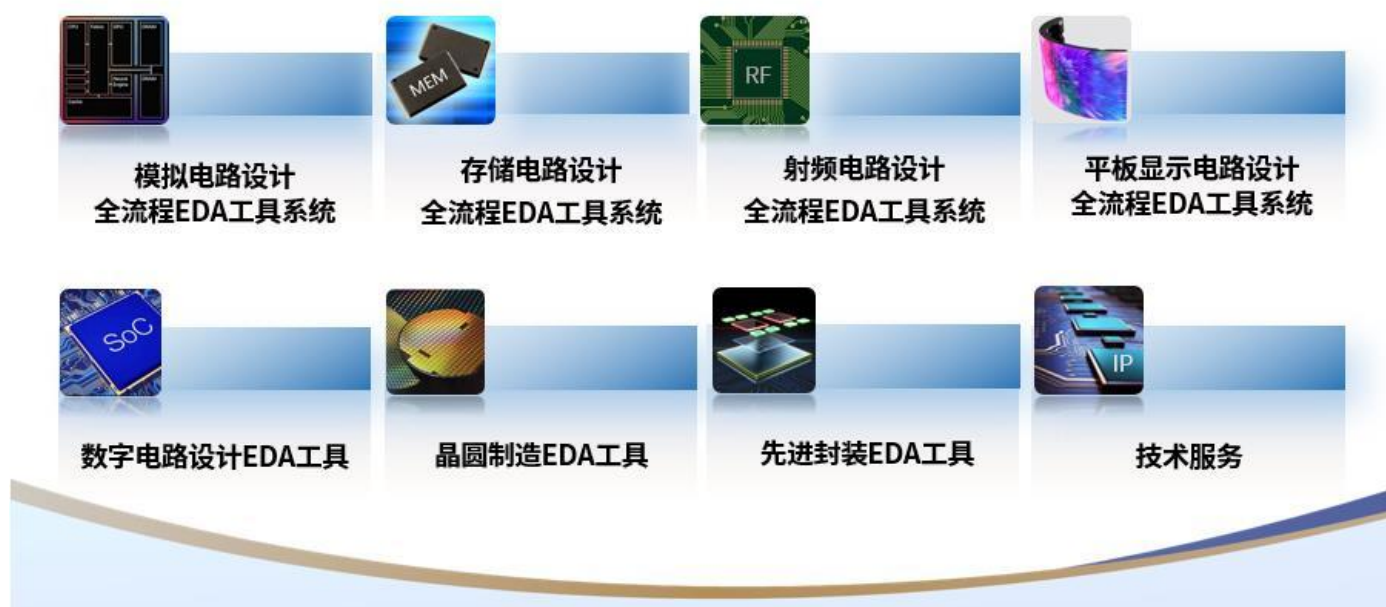
片的版图。设计和制造这个版图的各个环节都需要用到相应的 EDA 工具。EDA 工具是集成电路设计、制造、封装、测试等工作的必备工具，是贯穿整个集成电路产业链的战略基础支柱之一。

公司产品包括模拟电路设计全流程 EDA 工具系统、数字电路设计 EDA 工具、平板显示电路设计、全流程 EDA 工具系统、晶圆制造 EDA 工具和先进封装设计 EDA 工具软件、存储电路设计全流程 EDA 工具系统和射频电路设计全流程 EDA 工具系统等软件。公司 EDA 工具软主要通过授权模式向客户销售，收取授权费。公司对具体 EDA 工具软件产品的授权一般以合同约定的时间周期为限。

2) **技术开发服务（2023 营收占比 8%）**：公司基于在集成电路领域多年的技术积累，建立了完善的自动化设计服务流程，为集成电路设计和制造客户提供技术服务。主要包括基础 IP、晶圆制造工程服务及其他相关服务，涉及标准单元库、IO 库、存储器编译器、测试芯片设计、半导体器件测试分析、器件模型提取及工艺设计套件开发服务等。公司的技术服务业务主要按具体项目向客户收取服务费用，一般按照项目工作量和技術难度等因素综合定价。

3) **硬件、代理软件销售（2023 营收占比 2%）**。

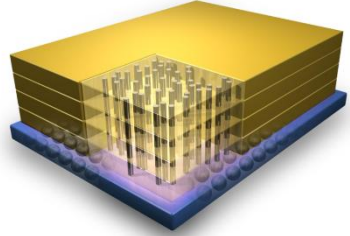
图2：公司 EDA 领域技术服务覆盖 7 大领域，囊括多个工具系统及制造、设计工具



资料来源：公司 2024 年半年报、招股说明书

表1：服务覆盖需求广泛，产品提供一站式完整解决方案

| 产品名称                                  | 产品用途                                                                                                                                                                             | 产品示意图                           |
|---------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| 数字电路设计 EDA 工具                         | 该数字电路设计 EDA 为设计师提供了一系列特色解决方案，涵盖从单元库特征化到版图集成分析的多个关键环节，具备高精度分析、自动化处理和优化能力，有效提升设计效率与质量，保障集成电路设计的可靠性与性能。                                                                             |                                 |
| 晶圆制造 EDA 工具                           | 该工具包括器件模型提取工具、存储器编译器开发工具、单元库特征化提取工具、单元库/IP 质量验证工具、版图集成与分析工具以及模拟电路设计全流程 EDA 工具等， <u>为晶圆制造厂提供了重要的技术支撑。</u>                                                                         |                                 |
| 全定制设计平台 EDA 工具系统                      | 全定制设计是一种所有器件和互连版图都以人工设计为主的设计方法，当前的全定制设计平台 EDA 工具系统包括模拟电路设计、存储电路设计全流程、射频电路设计流程和平板显示电路设计全流程 EDA 工具系统；2024 上半年，公司在现有全定制设计平台的基础上，基于统一数据库开发了应用人工智能、数据挖掘、数据分析等技术的全定制设计平台生态系统 PyAether。 |                                 |
| 模拟电路设计全流程 EDA 工具系统 (全定制设计平台 EDA 工具系统) | 公司为我国唯一能够提供模拟电路设计全流程 EDA 工具系统的本土 EDA 企业，该系统包括原理图编辑工具、版图编辑工具、电路仿真工具、物理验证工具、寄生参数提取工具和可靠性分析工具等， <u>为用户提供了从电路到版图、从设计到验证的一站式完整解决方案。</u>                                               | <p>注：红色部分为设计流程环节，蓝色部分为相应的工具</p> |
| 存储电路设计全流程 EDA 工具系统 (全定制设计平台 EDA 工具系统) | 公司存储电路全定制设计全流程 EDA 工具系统， <u>主要服务于集成电路领域的存储器设计及制造企业，以及系统级芯片设计企业中的存储模块设计团队，其设计流程与模拟电路类似，但具有更高的技术要求。</u>                                                                            | <p>注：红色部分为设计流程环节，蓝色部分为相应的工具</p> |
| 射频电路设计全流程 EDA 工具系统 (全定制设计平台 EDA 工具系统) | 该系统是国内唯一的射频电路设计全流程 EDA 工具系统，具体包括射频模型提取工具、射频电路原理图编辑工具等；系统通过开放标准接口集成了合作伙伴的电磁场仿真工具，实现了射频电路设计全流程的贯通， <u>为用户提供了从电路到版图、从设计到仿真验证的完整解决方案。</u>                                            | <p>注：红色部分为设计流程环节，蓝色部分为相应的工具</p> |

