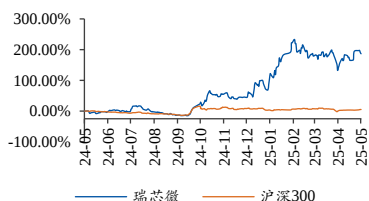


## 毛利率逐季抬升，AIOT 需求驱动增长

### 核心要点：

#### 公司评级：（首次覆盖）买入

#### 近十二个月公司表现



| %    | 1 个月  | 3 个月   | 12 个月  |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | 18.05 | -11.07 | 186.87 |
| 绝对收益 | 23.40 | -10.98 | 192.82 |

注：相对收益与沪深 300 相比

联系人：李杰

证书编号：S0500521070001

Tel: (8621) 50293520

Email: lijie5@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

#### □ 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，毛利率逐季抬升

根据瑞芯微 2024 年年报,2024 年公司实现营收 31.36 亿元,同比增长 46.94%,实现归母净利润 5.95 亿元,同比增长 341.01%,实现扣非归母净利润 5.38 亿元,同比增长 326.22%。根据 Wind 数据,公司 2024Q4 和 2025Q1 单季度分别实现营收 9.77 亿元、8.85 亿元,分别同比增长 43.64%、62.95%,单季度分别实现归母净利润 2.43 亿元、2.09 亿元,分别同比增长 322.37%、209.65%,单季度分别实现扣非归母净利润 1.95 亿元、2.08 亿元,分别同比增长 225.41%、215.00%。2024Q1—2025Q1 五个季度的毛利率分别为 34.68%、36.86%、37.34%、39.96%、40.95%,毛利率逐季抬升。

#### □ 旗舰芯片 RK3588 放量，推动净利润高增

公司依托 AIoT SoC 芯片平台布局优势,在旗舰芯片 RK3588 带领下,以多层次、满足不同需求的产品组合拳,促进下游 AIoT 多产品线的占有率持续提升,尤其是在汽车电子、机器视觉、工业及行业类应用等领域。以 RK3588、RK356X、RV11 系列为代表的各 AIoT 算力平台快速增长,驱动公司业绩高增长。RK3588 的放量推动了公司毛利率的抬升,进而推动了公司净利润高速增长。

#### □ 新品有序推出，重点发展汽车电子、机器视觉、机器人等市场

2024 年公司推出了中高端产品 RK3576,适用于中高端更主流档位的产品需求,在中高端场景下更具有性价比,在同档位产品中具有良好的竞争力,完善了公司 AIoT 芯片平台不同产品之间的阶梯序列,与 RK3588 形成组合拳、促进客户不同档位的终端设备均选用公司产品。2024 年公司还推出了全新入门级工业处理器 RK3506J、AI 音频专用处理器 RK2118、经济型智能视觉处理器 RV1103B/C,新品完善了公司产品的多层次布局,增强了公司产品的功能。2025 年公司将基于已有的 IP 储备,重点研发下一代先进制程旗舰芯片 RK3688,为开启公司新一轮成长周期奠定基础。瑞芯微重点发展汽车电子、机器视觉、机器人等市场,在汽车电子市场中,公司产品可以应用于智能座舱、仪表盘、车载摄像头和车载音频上。在机器视觉市场中,公司产品已广泛应用于家庭、商业、办公、行业应用等各个机器视觉领域,覆盖各类 IPC、智能门锁、智能家居、智能支付、词典笔、机器人、扫地机、车载摄像头、工业相机、智能巡检设备等各类智能终端设备。在机器人市场中,公司的产品可以用于主控、视觉感知和音频交互功能,广泛应用于工业机器人、服务机器人、仓储物流机器人、陪护机器人、娱乐机器人、清洁机器人、四足机器人、人形机器人等。

#### □ 投资建议

公司为 AIOT SOC 龙头,产品已进入头部车企、安防厂商和机器人厂商供应链,基于以 RK3588 为代表的产品的强大竞争力,公司在 AIOT 各场景的份额有望持续提升。后续随着新一代旗舰 RK3688 的发布,以及产品矩阵的不断丰富,公司的业绩有望持续快速增长。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 9.65 亿元、13.15 亿元、17.14 亿元,增长率分别为 62.2%、36.3%、

