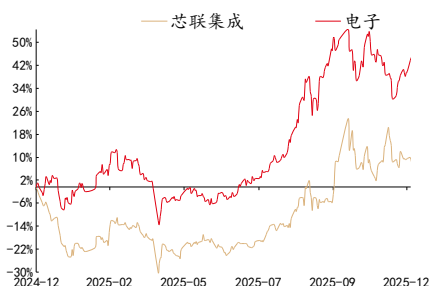


股票投资评级

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)	6.46
总股本/流通股本(亿股)	83.83 / 44.30
总市值/流通市值(亿元)	542 / 286
52周内最高/最低价	7.34 / 4.17
资产负债率(%)	41.7%
市盈率	-46.14
	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)

拐点将至，蓄势待发

● 投资要点

**SiC MOSFET 装车量突破百万台，新一代产品性能达到全球领先水平。**目前公司 SiC MOSFET 芯片及模组已全面覆盖 650-3300V 碳化硅工艺平台，上半年公司 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 SiO 产线已实现批量量产。今年 SiC MOSFET 总计装车辆目已超过 100 万台，最新一代产品性能达到全球领先水平。

**将 AI 列为第四大核心市场，战略布局走出关键一步。**公司可以提供从一级电源、二级电源，到三级电源的一站式芯片系统代工解决方案，进一步提升数据中心端到端供电系统效率。从具体产品来看，用于 AI 服务器、数据中心等方向的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发布，并获得关键客户导入；国内首个 55nm BCD 集成 DrMOS 芯片通过客户验证，180nm DrMOS 实现量产。

**激光雷达、MEMS 等陆续规模量产，满足下游需求。**在具身智能等应用方向，公司的 MEMS 传感器芯片可用于语音交互、姿态识别、运动捕捉、机械手抓取与操作、环境感知、导航定位等场景，自主研发的机器人灵巧手小型化驱动模块，已获国内头部企业定点，预计明年 Q1 进入量产；在智能驾驶应用方向，全面扩展 MEMS 代工服务在车载方向的应用，如 ADAS 智能驾驶的惯性导航芯片、激光雷达 VCSEL 芯片、微镜芯片、压力传感器芯片以及智能座舱语音识别麦克风芯片等。

● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营收分别为 81.0/101.0/126.6 亿元，归母净利润分别为-6.1/0.5/6.0 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

市场复苏不及预期；竞争格局加剧风险；客户导入不及预期。

■ 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	8101	10095	12663
增长率(%)	22.25	24.46	24.61	25.44
EBITDA(百万元)	1988.10	5133.43	6328.01	7462.55
归属母公司净利润(百万元)	-962.16	-609.24	51.96	601.31
增长率(%)	50.87	36.68	108.53	1057.31
EPS(元/股)	-0.11	-0.07	0.01	0.07
市盈率(P/E)	-56.28	-88.88	1042.25	90.06
市净率(P/B)	4.40	3.17	3.16	3.07
EV/EBITDA	21.00	9.72	7.12	5.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 相对估值

公司主要从事 MEMS、IGBT、MOSFET、模拟 IC、MCU 的研发、生产、销售，为汽车、新能源、工控、家电等领域提供一站式芯片系统代工方案。公司是国内领先的具备车规级 IGBT/SiC 芯片及模组和数模混合高压模拟芯片生产能力的代工企业，拥有种类完整、技术先进的车规级高质量功率器件和功率 IC 研发及量产平台，也是国内重要的车规和高端工业控制芯片及模组制造基地。同时，公司还是国内规模、技术领先的 MEMS 晶圆代工厂。A 股中中芯国际、华虹公司、士兰微、华润微为可比公司，2025 年可比公司 iFind 一致预期 PB 均值 4.50x，公司不断完成新技术平台开发及客户导入，推动产品结构优化升级，量产规模效应加速显现，维持“买入”评级。

