

芯原股份(688521.SH)

在手订单连续九个季度保持高位，量产业务规模效应显著

推荐 (维持)

股价:251.39元

主要数据

| | |
|-------------|----------------------------|
| 行业 | 电子 |
| 公司网址 | www.verisilicon.com |
| 大股东/持股 | VeriSilicon Limited/11.40% |
| 实际控制人 | |
| 总股本(百万股) | 526 |
| 流通A股(百万股) | 526 |
| 流通B/H股(百万股) | |
| 总市值(亿元) | 1,322 |
| 流通A股市值(亿元) | 1,322 |
| 每股净资产(元) | 6.50 |
| 资产负债率(%) | 55.7 |

行情走势图



证券分析师

杨钟 投资咨询资格编号
S1060525080001
yangzhong035@pingan.com.cn

徐碧云 投资咨询资格编号
S1060523070002
XUBIYUN372@pingan.com.cn



事项:

公司发布2025年年报，实现营业收入31.52亿元，同比增长35.77%，实现归母净利润-5.28亿元。

平安观点:

- 公司在手订单已连续九个季度保持高位：公司2025年实现营业收入31.52亿元(+35.77%YoY)，归母净利润-5.28亿元，实现扣非归母净利润-6.14亿元。2025年公司整体毛利率和净利率分别是34.19% (-5.67pct YoY) 和-16.74% (+9.14pct YoY)。从费用端来看，2025年，公司期间费用率为51.89% (-12.57pct YoY)，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为4.04% (-1.13pct YoY)、4.54% (-0.73pct YoY)、1.68% (+1.38pct YoY) 和41.64% (-12.08pct YoY)。2025Q4单季度，公司实现营收8.98亿元(+33.63%YoY, -29.89%QoQ)，实现归母净利润-1.81亿元。Q4单季度，公司的毛利率和净利率分别为32.26% (-1.08pct YoY, +3.67pct QoQ) 和-20.17% (+10.34pct YoY, -18.07pct QoQ)。公司技术能力业界领先，持续获得全球优质客户的认可，2025年第二、第三、第四季度新签订单金额分别为11.82亿元、15.93亿元、27.11亿元，单季度新签订单金额三次突破历史新高，其中2025年第四季度较第三季度进一步增长70.17%。2025年全年，公司新签订单金额59.60亿元，同比增长103.41%，其中AI算力相关订单占比超73%，数据处理领域订单占比超50%且主要来自于云侧AI ASIC及IP。截至2025年末，公司在手订单金额达到50.75亿元，较三季度末的32.86亿元大幅提升54.45%，且已连续九个季度保持高位。

- 2025年末在手订单中，量产业务订单超30亿元：芯原的主要业务为一站式芯片定制和半导体IP授权两类业务，①半导体IP授权业务：2025年度，公司实现知识产权授权使用费收入6.71亿元，同比增长6.07%；实现特许权使用费收入1.11亿元，同比增长7.57%。②一站式芯片定制业

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|--------|--------|-----------|---------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,322 | 3,152 | 5,071 | 6,953 | 9,219 |
| YOY(%) | -0.7 | 35.8 | 60.9 | 37.1 | 32.6 |
| 净利润(百万元) | -601 | -528 | -11 | 228 | 383 |
| YOY(%) | -102.7 | 12.2 | 97.9 | 2,197.9 | 67.9 |
| 毛利率(%) | 39.9 | 34.2 | 33.2 | 31.4 | 30.0 |
| 净利率(%) | -25.9 | -16.7 | -0.2 | 3.3 | 4.2 |
| ROE(%) | -28.3 | -15.4 | -0.3 | 6.3 | 9.5 |
| EPS(摊薄/元) | -1.14 | -1.00 | -0.02 | 0.43 | 0.73 |
| P/E(倍) | -220.0 | -250.5 | -12,151.7 | 579.2 | 345.0 |
| P/B(倍) | 62.3 | 38.7 | 38.8 | 36.3 | 32.9 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

务：2025年，公司实现芯片设计业务收入8.77亿元，同比增长20.94%；2025年，公司实现量产业务收入14.90亿元，同比大幅增长73.98%。2025年，为公司贡献营业收入的量产出货芯片数量114款，另有48个现有芯片设计项目待量产。2025年度，公司量产业务新签订单达到35.47亿元，同比大幅增长194.25%，2025年四季度单季量产业务新签订单即超过22亿元。截至2025年末，公司芯片设计业务在手订单16.62亿元，量产业务在手订单30.78亿元，随着订单的逐步转化，将为未来收入增长奠定坚实基础。公司2025年末在手订单中，量产业务订单超30亿元，量产业的规模效应显著，订单的持续转化将为公司未来盈利能力逐步提升奠定坚实基础。

- **投资建议：**公司拥有丰富的核心半导体IP积累，包括GPU IP、NPU IP、VPU IP、DSP IP、ISP IP、Display Processing IP这六类处理器IP，以及1700多个数模混合IP、射频IP和接口IP，主要客户包括芯片设计公司、IDM、系统厂商、大型互联网公司、云服务提供商等。由于公司尚未稳定盈利，我们选用PS估值法，CSP厂商AI资本开支增加，未来公司在手订单有望持续增加，并基于公司最新财报，我们调整了公司的盈利预测，预计2026-2028年公司的营收分别为50.71亿元(前值为42.78亿元)、69.53亿元(前值为58.07亿元)和92.19亿元(新增)，对应4月20日收盘价的PS分别为26.1X、19.0X和14.3X。鉴于公司在手订单尤其是量产订单充沛且有望持续转化为收入提升公司盈利能力，我们维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**(1) 半导体IP技术迭代升级风险。若公司在新技术的开发和应用上无法持续取得先进地位，或将导致公司行业地位和市场竞争力下降，从而对公司的经营产生不利影响。(2) 供应商EDA等工具授权风险。如果供应商停止向公司进行EDA技术授权时，将对公司的经营产生不利影响。(3) 半导体IP授权服务持续发展风险。若公司无法持续拓展新客户和继续与存量客户维持合作，则半导体IP授权服务存在难以持续发展的风险。