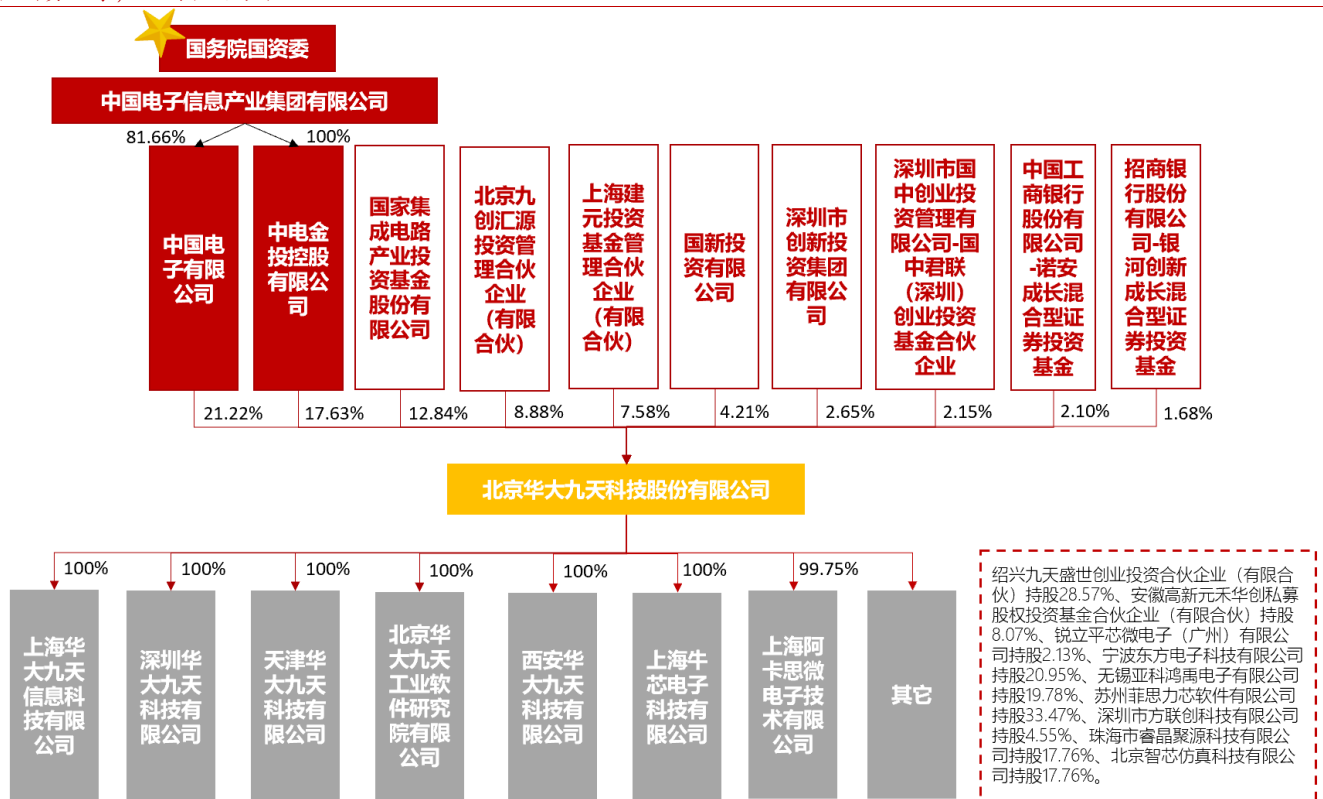
|                                            |                                                                                                                                                                                          |                                                                                     |
|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 平板显示电路设计全流程 EDA 工具系统<br>(全定制设计平台 EDA 工具系统) | 公司提供了全球领先的平板显示电路设计全流程 EDA 工具系统, 该系统包含平板显示电路设计器件模型提取工具、平板显示电路设计原理图编辑工具等多个工具被集成在统一设计平台中, 为设计师提供一套从原理图到版图, 从设计到验证的一站式解决方案, 为提高平板显示电路设计效率, 保证设计质量提供有力工具支撑。                                   |  |
| 先进封装设计 EDA 工具                              | 先进封装设计是指将多个小芯粒以 2.5D 中介板或 3D 堆叠的方式整合在一个封装体内, 公司先进封装自动布线工具支持业界主流的先进封装硅基工艺和有机重布线层工艺, 实现了多芯片间的大规模互联布线、高密度逃逸式布线以及大面积电源地平面布线等功能, 大幅提升了先进封装版图设计效率, 解决了先进封装设计流程中大规模版图布线效率低下的痛点问题, 实现了先进封装布线自动化。 |  |

资料来源: 公司招股说明书、公司 2024 年半年报, 浙商证券研究所

## 1.2 国资本土 EDA, 研发能力逐步提升

**国资企业支持, 股权结构分散。**华大九天作为国产 EDA 的领军企业, 其股权结构呈现明显的国资主导与相对分散特征。中国电子集团为公司第一大股东, 间接持股 34.96%, 国家集成电路大基金持股 12.84%, 国新投资有限公司持股 4.21%, 三家国资背景股东合计持股 52.01%, 为公司发展提供坚实后盾。除最大股东外, 其余股东持股比例均未超过 20%, 公司无控股股东或实际控制人, 股东大会和董事会承担重大事项决策和经营方针制定职责, 有利于公司的科学治理和稳健运营。

图3: 股权国资主导, 结构相对分散



注: 截至 2025 年 3 月 20 日

资料来源: Choice、浙商证券研究所



近 7 成营收投入研发，近 8 成研发与技术员工，创新驱动公司高质量发展。2023 年，华大九天投入 68,478.84 万元用于技术研发，占营业收入的 67.77%。截至 2023 年末，公司拥有 774 名研发与技术员工，占总人数的 75.66%；已授权发明专利 243 项，软件著作权 138 件，当年新增发明专利 6 项、软件著作权 32 件，并与 350 多所高校建立产教合作，其中 21 所高校成立了联合实验室。公司坚持自主创新，聚焦 EDA 领域持续加大研发投入，构建全面可持续的研发体系，培养高素质技术团队，形成行业领先的核心技术优势，为公司高质量发展奠定了基石。

图4： 公司创新研发硕果累累

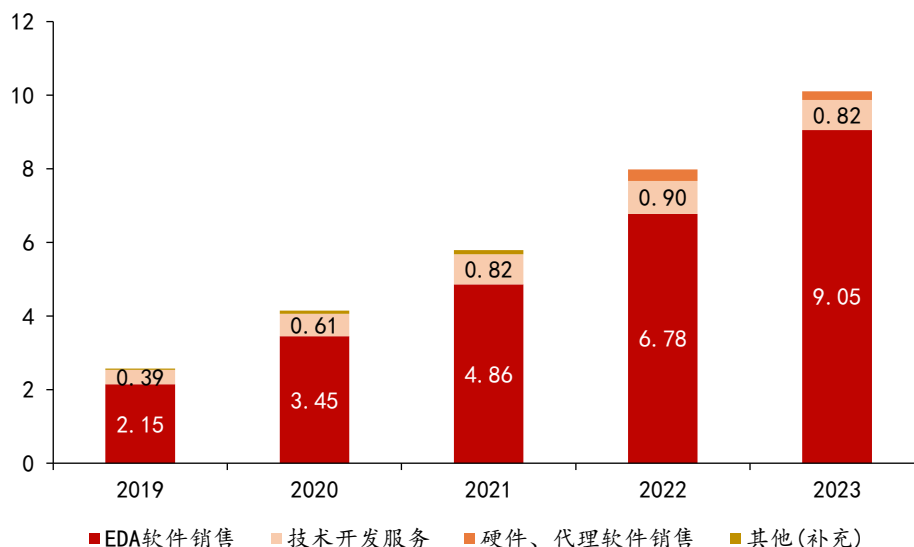
| 华大九天科技创新绩效表     |                  |             |
|-----------------|------------------|-------------|
| 截至年底累计授权发明专利总件数 | 截至年底累计获得商标总数量    | 年度内获得商标数量   |
| <b>243</b> 件    | <b>135</b> 件     | <b>12</b> 件 |
| 年度内累计授权发明专利件数   | 年度内累计申请发明专利件数    |             |
| <b>6</b> 件      | <b>60</b> 件      |             |
| 年度内获得软件著作权数量    | 截至年底累计获得软件著作权总数量 |             |
| <b>32</b> 件     | <b>138</b> 件     |             |

