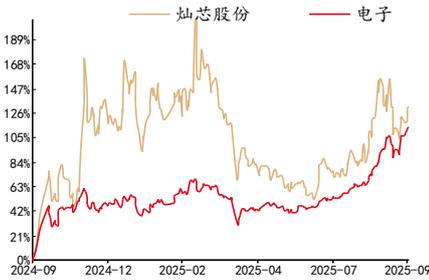




股票投资评级

增持 | 首次覆盖

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)	75.80
总股本/流通股本(亿股)	1.20 / 0.71
总市值/流通市值(亿元)	91 / 54
52周内最高/最低价	101.00 / 33.23
资产负债率(%)	21.3%
市盈率	135.36
第一大股东	中芯国际控股有限公司

研究所

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

灿芯股份(688691)

灿集众能，芯务集成

● 投资要点

**完成流片验证项目数量同比增长奠定量产业务基础，充足订单储备支撑未来增长。**2025H1，公司实现营业收入 2.82 亿元，受客户需求波动影响，公司本报告期营业收入同比有所下降，但一方面公司芯片设计业务收入同比呈现增长趋势，报告期内完成流片验证的项目数量亦同比增长，为公司后续量产业务收入奠定了基础；另一方面公司 2025Q2 芯片量产业务收入环比增长 24.80%，呈现改善态势。2025H1，公司综合毛利率为 18.49%，同比有所下降，主要系全定制服务收入占比下降，而全定制服务项目通常毛利率更高。公司 2025H1 期间费用合计 1.33 亿元，较去年同期增加 2,715.37 万元，同比增长 25.76%，主要系公司持续围绕“IP+平台”开展研发工作，在高速接口 IP、高性能模拟 IP 及系统级芯片平台方面持续取得研发进展，2025H1 共发生研发费用 9,141.75 万元，同比增长 43.25%。受前述营业收入和毛利率下降及期间费用增长等因素影响，公司 2025H1 实现归母净利润-6,088.23 万元，扣非归母净利润-7,005.56 万元。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在手订单合计金额为 8.61 亿元（含税，下同），其中芯片设计业务在手订单 3.07 亿元，芯片量产业务在手订单 5.54 亿元，充足订单储备支撑未来增长。

**深耕主营业务，为下游客户提供高价值、差异化的一站式芯片定制服务。**借助公司自身在工艺、自主 IP 及 SoC 核心技术方面的优势，公司与业内知名的系统厂商和芯片设计企业开展合作，公 2025H1 来自系统厂商、芯片设计公司及其他类型客户的收入占比分别为 25.50%、65.16%和 9.34%。本报告期内，公司提供芯片设计服务的用于国产测试机台的芯片成功流片，该芯片基于 SMIC 40LL 工艺，实现了 1,600 Mbps 的 DDR IO 接口吞吐率，支持 4 通道的激励输出和对比，同时每个通道拥有 256 组 Time-Sets 的 Edge 选择，实现了测试机台高速数字信号的全相位采集，同时集成了温度传感器，处理器能够根据温度信息动态调整内部电路的 Skew 值。目前，公司提供芯片设计服务的 MRAM 控制芯片项目持续推进，预计将于年内流片。另外，公司提供芯片设计服务的智能网络芯片在特殊工艺平台上进行设计实现，是公司在此工艺平台上的首个项目。公司提供芯片设计服务的单点 LED 驱动芯片目前已通过第一次 MPW 功能验证，预计将于年内 NTO 流片。

**“IP+平台”研发取得积极进展，加速布局车规芯片、人工智能、先进封装等新兴领域。**报告期内公司持续围绕“IP+平台”开展研发工作，在高速接口 IP、高性能模拟 IP 及系统级芯片平台方面持续取得研发进展。公司持续加大在车规级芯片平台方面的投入力度，公司自研的车规 MCU 平台在本报告期内已经 MPW 回片，并完成点亮测试和基

本功能验证，验证结果正常并达到平台研发预期。在人工智能、数据中心及智能汽车等领域的强劲需求驱动下，高速接口 IP 技术正加速迭代，成为芯片设计的核心支撑之一。公司在多工艺平台 IP 研发领域取得多项积极进展。与此同时，公司已开展基于 28nm 工艺平台的 28Gbps SerDes IP 的设计开发工作并即将进入流片验证阶段，重点布局高速互连技术储备，未来将用于 25Gbps 以上以太网物理层芯片及车载高速视频传输芯片等领域。公司亦进一步结合 3D 封装技术优化 IP 互连效率，上述 IP 适配 Chiplet 架构对高带宽、低延迟的需求，能够助力客户实现异构集成设计。

### ● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 6.5/10/13 亿元，归母净利润分别为-1.1/0.4/1.1 亿元，首次覆盖，给予“增持”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；市场竞争加剧风险；技术人才流失风险；定制芯片量产需求不及预期的风险；毛利率波动的风险；宏观环境风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1090	652	1003	1303
增长率(%)	-18.77	-40.14	53.72	29.93
EBITDA（百万元）	82.93	-81.39	79.58	151.00
归属母公司净利润（百万元）	61.05	-108.57	37.24	109.51
增长率(%)	-64.19	-277.85	134.30	194.06
EPS(元/股)	0.51	-0.90	0.31	0.91
市销率 (P/S)	8.35	13.94	9.07	6.98
市盈率 (P/E)	149.00	/	244.25	83.06
市净率 (P/B)	6.66	7.25	7.11	6.73
EV/EBITDA	101.21	/	104.14	54.01

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1090	652	1003	1303	营业收入	-18.8%	-40.1%	53.7%	29.9%
营业成本	815	518	770	990	营业利润	-64.1%	-280.8%	134.1%	193.5%
税金及附加	3	3	3	4	归属于母公司净利润	-64.2%	-277.8%	134.3%	194.1%
销售费用	21	23	21	22	<b>获利能力</b>				
管理费用	77	80	78	78	毛利率	25.2%	20.5%	23.2%	24.0%
研发费用	128	183	128	137	净利率	5.6%	-16.6%	3.7%	8.4%
财务费用	-14	-17	-15	-16	ROE	4.5%	-8.7%	2.9%	8.1%
资产减值损失		-5	-5	-5	ROIC	2.5%	-9.9%	1.8%	6.9%
<b>营业利润</b>	65	-117	40	117	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	21.3%	17.7%	22.4%	26.0%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	3.61	4.49	3.65	3.24
<b>利润总额</b>	65	-117	40	117	<b>营运能力</b>				
所得税	3	-8	3	7	应收账款周转率	18.70	11.91	20.46	19.45
<b>净利润</b>	61	-109	37	110	存货周转率	5.27	5.48	8.22	8.00
<b>归母净利润</b>	61	-109	37	110	总资产周转率	0.71	0.40	0.63	0.75
<b>每股收益(元)</b>	0.51	-0.90	0.31	0.91	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.51	-0.90	0.31	0.91
货币资金	855	748	815	946	每股净资产	11.38	10.45	10.66	11.26
交易性金融资产	90	120	120	120	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	90	42	73	85	PE	149.00	-83.78	244.25	83.06
预付款项	51	30	47	59	PB	6.66	7.25	7.11	6.73
存货	107	82	105	142	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	1314	1183	1328	1521	净利润	61	-109	37	110
固定资产	36	27	17	12	折旧和摊销	47	52	55	50
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-101	72	16	37
无形资产	100	78	65	50	其他	2	-22	-8	-14
<b>非流动资产合计</b>	421	340	320	305	<b>经营活动现金流净额</b>	9	-6	100	183
<b>资产总计</b>	1735	1523	1648	1826	资本开支	-77	-25	-34	-34
短期借款	0	0	0	0	其他	41	-71	14	19
应付票据及应付账款	78	58	80	107	<b>投资活动现金流净额</b>	-36	-96	-21	-15
其他流动负债	287	205	284	362	股权融资	548	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	364	264	364	469	债务融资	0	-2	0	0
其他	6	5	5	5	其他	-79	-2	-13	-37
<b>非流动负债合计</b>	6	5	5	5	<b>筹资活动现金流净额</b>	469	-4	-13	-37
<b>负债合计</b>	370	269	369	474	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	446	-107	67	131
股本	120	120	120	120					
资本公积金	920	920	920	920					
未分配利润	294	184	203	260					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	31	30	35	52					
<b>所有者权益合计</b>	1365	1254	1279	1352					
<b>负债和所有者权益总计</b>	1735	1523	1648	1826					

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