



芯原股份 (688521.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

AI ASIC 龙头，勇立 AI 潮头

投资逻辑

公司是国内领先的半导体 IP 与芯片定制服务提供商，以“芯片设计平台即服务 (SiPaaS)”模式为核心，为人工智能、汽车电子、物联网、云计算等前沿领域提供从半导体 IP 授权到一站式芯片定制的全链条解决方案。公司在手订单屡创新高，据 25 年年度业绩快报，公司 25 年实现营收 31.5 亿元，同增 35.8%。

立足半导体 IP 国产龙头地位，前瞻布局 Chiplet 与 AI 算力核心赛道。据公司公告，公司是中国排名第一、全球排名第八的半导体 IP 供应商，在 GPU、NPU、VPU 等核心处理器 IP 上具备自主可控能力，多个 4nm、5nm 的一站式项目正在进行中。公司深度契合产业前沿趋势，率先提出“IP as a Chiplet”理念，已具备 SoIC、2.5D/3D 等先进封装设计能力，并向行业伙伴提供 GPGPU、NPU 等处理器 IP，共同部署高性能 AI 芯片。同时，公司积极推动开放指令集架构生态建设，致力于构建“CPU+GPU+NPU”的完整算力平台，巩固其在下一代芯片架构中的关键生态位。公司 2025 年定向增发募资约 18 亿元，聚焦于 AIGC 及智慧出行领域 Chiplet 解决方案平台和面向 AIGC、图形处理的新一代 IP 研发。

国产替代与 AI 浪潮需求明确，在手和新签订单屡创新高。AI 算力爆发带来产业浪潮：公司凭借在 AI 处理器 IP 和 Chiplet 集成解决方案上的超前布局，已切入国内外头部客户的 AI 芯片及高性能计算项目供应链，有望享受 AI 浪潮带来的高增长红利。公司 26 年 1 月已完成对逐点半导体的收购交割，深化图像处理技术布局。据公司公告，2025 年新签订单中 AI 算力相关订单占比超 73%，数据处理领域订单占比超 50%。公司在人工智能与高算力赛道的技术布局已实质性转化为商业订单落地。截至 2025Q4，公司在手订单金额达到 50.75 亿元，较 2025Q3 环增 54.4%，较 2024Q4 同增 110.9%。

盈利预测、估值和评级

预计 2025-2027 年公司营收为 31.52 亿元、59.98 亿元、79.00 亿元，同增 35.77%、90.27%、31.72%，公司净利润为-5.26 亿元、2.16 亿元、7.02 亿元。给予 26 年 25 倍 PS，目标市值 1499 亿元，目标价 285.15 元，给予公司“买入”评级。

风险提示

技术研发风险；行业竞争加剧风险；客户集中度过高的风险；公司股东减持的风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：周焕博 (执业 S1130525080009)

zhouhuanbo@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：241.08 元

目标价 (人民币)：285.15 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,338	2,322	3,152	5,998	7,900
营业收入增长率	-12.73%	-0.69%	35.77%	90.27%	31.72%
归母净利润(百万元)	-296	-601	-499	216	702
归母净利润增长率	-	102.68%	-17.00%	N/A	224.94%
501.64%					
摊薄每股收益(元)	-0.593	-1.201	-0.948	0.411	1.334
每股经营性现金流净额	-0.02	-0.71	-1.52	-1.08	0.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	-10.98%	-28.31%	-14.55%	5.92%	16.13%
P/E	-84.24	-43.66	-144.41	333.62	102.67
P/B	9.25	12.36	21.01	19.75	16.56

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、上游技术赋能者驱动创新，前瞻布局引领产业范式变革	4
1.1 以 SiPaaS 模式为业务根基，持续构建芯片设计平台的开放生态	4
1.2 营收稳健增长，高研发投入构筑长期壁垒	8
二、卡位国产替代与 AI 浪潮前沿，以 IP 与 Chiplet 平台构筑核心动能	12
2.1 卡位上游创新杠杆，乘新周期增长东风	12
2.2 以 IP 与 Chiplet 为核心引擎，卡位 Chiplet 与 RISC-V 前沿	13
三、龙头地位与平台模式共筑壁垒，数据处理业务快速成长	16
四、盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测	18
4.2 投资建议及估值	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1： 公司业务发展历程	4
图表 2： 公司股权结构情况	5
图表 3： 公司主要业务模式	5
图表 4： 公司主要业务模式	7
图表 5： 公司历史投资项目情况	8
图表 6： 公司营业收入情况	9
图表 7： 公司归母净利润情况	9
图表 8： 公司主营业务结构情况（百万元）	9
图表 9： 公司主营业务毛利率情况（%）	9
图表 10： 公司毛利率与净利率情况	10
图表 11： 公司各项费用率情况	10
图表 12： 公司研发技术人员情况	10
图表 13： 公司与可比公司营业收入情况（百万元）	11
图表 14： 公司与可比公司营业收入同比增长率	11
图表 15： 公司与可比公司归母净利润情况（百万元）	11
图表 16： 公司与可比公司归母净利润同比增长率	11
图表 17： 公司与可比公司毛利率情况	11
图表 18： 公司与可比公司净利率情况	11
图表 19： 集成电路产业链情况	12
图表 20： 2016-2026 年全球集成电路市场规模（亿美元）	12



图表 21: 中国集成电路市场规模及国产情况 (亿元)	12
图表 22: 全球半导体市场规模 (亿美元)	13
图表 23: 中国芯片设计公司数量 (家)	13
图表 24: 单颗芯片裸片可容纳晶体管数量情况	13
图表 25: 不同工艺节点处于各应用时期的芯片设计成本 (百万美元)	13
图表 26: 公司知识产权授权与特许使用费区别	14
图表 27: 基于 Chiplet 异构架构的应用处理器示意图	15
图表 28: Chiplet 市场规模预测	15
图表 29: 芯来科技 RISC-V 产品线情况	15
图表 30: 公司新签订单情况 (亿元)	17
图表 31: 公司在手订单情况 (亿元)	17
图表 32: 公司 2025H1 营收 (按下游行业划分) 情况	18
图表 33: 公司分业务营收及毛利率预测	19
图表 34: 2023-2027E 公司三费情况	19

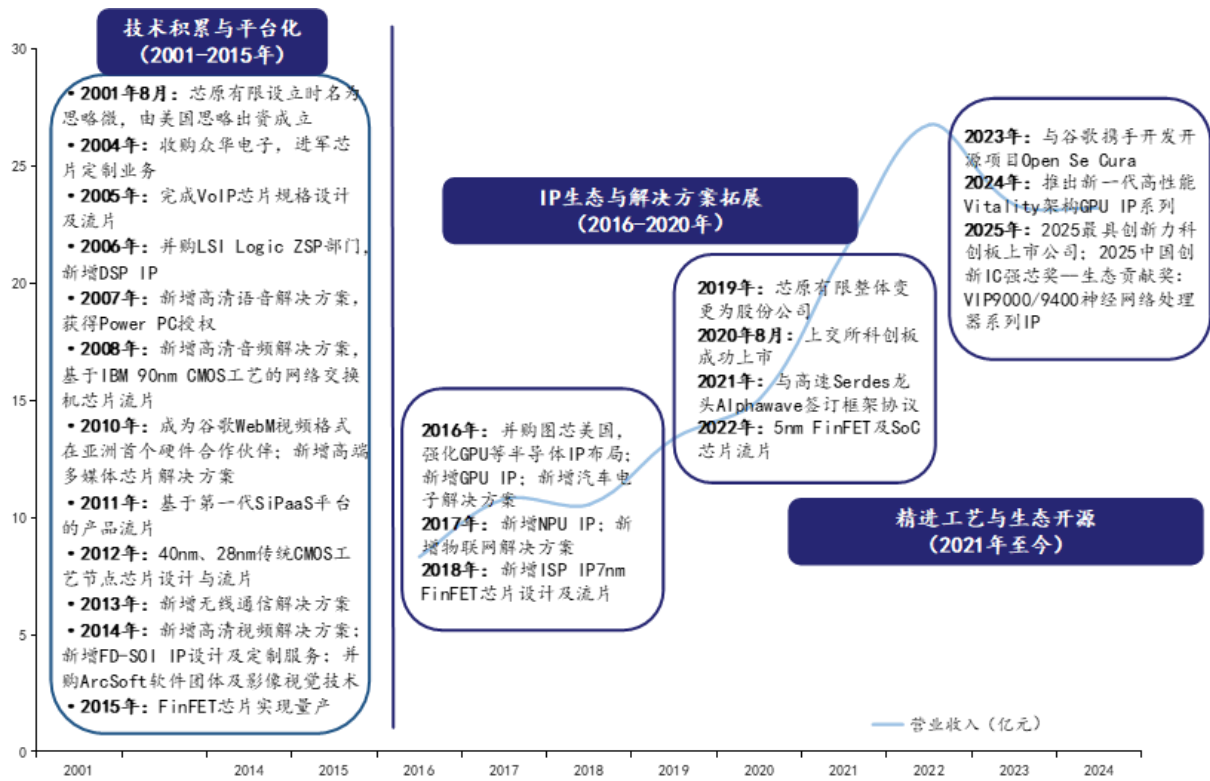


一、上游技术赋能者驱动创新，前瞻布局引领产业范式变革

1.1 以 SiPaaS 模式为业务根基，持续构建芯片设计平台的开放生态

芯原股份成立于 2001 年，长期专注于半导体 IP 的自主创新与一站式芯片定制服务。在发展初期，公司致力于核心处理器 IP 的技术积累与“芯片设计平台即服务（SiPaaS）”商业模式的构建，奠定了其平台化发展的基础。根据自身发展需求，公司业务积极构建围绕自身 IP 的生态体系，从核心技术拓展至更丰富的 IP 组合与完整的芯片定制解决方案。近年来，公司深度契合全球半导体工艺演进与 Chiplet 等先进架构的变革趋势，其 IP 与设计服务已成功支撑客户产品迈入 5nm 等先进制程，部分自主研发的处理器 IP 已从技术授权阶段进入了大规模量产应用阶段。与此同时，公司积极布局人工智能、汽车电子等高增长领域，通过战略合作与开源生态建设扩大行业影响力。公司于 2020 年 8 月 18 日在上海证券交易所科创板成功上市，完成了从半导体 IP 技术积累者到服务于全球客户、赋能芯片创新的平台型生态推动者的跨越。