30.3%。截至 5 月 9 日收盘，现价对应 PE 分别为 74.02 倍、54.29 倍、41.67 倍，首次覆盖给予瑞芯微“买入”评级。

#### □ 风险提示

AIOT SOC 行业竞争加剧的风险；汽车行业竞争加剧的风险；中美贸易摩擦加剧影响公司供应链稳定的风险。

| 财务预测       | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 3136   | 4214  | 5253  | 6500  |
| 同比         | 46.9%  | 34.3% | 24.7% | 23.7% |
| 归母净利润（百万元） | 595    | 965   | 1315  | 1714  |
| 同比         | 341.0% | 62.2% | 36.3% | 30.3% |
| 毛利率        | 37.6%  | 39.1% | 40.0% | 40.8% |
| ROE        | 16.8%  | 22.8% | 25.7% | 27.5% |
| 每股收益（元）    | 1.42   | 2.30  | 3.14  | 4.09  |
| PE         | 120.05 | 74.02 | 54.29 | 41.67 |
| PB         | 20.14  | 16.85 | 13.97 | 11.47 |
| EV/EBITDA  | 99.31  | 59.07 | 45.53 | 36.17 |

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1、瑞芯微公司财务报表以及相应指标/百万元

|              | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |                 | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>资产负债表</b> |      |      |       |       |       | <b>利润表</b>      |        |        |        |        |        |
| 流动资产         | 2853 | 3619 | 4581  | 5749  | 7189  | 营业收入            | 2135   | 3136   | 4214   | 5253   | 6500   |
| 现金           | 1013 | 2072 | 2736  | 3545  | 4586  | 营业成本            | 1404   | 1957   | 2565   | 3153   | 3845   |
| 应收账款         | 294  | 287  | 385   | 480   | 594   | 税金及附加           | 6      | 12     | 16     | 20     | 24     |
| 其他应收款        | 11   | 8    | 11    | 13    | 16    | 销售费用            | 45     | 64     | 63     | 74     | 81     |
| 预付账款         | 21   | 28   | 36    | 45    | 54    | 管理费用            | 99     | 102    | 101    | 110    | 120    |
| 存货           | 1251 | 784  | 1027  | 1262  | 1539  | 研发费用            | 536    | 564    | 632    | 735    | 878    |
| 其他流动资产       | 263  | 441  | 386   | 404   | 398   | 财务费用            | -22    | -61    | -72    | -94    | -122   |
| 非流动资产        | 654  | 647  | 498   | 342   | 178   | 信用减值损失          | 2      | 1      | -0     | 0      | 0      |
| 长期投资         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失          | -27    | -25    | -5     | -5     | -5     |
| 固定资产         | 40   | 37   | -44   | -135  | -236  | 公允价值变动收益        | 1      | 40     | 10     | 10     | 10     |
| 在建工程         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资收益            | 5      | 5      | 15     | 14     | 13     |
| 无形资产         | 128  | 92   | 43    | -4    | -50   | 营业利润            | 83     | 611    | 992    | 1353   | 1762   |
| 其他非流动资       | 486  | 518  | 499   | 481   | 464   | 营业外收入           | 1      | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 资产总计         | 3507 | 4266 | 5079  | 6091  | 7367  | 营业外支出           | 1      | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 流动负债         | 421  | 664  | 785   | 923   | 1088  | 利润总额            | 82     | 612    | 992    | 1353   | 1762   |
| 短期借款         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 所得税             | -53    | 17     | 28     | 38     | 49     |
| 应付账款         | 275  | 275  | 360   | 442   | 540   | 净利润             | 135    | 595    | 965    | 1315   | 1714   |
| 其他流动负债       | 146  | 390  | 425   | 481   | 548   | 少数股东损益          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非流动负债        | 26   | 56   | 56    | 56    | 56    | 归属母公司净利润        | 135    | 595    | 965    | 1315   | 1714   |
| 长期借款         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 254    | 691    | 1162   | 1507   | 1897   |