资料来源：公司 2023 年年度 ESG 报告，浙商证券研究所

### 1.3 EDA 核心业务驱动增长，高毛利水平持续维系

**营收持续增长，发展动力强势。**EDA 软件销售一直是公司的核心业务，近年来，芯粒技术、人工智能在 EDA 领域的应用、云平台集成等新兴场景助推了 EDA 软件的应用需求；同时，在国产替代背景下，华大九天作为国内头部的 EDA 工具系统供应公司，本土企业对其自主可控 EDA 工具的需求不断增长。随着集成电路技术节点不断缩小，芯片设计的复杂度呈指数级增长，设计团队应对日益复杂的电路设计、验证和优化工作的技术支持的需求不断扩大；同时，公司研发团队不断壮大、研发投入持续增加，共同驱动公司的技术服务业务在近几年稳步提升，逐渐成为推动营收增长的重要力量。

图5：2020-2023 年公司营收复合增长率 34.6%，EDA 软件销售核心业务驱动增长（单位：亿元）



资料来源：Choice，浙商证券研究所

公司经营情况良好，营收水平持续增长。近年来，公司发展稳中向好，销售规模及归母净利润水平呈快速增长态势，2020至2023年，公司营收CAGR高达34.6%、归母净利润CAGR达24.7%。

表2：公司2020至2023营收指标不断增长，归母净利润CAGR达24.7%

|           | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024Q1-Q3 | 20-23年CAGR |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-----------|------------|
| 营收(亿元)    | 4.15  | 5.79  | 7.98  | 10.10 | 7.44      | 34.6%      |
| Yoy       |       | 39.7% | 37.8% | 26.6% | 16.3%     |            |
| 归母净利润(亿元) | 1.04  | 1.39  | 1.86  | 2.01  | 0.59      | 24.7%      |
| Yoy       |       | 34.5% | 33.2% | 8.2%  | -65.8%    |            |
| 归母净利润率    | 25.0% | 24.0% | 23.2% | 19.9% | 7.9%      |            |
| EPS(元)    | 0.31  | 0.32  | 0.39  | 0.37  | 0.11      |            |
| ROE       | 15.4% | 15.0% | 6.6%  | 4.3%  | 1.2%      |            |

资料来源：Choice，浙商证券研究所

毛利率高水平维持下稳步提升，研发投入不断上升。从2020年到2024年Q1-Q3，公司毛利率持续提升，连续三年稳定在90%以上。从费用端分析，销售费用率五年来基本保持稳定，管理费用率由15.3%降低至11.8%，研发费用率由44.2%逐年上升至72.9%，公司费用支出基本稳定，研发投入不断加大。

表3：公司连续五年毛利率维持90%高水平，研发费用率持续增多

|        | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024Q1-Q3 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| 毛利率%   | 87.3% | 89.4% | 90.3% | 93.8% | 91.9%     |
| 销售费用率% | 16.3% | 15.4% | 14.9% | 16.4% | 18.8%     |
| 管理费用率% | 15.3% | 13.8% | 14.2% | 12.6% | 11.8%     |
| 研发费用率% | 44.2% | 52.6% | 61.0% | 67.8% | 72.9%     |

资料来源：Choice，浙商证券研究所

## 2 集成电路产业 EDA 工具：应政策大势发展，潜力无限

### 2.1 集成电路产业战略基础支柱，EDA 国内市场增量迅猛

EDA 作为集成电路产业上游基础工具，是产业进步和革新的关键因素。EDA 是电子设计自动化(Electronic Design Automation)软件的简称，是指利用计算机辅助设计(CAD 等)软件，来完成超大规模集成电路芯片的功能设计、综合、验证、物理设计等流程的设计方式。EDA 工具是集成电路领域的上游基础工具，应用于集成电路设计、制造、封装、测试等产业链各个环节。随着集成电路产业的快速发展，设计规模、复杂度、工艺先进性等不断提升，EDA 工具的作用更加突出，已成为提高设计效率、加速产业技术进步与革新的关键因素。

图6：EDA 工具是集成电路产业的战略基础支柱之一

| 上游支撑                                                                                                                                                                                                      | 中游制造                                                                                                                                                                                                                                                     | 下游应用                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 各类技术服务：电路分析、布图分析、IP授权等</li> <li>• 软件工具：EDA 软件工具</li> <li>• 设备：光刻机、刻蚀机、涂胶显影机、CVD、PVD、离子注入机、测试机、探针台、键合机、划片机等</li> <li>• 材料：硅片、光刻胶、掩膜版、特种电子气体、化学试剂、抛光材料等</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 设计：包括规格定制、硬体语言描述、仿制模拟验证、逻辑合成、电路检测及模拟验证、电路布局与环绕等</li> <li>• 生产：利用一系列标准的（薄膜/厚膜）加工工艺将版图结构转移到晶圆上，形成立体化电路</li> <li>• 封装：属后端工艺，对IC进行封装保护、管脚引出、形成芯片产品</li> <li>• 测试：贯穿IC制造的全流程，主要包括设计验证、过程工艺控制检验、晶圆测试及成品测试等</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 工业产品：机器人、工控设备、汽车电子、生物医疗、航空航天等</li> <li>• 消费电子产品：可穿戴设备、无人机、人工智能、智能家居、电源等</li> <li>• 计算机相关产品：CPU、GPU、存储、显示、网络设备</li> <li>• 通信周边产品：卫星、基站、手机、线缆等</li> </ul> |

资料来源：华大九天年度报告，浙商证券研究所

预计 2024-2027 年，我国 EDA 市场规模从 140 亿增至 354 亿元，CAGR36.1%。

核心假设：

**全球半导体市场规模增长中枢约 10%：**据 IDC 预测，2024-2027 年，全球半导体市场规模增长中枢约 10%。

**中国半导体市场规模增长中枢约 20%：**外部贸易禁令下，我国正不断加强资金投入，推动半导体国产化，我们预计 2024-2027 年半导体市场规模增长中枢约 20%。

**我国 EDA 占半导体产业比重持续上升：**随着 EDA 产业国产化推进，盗版软件预计将得到遏制（缺乏维护和更新），EDA 占半导体产业比重近年来持续上升，我们预计 2024-2027 年 EDA 产业占半导体比重上升至 1%、1.1%、1.2%、1.3%。

基于以上核心假设测算得出，2024-2027 年，我国 EDA 市场规模从 140 亿增至 354 亿元，CAGR36.1%。

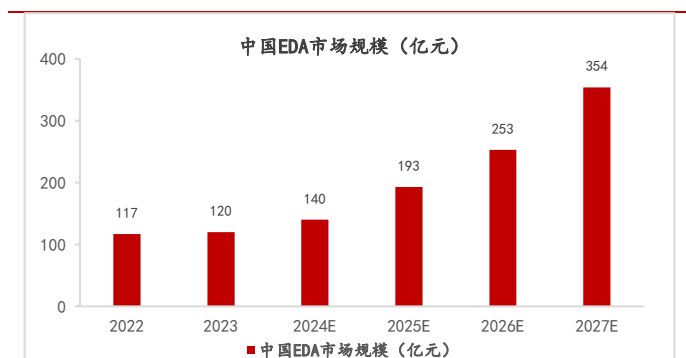
表4：预计 2024-2027 年，我国 EDA 市场规模从 140 亿增至 354 亿元，CAGR36.1%。

|                   | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球半导体市场规模（亿美元）    | 5740  | 5268  | 6270  | 6972  | 7530  | 8283  |
| 全球半导体规模增速（IDC 预测） | 3.2%  | -8.2% | 19.7% | 11.2% | 8.0%  | 10.0% |
| 全球 EDA 市场规模（亿美元）  | 135   | 146   | 188   | 209   | 226   | 248   |
| EDA 占半导体产业比重      | 2.4%  | 2.8%  | 3%    | 3%    | 3%    | 3%    |
| 中国半导体市场规模（亿元）     | 13688 | 12673 | 14043 | 17553 | 21064 | 25277 |
| 中国半导体市场规模增速 yoy   | -5.7% | -7.4% | 10.8% | 25.0% | 20%   | 20%   |
| 中国 EDA 市场规模（亿元）   | 117   | 120   | 140   | 193   | 253   | 354   |
| EDA 占半导体产业比重      | 0.85% | 0.95% | 1%    | 1.10% | 1.20% | 1.40% |