图表1：相对估值表（可比公司数据来自 iFind 一致性预期，芯联集成每股净资产预测值采用中邮证券研究所预测值）

2025/12/9										
证券简称	证券代码	收盘价 (元)	每股净资产 (元)				PB			
			最新公告	2025E	2026E	2027E	最新公告	2025E	2026E	2027E
中芯国际	688981.SH	116.32	18.90	19.34	20.09	20.98	6.16	6.02	5.79	5.54
华虹公司	688347.SH	112.82	25.64	21.58	21.96	22.93	4.40	5.23	5.14	4.92
士兰微	600460.SH	28.65	7.18	7.66	8.15	8.83	3.99	3.74	3.51	3.24
华润微	688396.SH	52.70	17.22	17.46	18.26	19.30	3.06	3.02	2.89	2.73
均值								4.50	4.33	4.11
芯联集成	688469.SH	6.46	1.60	2.04	2.04	2.11	4.03	3.17	3.16	3.07

资料来源：iFind，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	6509	8101	10095	12663	营业收入	22.2%	24.5%	24.6%	25.4%
营业成本	6442	7688	9033	10696	营业利润	23.5%	54.3%	109.0%	1,133.2%
税金及附加	42	52	65	81	归属于母公司净利润	50.9%	36.7%	108.5%	1,057.3%
销售费用	43	100	67	84	<b>获利能力</b>				
管理费用	139	199	222	272	毛利率	1.0%	5.1%	10.5%	15.5%
研发费用	1842	2268	2105	2279	净利率	-14.8%	-7.5%	0.5%	4.7%
财务费用	289	55	55	55	ROE	-7.8%	-3.6%	0.3%	3.4%
资产减值损失	-977	0	0	0	ROIC	-6.7%	-2.7%	0.4%	3.3%
营业利润	-2250	-1029	92	1140	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	4	0	0	0	资产负债率	41.7%	36.2%	36.7%	36.3%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.79	3.44	4.13	4.88
利润总额	-2247	-1029	92	1140	<b>营运能力</b>				
所得税	0	0	0	0	应收账款周转率	6.85	9.41	23.82	23.79
净利润	-2247	-1029	92	1140	存货周转率	3.09	4.36	6.19	6.33
归母净利润	-962	-609	52	601	总资产周转率	0.20	0.22	0.26	0.32
每股收益(元)	-0.11	-0.07	0.01	0.07	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-0.11	-0.07	0.01	0.07
货币资金	5188	15431	20288	26201	每股净资产	1.47	2.04	2.04	2.11
交易性金融资产	1271	1271	1271	1271	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1349	372	476	589	PE	-56.28	-88.88	1042.25	90.06
预付款项	135	135	167	206	PB	4.40	3.17	3.16	3.07
存货	2181	1349	1569	1812	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	10862	19317	24589	30975	净利润	-2247	-1029	92	1140
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	730	-65	-85
无形资产	849	641	432	224	其他	1266	-24	-52	-87
非流动资产合计	23341	18750	13915	8993	经营活动现金流净额	1903	5784	6156	7235
资产总计	34203	38067	38504	39968	资本开支	-3464	-1297	-1276	-1251
短期借款	2768	2768	2768	2768	其他	-2180	0	38	48
应付票据及应付账款	2361	1068	1254	1451	投资活动现金流净额	-5645	-1297	-1238	-1203
其他流动负债	941	1773	1937	2128	股权融资	6677	5317	0	0
流动负债合计	6069	5608	5959	6347	债务融资	640	457	0	0
其他	8187	8171	8171	8171	其他	-2293	-6	-61	-119
非流动负债合计	8187	8171	8171	8171	筹资活动现金流净额	5023	5768	-61	-119
负债合计	14256	13779	14130	14518	现金及现金等价物净增加额	1265	10243	4857	5913
股本	7059	8383	8383	8383					
资本公积金	10665	14659	14659	14659					
未分配利润	-5004	-5560	-5522	-5075					
少数股东权益	7626	7206	7247	7785					
其他	-399	-399	-392	-301					
所有者权益合计	19947	24288	24375	25451					
负债和所有者权益总计	34203	38067	38504	39968					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 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