图表1：公司业务发展历程

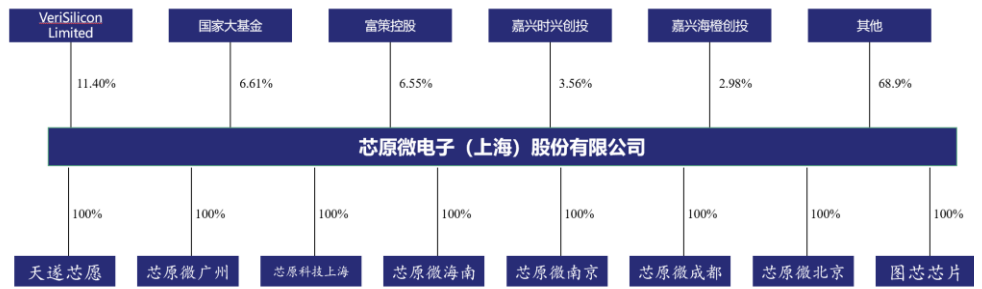


来源：公司招股说明书、公司官网、公司公众号、中芯国际官网、国金证券研究所

公司股权结构呈现分散化、多元化的特征。截至 2025 年三季报，公司创始人、董事长兼总裁戴伟民博士通过境外持股平台 VeriSilicon Limited 直接和间接持有公司 13.06% 的股权，保障了公司长期战略与技术路线的稳定贯彻。公司股东还包括代表国家政策导向的国家集成电路产业投资基金以及地方产业引导的上海浦东新兴产业投资有限公司等多家知名产业与财务投资机构，“产投结合+机构云集”的股权结构强化了产业协同潜力的同时也为公司核心技术领域的技术研发进一步提供支持。



图表2：公司股权结构情况



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

公司主要服务为面向消费电子、汽车电子、计算机及周边、工业、数据处理、物联网等广泛应用市场所提供的一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务。

1) 半导体 IP 授权服务。通过持续高强度的研发投入，构建了全面自主、经过量产验证的半导体 IP 组合。该组合以自主可控的图形处理器 (GPU)、神经网络处理器 (NPU)、视频处理器 (VPU) 等核心处理器 IP 为算力基石，并围绕其打造了覆盖从 180 纳米到 5 纳米工艺的丰富模拟、数模混合接口及超低功耗射频 IP 解决方案。公司还提供面向代工厂的定制化标准单元库，并与第三方 IP 伙伴深度合作，共同为客户提供经过硅验证、量产验证及应用验证的高可靠性 IP 组合，坚实支撑其平台化服务能力。

图表3：公司主要业务模式

类型	主要 IP	产品介绍	产品线及可应用场景
	芯原 Vivante® 图形处理器 IP (GPUIP)	公司的图形处理器技术支持业界主流的嵌入式图形加速标准 Vulkan1.0、OpenGL3.2、OpenCL1.2EP/FP 和 OpenVX1.2 等，具有自主可控的指令集及专用编译器，支持每秒 2.5 千亿次的浮点运算能力及 128 个并行着色器处理单元。	
处理器 IP	芯原 Vivante® 神经网络处理器 IP (NPUIP)	神经网络处理器技术包括自主可控的卷积神经网络加速、可编程的浮点运算加速、指令集和可编程的点运算专用编译器、优化器等工具设计，支持国际标准 OpenVX1.2 和 OpenCL1.2EP/FP；支持最大 32 位浮点精度数据处理和张量处理的硬件加速；支持 0.5TOPs 到 6TOPs 性能的单卷积运算核的可扩展架构设计，多卷积运算核扩展后的 NPUIP 运算能力可达 10TOPs。	
	视频处理器 IP (VPUIP)	公司的视频编解码器技术可以单核支持 8K 分辨率或 4K 分辨率实时视频编解码，并可通过多核扩展技术实现单路更高性能的编解码，且可根据客户需求灵活配置产品功能。此外，视频编码技术还能提供灵活多样的码率控制方式，以适应多种应用场景；视频解码技术支持 HEVC、VP9 等 15 种标准，支持码流的错误检测、视频缩放等后处理功能。	



公司的数字信号处理器技术基于优化的 RISC（精简指令集处理器）架构，以针对低成本、超低功耗应用设计的 ZSPnano 为例，数字信号处理器 IP（DSPIP）其既具有传统数字信号处理器的优秀的运算能力，单时钟周期可完成 2 个 16×16bit 或者 1 个 32×32bit 的乘累加运算，也可以像传统的 CPU 一样运行控制类的程序，处理器性能测试基准程序评分 3.6。



公司图像信号处理器技术支持图像传感器的多曝光高动态范围合成、原始图像高级三维降噪、局部色调映射、非局部均值降噪、多摄像头支持和多核内存共享等，并具备高性能低功耗镜头畸变矫正功能。



数模混合 IP

数模混合 IP

数模混合 IP 是指基于晶圆厂工艺的，用于处理由光、声音、速度、温度等自然模拟信号所转化成的连续性模拟电信号的 IP。公司的数模混合 IP 包括 SoC 基础 IP、数据接口 IP、人机界面 IP、电源管理 IP、单元库与存储 IP 等，其在不同晶圆厂的不同工艺节点上开发的数模混合 IP 共计 1,400 多个。



射频 IP

低功耗蓝牙 IP (BLEIP)

低功耗蓝牙技术支持国际标准组织 SIG 定义的 BLE 标准, 拥有包括低功耗射频收发机 IP、基带 IP、协议软件等。公司的低功耗射频收发机 IP 在 22nmFD-SOI 工艺节点上已流片成功, 支持 2.4GHz 频段的 2M 带宽的数据收发; 基带 IP 包括数字调制解调、安全加解密、协议包收发校验及各种低功耗模式等, 支持完整的 BLE 基带功能; 协议软件包括 L2CAP、GATT/ATT、SMP/GAP 等, 可支持各类应用需求。



窄带物联网 IP (NB-IoTIP)

公司的窄带物联网技术支持国际标准组织 3GPP 定义的 Cat-NB1 标准, 支持远程低功耗物联网通信。主要包括射频收发机和数字基带部分。其中, 射频收发机基于 FD-SOI 工艺, 实现低功耗和高性能设计。



来源: 公司官网, 国金证券研究所

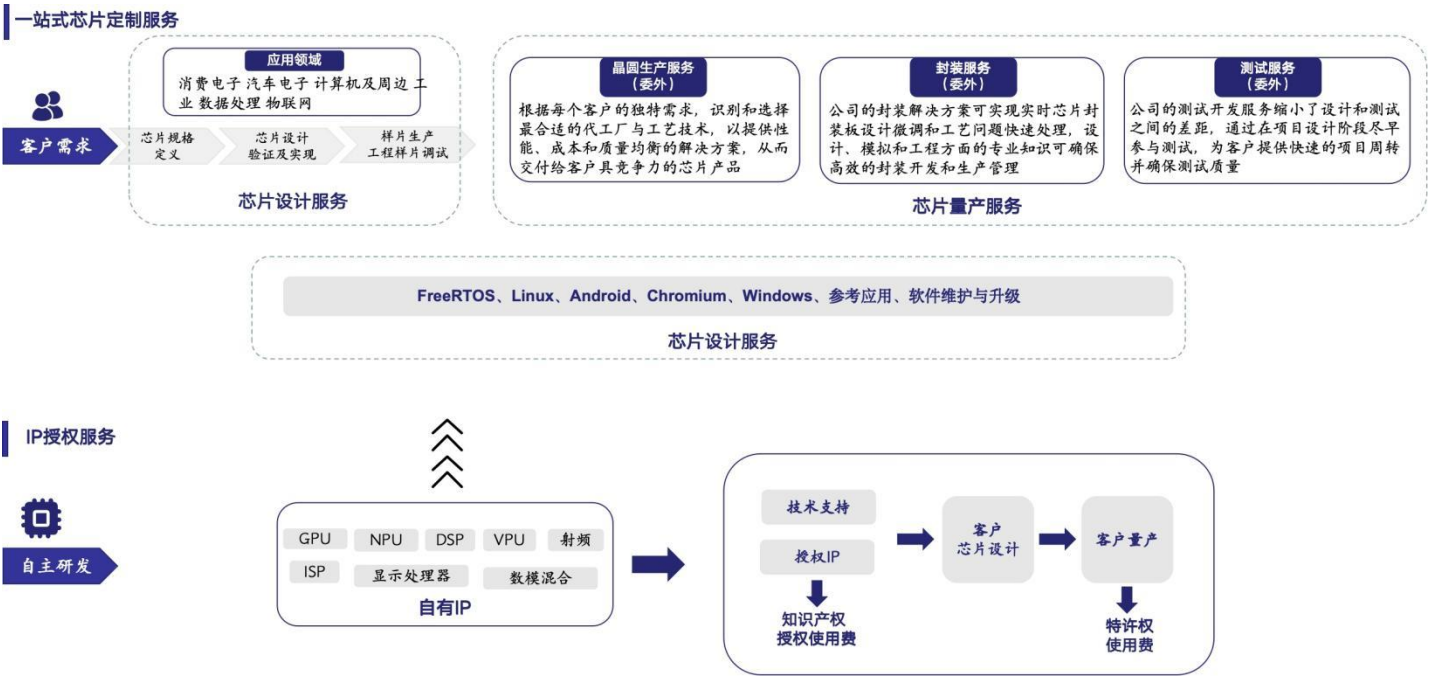
2) 一站式芯片定制服务。公司依托其平台化能力与半导体 IP 资源, 为客户提供从芯片设计到制造、封装、测试的全部或部分环节服务, 旨在帮助客户降低设计风险、缩短开发周期。该服务具体可分为以下两个核心业务环节: 一是芯片设计业务, 根据客户对功能、性能、功耗等方面的要求, 完成从规格定义、IP 选型、设计实现、验证, 到生成制造用版图, 并委托晶圆厂生产工程晶圆、完成工程样片封装测试, 最终将验证合格的芯片样片交付给客户的全过程或部分环节服务; 二是芯片量产业务, 根据客户需求, 在样片验证成功后, 委托晶圆厂进行规模化晶圆制造, 并委托封装厂和测试厂进行封装测试, 同时提供全流程生产管理, 最终向客户交付晶圆片或芯片成品。公司主要为四类客户提供一站式芯片定制服务: 成熟的芯片设计公司 and IDM 厂商、新兴