资料来源：WSTS, SIA, StatistaMarketInsights, 智研咨询, 浙商证券研究所

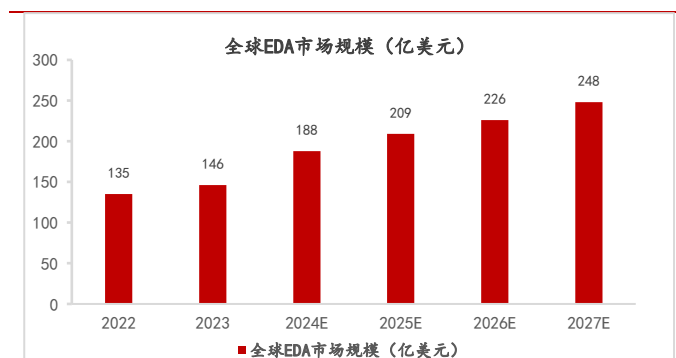
**EDA 国内市场增量迅猛，数字芯片设计工具占细分市场份额鳌头。**中国 EDA 市场规模呈现出快速增长的趋势。我们测算，2022 年中国 EDA 市场规模为 117 亿元，预计到 2027 年增长至 354 亿元，同比增长约 202.56%。预计到 2025 年，中国 EDA 市场规模将达到 193 亿元，2022-2025 年期间的年均复合增长率将达到 18.4%。

图7：2022 年~2027 年中国 EDA 市场规模及预测（亿元）



资料来源：WSTS, SIA, StatistaMarketInsights, 智研咨询, 浙商证券研究所

图8：2022 年~2027 年全球 EDA 市场规模及预测（亿美元）



资料来源：WSTS, SIA, StatistaMarketInsights, 智研咨询, 浙商证券研究所

## 2.2 多项政策全方位支持，华大九天依托国家级研究中心行业技术领先

**国家政策大力助推，叠加资本市场半导体热，EDA 行业应势迎来黄金期。**我国 EDA 发展历程较为曲折，国产 EDA 经历了近 15 年的停滞，08 年后在国家政策支持下，国内 EDA 产业才陆续展露出新的生机。2015 年至今，国家从投资、融资、财政、税收、技术和人才等多方面集中多项政策支持国内 EDA 软件行业的发展，以推动集成电路行业健康、稳定和有序的发展。这些政策为集成电路行业提供了良好的发展环境和政策支持。2018 年以来，受中美贸易摩擦事件影响，国产 EDA 发展迎来黄金期，叠加资本市场半导体热，大批创业公司出现。



图9：全球 EDA 发展历程 VS 中国 EDA 发展历程



资料来源：金蚂投资，浙商证券研究所

表5：国家集中多项政策支持国内 EDA 软件行业的发展

| 时间          | 部门         | 政策                            | 相关内容                                                                                                     |
|-------------|------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2021 年 11 月 | 工信部        | 《“十四五”信息化和工业化深度融合发展规划》        | 开展人工智能、区块链、数字孪生等前沿关键技术攻关，突破核心电子元器件、基础软件等核心技术瓶颈，加快数字产业化进程。                                                |
| 2022 年 1 月  | 国务院        | 《“十四五”数字经济发展规划》               | 瞄准传感器、量子信息、网络通信、集成电路、关键软件、大数据、人工智能、区块链新材料等战略性前瞻性领域，发挥我国社会主义制度优势、新型举国体制优势、超大规模市场优势，提高数字技术基础研发能力。          |
| 2023 年 6 月  | 工信部等 5 个部门 | 《制造业可靠性提升实施意见》                | 聚焦机械、电子、汽车等行业，实施基础产品可靠性“筑基”工程，筑牢核心基础零部件、核心基础元器件、关键基础软件、关键基础材料及先进基础工艺的可靠性水平。                              |
| 2023 年 8 月  | 工信部等 4 个部门 | 《新产业标准化领航工程实施方案(2023-2035 年)》 | 研制集成电路、基础器件、能源电子、超高清视频、虚拟现实等电子信息标准。研制基础软件、工业软件、应用软件等软件标准。研制大数据、物联网、算力、云计算、人工智能、区块链、工业互联网、卫星互联网等新兴数字领域标准。 |
| 2024 年 1 月  | 工信部等 7 个部门 | 《关于推动未来产业创新发展的实施意见》           | 深入实施产业基础再造工程，补齐基础元器件、基础零部件、基础材料、基础工艺和基础软件等短板，夯实未来产业发展根基。                                                 |

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

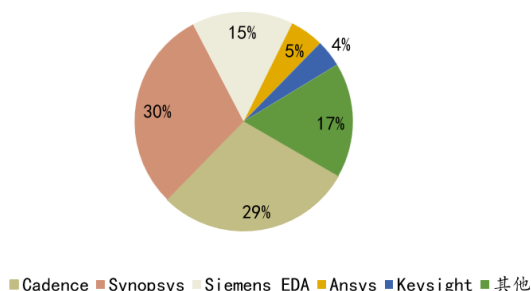
依托国家级研究中心，掌握多项 EDA 核心技术，领军本土 EDA 行业。华大九天成立于 2009 年，在 EDA 领域拥有多年的积累，是国内最早从事 EDA 工具软件研发和销售的企业之一。凭借模拟电路设计全流程 EDA 工具系统、存储电路设计全流程 EDA 工具系统、射频电路设计全流程 EDA 工具系统、数字电路设计 EDA 工具、平板显示电路设计全流程 EDA 工具系统、晶圆制造 EDA 工具和先进封装设计 EDA 工具等领域的优势，在 EDA 领域形成了行业领先的技术优势。先后承担了诸多国家级重大科研项目，是“EDA 国家工程研究中心”的依托单位。

## 2.3 本土 EDA 冲破巨头垄断，细分市场表现出色，华大九天稳居榜首

国际三巨头主导 EDA 行业，市场高度集中化。EDA 市场由 Synopsys、Cadence 和 Siemens EDA(原 Mentor Graphics)三大巨头主导，位列第一梯队，已垄断 EDA 市场，2022 年在国内 CR3 高达近 75%，形成“EDA 三巨头”垄断态势，呈现高度集中化格局。这些企业凭借完整工具链、先进技术及丰富生态系统保持领先，并已建立起相当完善的行业生态圈,形成了较高的行业壁垒和用户粘性。

图10：全球 EDA 行业市场格局

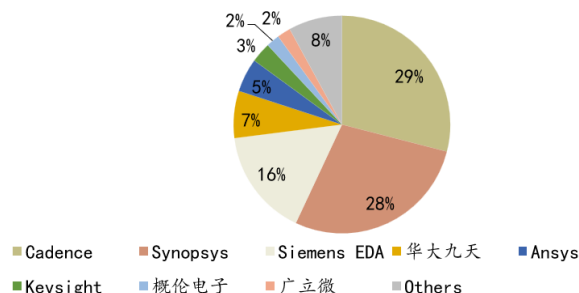
全球EDA行业市场格局（2022年）



资料来源：JW Insights，浙商证券研究所

图11：中国 EDA 行业市场格局

中国EDA行业市场格局（2022年）



资料来源：JW Insights，浙商证券研究所

本土 EDA 公司良性竞争，细分市场表现出色，华大九天市占额位居榜首。尽管国内的 EDA 市场几乎被国际三大巨头所主导，本土 EDA 供应商在国内市场中仍占有一席之地，且国内头部前十的公司，基本没有重复性投入，保持着错位竞争的关系，在特定的细分市场中表现出色。其中，华大九天凭借模拟电路设计全流程 EDA 工具系统、数字电路设计 EDA 工具、平板显示电路设计全流程 EDA 工具系统和晶圆制造 EDA 工具等领域的优势，不断获得市场突破。2022 年华大九天占领我国 EDA 市场约 7% 的市场份额，居本土 EDA 企业首位。

