



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)	5.18
总股本/流通股本(亿股)	70.69 / 44.30
总市值/流通市值(亿元)	366 / 229
52周内最高/最低价	6.00 / 3.35
资产负债率(%)	41.7%
市盈率	-37.00
绍兴市越城区集成电路	
第一大股东	产业基金合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

芯联集成(688469)

一站式芯片系统代工，持续推出稀缺工艺技术平台

● 投资要点

芯片系统代工优势显著，模组封装业务同比增长超 100%。公司提供从设计服务、晶圆制造并延伸到模组封装、可靠性测试和应用验证等的一站式芯片系统代工服务，不断推出稀缺工艺技术平台，一方面直面市场需求、敏锐感知市场方向，另一方面为终端客户提供模块化的产品及服务。2025 年上半年，随着与终端客户的合作深度和粘性的不断加强，公司车载功率模组批量交付，光伏、储能模块稳定大规模量产等，模组封装业务直接贡献营业收入同比增长超 100%；其中车载功率模块收入增长超 200%。

布局多条产线，覆盖功率半导体与信号链代工，向模拟和控制类代工持续推进。公司布局了“8 英寸硅基+12 英寸硅基+化合物”等多条产线，产品覆盖 MOSFET 和 GaN 等芯片和模组，产能覆盖中高端功率半导体；传感信号链方面，公司代工的硅麦克风、激光雷达中的透镜、压力传感等，助力新能源及智能化产业发展，在多家客户已量产；功率 IC 方面，公司布局高电压、大电流和高密度三大方向，提供完整的车规级晶圆代工服务；55 纳米 MCU 平台（嵌入式闪存工艺）开发完成，满足车规 G1 的高可靠性要求，应用于物联网 MCU 和安全芯片。

四大应用重点布局，产品研发实现新突破。随着 12 英寸硅基产线和 8 寸碳化硅产线不断放量，成本优势与技术先进性将进一步凸显，推动公司在汽车、AI、高端消费、工控等领域的长期增长。

➤ **在车载领域，多家定点客户下半年进入量产。**公司 6 英寸 SiC MOSFET 新增项目定点超 10 个，新增了 5 家进入量产阶段的汽车客户；国内首条 8 英寸 SiC 产线已实现批量量产，关键性能指标业界领先；汽车业务从单器件衍生逐步提升到系统解决方案，上半年，已导入客户 10 余家，覆盖多个产业头部企业，部分客户将于 2025 年下半年实现量产。

➤ **在 AI 领域，服务器、数据中心等新品进入量产。**服务器、数据中心等数据传输芯片进入量产；第二代高效率数据中心专用电源管理芯片制造平台获得关键客户导入；应用于 AI 服务器和 AI 加速卡的电源管理芯片已实现大规模量产；国内首个 55nmBCD 集成 DrMOS 芯片通过客户验证；AI 眼镜用麦克风芯片、机器人用激光雷达芯片实现突破；智能驾驶应用方向，全面扩展 MEMS 代工服务在车载方向的应用，如 ADAS 智能驾驶的惯导、激光雷达 VCSEL、微镜芯片、压力传感器以及智能座舱语音识别麦克风芯片等。

➤ **在消费电子领域，多产品研发平台搭建完成。**新一代高性能 MEMS 麦克风研发平台搭建完成，已完成产品送样，填补了国内技术空白；高端手机、可穿戴电子产品、笔电等相关技术平台实现全面扩展；IPM 平台产品完成空调和洗衣机应用产品覆盖；PIM 平台

代工产品逐渐进入商用空调领域。

- **工控领域，风光储产品系列完成头部客户定点。**开发了行业定制芯片，引领组串式光储功率市场；全新封装的工业变频模组进入量产阶段，帮助客户提升系统可靠性和性价比，模组中采用公司自研微沟槽场截止技术芯片；建立了完整的风光储产品系列，并完成头部客户送样定点。

● **投资建议：**

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 80.4/100.1/122.2 亿元，归母净利润分别为-4.7/1.4/3.1 亿元，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