的芯片设计公司、系统厂商以及大型互联网公司，其围绕上述客户需求，形成了多个经过验证的系统解决方案，主要包括：高清视频解决方案、高清音频及语音解决方案、车载娱乐系统处理器解决方案、视频监控解决方案、物联网连接解决方案以及数据中心解决方案等。

3) 一站式芯片定制业务和半导体 IP 授权业务的协同性。公司的一站式芯片定制业务与半导体 IP 授权业务形成了深度协同、相互促进的良性循环，共同构成了公司独特的技术与商业护城河。在业务开展过程中，两大板块紧密联动：一方面，IP 授权是芯片定制的技术基石：公司在提供芯片定制服务时，其自有 IP 因经过预先的协同设计与深度耦合，能显著提升客户芯片的性能、功耗优化效率及设计成功率，从而在成本和效率上构筑了相比集成第三方 IP 的显著优势。另一方面，定制服务又是 IP 创新的源泉：公司通过深入不同行业的芯片定制项目，公司能精准洞察市场对 IP 技术指标的前沿需求，进而反向驱动 IP 产品的迭代打磨与新 IP 的定制开发，持续丰富和优化其 IP 库。这种协同不仅体现在技术层面，更深度贯穿于客户关系之中。优质的 IP 授权服务成为导入芯片定制业务的桥梁。典型合作路径是，客户从授权使用单一 IP 开始，随着产品迭代逐步引入更多 IP，最终基于对芯原技术能力的信任，将完整的芯片定制需求交由公司完成。这种从 IP 到芯片的“价值递进”合作模式，极大地增强了客户粘性，延展了单客户服务生命周期与价值，并构建了难以被复制的综合竞争门槛。

图表4：公司主要业务模式



来源：公司官网，国金证券研究所

公司于 2020 年 8 月 18 日在科创板成功上市，发行价格 38.53 元，募资 186,174.22 万元，资金主要投向智慧可穿戴、智慧汽车、智慧家居/城市、智慧云平台以及研发中心升级的 IP 与芯片定制平台，此举标志着公司在夯实一站式服务能力后，系统性横向扩张其技术平台的应用边界，旨在抓住物联网、汽车电子、云计算等多赛道机遇，将 IP 和设计服务深度植入多个高增长市场。

2025 年公司定向增发募资 180,686.00 万元，聚焦于 AIGC 及智慧出行领域 Chiplet 解决方案平台和面向 AIGC、图形处理的新一代 IP 研发。这明确昭示了公司的战略重心已转向纵向突破最前沿的硬科技壁垒。具体而言：1) Chiplet：直接对标后摩尔时代算力瓶颈，旨在建立面向生成式 AI 和智能驾驶的先进封装与集成能力；2) 升级核心 IP：针对 AI 与图形计算进行 IP 迭代，巩固其算力基础。公司逐渐从广泛布局到聚焦 AI 与汽车两大核心赛道，并向产业更上游的先进架构设计延伸的战略深化。


图表5：公司历史投资项目情况

募资情况	项目名称	拟投入募集资金 (万元)	已投入募集资金 (万元)
2020年，上市首次	智慧可穿戴设备的 IP 应用方案和系统级芯片定制平台的开发及产业化项目	11000	11166.46
	智慧汽车的 IP 应用方案和系统级芯片定制平台的开发及产业化项目	15000	15113.15
	智慧家居和智慧城市的 IP 应用方案和芯片定制平台	11000	11348.63
	智慧云平台系统级芯片定制平台的开发及产业化项目	12000	11896.78
	研发中心升级项目	30000	30832.78
	永久补充流动资金	26962.92	26500
	总计	105962.92	106857.8
募资情况	项目名称	拟投入募集资金 (万元)	已投入募集资金 (万元)
2025年，定向增发	AIGC 及智慧出行领域 Chiplet 解决方案平台研发项目	108889.3	19329.46
	面向 AIGC,图形处理等场景的新一代 IP 研发及产业化项目	71926.38	19124.08
	总计	180815.68	38453.54

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

1.2 营收稳健增长，高研发投入构筑长期壁垒

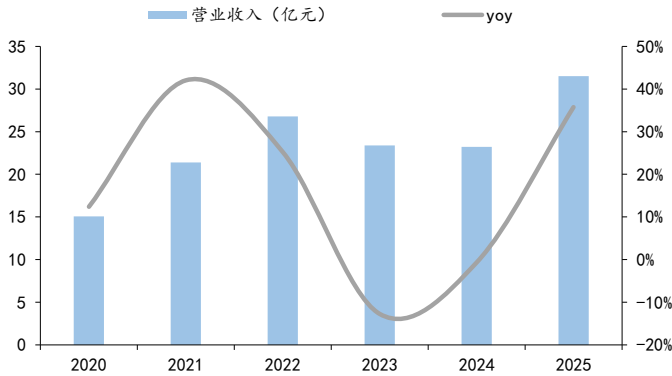
公司凭借其领先的半导体 IP 储备与一站式芯片定制能力，服务于包括全球领先的互联网公司、云服务商及芯片设计公司在内的多元化客户群体。公司前五大客户销售占比合计约为 44.49%，其中单一最大客户占比为 20.21%，表明已与部分重要客户建立了深度、稳定的合作关系，业务成长拥有核心驱动力。公司作为一家采用 Fabless 模式的芯片设计服务公司，供应链集中度相对较高，归因于公司产品对先进制程和先进封装的天然依赖。公司与全球及国内领先晶圆厂和封测厂保持紧密合作关系，为产品落地提供坚实保障。

公司财务表现呈现营收阶梯式增长，利润高弹性释放的鲜明特征，其在高研发投入下高成长属性与盈利能力的逐步改善。

- 1) 受到半导体行业周期波动及其客户项目节奏影响，公司 2020-2024 年营收有所波动，公司 2020 至 2024 年营收分别为 15.06/21.39/26.79/23.38/23.22 亿元，YOY 分别为 12.40%/42.04%/25.23%/-12.73%/-0.69%。据公司业绩快报，公司 2025 年营收 31.52 亿元，同比增加 35.77%。
- 2) 受到半导体行业周期性波动及研发投入扩大影响，公司归母净利润短期承压。公司 2020 至 2024 年归母净利润分别为-0.26/0.13/0.74/-2.96/-6.01 亿元，YOY 分别为 37.90%/151.99%/455.31%/-501.64%/-102.68%。据公司业绩快报，公司 2025 年归母净利润-5.28 亿元。

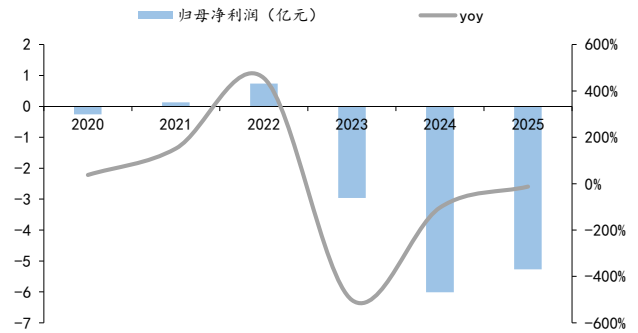


图表6：公司营业收入情况



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

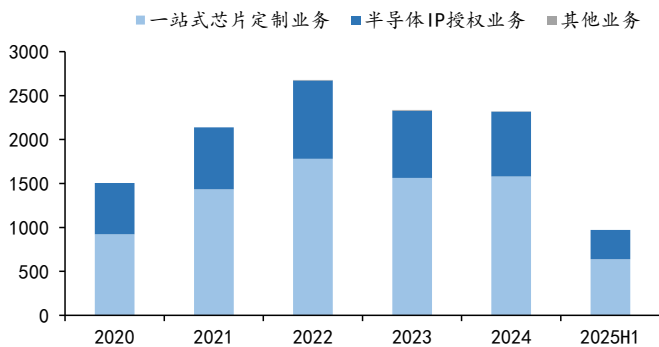
图表7：公司归母净利润情况



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

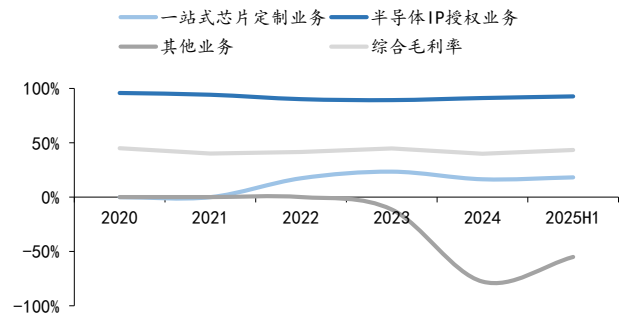
公司主营业务由一站式芯片定制服务与半导体 IP 授权服务两大板块构成，二者盈利特征差异明显。2025H1，一站式芯片定制业务实现收入 6.40 亿元，营收占比达 65%，毛利率为 18.10%，主要受硬件成本及项目结构影响，未来随着量产规模效应释放及自有 IP 使用比例提升，该业务盈利水平有望逐步改善；半导体 IP 授权业务实现收入 3.31 亿元，占比为 34%，毛利率为 92.70%，主要原因为 IP 具备研发成果复用特性，边际成本较低。

图表8：公司主营业务结构情况（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：公司主营业务毛利率情况（%）