表6：中国 EDA 软件领域领先企业及产品布局情况

| 企业名称 | 企业简介                                                      | EDA 软件业务情况                                                                |
|------|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| 华大九天 | 成立于 2009 年，总部位于北京，是中国 EDA 行业领军企业之一，专注于 EDA 工具研发与推广。       | 提供模拟电路设计 (SKYLAB)、版图验证 (LAKER)、物理验证 (AURORA) 等工具，广泛应用于模拟和数模混合芯片设计。        |
| 广立微  | 成立于 2004 年，总部位于杭州，专注于晶圆制造领域 EDA 工具的研发，是国内技术领先的 FABEDA 企业。 | 主营晶圆厂自动化软件与 EDA 工具，如 GCELL (布图工具)、检测优化算法，以及制造流程仿真和优化解决方案。                 |
| 国微集团 | 创立于 2002 年 1 月，位于广东省深圳市。                                  | 业务主要覆盖安全芯片设计及应用、集成电路电子设计自动化系统研发及应用、FPGA 快速原型验证及仿真系统研发及应用以及第三代半导体产品研发和生产等。 |
| 概伦电子 | 成立于 2010 年，总部位于上海，致力于 EDA 工具和半导体制造流程优化的研发，是国内知名 EDA 厂商。   | 提供 SPICE 建模、参数提取、制造良率优化工具:其 GRANITE 工具被广泛用于工艺建模和器件仿真。                     |

资料来源：华大九天招股说明书，浙商证券研究所

## 2.4 后摩尔时代 AI 等高新技术推动 EDA 工具多元化场景应用和拓展

人工智能技术将在 EDA 领域扮演更重要的角色。近年来，伴随芯片设计基础数据规模的不断增加、系统运算能力的阶跃式上升，人工智能技术在 EDA 领域的应用出现了新的发展契机。另一方面，芯片复杂度的提升以及设计效率需求的提高同样要求人工智能技术赋能 EDA 工具的升级，辅助降低芯片设计门槛、提升芯片设计效率。根据美国国防部高级研究计划局（DARPA）推出的“电子复兴计划（ERI）”中的电子设备智能设计（IDEA）项目，EDA 工具的发展目标即通过人工智能和机器学习的方法将设计经验固化，进而形成统一的版图生成器，以期实现通过版图生成器在 24 小时之内完成 SoC（系统级芯片）、SiP（系统级封装）和印刷电路板（PCB）的版图设计。

图12：中国厂商在引入 AI 方面不慢于 EDA 巨头

| 厂商       | 日期      | AI工具               | 主要功能                                 |
|----------|---------|--------------------|--------------------------------------|
| Synopsys | 2020年3月 | DSO.ai             | 设计空间优化                               |
| Cadence  | 2021年7月 | Cerebrus           | 数字芯片设计流程扩展及自动化                       |
| SIEMENS  | 2019年5月 | Catapult HLS AI工具包 | 基于AI/ML的加速器进行边缘应用                    |
| 华大九天     | 2018    | Empyrean Qualib-AI | 对IP核和Standard Cell进行质量验证             |
| 芯华章      | 2021年   | EDA 2.0架构          | 智能化EDA设计+智能化验证平台+云平台+EDAas服务平台       |
| 概伦电子     | 2019年   |                    | 基于AI技术数据驱动测试、建模建库、仿真、验证为一体的创新EDA解决方案 |

资料来源：物联网标识号，复鹄科技 FOOHU，Nature，浙商证券研究所

云技术在 EDA 领域的应用日趋深入。伴随 EDA 云平台的逐步发展，云技术在 EDA 领域的应用第一可以有效避免芯片设计企业因流程管理、计算资源不足带来的研发风险，保障企业研发生产效率；第二可以有效降低企业在服务器配置和维护方面的费用，让企业根据实际需求更加灵活地使用计算资源；第三可以使芯片设计工作摆脱物理环境制约，尤其在新冠期间带来的居家办公需求下令 EDA 云平台发挥了重要作用；第四有助于 EDA 技术在教育领域的推广和应用，支持设计人才培养等相关工作。

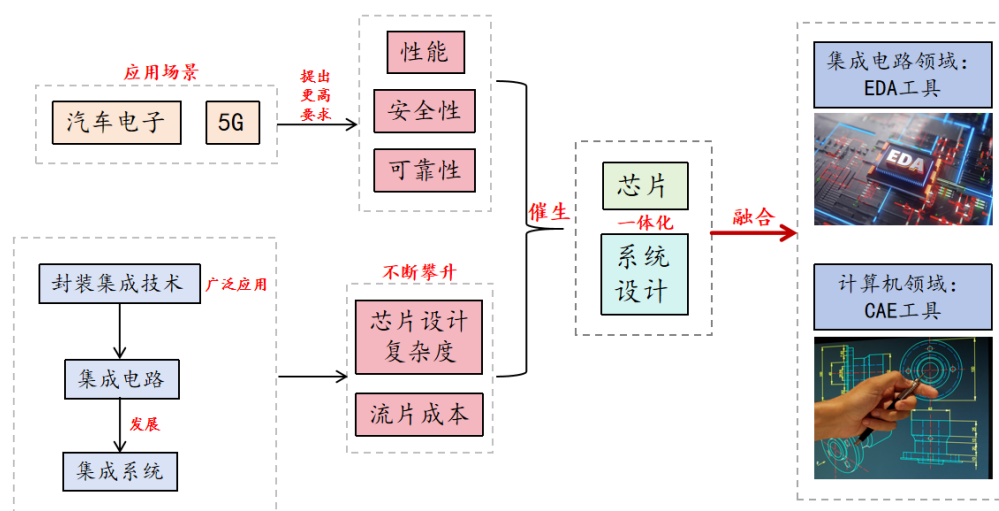
图13：EDA 云计算平台



资料来源：摩尔精英，浙商证券研究所

**芯片-系统设计一体化促使 EDA 与 CAE 走向融合。**汽车电子、5G 通信等应用场景在性能、安全性、可靠性等方面对芯片和系统提出了更加严苛的设计要求；与此同时，先进封装集成技术的广泛应用使集成电路逐渐发展为集成系统，芯片设计复杂度和流片成本不断攀升。继而在 EDA 领域催生了芯片-系统设计一体化需求，以往分属两个赛道的 EDA 软件与计算机辅助工程（CAE）软件正在发生融合。

图14：芯片-系统设计一体化促使 EDA 与 CAE 走向融合



资料来源：浙商证券研究所

**华大九天拥抱技术前沿，领导 EDA 行业迈向新征程。**在人工智能技术方面：公司开发了 ICEplorer-XTop®时序功耗优化工具、Empyrean Skipper®版图集成与分析工具，以及 Empyrean Argus®数字物理验证工具等，成功支持了多款高性能 AI 芯片的设计，满足了这些芯片在规模、工作频率、存储带宽等方面的严苛要求。在云技术计算方面：公司着眼 EDA 在数字孪生领域的应用空间，致力于帮助行业从业者看到芯片从材料到制造、封装测试和应用加工的全生命周期，发挥云平台在企业管理中的优势，更方便的实现弹性配置。