| 其他非流动负       | 26   | 56   | 56    | 56    | 56    | EPS (元)         | 0.32   | 1.42   | 2.30   | 3.14   | 4.09   |
| 负债合计         | 446  | 720  | 841   | 979   | 1144  | <b>主要财务比率</b>   |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东      | 3061 | 3546 | 4238  | 5112  | 6224  | <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 股本           | 418  | 419  | 419   | 419   | 419   | 营业收入            | 5.2%   | 46.9%  | 34.3%  | 24.7%  | 23.7%  |
| 资本公积         | 1481 | 1550 | 1550  | 1550  | 1550  | 营业利润            | -67.8% | 638.3% | 62.4%  | 36.3%  | 30.3%  |
| 留存收益         | 1178 | 1585 | 2277  | 3151  | 4263  | 归属于母公司净利        | -54.6% | 341.0% | 62.2%  | 36.3%  | 30.3%  |
| 少数股东权益       | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 负债和股东权益      | 3507 | 4266 | 5079  | 6091  | 7367  | 毛利率(%)          | 34.2%  | 37.6%  | 39.1%  | 40.0%  | 40.8%  |
| <b>现金流量表</b> |      |      |       |       |       | 净利率(%)          | 6.3%   | 19.0%  | 22.9%  | 25.0%  | 26.4%  |
| 经营活动现金流      | 681  | 1379 | 989   | 1248  | 1591  | ROE(%)          | 4.4%   | 16.8%  | 22.8%  | 25.7%  | 27.5%  |
| 净利润          | 135  | 595  | 965   | 1315  | 1714  | ROIC(%)         | 6.9%   | 66.6%  | 113.5% | 145.2% | 172.1% |
| 资产减值准备       | 27   | 25   | 25    | 24    | 28    | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 折旧摊销         | 193  | 141  | 242   | 249   | 257   | 资产负债率(%)        | 12.7%  | 16.9%  | 16.6%  | 16.1%  | 15.5%  |
| 财务费用         | 1    | -17  | -72   | -94   | -122  | 流动比率            | 6.78   | 5.45   | 5.84   | 6.23   | 6.61   |
| 投资损失         | -5   | -5   | -15   | -14   | -13   | 速动比率            | 3.81   | 4.27   | 4.53   | 4.86   | 5.19   |
| 营运资金变动       | 359  | 642  | -146  | -222  | -263  | 利息保障倍数          | 31.23  | 411.76 | -      | -      | -      |
| 其他经营现金       | -29  | -1   | -10   | -10   | -10   | <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 投资活动现金流      | -284 | -343 | -19   | -92   | -69   | 总资产周转率          | 0.62   | 0.81   | 0.90   | 0.94   | 0.97   |
| 资本支出         | 162  | 125  | 21    | 21    | 22    | 应收账款周转率         | 7.35   | 10.69  | 12.41  | 12.02  | 11.98  |
| 长期投资         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 存货周转率           | 1.00   | 1.80   | 2.58   | 2.51   | 2.50   |
| 其他投资现金       | -122 | -218 | 2     | -71   | -47   | <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 筹资活动现金流      | -86  | -52  | -305  | -347  | -480  | 每股收益(最新摊薄)      | 0.32   | 1.42   | 2.30   | 3.14   | 4.09   |
| 短期借款         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股经营现金流(最       | 1.63   | 3.29   | 2.36   | 2.98   | 3.80   |
| 长期借款         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊       | 7.31   | 8.46   | 10.12  | 12.20  | 14.86  |
| 普通股增加        | 1    | 1    | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| 资本公积增加       | 57   | 68   | 0     | 0     | 0     | P/E             | 529.42 | 120.05 | 74.02  | 54.29  | 41.67  |
| 其他筹资现金       | -143 | -121 | -305  | -347  | -480  | P/B             | 23.33  | 20.14  | 16.85  | 13.97  | 11.47  |
| 现金净增加额       | 312  | 997  | 664   | 808   | 1042  | EV/EBITDA       | 269.72 | 99.31  | 59.07  | 45.53  | 36.17  |

资料来源：天软、湘财证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

**增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

**中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

**减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

**卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。