来源：Wind，国金证券研究所

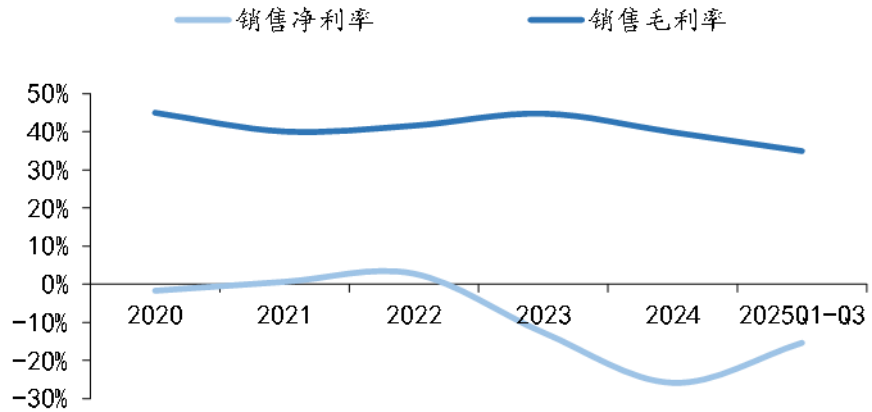
公司销售毛利率整体保持相对稳定，销售净利率呈现较大波动。

1) 毛利率方面：得益于公司高毛利的 IP 授权业务收入占比相对稳定，公司毛利率整体稳定，2020 年至 2024 年，公司综合毛利率分别为 44.96%/40.06%/41.59%/44.75%/39.86%，波动幅度较小。2025Q1-Q3 公司销售毛利率为 34.95%。

2) 净利率方面：受费用端刚性支出影响，公司净利率波动明显。2020 年至 2024 年，公司净利率分别为 -1.70%/0.62%/2.76%/-12.68%/-25.88%。2025Q1-Q3，公司销售净利率为 -15.38%。造成净利率与毛利率走势差异的主要原因为公司持续维持高强度的研发投入，较高的研发费用率对当期净利润水平造成了压制。



图表10：公司毛利率与净利率情况

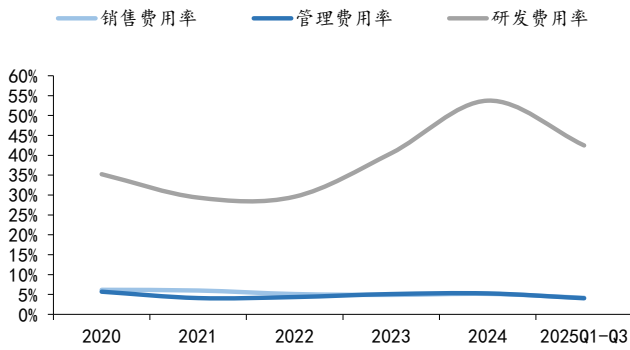


来源：Wind，国金证券研究所

公司期间费用结构呈现“高研发投入、强运营管控”的特征。作为轻资产模式的芯片设计服务企业，研发投入是公司核心的支出项。公司研发人员数量持续增加，研发人员比例较高。截至2024年年末，公司拥有研发人员1168人，占比89.37%。公司研发费用率常年处于高位，体现了其在核心IP与先进工艺节点上的持续积累。

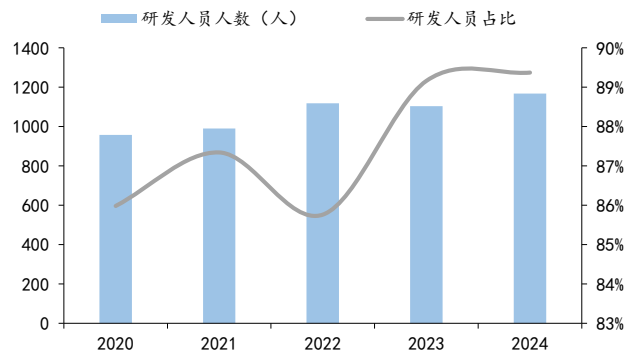
公司在运营层面费用管理稳健，销售费用率与管理费用率长期稳定在4%-6%的低区间。2025Q1-Q3，公司研发费用率为42.47%，而销售费用率与管理费用率分别为4.18%和4.04%，均处于历史低位水平。

图表11：公司各项费用率情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：公司研发技术人员情况

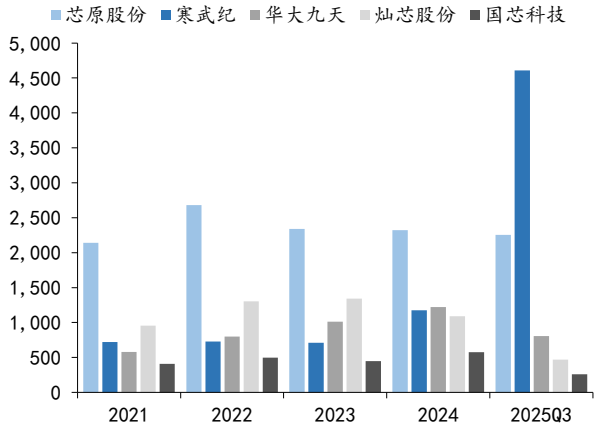


来源：Wind，国金证券研究所

对比同行业可比公司，从营业收入及增速趋势来看，公司在经历2023至2024年的周期性调整后，已确认基本面的修复拐点。2025年前三季度，公司实现营收22.55亿元，同比大幅反弹36.64%。横向对比可比公司，当前产业链各环节业绩分化显著：寒武纪受AI算力需求拉动，营收快速增加；上游工具厂商华大九天维持8.24%的稳健正增长；公司作为平台型企业，凭借前瞻的IP与定制服务卡位，已走出独立的成长曲线。

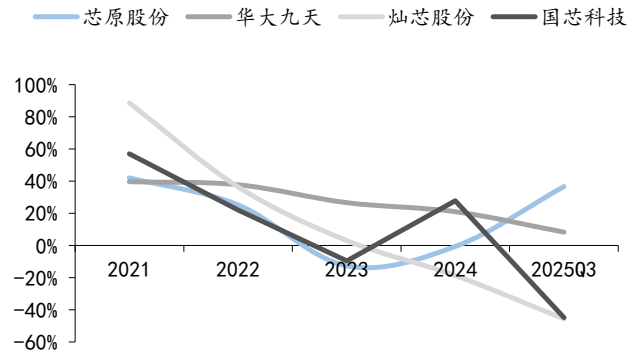


图表13: 公司与可比公司营业收入情况 (百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

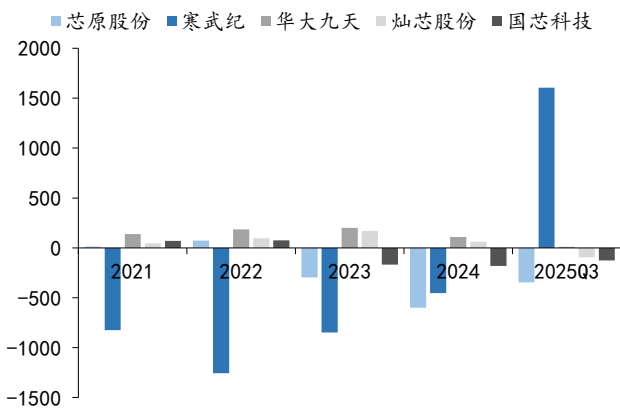
图表14: 公司与可比公司营业收入同比增长率



来源: Wind, 国金证券研究所

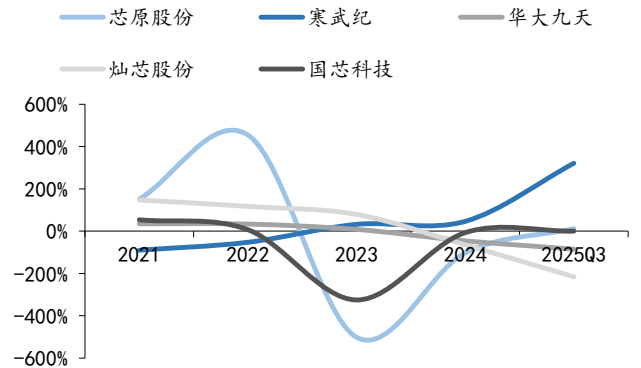
从归母净利润的同业对比来看, 产业链各环节的盈利分化显著。处于 AI 算力赛道的寒武纪实现 16.05 亿元净利润 (同比+321.49%), AI 需求拉动产品开始放量; 25 年前三季度公司虽仍亏损 3.47 亿元, 呈现出亏损收窄的相对趋势, 2025 年前三季度公司综合毛利率为 34.95%, 处于同业中游水平。

图表15: 公司与可比公司归母净利润情况 (百万元)



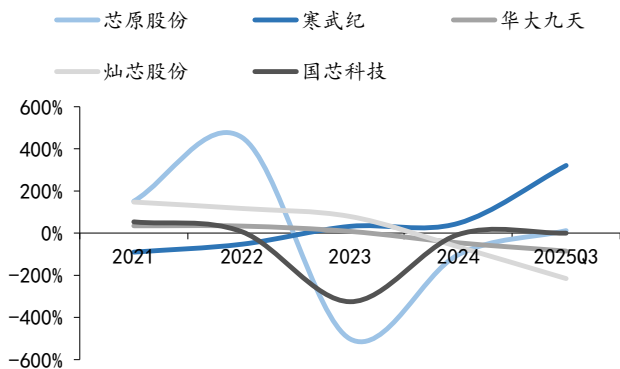
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 公司与可比公司归母净利润同比增长率



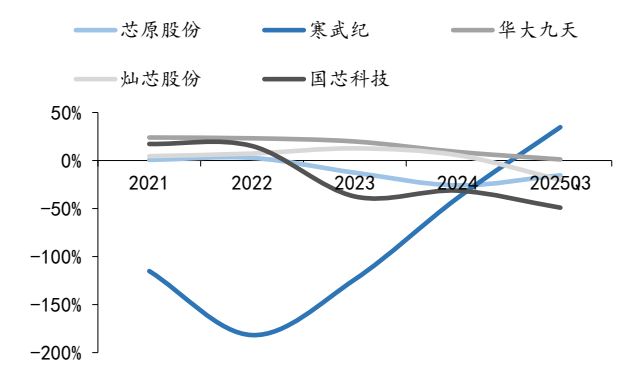
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 公司与可比公司毛利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 公司与可比公司净利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

