



股票投资评级

## 芯联集成(688469)

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）	7.59
总股本/流通股本（亿股）	83.83 / 44.30
总市值/流通市值（亿元）	636 / 336
52周内最高/最低价	8.32 / 4.17
资产负债率(%)	41.7%
市盈率	-54.21
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

车载&AI 等持续驱动，盈利拐点临近

#### ● 事件

公司发布业绩预告，预计 2025 年实现营业收入约为 81.90 亿元，同比增长约 25.83%，归母净利润约 -5.77 亿元，同比减亏约 3.85 亿元。

#### ● 投资要点

**四大产品线齐发力，构建多元增长格局。**在市场需求升级、国产替代提速与政策红利加持的多重利好下，公司产能利用率持续保持高位；依托技术的持续创新迭代，叠加客户版图的稳步拓展与合作深度的不断深化，公司市场竞争力实现稳步提升，四大核心应用领域收入实现快速增长，成功构筑起车载领域收入领航增长、工业控制与高端消费领域收入稳健发力、AI 应用领域持续深度渗透的多元增长格局。同时，公司业务布局从传统晶圆代工向系统解决方案延伸，一站式系统代工平台的商业模式价值效能正逐步释放，预计 2025 年实现营业收入约为 81.90 亿元，同比增长约 25.83%。

**规模效应显现，毛利率保持增长态势。**随着整体营收规模扩大，规模效应显现，生产精细化运营有效提升，折旧摊销等固定成本逐步摊薄；叠加产品结构的不断优化和升级，2025 年公司毛利率预计达到 5.92%，同比提升约 4.89 个百分点，持续保持增长态势；此外，公司在管理效率、资金管理、销售管理等方面实现了管控优化，期间费用率逐步降低，预计 2025 年归母净利润约 -5.77 亿元，同比减亏约 3.85 亿元。

#### ● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营收分别为 81.9/102.5/128.3 亿元，归母净利润分别为 -5.8/0.6/6.3 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	8185	10245	12826
增长率 (%)	22.25	25.75	25.17	25.19
EBITDA (百万元)	1988.10	5188.49	6347.95	7519.15
归属母公司净利润 (百万元)	-962.16	-576.64	63.17	631.16
增长率 (%)	50.87	40.07	110.95	899.22
EPS (元/股)	-0.11	-0.07	0.01	0.08
市净率 (P/B)	4.88	3.51	3.50	3.39
EV/EBITDA	21.00	10.74	8.01	5.97

: 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，2026 年可比公司 iFind 一致预期 PB 均值 4.83x，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）**

2026/2/9										
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	114.93	18.90	19.33	20.09	20.97	6.08	5.95	5.72	5.48
华虹公司	688347.SH	135.88	25.61	20.80	21.09	22.18	5.31	6.53	6.44	6.13
士兰微	600460.SH	31.63	7.18	7.68	8.20	8.91	4.41	4.12	3.86	3.55
华润微	688396.SH	60.53	17.22	17.47	18.27	19.33	3.52	3.47	3.31	3.13
<b>均值</b>								<b>5.02</b>	<b>4.83</b>	<b>4.57</b>
<b>芯联集成</b>	<b>688469.SH</b>	<b>7.59</b>	<b>1.60</b>	<b>2.04</b>	<b>2.05</b>	<b>2.12</b>	<b>4.73</b>	<b>3.72</b>	<b>3.71</b>	<b>3.59</b>

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>									
营业收入	6509	8185	10245	12826	营业收入	22.2%	25.8%	25.2%	25.2%
营业成本	6442	7701	8653	10164	营业利润	23.5%	56.7%	111.5%	964.7%
税金及附加	42	28	51	51	归属于母公司净利润	50.9%	40.1%	111.0%	899.2%
销售费用	43	105	102	103	获利能力				
管理费用	139	199	225	276	毛利率	1.0%	5.9%	15.5%	20.8%
研发费用	1842	2248	2613	2950	净利率	-14.8%	-7.0%	0.6%	4.9%
财务费用	289	55	55	55	ROE	-7.8%	-3.4%	0.4%	3.6%
资产减值损失	-977	-68	0	0	ROIC	-6.7%	-2.6%	0.5%	3.4%
<b>营业利润</b>	<b>-2250</b>	<b>-974</b>	<b>112</b>	<b>1197</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	4	0	0	0	资产负债率	41.7%	36.2%	36.5%	36.0%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.79	3.45	4.19	4.98
<b>利润总额</b>	<b>-2247</b>	<b>-974</b>	<b>112</b>	<b>1197</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	0	0	0	0	应收账款周转率	6.85	9.49	23.86	23.76
<b>净利润</b>	<b>-2247</b>	<b>-974</b>	<b>112</b>	<b>1197</b>	存货周转率	3.09	4.45	6.37	6.58
<b>归母净利润</b>	<b>-962</b>	<b>-577</b>	<b>63</b>	<b>631</b>	总资产周转率	0.20	0.23	0.27	0.33
<b>每股收益(元)</b>	<b>-0.11</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.01</b>	<b>0.08</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>									
货币资金	5188	15546	20399	26358	每股收益	-0.11	-0.07	0.01	0.08
交易性金融资产	1271	1271	1271	1271	每股净资产	1.47	2.04	2.05	2.12
应收票据及应收账款	1349	376	483	597	估值比率				
预付款项	135	136	160	196	PE	-62.47	-104.23	951.53	95.23
存货	2181	1283	1435	1654	PB	4.88	3.51	3.50	3.39
<b>流动资产合计</b>	<b>10862</b>	<b>19372</b>	<b>24570</b>	<b>30976</b>	<b>现金流量表</b>				
固定资产	18439	13504	8480	3366	净利润	-2247	-974	112	1197
在建工程	2053	2453	2853	3253	折旧和摊销	4038	6107	6180	6267
无形资产	849	641	432	224	营运资本变动	-1155	725	-88	-93
<b>非流动资产合计</b>	<b>23341</b>	<b>18750</b>	<b>13915</b>	<b>8993</b>	其他	1266	43	-54	-89
<b>资产总计</b>	<b>34203</b>	<b>38123</b>	<b>38486</b>	<b>39969</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1903</b>	<b>5901</b>	<b>6151</b>	<b>7282</b>
短期借款	2768	2768	2768	2768	资本开支	-3464	-1296	-1275	-1250
应付票据及应付账款	2361	1069	1201	1378	其他	-2180	0	39	49
其他流动负债	941	1775	1901	2078	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5645</b>	<b>-1296</b>	<b>-1236</b>	<b>-1201</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6069</b>	<b>5612</b>	<b>5870</b>	<b>6224</b>	股权融资	6677	5317	0	0
其他	8187	8171	8171	8171	债务融资	640	457	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>8187</b>	<b>8171</b>	<b>8171</b>	<b>8171</b>	其他	-2293	-10	-62	-123
<b>负债合计</b>	<b>14256</b>	<b>13783</b>	<b>14041</b>	<b>14395</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>5023</b>	<b>5764</b>	<b>-62</b>	<b>-123</b>
股本	7059	8383	8383	8383	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1265</b>	<b>10358</b>	<b>4853</b>	<b>5959</b>
资本公积金	10665	14659	14659	14659					
未分配利润	-5004	-5531	-5484	-5015					
少数股东权益	7626	7229	7278	7843					
其他	-399	-399	-390	-295					
<b>所有者权益合计</b>	<b>19947</b>	<b>24339</b>	<b>24445</b>	<b>25574</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>34203</b>	<b>38123</b>	<b>38486</b>	<b>39969</b>					

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