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 5686 | 6121 | 7379 | 9241 |
| 现金 | 2008 | 1169 | 900 | 922 |
| 应收票据及应收账款 | 1562 | 2571 | 3525 | 4673 |
| 其他应收款 | 3 | 6 | 9 | 11 |
| 预付账款 | 467 | 314 | 431 | 572 |
| 存货 | 498 | 834 | 1176 | 1589 |
| 其他流动资产 | 1149 | 1226 | 1338 | 1473 |
| 非流动资产 | 2031 | 1883 | 1720 | 1558 |
| 长期投资 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 786 | 748 | 693 | 623 |
| 无形资产 | 562 | 473 | 384 | 294 |
| 其他非流动资产 | 682 | 661 | 642 | 640 |
| 资产总计 | 7718 | 8004 | 9100 | 10799 |
| 流动负债 | 2527 | 3133 | 4304 | 5904 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 172 |
| 应付票据及应付账款 | 326 | 393 | 554 | 749 |
| 其他流动负债 | 2201 | 2740 | 3750 | 4983 |
| 非流动负债 | 1773 | 1462 | 1158 | 871 |
| 长期借款 | 1164 | 852 | 548 | 262 |
| 其他非流动负债 | 609 | 609 | 609 | 609 |
| 负债合计 | 4300 | 4595 | 5462 | 6775 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 526 | 526 | 526 | 526 |
| 资本公积 | 5911 | 5913 | 5914 | 5916 |
| 留存收益 | -3019 | -3030 | -2802 | -2419 |
| 归属母公司股东权益 | 3418 | 3409 | 3638 | 4023 |
| 负债和股东权益 | 7718 | 8004 | 9100 | 10799 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -261 | -399 | 165 | 267 |
| 净利润 | -528 | -11 | 228 | 383 |
| 折旧摊销 | 227 | 248 | 266 | 269 |
| 财务费用 | 53 | 35 | 25 | 17 |
| 投资损失 | -9 | -5 | -5 | -5 |
| 营运资金变动 | -41 | -666 | -357 | -412 |
| 其他经营现金流 | 36 | 0 | 9 | 16 |
| 投资活动现金流 | -1023 | -95 | -105 | -115 |
| 资本支出 | -275 | 100 | 103 | 106 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -748 | -195 | -208 | -221 |
| 筹资活动现金流 | 2611 | -345 | -329 | -131 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 172 |
| 长期借款 | 287 | -312 | -304 | -287 |
| 其他筹资现金流 | 2324 | -33 | -25 | -17 |
| 现金净增加额 | 1324 | -838 | -269 | 22 |

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3152 | 5071 | 6953 | 9219 |
| 营业成本 | 2075 | 3385 | 4773 | 6451 |
| 税金及附加 | 8 | 13 | 18 | 24 |
| 营业费用 | 127 | 177 | 236 | 304 |
| 管理费用 | 143 | 203 | 264 | 341 |
| 研发费用 | 1313 | 1268 | 1391 | 1659 |
| 财务费用 | 53 | 35 | 25 | 17 |
| 资产减值损失 | -8 | -14 | -19 | -25 |
| 信用减值损失 | -22 | -36 | -49 | -65 |
| 其他收益 | 49 | 45 | 45 | 45 |
| 公允价值变动收益 | 33 | 0 | 1 | 2 |
| 投资净收益 | 9 | 5 | 5 | 5 |
| 资产处置收益 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 营业利润 | -507 | -10 | 230 | 385 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 8 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | -513 | -11 | 228 | 383 |
| 所得税 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | -528 | -11 | 228 | 383 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | -528 | -11 | 228 | 383 |
| EBITDA | -233 | 273 | 519 | 669 |
| EPS (元) | -1.00 | -0.02 | 0.43 | 0.73 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|--------|----------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 35.8 | 60.9 | 37.1 | 32.6 |
| 营业利润(%) | 13.1 | 98.1 | 2496.6 | 67.5 |
| 归属于母公司净利润(%) | 12.2 | 97.9 | 2197.9 | 67.9 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 34.2 | 33.2 | 31.4 | 30.0 |
| 净利率(%) | -16.7 | -0.2 | 3.3 | 4.2 |
| ROE(%) | -15.4 | -0.3 | 6.3 | 9.5 |
| ROIC(%) | -23.0 | 1.6 | 10.4 | 14.2 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 55.7 | 57.4 | 60.0 | 62.7 |
| 净负债比率(%) | -24.7 | -9.3 | -9.7 | -12.1 |
| 流动比率 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 应付账款周转率 | 6.37 | 8.61 | 8.61 | 8.61 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | -1.00 | -0.02 | 0.43 | 0.73 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.50 | -0.76 | 0.31 | 0.51 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.50 | 6.48 | 6.92 | 7.65 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | -250.5 | -12151.7 | 579.2 | 345.0 |
| P/B | 38.7 | 38.8 | 36.3 | 32.9 |
| EV/EBITDA | -301 | 481 | 253 | 197 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层