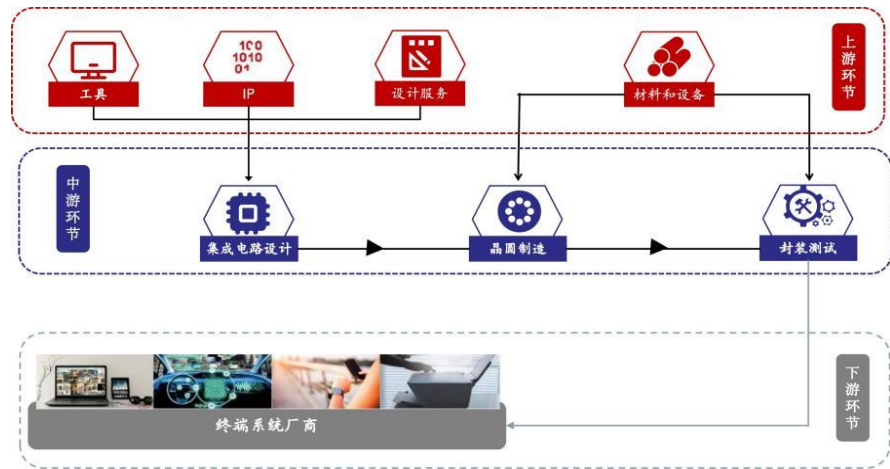


二、卡位国产替代与 AI 浪潮前沿，以 IP 与 Chiplet 平台构筑核心动能

2.1 卡位上游创新杠杆，乘新周期增长东风

在集成电路产业链中，公司处于上游核心的技术赋能环节。集成电路产业链自上而下可分为上游的工具与 IP、中游的设计与制造、下游的系统应用。其中，上游主要包括 EDA 工具、半导体 IP、设计服务以及材料和设备。公司的主营业务半导体 IP 授权业务与一站式芯片定制服务，正对应这一环节中两大关键支柱：前者提供构成系统级芯片（SoC）所必需的核心功能模块，后者则为客户提供从芯片设计到量产管理的全流程或部分环节服务，并对接中游的晶圆制造、封装与测试资源。因此，公司实质上扮演了连接上游基础工具与中下游芯片实现的关键角色，通过 IP 与设计服务的有机结合，降低行业设计门槛，赋能全产业链创新。

图表19：集成电路产业链情况

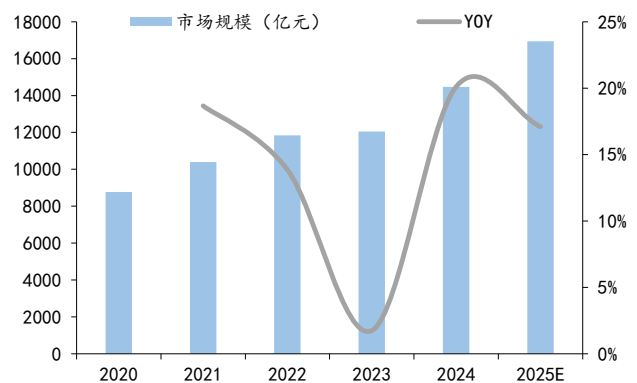
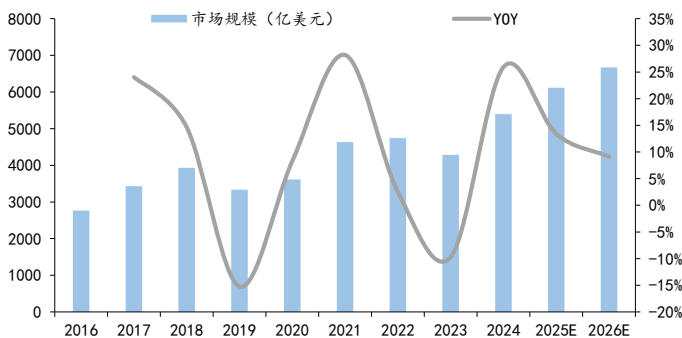


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

近年在以 5G、物联网、人工智能、可穿戴设备、云计算、医疗电子和安防电子等为主的新兴应用领域强劲需求的带动下，全球集成电路产业恢复快速增长。根据 WSTS 统计数据，2016 年至 2024 年全球集成电路市场规模由 2,767 亿美元稳步扩张至 5395 亿美元，年均复合增长率达 8.70%。预计 2025 年全球集成电路市场规模将攀升至 6116 亿美元，同比增速达 13.36%，行业景气度有望迎来显著回升。受益于内生产能建设与供应链自主可控需求，据中商产业研究院统计，2020 年至 2025 年国内市场规模由 8763 亿元攀升至 16935 亿元，持续巩固全球最大半导体消费市场地位。

图表20：2016-2026 年全球集成电路市场规模（亿美元）

图表21：中国集成电路市场规模及国产情况（亿元）



来源：中科仪招股说明书，WSTS，国金证券研究所

来源：中商产业研究院，国金证券研究所

半导体产业已明确进入以物联网、人工智能、云计算、5G/6G 通信为核心驱动力的新发展

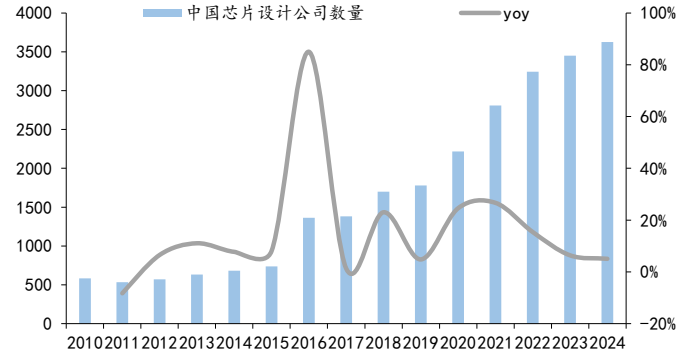
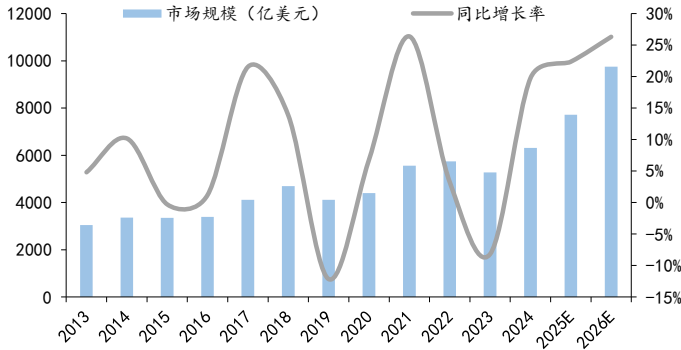


周期。相较于个人电脑和智能手机时代，新周期的增长动能更为多元且基础性需求更为强劲，推动行业在周期性波动中实现长期结构性成长。根据 WSTS 最新预测，受益于数据中心与算力基础设施建设，逻辑芯片和存储芯片的需求将大幅增加，预计 2025 年全球半导体市场规模将攀升至 7720 亿美元，同比增长约 22.35%。

受益于供应链自主可控需求及下游应用场景的拓展，国内芯片设计产业规模快速扩容。根据中国半导体行业协会集成电路设计分会数据，我国芯片设计企业数量呈现爆发式增长，由 2015 年的 736 家攀升至 2024 年的 3626 家。下游设计主体的数量激增与项目密度的提升，将直接带动上游 IP 授权及一站式芯片定制服务需求的持续释放。

图表22：全球半导体市场规模（亿美元）

图表23：中国芯片设计公司数量（家）



来源：WSTS，国金证券研究所

来源：中国半导体行业协会集成电路设计分会，国金证券研究所

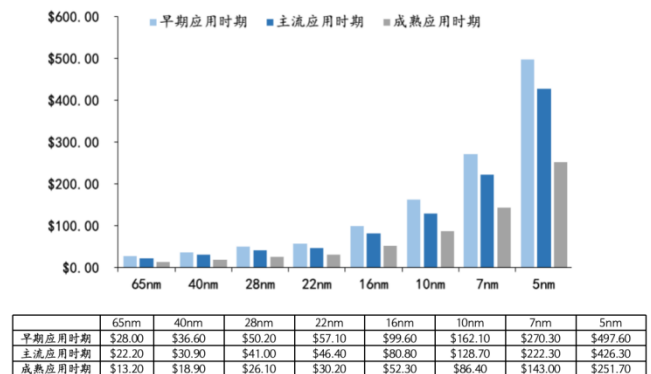
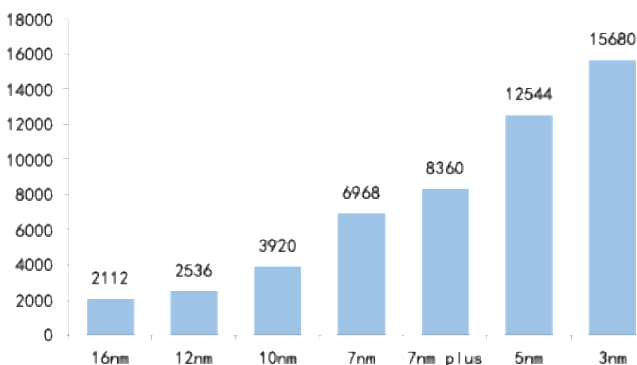
2.2 以 IP 与 Chiplet 为核心引擎，卡位 Chiplet 与 RISC-V 前沿

近年来，随着人工智能技术的快速发展，尤其是生成式人工智能（AIGC）模型的广泛应用，半导体产业迎来了高速增长期。研究机构 IBS 的数据显示，到 2030 年，全球半导体市场规模预计将从 2024 年的约 5800 亿美元增长到 1.2 万亿美元；这其中，AI 类半导体市场规模将从 2024 年的 1610 亿美元增长到 2030 年的 8392 亿美元——也即到 2030 年，AI 类半导体将占据总体半导体市场超过 70% 的份额。这一增长受到了包括 OpenAI 的 GPT 系列、DeepSeek 等在内的 AIGC 模型快速迭代和商业化落地的极大驱动。