在芯片-系统设计一体化方面：公司也紧跟市场及技术发展趋势，针对芯片与系统结合应用的芯粒设计，发布了部分设计及验证解决方案，并将在系统融合领域加强技术及产品布局。

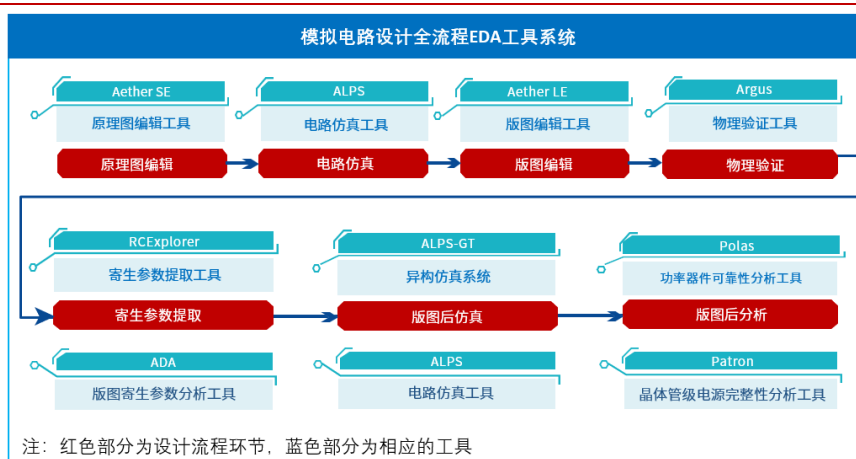
### 3 抓牢国际变局机遇，全方位补齐技术短板，生态协同不断增强

#### 3.1 完成全流程 EDA 产品布局，国产替代有望加速

公司目前在模拟电路设计、存储电路设计、射频电路设计和平板显示电路设计领域已经实现了对设计全流程工具的覆盖，在数字电路设计等其他 EDA 领域方面也在不断提升全流程工具的覆盖率。

实现设计全流程工具覆盖，将提升公司产品竞争力，并有望促进公司产品对海外品牌的替代：（1）设计全流程工具可以提升公司的市场竞争力。对于用户而言，相比组合使用多家 EDA 厂商的点工具，采用同平台的全流程产品能够实现更好的数据兼容性、精度一致性，并且能够显著降低使用成本、提升使用效率。（2）海外巨头成立时间长、生态建设完善。设计全流程工具可以促进国内生态链的建设和技术进步，有望加速实现对国外产品的全面替代。

图15： 公司是我国唯一能够提供模拟电路设计全流程 EDA 工具系统的本土 EDA 企业



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 3.2 生态建设增强用户粘性，资源整合完整解决方案

抓住高用户粘性特性，公司不断加强生态协同效应。EDA 软件的复杂性、高学习成本、高切换成本、对可靠性的高要求的特点决定了其具有较高的客户粘性。公司正在通过不断完善生态，与上下游企业的紧密合作，为用户提供更全面的解决方案，增强用户粘性：与芯片制造企业合作确保工具与工艺兼容，与 IP 供应商合作丰富设计资源——使得用户在设计流程中更依赖其工具，降低更换成本。随着生态协同效应的加强，公司产品将覆盖更多应用领域和客户群体，如与系统厂商合作将 EDA 工具延伸至系统设计和验证环节，开拓新市场需求。同时，生态合作伙伴的市场推广和客户资源会为公司带来更多业务机会，扩大市场份额；不仅如此，公司也可以通过收集合作伙伴的反馈和需求，不断促进产品改进和创新，与高校、科研机构等合作引入前沿技术和人才，保持技术领先，为未来业绩增长奠定基础。



图16：华大九天：提供全程 EDA 解决方案

## 新型光电显示全流程EDA解决方案

Empyrean

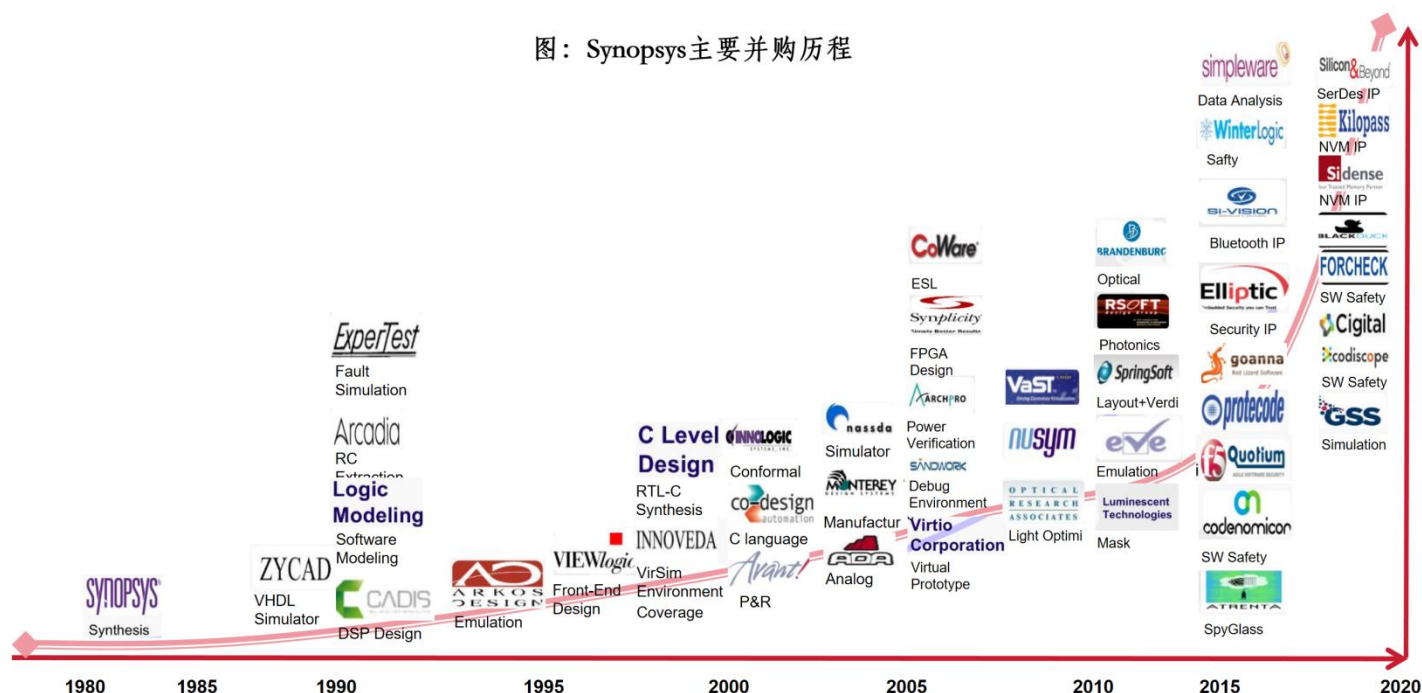


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

并购完善自身工具链，复制海外巨头成长之路。复盘海外巨头的成长历程，EDA 企业通常通过并购来完善自身工具链，在此过程中，用户需求被越来越全面的满足，粘性不断增强。

图17：Synopsys 通过并购壮大为全球 EDA 巨头

图：Synopsys主要并购历程



资料来源：36 氪，浙商证券研究所

并购细分领域强势产业，公司快速补短板、建平台，不断抢占市场份额。公司通过布局细分领域企业——芯和半导体的并购计划，公司意在快速补强自身工具链的短板，增强在复杂系统设计和先进封装领域的技术能力，构建从芯片到系统级的完整解决方案，满足更复杂的市场需求。同时，在国内 EDA 市场形成规模效应，提升行业集中度，逐步扩大全球市场份额。此外，芯和半导体在射频 IC 和集成系统领域的客户资源与公司现有客户群体形成互补，有助于公司进一步提升市场覆盖度，为长期业绩增长创造有利条件。

