

芯原股份（688521）

事件点评：芯来智融收购终止，逐点半导体收购获多家重量级投资方支持

买入（维持）

2025 年 12 月 13 日

证券分析师 陈海进

执业证书：S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

研究助理 李雅文

执业证书：S0600125020002

liyw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,338	2,322	3,813	5,288	7,025
同比（%）	(12.73)	(0.69)	64.22	38.69	32.84
归母净利润（百万元）	(296.47)	(600.88)	(76.76)	262.12	553.35
同比（%）	(501.64)	(102.68)	87.23	441.49	111.11
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.56)	(1.14)	(0.15)	0.50	1.05
P/E（现价&最新摊薄）	(264.36)	(130.43)	(1,021.06)	299.01	141.64

投资要点

■ **终止收购芯来智融，不影响芯原股份在 RISC-V 生态体系中的核心地位。**12 月 12 日，芯原股份公告终止发行股份及支付现金购买芯来智融 97.0070% 股权并募集配套资金事项。据公司公告，本次事项不会对公司正常业务开展与生产经营造成不利冲击，反而凸显公司在战略布局上的理性与灵活性。一方面，公司作为芯来智融现有股东，将继续保持并深化与标的公司的合作，确保在 RISC-V 领域的业务协同性不受影响；另一方面，公司明确“继续强化 RISC-V 领域布局、扩大与多家 RISC-VIP 核供应商合作”的战略方向，结合其布局 RISC-V 行业超七年的积累，在 RISC-V 生态体系中的核心地位与资源整合能力未发生实质变化。

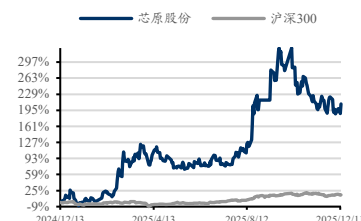
■ **收购逐点半导体继续推进，获多个重量级基金支持。**同日，芯原股份公告称联合投资人共同对外投资暨收购逐点半导体，天遂芯愿拟新增注册资本 9.4 亿元，公司拟以其在本次收购后所持逐点半导体 2.11% 股份认缴天遂芯愿 2000 万元新增注册资本，以现金 3.5 亿元认缴天遂芯愿 3.5 亿元新增注册资本，本次投资完成后，公司将持有天遂芯愿 40% 股权、成为天遂芯愿第一大股东，并将根据相关交易协议控制天遂芯愿的多数董事席位并享有对天遂芯愿的控制权。共同投资方均拟以现金新增注册资本，据上海证券报介绍，共同投资方包括：华芯鼎新为大基金三期载体之一，其管理人为华芯投资，拟出资 3 亿元；国投先导为上海三大先导母基金之一，拟出资 1.5 亿元；屹唐元创、芯创智造的背后是亦庄国投，均拟出资 5,000 万元；涵泽创投即孚腾交大科技策源基金，是由上海交通大学和上海国投共同发起设立的直投基金，拟出资 2,000 万元。

■ **AIASIC 市场规模增长显著，未来前景广阔。**AIASIC 行业目前主要由海外 CSP 厂主导，当前行业正处于高景气扩张周期，博通、Marvell 业绩和未来指引持续维持高景气度。在行业景气度持续上行的背景下，公司围绕 AIASIC 方向的战略布局持续推进，本次拟与逐点半导体强强联合，积极拥抱端侧与云端 AIASIC 的广阔市场空间。我们认为该收购有助于公司强化在 AIASIC 领域的综合服务能力，并进一步打开中长期成长空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们认为当前估值溢价主要是由于公司作为国内顶级 AIASIC 公司，为 A 股稀缺标的，在技术积累、客户资源及产品落地方面具备显著优势。我们维持原预测，预计公司将在 2025-2027 年实现营业收入 38/53/70 亿元，预计公司将在 2025-2027 年实现归母净利润 -0.8/2.6/5.5 亿元。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**技术授权风险，研发人员流失风险，市场竞争风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	149.04
一年最低/最高价	44.47/216.77
市净率(倍)	22.06
流通 A 股市值(百万元)	74,668.72
总市值(百万元)	78,373.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.76
资产负债率(% ,LF)	45.19
总股本(百万股)	525.86
流通 A 股(百万股)	501.00

相关研究

芯原股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,638	4,429	4,881	5,550	营业总收入	2,322	3,813	5,288	7,025
货币资金及交易性金融资产	859	2,226	2,223	2,425	营业成本(含金融类)	1,396	2,457	3,399	4,560
经营性应收款项	1,028	1,267	1,610	1,945	税金及附加	6	8	8	8
存货	396	439	505	565	销售费用	120	122	143	155
合同资产	245	381	423	492	管理费用	122	133	148	155
其他流动资产	110	117	120	123	研发费用	1,247	1,258	1,481	1,721
非流动资产	1,992	2,051	2,060	2,031	财务费用	7	(22)	(63)	(63)
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	41	69	90	105
固定资产及使用权资产	799	676	629	584	投资净收益	(1)	4	5	7
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	524	560	586	602	减值损失	(45)	(5)	0	0
商誉	182	182	182	182	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	31	61	91	91	营业利润	(583)	(76)	269	601
其他非流动资产	455	571	571	571	营业外净收支	1	2	2	0
资产总计	4,630	6,480	6,941	7,580	利润总额	(582)	(75)	270	601
流动负债	1,547	1,875	2,113	2,282	减:所得税	19	2	8	48
短期借款及一年内到期的非流动负债	434	526	531	536	净利润	(601)	(77)	262	553
经营性应付款项	163	171	189	203	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	607	763	899	983	归属母公司净利润	(601)	(77)	262	553
其他流动负债	343	415	494	560	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.14)	(0.15)	0.50	1.05
非流动负债	960	910	910	910	EBIT	(570)	(97)	207	538
长期借款	833	833	833	833	EBITDA	(331)	190	427	768
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.86	35.55	35.73	35.08
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	(25.88)	(2.01)	4.96	7.88
其他非流动负债	83	33	33	33	收入增长率(%)	(0.69)	64.22	38.69	32.84
负债合计	2,508	2,785	3,023	3,192	归母净利润增长率(%)	(102.68)	87.23	441.49	111.11
归属母公司股东权益	2,122	3,695	3,918	4,388					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,122	3,695	3,918	4,388					
负债和股东权益	4,630	6,480	6,941	7,580					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(346)	16	255	473	每股净资产(元)	4.24	7.03	7.45	8.35
投资活动现金流	47	(341)	(223)	(193)	最新发行在外股份(百万股)	526	526	526	526
筹资活动现金流	248	1,694	(34)	(78)	ROIC(%)	(16.87)	(2.34)	3.85	8.90
现金净增加额	(42)	1,366	(3)	202	ROE-摊薄(%)	(28.31)	(2.08)	6.69	12.61
折旧和摊销	240	287	221	230	资产负债率(%)	54.16	42.98	43.55	42.11
资本开支	(144)	(232)	(199)	(200)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(130.43)	(1,021.06)	299.01	141.64
营运资本变动	(60)	(194)	(221)	(303)	P/B(现价)	35.14	21.21	20.00	17.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>