先进制程演进在提升芯片性能的同时，也带来了设计复杂度与成本的指数级攀升，这深刻凸显了公司作为半导体 IP 及设计服务平台的核心价值与广阔前景。根据 IBS 数据，工艺节点从 16nm 演进至 7nm，单位面积芯片可容纳的晶体管数量从约 21 亿个激增至近 70 亿个，单个晶体管成本显著下降。然而，驱动性能跃升的极致复杂度，却使芯片设计成本从 28nm 节点的约 0.41 亿美元飙升至 7nm 节点的约 2.22 亿美元。这一“制程红利”与“设计挑战”之间的尖锐矛盾，构成了当前芯片产业的核心痛点：极高的设计门槛、巨额的预付成本与漫长的开发周期，迫使芯片设计公司尤其是系统厂商与初创企业寻求外部专业解决方案。在此背景下，公司商业模式恰好提供了破题的关键路径，其实质上扮演了产业创新“加速器”与“风险平衡器”的角色，其成长逻辑与行业技术演进趋势深度绑定，未来前景直接受益于先进制程渗透率提升与芯片定制化浪潮的持续深化。

图表24：单颗芯片裸片可容纳晶体管数量情况

图表25：不同工艺节点处于各应用时期的芯片设计成本（百万美元）





来源：公司招股说明书，WSTS，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

半导体 IP 厂商的核心商业模式主要分为 IP 授权业务与芯片定制服务两大类。其中，IP 授权业务是公司高毛利的主要来源，并可进一步细分为两种授权模式：许可授权 (Licensing)：即向客户收取一次性知识产权授权费用，其收入与授权次数相关；版税授权 (Royalty)：即根据客户搭载该 IP 的芯片最终量产销售数量，按约定比例持续收取费用，其收入与客户产品的市场销量直接挂钩。

图表26：公司知识产权授权与特许使用费区别

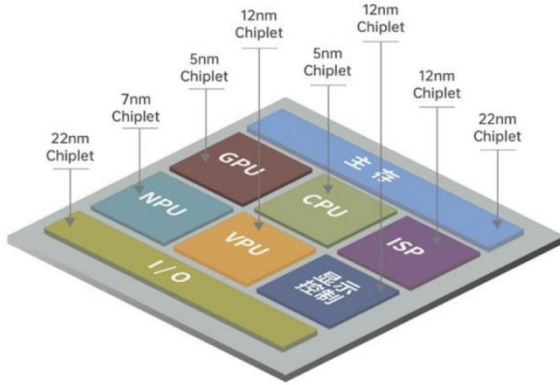
项目	知识产权授权 (Licensing)	特许权使用费 (Royalty)
授权知识产权内容	半导体 IP，客户可使用半导体 IP 进行芯片设计、芯片量产及销售。	
授权方式	将半导体 IP 以电子方式放置于公司加密的 FTP (文件传输协议) 服务器中，将下载密钥以电子方式发送给客户。	
授权期限	根据不同客户具体需求与客户谈判确定，一般为 1 年至 5 年不等	
收费方式	公司根据合同约定一次或分期收取固定知识产权授权费用	客户使用公司的知识产权授权生产及销售产品，每季度向公司汇报生产或销售情况报告。公司根据合同约定费率按生产或销售情况收取特许权使用费。
收费阶段	发行人交付半导体 IP 时	客户使用发行人授权半导体 IP 量产或销售时

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

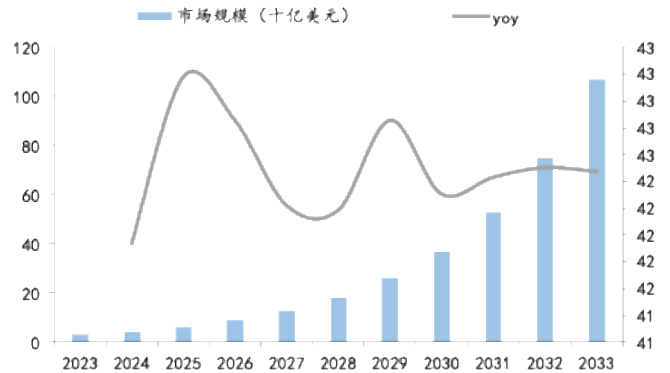
在当前系统芯片遭遇工艺节点和成本瓶颈的情况下，作为平台型芯片设计服务与半导体 IP 供应商，正在 Chiplet、AI 和 RISC-V 三大前沿技术领域进行系统性战略布局，以巩固其行业领先地位并把握未来增长机遇。芯粒 (chiplet) 开启了半导体 IP 的新型复用模式，即硅片级别的 IP 复用，有望发展成为一种新的芯片生态。Chiplet (芯粒) 技术正引领半导体设计范式的一次深刻变革，其核心在于开启了“硅片级 IP 复用”的新模式。该模式通过将不同功能单元以预制芯粒的形式，像搭建积木一样进行系统级集成，从而大幅提升了芯片设计的灵活性、效率与成本效益。其技术实现与价值创造主要基于以下三个层面：模块化设计，将复杂的系统级芯片 (SoC) 解耦为多个功能独立的芯粒，每个芯粒可视为一个经过硅验证的硬件 IP 模块；异质集成与工艺优化，不同功能的芯粒可以灵活选择最适合其特性的半导体工艺节点分别制造，再通过 2.5D/3D 等先进封装技术进行集成，实现性能、功耗与成本的最佳平衡；打破工艺限制，这种模式使系统性能不再完全受制于单一、昂贵的先进工艺整体推进，能够更经济地组合不同工艺模块，绕过“摩尔定律”放缓的瓶颈。因此，Chiplet 不仅是封装技术的进步，更是从 IP 设计、制造到封装的全产业链协作模式的升级。它显著降低了复杂芯片的开发门槛与风险，为高性能计算、人工智能等领域提供了持续演进的关键路径。根据 Market.us 的数据，全球 Chiplet 市场规模预计将从 2023 年的 31 亿美元跃升至 2033 年的约 1070 亿美元，在 2024-2033 年预测期内的复合年增长率 (CAGR) 高达 42.5%，这标志着产业已进入高速渗透期。



图表27: 基于 Chiplet 异构架构的应用处理器示意图



图表28: Chiplet 市场规模预测



来源: 公司公告、国金证券研究所

来源: 未来半导体、Market.US、国金证券研究所

RISC-V 是一个免费、开放的指令集架构,旨在通过开放标准的协作而促进 CPU 的设计创新,给业界提供了高层次的开放的、可扩展的软件和硬件设计自由,使得芯片设计公司可以更容易地获得操作系统、软件和工具开发者的广泛支持;由于开放架构,RISC-V 可以有更多的内核设计开发者,这为 RISC-V 将来的发展提供了更多机会。在架构设计上,RISC-V 是目前唯一一个可以破坏现有扩展性,不会导致软件碎片化的实现可扩展的指令集架构。

公司作为“芯片设计平台即服务 (SiPaaS)”模式的核心践行者,其战略布局紧密围绕未来芯片产业的两大确定性方向——异构集成与开放生态展开。在 AI 领域,公司依托六大类自主处理器 IP 矩阵,其 NPU、GPU、VPU 已在云端和边缘侧形成广泛覆盖,驱动公司新签订单强劲增长;同时,公司以“生态构建者”的身份深耕 RISC-V,作为中国 RISC-V 产业联盟 (CRVIC) 首任理事长单位,通过主导产业论坛、提供芯片定制服务等方式推动开放架构产业化,旨在补齐 CPU IP 版图,最终构建“CPU+GPU+NPU”的完整算力平台。为构建“CPU+GPU+NPU”的全栈能力。公司也通过横向收购扩展公司 IP 与技术版图,26 年 1 月已完成对逐点半导体的收购交割,深化图像处理技术布局。公司也曾尝试通过收购国内领先的 RISC-V CPU IP 企业——芯来科技,来直接补足核心 CPU IP 拼图。芯来科技拥有全系列 RISC-V CPU IP 矩阵和领先的车规 IP。收购旨在完善芯原的异构计算版图,强化 AI 定制芯片的设计能力。虽然该交易已于 2025 年 12 月终止,但公司将作为股东与芯来科技深化合作,并扩大与其他 RISC-V IP 供应商的合作,持续推动生态发展。

图表29: 芯来科技 RISC-V 产品线情况



来源: 芯来科技官网, 国金证券研究所

公司前瞻性地提出了“IPasa Chiplet (IaC)”的理念,旨在将经过硅验证的半导体 IP 直接



以芯粒形态实现，达成特殊功能模块的“即插即用”，从而显著降低大规模芯片的设计复杂度、周期与风险。目前，公司在该领域的战略布局已转化为一系列切实的、覆盖产业链关键环节的技术与商业成果：1) 在先进封装与系统集成方面：公司已具备成熟的 SoIC、SiP 等先进封装设计能力。具体项目包括帮助客户设计基于 Chiplet 架构的 Chromebook 芯片，以及为客户的 AIGC 芯片完成 2.5DCoWoS 封装设计。2) 在 IP 与 Chiplet 产品化方面：公司正积极推进自有处理器 IP 的“芯粒化”，现已向 Chiplet 解决方案的行业领导者提供了包括 GPGPU、NPU 和 VPU 在内的多款自有处理器 IP，共同部署面向数据中心、高性能计算及汽车领域的高性能人工智能芯片。3) 在底层互连接口方面：公司已自主设计研发了支持 Die-to-Die 连接的 UCle 物理层接口，相关测试芯片已完成流片，即将进入封装测试阶段。这是实现不同来源芯粒高速、可靠互连的基础，是构建开放 Chiplet 生态的关键一环。4) 在下一代封装技术储备方面：为前瞻性应对先进封装可能出现的产能与成本挑战，公司已针对更具成本规模优势的面板级封装 (PanelLevelPackage) 技术进行了先行开发，为未来的规模化量产做好了技术准备。