图18：芯和半导体：全栈集成系统 EDA 平台

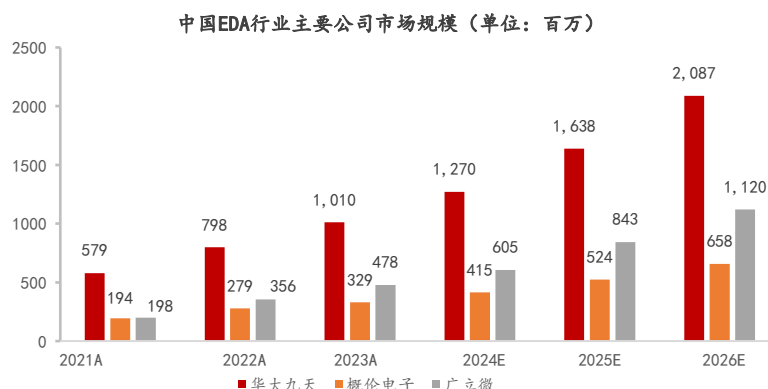


资料来源：芯和半导体公司官网，浙商证券研究所

### 3.3 国际变局造就战略机遇，半导体领域晶圆设计成就核心竞争力

核心晶圆制造遭国外封锁，国家集中政策助力行业发展。美国在半导体领域的施压，使得国内晶圆设计企业更加重视自主可控，对国产 EDA 工具的需求增加。同时，国家集中多项政策大力支持 EDA 国产化，预计 2024-2026 年国内 EDA 市场计划规模将从 153 亿元增长至 222 亿元。受益于这一趋势，公司基于在集成电路领域多年的技术积累，建立了完善的自动化设计服务流程，为集成电路设计及制造客户提供一站式晶圆制造工程服务。2023 年通过并购芯达科技，进一步补齐了数字设计和晶圆制造 EDA 工具短板。

图19：中国 EDA 行业主要公司市场规模及预测（百万元）



资料来源：Choice，浙商证券研究所

**大力布局晶圆制造，公司抢占竞争先机。**针对晶圆制造厂的工艺开发和 IP 设计需求，公司提供了相关的晶圆制造 EDA 工具，包括原有工具器件模型提取工具、IBIS 模型建模工具、光刻掩模版布局设计工具、存储器编译器开发工具、单元库特征化提取工具、存储器电路特征化提取工具、混合信号电路模块特征化提取工具、单元库/IP 质量验证工具、版图集成与分析工具以及模拟电路设计全流程 EDA 工具等以及新发布光刻掩模版数据查看和分析工具、参数化版图单元开发工具、界面化版图单元开发工具、测试芯片版图自动化生成工具、PDK 自动化开发和验证平台等工具，为晶圆制造厂提供了重要的技术支撑。

图20：华大九天晶圆制造 EDA 工具



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

营业收入与毛利率假设：

**EDA 软件销售：**随着 EDA 国产化的不断推进，公司作为国产 EDA 龙头企业，有望持续受益于这一进程，预计后续保持快速增长，毛利率稳定，预计 2024-2026 年业务增长率为 30.9%、43.7%、47.5%，毛利率为 100.00%、100.00%、100.00%。

**技术开发服务：**随着设计支持服务和晶圆制造工程服务需求推进，公司基于在集成电路领域多年的技术积累，有望带动这一业务保持增长，并随着行业工艺要求持续精进，客户不断提出新的需求，毛利率有望保持平稳。预计 2024-2026 年业务增长率为 3.1%、2.4%、1.3%，毛利率为 37%、36%、38%。

基于以上核心假设，我们预计公司 2024-2026 年营收为 12.88、18.08、26.17 亿元，同比分别增长 27.51%、40.31%、44.75%，3 年 CAGR 达 43%；归母净利润为 1.29、2.30、3.92 亿元，同比-35.64%、+77.68%、+70.83%，3 年 CAGR 为 74%，对应 EPS 为 0.24、0.42、0.72 元。

表7：华大九天营收拆分

| 业绩     | 内容           | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营收（亿元） | <b>营收总计</b>  | <b>7.98</b>  | <b>10.1</b>  | <b>12.88</b> | <b>18.08</b> | <b>26.17</b> |
|        | Yoy          | 37.76%       | 26.61%       | 27.51%       | 40.31%       | 44.75%       |
|        | EDA 软件销售     | 6.78         | 9.05         | 11.85        | 17.03        | 25.11        |
|        | Yoy          | 39.4%        | 33.6%        | 30.9%        | 43.7%        | 47.5%        |
|        | 技术开发服务       | 0.9          | 0.82         | 0.85         | 0.88         | 0.88         |
|        | Yoy          | 10%          | -8%          | 3.1%         | 2.4%         | 1.3%         |
|        | 其他业务         | 0.31         | 0.23         | 0.19         | 0.18         | 0.18         |
|        | Yoy          | 171%         | -25%         | -18%         | -5%          | -1%          |
| 毛利率    | <b>毛利率整体</b> | <b>90.3%</b> | <b>93.8%</b> | <b>94.7%</b> | <b>96.1%</b> | <b>97.4%</b> |
|        | EDA 软件销售     | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       |
|        | 技术开发服务       | 38%          | 46%          | 37%          | 36%          | 38%          |
|        | 其他业务         | 27%          | 20%          | 21%          | 22%          | 21%          |

资料来源：Choice，浙商证券研究所

## 4.2 估值分析与投资建议

考虑公司作为国内 EDA 龙头，技术壁垒、人才储备及客户粘性优势显著，且有望率先实现 EDA 全流程国产化覆盖，我们认为其估值应对标全球头部 EDA 企业、国内头部半导体企业和软件企业。

### 1、对比全球巨头，华大九天远期市值仍有巨大成长空间

**全球 EDA 龙头市值：**铿腾电子约 5000 亿、新思科技约 4800 亿、西门子 EDA 模拟约 2500 亿。三家公司合计全球市场份额 76%，合计市值 12433 亿元。

#### 华大九天：

**国内市场份额：**美国封锁下，海外 EDA 龙头在中国市场发展受限。华大九天 2022 年中国市场份额 7%，半导体行业自主可控趋势下，作为国产 EDA 龙头，壁垒高、用户粘性强，远期中国市场份额有望达 50% 以上。

**海外市场份额：**国产 EDA 软件可扩展东南亚、韩国、台湾、中东等市场，借助工程师优势，华大九天未来有望出海拓展市场，远期海外市场份额有望达 10%。

**预计华大九天远期全球份额约 22%，**假设市值同样按照同样比例测算，华大九天市值（当前 605 亿元）远期具备较大成长空间。



表8：华大九天远期市值空间测算

|                          |              |                    |
|--------------------------|--------------|--------------------|
| 全球 EDA 市场规模 (2023, 亿美元)  |              |                    |
| 146                      |              |                    |
| 中国 EDA 市场规模 (2023, 亿人民币) |              |                    |
| 120                      |              |                    |
| 中国 EDA 市场占比(2024)        | 华大九天远期国内市场份额 | 华大九天远期全球份额         |
| 11%                      | 50%          | =30%*中国份额+70%*海外份额 |
| 中国 EDA 市场占比(远期)          | 华大九天远期海外市场份额 |                    |
| 30%                      | 10%          | 22.0%              |

|               |            |                      |
|---------------|------------|----------------------|
| 2022 年三巨头全球份额 | 三巨头市值 (亿元) | 华大九天远期市值空间 (亿元)      |
| 76%           | 12433      | =华大九天远期全球份额*EDA 行业市值 |
|               |            | 3599                 |

资料来源 WSTS, Statista, 浙商证券研究所

## 2、PS 估值：华大九天和海外巨头接近，低于国内可比公司

PS 估值角度，与国内半导体及软件公司对比，寒武纪 PS 倍数为 225 倍、金山办公 27 倍，华大九天当前 PS 倍数 56 倍，低于可比公司平均值。

表9：可比公司估值情况（截至 2025 年 4 月 1 日）

| 代码        | 简称              | 市值 (人民币亿元) | PS (TTM) | PB   |
|-----------|-----------------|------------|----------|------|
| CDNS.O    | 铿腾电子 (CADENCE)  | 5,095.3    | 15.3     | 15.2 |
| SNPS.O    | 新思科技 (SYNOPSYS) | 4,838.0    | 11.1     | 7.2  |
|           | 西门子 EDA         | 2500 (预测)  |          |      |
| 合计        |                 | 12,433.3   |          |      |
| 688256.SH | 寒武纪-U           | 2,642.3    | 225.0    | 51.4 |
| 688111.SH | 金山办公            | 1,367.1    | 26.7     | 12.0 |
| 301269.SZ | 华大九天            | 605.4      | 56.3     | 12.3 |