技术迭代和研发投入不及预期的风险；市场竞争加剧风险；原材料市场集中风险；行业周期性波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6509	8042	10009	12224
增长率(%)	22.25	23.55	24.46	22.13
EBITDA（百万元）	1988.10	5361.67	6477.91	6910.66
归属母公司净利润（百万元）	-962.16	-474.09	136.21	310.18
增长率(%)	50.87	50.73	128.73	127.72
EPS（元/股）	-0.14	-0.07	0.02	0.04
市盈率（P/E）	-38.06	-77.24	268.83	118.05
市净率（P/B）	2.97	3.08	3.05	2.98
EV/EBITDA	21.00	7.11	5.12	4.02

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	6509	8042	10009	12224	营业收入	22.2%	23.6%	24.5%	22.1%
营业成本	6442	7201	8059	9298	营业利润	23.5%	64.4%	130.3%	142.6%
税金及附加	42	51	64	78	归属于母公司净利润	50.9%	50.7%	128.7%	127.7%
销售费用	43	53	66	81	获利能力				
管理费用	139	193	220	269	毛利率	1.0%	10.5%	19.5%	23.9%
研发费用	1842	2332	2833	3459	净利率	-14.8%	-5.9%	1.4%	2.5%
财务费用	289	55	55	55	ROE	-7.8%	-4.0%	1.1%	2.5%
资产减值损失	-977	0	0	0	ROIC	-6.7%	-2.5%	1.0%	2.1%
营业利润	-2250	-801	242	588	偿债能力				
营业外收入	4	0	0	0	资产负债率	41.7%	41.7%	41.8%	41.6%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.79	2.48	3.30	4.10
利润总额	-2247	-801	242	588	营运能力				
所得税	0	0	0	0	应收账款周转率	6.85	9.36	23.81	23.50
净利润	-2247	-801	242	588	存货周转率	3.09	4.18	6.05	6.25
归母净利润	-962	-474	136	310	总资产周转率	0.20	0.24	0.30	0.36
每股收益(元)	-0.14	-0.07	0.02	0.04	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.14	-0.07	0.02	0.04
货币资金	5188	9655	14631	20027	每股净资产	1.74	1.68	1.70	1.74
交易性金融资产	1271	1271	1271	1271	估值比率				
应收票据及应收账款	1349	369	472	569	PE	-38.06	-77.24	268.83	118.05
预付款项	135	127	149	179	PB	2.97	3.08	3.05	2.98
存货	2181	1264	1400	1575	现金流量表				
流动资产合计	10862	13584	18881	24646	净利润	-2247	-801	242	588
固定资产	18439	13504	8480	3366	折旧和摊销	4038	6107	6180	6267
在建工程	2053	2453	2853	3253	营运资本变动	-1155	712	-87	-81
无形资产	849	641	432	224	其他	1266	-23	-51	-82
非流动资产合计	23341	19330	14495	9573	经营活动现金流净额	1903	5995	6285	6692
资产总计	34203	32915	33376	34219	资本开支	-3464	-1297	-1277	-1254
短期借款	2768	2768	2768	2768	其他	-2180	-723	38	46
应付票据及应付账款	2361	1000	1119	1261	投资活动现金流净额	-5645	-2020	-1239	-1208
其他流动负债	941	1715	1829	1976	股权融资	6677	10	0	0
流动负债合计	6069	5483	5716	6004	债务融资	640	448	0	0
其他	8187	8235	8235	8235	其他	-2293	43	-70	-88
非流动负债合计	8187	8235	8235	8235	筹资活动现金流净额	5023	501	-70	-88
负债合计	14256	13717	13951	14239	现金及现金等价物净增加额	1265	4467	4976	5396
股本	7059	7069	7069	7069					
资本公积金	10665	10665	10665	10665					
未分配利润	-5004	-5437	-5335	-5105					
少数股东权益	7626	7299	7405	7683					
其他	-399	-399	-379	-332					
所有者权益合计	19947	19198	19426	19980					
负债和所有者权益总计	34203	32915	33376	34219					

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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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签约客户。

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，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等。

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