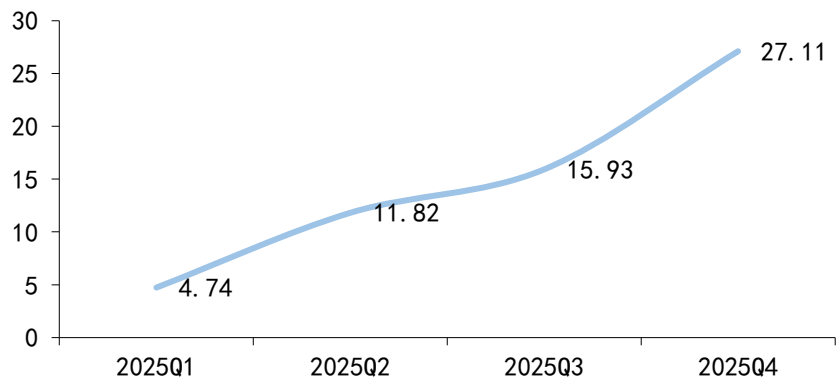
三、龙头地位与平台模式共筑壁垒，数据处理业务快速成长

公司是中国排名第一的半导体 IP 供应商，根据 IPnest 在 2025 年的统计，从半导体 IP 销售收入角度，公司是 2024 年中国大陆排名第一、全球排名第八的半导体 IP 授权服务提供商；2024 年，公司的知识产权授权使用费收入排名全球第六。根据 IPnest 的报告和企业公开数据，在全球排名前十的 IP 企业中，芯原的 IP 种类排名前二。随着后续客户产品的逐步量产，公司将进一步提升特许权使用费收入，公司 IP 授权业务的规模效应将进一步扩大。公司目前的核心技术为芯片定制技术和半导体 IP 技术。其中，芯片定制技术主要包括架构评估技术、大规模 SoC 验证技术和先进工艺设计技术；半导体 IP 技术主要包括图形处理器技术、神经网络处理器技术、视频处理器技术、数字信号处理器技术和物联网连接（射频）技术。



公司新签订单动能强劲，全年呈现显著的加速扩张态势。2025 年全年，公司新签订单总额达 59.60 亿元，同比增长 103.41%。从单季度节奏观察，2025Q1 至 2025Q4 新签订单金额分别为 4.74 亿元、11.82 亿元、15.93 亿元和 27.11 亿元，呈现逐季陡峭攀升的趋势。其中，Q2 至 Q4 单季度新签订单屡创历史新高，2025Q4 单季环比增速进一步扩大至 70.17%。从订单结构来看，先进算力需求成为核心驱动力，2025 年新签订单中 AI 算力相关订单占比超 73%，数据处理领域订单占比超 50%。公司在人工智能与高算力赛道的技术布局已实质性转化为商业订单落地。

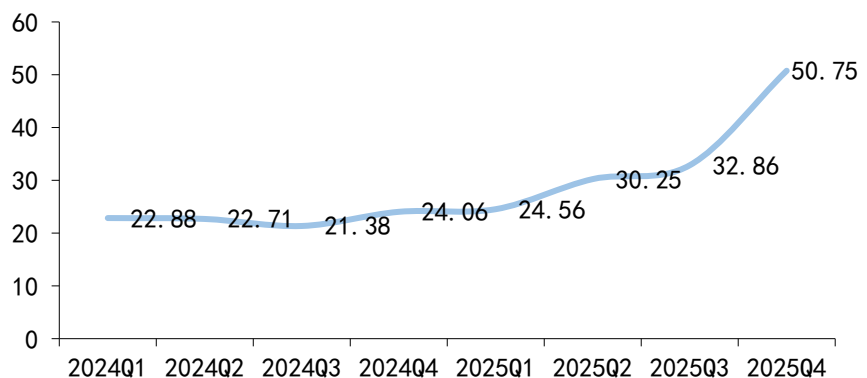
图表30：公司新签订单情况（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

受新签订单强劲增长驱动，公司在手订单充沛，为后续业绩兑现提供坚实基础。从整体趋势来看，公司在手订单规模呈现明确的逐季上行特征。截至 2025Q4，公司在手订单金额达到 50.75 亿元，较 2025Q3 的 32.86 亿元环比增长 54.4%，较 2024Q4 的 24.06 亿元同比增长 110.9%。复盘各季度表现，在手订单规模自 2024Q3 触底后逐步步入修复通道，进入 2025 年后增长斜率显著变陡；其中 2025Q2 超过 30 亿元，2025Q4 则进一步突破 50 亿元关口。在手订单的持续且加速积累，反映了相关业务线景气度的边际向好，进一步夯实了公司中短期收入端的高可见度与业绩确定性。

图表31：公司在手订单情况（亿元）



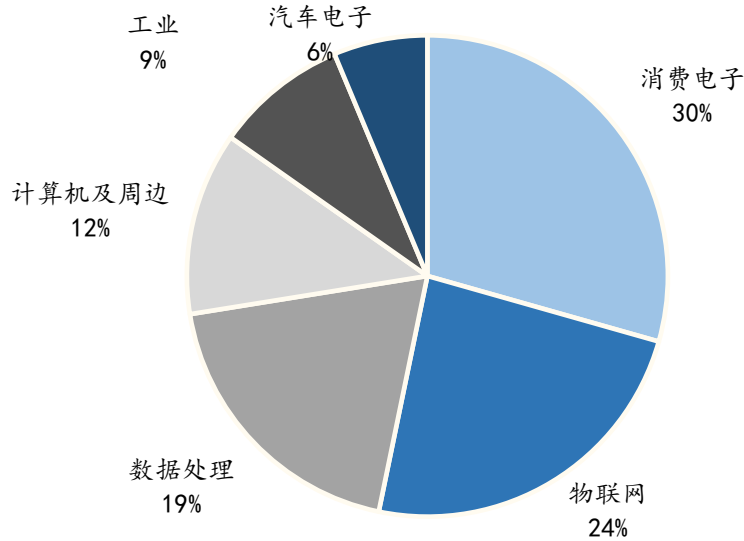
来源：公司公告、国金证券研究所

从下游应用领域来看，公司营收结构呈现多元化支撑，且数据处理业务正加速成长为核心



驱动力。2025 年上半年，公司在消费电子、物联网和数据处理领域分别实现营业收入 2.85 亿元、2.32 亿元和 1.87 亿元，三者合计贡献了 72.25% 的营收基盘。受底层高算力需求的强力催化，公司数据处理业务展现出极高的成长弹性。2025 年上半年该业务占比为 19.16%，根据公司全年业绩快报测算，2025 年全年来自数据处理领域的营业收入预计将实现超 95% 的高速同比增长，其占总营收的比重将大幅跃升至 34% 左右。数据处理已成为拉动公司整体业绩释放的最强引擎，进一步验证了公司在 AI 算力赛道商业化落地的强劲动能。

图表32：公司 2025H1 营收（按下游行业划分）情况



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

预计 2025-2027 年公司营收达到 31.52 亿元、59.98 亿元、79.00 亿元，同增 35.77%、90.27%、31.72%，综合毛利率分别为 36.5%、36.6%、37.1%，不同业务的营收、毛利率变动逻辑如下：

知识产权授权使用费：预测 2025-2027 年营收达到 6.71 亿元、7.72 亿元、10.04 亿元，同比+6.07%、+15%、+30%，毛利率为 90%、92%、94%。1) 营收方面，受半导体 IP 行业整体需求回暖，以及公司丰富的高价值半导体 IP 组合（如 NPU、GPU、VPU 等）在 AI、智能汽车等领域的持续赋能，该业务营收稳步提升。2) 毛利率方面，伴随 IP 授权的规模效应显现及高价值量先进制程 IP 出货占比的提升，该业务毛利率呈稳中有升态势。

芯片设计业务：预测 2025-2027 年营收达到 8.77 亿元、12.27 亿元、17.18 亿元，同比+20.94%、+40%、+40%，毛利率为 15%、17%、20%。1) 营收方面，随着大模型、自动驾驶等应用催生海量定制化算力芯片需求，公司依托深厚的技术积累持续斩获客户大单，推动营收高速增长。2) 毛利率方面，随着高难度、先进制程项目的不断交付与研发经验的充分复用，业务毛利率实现稳步改善。

量产业务：预测 2025-2027 年营收达到 14.90 亿元、38.73 亿元、50.35 亿元，同比+73.98%、+160%、+30%，毛利率为 21%、30%、30%。1) 营收方面，据公司公告，2025 年新签订单中 AI 算力相关订单占比超 73%，数据处理领域订单占比超 50%。公司在人工智能与高算力赛道的技术布局已实质性转化为商业订单落地。截至 2025Q4，公司在手订单金额达到 50.75 亿元，较 2025Q3 环增 54.4%，较 2024Q4 同增 110.9%。看好该业务 26 年迎来快速增长（2026 年同增达 160%），主要系前期大量处于设计阶段的定制芯片项目成功流片并规模化转入量产阶段，公司一站式芯片定制服务的“飞轮效应”进入业绩兑现期。2) 毛利率方面，随着量产规模急剧扩大带来的规模摊薄效应，以及高附加值芯片量产比重的增加，预计毛利率将有所提升。

特许权使用费：预测 2025-2027 年营收达到 1.11 亿元、1.22 亿元、1.40 亿元，同比+7.57%、+10%、+15%。伴随公司前期授权 IP 的客户芯片项目陆续进入量产出货阶段，按照芯片出货量计费的特许权使用费收入将保持稳健增长。


图表33：公司分业务营收及毛利率预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,338.00	2,321.89	3,152.32	5,997.96	7,900.46
YOY	-12.73%	-0.69%	35.77%	90.27%	31.72%
综合毛利率	44.8%	39.9%	36.5%	36.6%	37.1%
一、知识产权授权使用费	655.37	632.86	671.27	771.96	1003.55
YoY	-16.56%	-3.44%	6.07%	15.00%	30.00%
毛利率	87.42%	89.71%	90.00%	92.00%	94.00%
二、芯片设计业务	492.47	724.79	876.57	1227.19	1718.07
YOY	39.11%	36.20%	20.94%	40.00%	40.00%
毛利率	14.36%	12.87%	15.00%	17.00%	20.00%
三、特许权使用费	109.69	103.11	110.91	122.01	140.31
YOY	1.27%	-6.00%	7.57%	10.00%	15.00%
毛利率	-	-	-	-	-
四、其他业务	9.04	4.91	3.93	3.73	3.54
YOY	65.89%	-45.71%	-20.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	-11.45%	-77.74%	-50.00%	-20.00%	-10.00%
五、量产业务	1,071.42	856.21	1489.64	3873.06	5034.98
YOY	-11.22%	-20.09%	73.98%	160.00%	30.00%
毛利率	27.43%	19.30%	21.00%	30.00%	30.00%