注：美股公司 PB 为 MRQ 指标，A 股公司 PB 为 LF 指标  
 资料来源：wind, 浙商证券研究所

**3、投资建议：**我们认为，华大九天处于高速成长期，并占据独特的竞争优势，有望跻身全球 EDA 行业巨头。公司在国内产业地位独树一帜，又与已处于成熟期的海外巨头发展阶段差异较大，因此考虑终局视角估值。从终局角度看，市值具备巨大成长空间，PS 倍数低于国内可比公司。给予“买入”评级。

## 5 风险提示

**1、技术研发风险：**EDA 行业技术壁垒高，若公司自主研发产品与客户需求存在偏差，或新业务产品商业化进度滞后，可能制约业绩释放。



**2、EDA 国产化进程存在不确定性：**海外 EDA 巨头仍占据主导地位，国内厂商虽迎国产替代机遇，但技术生态构建及市场渗透节奏存在波动风险，可能影响终局市占率。

**3、并购进展低于预期：**并购存在监管和交易层面的诸多不确定因素。

**4、国际贸易摩擦：**全球产业链博弈加剧，若技术管制、出口限制等措施持续升级，或导致供应链稳定性受损及市场拓展受阻，导致终局海外市占率不及预期。

**5、行业竞争加剧：**海外巨头实力强劲、积淀丰富、生态完善，虽然华大九天竞争力强且近期通过并购补齐了关键工具，但若海外巨头产品取得突破性进展，可能导致公司终局市占率不及预期。

**6、测算假设不及预期：**本文多处测算基于合理的行业发展假设，但国内外环境变化可能导致假设的情形偏离未来的实际情形。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元)          | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 3,564 | 3,708 | 4,016 | 4,401 |
| 现金             | 3,103 | 3,109 | 3,261 | 3,387 |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 301   | 387   | 537   | 780   |
| 其它应收款          | 24    | 30    | 41    | 61    |
| 预付账款           | 15    | 52    | 47    | 43    |
| 存货             | 48    | 58    | 58    | 57    |
| 其他             | 73    | 73    | 73    | 73    |
| <b>非流动资产</b>   | 1,971 | 2,251 | 2,322 | 2,340 |
| 金融资产类          | 25    | 25    | 25    | 25    |
| 长期投资           | 249   | 298   | 384   | 452   |
| 固定资产           | 560   | 713   | 718   | 681   |
| 无形资产           | 319   | 415   | 415   | 403   |
| 在建工程           | 1     | 1     | 0     | 0     |
| 其他             | 816   | 800   | 780   | 780   |
| <b>资产总计</b>    | 5,536 | 5,960 | 6,339 | 6,741 |
| <b>流动负债</b>    | 492   | 864   | 1,047 | 1,162 |
| 短期借款           | 50    | 100   | 160   | 210   |
| 应付款项           | 37    | 46    | 41    | 43    |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 404   | 718   | 846   | 909   |
| <b>非流动负债</b>   | 261   | 243   | 303   | 358   |
| 长期借款           | 48    | 98    | 158   | 213   |
| 其他             | 212   | 145   | 145   | 145   |
| <b>负债合计</b>    | 752   | 1,108 | 1,350 | 1,520 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司股东权       | 4,783 | 4,852 | 4,988 | 5,221 |
| <b>负债和股东权益</b> | 5,536 | 5,960 | 6,339 | 6,741 |

现金流量表

| (百万元)          | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 249   | 455   | 368   | 361   |
| 净利润            | 201   | 129   | 230   | 392   |
| 折旧摊销           | 122   | 149   | 160   | 147   |
| 财务费用           | (9)   | 3     | 4     | 6     |
| 投资损失           | 1     | 6     | 8     | 10    |
| 营运资金变动         | (70)  | 172   | (34)  | (194) |
| 其它             | 4     | (4)   | (0)   | (0)   |
| <b>投资活动现金流</b> | 333   | (431) | (238) | (175) |
| 资本支出           | (115) | (377) | (145) | (97)  |
| 长期投资           | 417   | (49)  | (86)  | (68)  |
| 其他             | 30    | (5)   | (8)   | (10)  |
| <b>筹资活动现金流</b> | (60)  | (12)  | 23    | (60)  |
| 短期借款           | 50    | 50    | 60    | 50    |
| 长期借款           | (5)   | 50    | 60    | 55    |
| 其他             | (105) | (112) | (97)  | (165) |
| <b>现金净增加额</b>  | 521   | 6     | 152   | 126   |

利润表

| (百万元)           | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1,010 | 1,288 | 1,808 | 2,617 |
| 营业成本            | 63    | 68    | 70    | 69    |
| 营业税金及附加         | 13    | 19    | 26    | 37    |
| 营业费用            | 166   | 205   | 288   | 420   |
| 管理费用            | 128   | 372   | 439   | 525   |
| 研发费用            | 685   | 811   | 1,175 | 1,753 |
| 财务费用            | (60)  | (59)  | (58)  | (59)  |
| 资产减值损失          | (3)   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | (1)   | (6)   | (8)   | (10)  |
| 其他经营收益          | 194   | 263   | 369   | 529   |
| <b>营业利润</b>     | 200   | 129   | 229   | 392   |
| 营业外收支           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 200   | 129   | 229   | 392   |
| 所得税             | (0)   | (0)   | (0)   | (0)   |
| <b>净利润</b>      | 201   | 129   | 230   | 392   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 201   | 129   | 230   | 392   |
| EBITDA          | 264   | 218   | 331   | 480   |
| EPS（最新摊薄）       | 0.37  | 0.24  | 0.42  | 0.72  |

主要财务比率

|                | 2023   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |
| 营业收入           | 26.61% | 27.51%  | 40.31% | 44.75% |
| 营业利润           | 6.78%  | -35.55% | 77.66% | 70.82% |
| 归属母公司净利润       | 8.20%  | -35.64% | 77.68% | 70.83% |
| <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |
| 毛利率            | 93.78% | 94.69%  | 96.15% | 97.38% |
| 净利率            | 19.87% | 10.03%  | 12.70% | 14.99% |
| ROE            | 4.20%  | 2.66%   | 4.60%  | 7.51%  |
| ROIC           | 2.89%  | 1.37%   | 3.20%  | 5.84%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |
| 资产负债率          | 13.59% | 18.59%  | 21.30% | 22.55% |
| 净负债比率          | -61.8% | -58.8%  | -57.8% | -55.6% |
| 流动比率           | 7.25   | 4.29    | 3.84   | 3.79   |
| 速动比率           | 6.97   | 4.08    | 3.67   | 3.64   |
| <b>营运能力</b>    |        |         |        |        |
| 总资产周转率         | 0.18   | 0.22    | 0.29   | 0.40   |
| 应收账款周转率        | 3.86   | 3.76    | 3.94   | 4.00   |
| 应付账款周转率        | 2.00   | 1.64    | 1.60   | 1.64   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |
| 每股收益           | 0.37   | 0.24    | 0.42   | 0.72   |
| 每股经营现金         | 0.46   | 0.84    | 0.68   | 0.66   |
| 每股净资产          | 8.81   | 8.94    | 9.19   | 9.62   |
| <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |
| P/E            | 301.60 | 468.59  | 263.72 | 154.37 |
| P/B            | 12.66  | 12.48   | 12.14  | 11.59  |
| EV/EBITDA      | 206.64 | 264.02  | 173.99 | 120.16 |

资料来源：wind，浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>