来源：Wind，国金证券研究所

费用情况：（1）2023-2024 年公司研发费用率分别为 40.5%、53.7%，主要系公司作为技术密集型的半导体 IP 授权及芯片定制企业，需持续保持较高的研发投入规模以维持核心技术壁垒，同时 2024 年营收短期承压导致费率被动抬升。随着 25 年及以后公司量产业务快速放量并带动整体销售规模加速扩张，研发费用率有所下降，预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 42.8%、25.0%、21.0%。（2）2023-2024 年销售费用率分别为 4.9%、5.2%，处于合理区间。随着后期公司一站式芯片定制服务等业务的客户认可度持续提高，公司营收规模逐年高增，规模效应下销售费用率有望下降。预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 4.6%、3.5%、3.0%。（3）2023-2024 年管理费用率分别为 5.1%、5.3%，随着公司销售规模及整体经营体量的迅速扩大，叠加内部经营管理效率的不断提升，公司管理费用率呈逐年下降趋势，预计 2025-2027 年管理费用率分别为 4.3%、3.6%、3.2%。

图表34：2023-2027E 公司三费情况

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.91%	5.17%	4.60%	3.50%	3.00%
管理费用率	5.11%	5.27%	4.30%	3.60%	3.20%
研发费用率	40.51%	53.72%	42.79%	25.00%	21.00%

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

预计 2025-2027 年公司营收为 31.52 亿元、59.98 亿元、79.00 亿元，同增 35.77%、90.27%、31.72%，公司净利润为-5.26 亿元、2.16 亿元、7.02 亿元。我们选取产品应用领域或业务领域与公司相近的 A 股上市公司寒武纪、灿芯科技、海光信息、摩尔线程作为可比公司，考虑公司作为国内芯片设计服务领域的稀缺标的，受益于国产替代趋势、AI 需求起量的发展趋势，带动公司高成长性，给予 26 年 25 倍 PS，目标市值 1499 亿元，目标价 285.15 元，给予公司“买入”评级。


图表35：可比公司估值比较（市销率法）

代码	名称	总市值	营收（亿元）					PS				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
688256	寒武纪	4,711	7.09	11.74	64.97	136.10	219.85	79.3	233.9	72.5	34.6	21.4
688691	灿芯股份	140	13.41	10.90	7.25	10.03	13.03	0.0	8.5	19.3	14.0	10.8
688041	海光信息	5,485	60.12	91.62	143.76	211.61	290.53	27.4	38.0	38.2	25.9	18.9
300474	景嘉微	352	7.13	4.66	7.41	10.25	13.80	45.4	104.8	47.5	34.3	25.5
	平均值							38.0	96.3	45.6	27.9	19.6
688521	芯原股份	1,268	23.38	23.22	31.52	59.98	79.00	10.7	11.3	40.2	21.1	16.0

来源：Wind，国金证券研究所（2026年3月5日股价，除公司数据外均为Wind一致预期）

五、风险提示

技术研发风险：公司所处的半导体IP与芯片设计服务行业技术迭代极为迅速，Chiplet、AI、RISC-V等前沿方向是公司高研发投入的焦点。如果公司对技术路线判断失误、研发项目未能达到预期性能或商业化进度滞后，将可能导致前期巨额投入无法收回，并错失市场窗口期，从而削弱公司的技术领先性与市场竞争力。

行业竞争加剧风险：随着集成电路设计复杂度提升及国产化需求增强，半导体IP和设计服务市场吸引力持续增加。公司同时面临国际巨头的生态压制与国内新兴厂商的追赶。市场竞争加剧可能导致IP授权价格承压、设计服务毛利率下滑，若公司不能持续通过技术创新和生态建设巩固护城河，市场份额和盈利能力可能受到侵蚀。

客户集中度较高的风险：公司客户集中度较高。若公司主要客户生产经营情况恶化、或由于行业景气度下降导致客户需求下降，进而导致其向公司下达的订单数量下降，则可能对公司的业绩稳定性产生影响。此外，如果公司无法维护与现有主要客户的合作关系与合作规模、无法有效开拓新客户资源并转化为收入，亦将可能导致公司的经营业绩不及预期。

公司股东减持的风险：据公司26年2月2日公告，因股东自身资金需求，兴橙投资方计划通过大宗交易方式合计减持不超过10,250,000股公司股份，减持比例不超过1.9490%。据公司25年12月27日公告，因股东自身经营管理需要，国家集成电路基金计划通过集中竞价和大宗交易方式合计减持不超过8,939,590股公司股份，减持比例不超过1.70%。截至26年3月5日，上述减持计划仍在进行中。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,679	2,338	2,322	3,152	5,998	7,900
增长率		-12.7%	-0.7%	35.8%	90.3%	31.7%
主营业务成本	-1,565	-1,292	-1,396	-2,000	-3,802	-4,970
%销售收入	58.4%	55.2%	60.1%	63.5%	63.4%	62.9%
毛利	1,114	1,046	926	1,152	2,196	2,930
%销售收入	41.6%	44.8%	39.9%	36.5%	36.6%	37.1%
营业税金及附加	-4	-6	-6	-9	-18	-20
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-138	-115	-120	-145	-210	-237
%销售收入	5.1%	4.9%	5.2%	4.6%	3.5%	3.0%
管理费用	-117	-119	-122	-136	-216	-253
%销售收入	4.3%	5.1%	5.3%	4.3%	3.6%	3.2%
研发费用	-793	-947	-1,247	-1,349	-1,499	-1,659
%销售收入	29.6%	40.5%	53.7%	42.8%	25.0%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	63	-141	-570	-487	253	762
%销售收入	2.3%	n.a	n.a	n.a	4.2%	9.6%
财务费用	39	5	-7	-38	-85	-128
%销售收入	-1.5%	-0.2%	0.3%	1.2%	1.4%	1.6%
资产减值损失	-45	-129	-45	0	0	0
公允价值变动收益	23	-21	0	0	0	0
投资收益	-8	-31	-1	2	5	10
%税前利润	n.a	n.a	n.a	-0.4%	2.2%	1.4%
营业利润	91	-271	-583	-484	232	723
营业利润率	3.4%	n.a	n.a	n.a	3.9%	9.2%
营业外收支	3	1	1	0	0	0
税前利润	94	-269	-582	-484	232	723
利润率	3.5%	n.a	n.a	n.a	3.9%	9.2%
所得税	-20	-27	-19	-15	-16	-22
所得税率	21.2%	n.a	n.a	n.a	7.0%	3.0%
净利润	74	-296	-601	-499	216	702
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	74	-296	-601	-499	216	702
净利率	2.8%	n.a	n.a	n.a	3.6%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	74	-296	-601	-499	216	702
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	201	315	285	136	133	131
非经营收益	-12	67	29	58	126	181
营运资金变动	-683	-98	-67	-495	-1,043	-527
经营活动现金净流	-420	-12	-353	-800	-568	487
资本开支	-844	-115	-144	-271	-195	-195
投资	-42	-13	-3	-150	-50	-50
其他	626	-298	193	2	5	10
投资活动现金净流	-259	-426	47	-419	-240	-235
股权募资	7	84	17	1,805	2	0
债权募资	332	388	362	1,910	2,845	1,207
其他	-79	-115	-131	-60	-131	-191
筹资活动现金净流	260	357	248	3,655	2,716	1,015
现金净流量	-416	-80	-50	2,436	1,908	1,267

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	765	689	747	3,170	5,069	6,329
应收款项	1,117	1,089	965	1,422	2,541	3,131
存货	423	279	396	493	937	1,225
其他流动资产	503	661	531	778	1,292	1,649
流动资产	2,807	2,718	2,638	5,863	9,840	12,335
%总资产	63.4%	61.7%	57.0%	73.4%	81.8%	84.6%
长期投资	242	205	202	202	202	202
固定资产	523	512	721	717	710	701
%总资产	11.8%	11.6%	15.6%	9.0%	5.9%	4.8%
无形资产	577	607	736	734	706	682
非流动资产	1,619	1,688	1,992	2,127	2,189	2,252
%总资产	36.6%	38.3%	43.0%	26.6%	18.2%	15.4%
资产总计	4,426	4,406	4,630	7,989	12,029	14,588
短期借款	71	167	434	2,428	5,273	6,479
应付款项	279	124	245	383	693	894
其他流动负债	774	659	868	886	1,562	2,018
流动负债	1,125	950	1,547	3,697	7,527	9,391
长期贷款	349	660	833	833	833	833
其他长期负债	46	96	128	31	22	15
负债	1,519	1,706	2,508	4,561	8,382	10,239
普通股股东权益	2,907	2,700	2,122	3,429	3,647	4,348
其中：股本	498	500	500	526	526	526
未分配利润	-1,519	-1,815	-2,416	-2,915	-2,699	-1,998
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,426	4,406	4,630	7,989	12,029	14,588

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.148	-0.593	-1.201	-0.948	0.411	1.334
每股净资产	5.841	5.402	4.242	6.520	6.935	8.269
每股经营现金净流	-0.844	-0.024	-0.706	-1.521	-1.080	0.925
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.54%	-10.98%	-28.31%	-14.55%	5.92%	16.13%
总资产收益率	1.67%	-6.73%	-12.98%	-6.24%	1.79%	4.81%
投入资本收益率	1.49%	-4.41%	-17.38%	-7.50%	2.41%	6.34%
增长率						
主营业务收入增长率	25.23%	-12.73%	-0.69%	35.77%	90.27%	31.72%
EBIT 增长率	622.07%	-324.57%	303.46%	-14.59%	-151.85%	201.58%
净利润增长率	455.31%	-501.64%	102.68%	-17.00%	N/A	224.94%
总资产增长率	14.72%	-0.45%	5.07%	72.56%	50.56%	21.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	122.6	162.1	154.4	160.0	150.0	140.0
存货周转天数	64.8	99.1	88.1	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	51.9	43.8	33.9	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	70.7	78.9	113.3	82.9	43.2	32.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.33%	-9.71%	19.22%	-0.64%	25.34%	20.01%
EBIT 利息保障倍数	-1.6	28.9	-80.6	-12.8	3.0	5.9
资产负债率	34.32%	38.72%	54.16%	57.09%	69.68%	70.19%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	5	23
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.40	1.38	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究