

603893.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 185.49

板块评级: 强于大市

股价表现


| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|-------|------|-------|-------|
| 绝对 | (0.3) | 22.2 | (7.3) | 20.8 |
| 相对上证综指 | (1.9) | 17.8 | (6.0) | (3.2) |

| | |
|-------------------|-----------|
| 发行股数 (百万) | 420.99 |
| 流通股 (百万) | 420.88 |
| 总市值 (人民币 百万) | 78,090.29 |
| 3个月日均交易额 (人民币 百万) | 1,145.94 |
| 主要股东 | |
| 励民 | 37.41% |

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券

以2026年4月27日收市价为标准

瑞芯微

深化 AIoT 2.0 战略, 端侧大模型与协处理器创新驱动业绩高增长

瑞芯微发布 2025 年年报和 2026 年一季报。公司 2025 年和 2026Q1 业绩同比持续高增, 产品结构优化带动盈利提升。公司确立“SoC+协处理器”双轨并行发展的产品路径。随着端侧大模型加速落地, 公司自研协处理器突破端侧 AI 关键瓶颈, 我们预计协处理器有望成为公司业绩增长的关键驱动力。公司持续完善产品矩阵, 坚持“IP 先行”以支持下一代芯片创新。维持“增持”评级。

支撑评级的要点

业绩持续高增, 产品结构优化带动盈利提升。瑞芯微 2025 年营收 44.02 亿元, YoY+40%; 归母净利润 10.40 亿元, YoY+75%。公司深入拓展 AIoT 千行百业, 以 RK3588、RK3576、RV11 系列为代表的不同性能和算力水平的 AIoT SoC 平台快速增长, 在汽车电子、机器人、机器视觉、工业应用等重点产品线持续突破。公司 2025 年毛利率 42.0%, YoY+4.4pcts。公司持续优化产品销售结构, 规模效应进一步显现。瑞芯微 2026Q1 营收 12.05 亿元, YoY+36%; 归母净利润 3.29 亿元, YoY+57%; 毛利率 43.0%, YoY+2.1pcts。2026 年一季度, 在终端市场受到存储价格高涨的冲击下, AIoT 市场延续增长趋势, 端侧 AI 深入千行百业, 重塑产品体验的趋势愈发显著。公司 AIoT 算力平台延续增长趋势, 产品结构进一步优化。

端侧大模型加速落地, 自研协处理器突破端侧 AI 关键瓶颈。2025 年以来, AI 大模型能力密度持续提升, 专业化发展进程进一步提速, 大模型无需依赖超大算力即可实现优异的性能表现, 形成端侧落地的技术基础。同时, 大模型本地部署带来低延时、低网络依赖、数据安全、隐私保护、成本可控等多重优势, 完美适配工业、汽车、机器人、教育、家庭、医疗等各行业场景智能化升级的核心需求。AIoT 进入大模型创新驱动的 2.0 时代。公司亦确立“SoC+协处理器”双轨并行发展的产品路径。SoC 聚焦通用计算, 承担控制、执行的功能。协处理器聚焦端侧大模型的运行, 承担主动感知、决策等复杂 AI 功能。公司研发并推出全球首颗 3D 架构端侧算力协处理器 RK182X, 该芯片基于 3D 堆叠创新架构, 将高性能存储芯片直接堆叠在自研高算力 NPU 芯片上, 有效解决终端产品部署端侧大模型面临的带宽、功耗等关键瓶颈, 高效支持 3B/7B 等参数级的端侧主流 LLM 模型和多模态 VLM 模型近百 token/s 输出。RK182X 于 2025Q3 正式发布, 在不到半年时间已快速导入十几个行业、数百个项目, 为 2026 年规模化量产打下良好基础。2026Q1 已有搭载该方案的 AIoT 新产品发布并推向市场。公司亦在快速推进下一代协处理器 RK1860 的研发工作, 预计将于 2026 年推出。

完善产品矩阵, 坚持“IP 先行”以支持下一代芯片创新。2025 年公司持续完善“旗舰—高端—中端—入门级”AIoT SoC 芯片产品矩阵, 研发并推出新一代 4K 通用视觉处理器 RV1126B、新款音频处理器 RK2116、新款流媒体处理器 RK3538, 完成新款中阶 AIoT 处理器 RK3572 的设计并流片。公司坚持“IP 先行”战略, 针对未来 AIoT 2.0 产品的性能需求, 重点迭代升级 NPU、ISP、编解码等核心自研 IP, 为下一代更高规格、更先进制程旗舰芯片 RK3688、RK3668 及协处理器的快速研发奠定基础。此外, 公司坚持“阴阳互补”的发展战略, 持续布局各类周边芯片, 公司研发并推出低功耗无线芯片 RK962、接口转换芯片 RK628H、数字音频功放芯片 RK751 等, 配合智能应用处理器共同构成完整的系统性解决方案。

估值

随着端侧大模型加速落地, 瑞芯微自研协处理器突破端侧 AI 的关键瓶颈, 我们预计协处理器有望成为公司业绩增长的关键驱动力。我们上调瑞芯微 2026/2027 年 EPS 预估至 3.26/4.08 元, 并预计 2028 年 EPS 为 4.97 元。截至 2026 年 4 月 27 日, 公司总市值约 781 亿元, 对应 2026/2027/2028 年 PE 分别为 56.9/45.5/37.3 倍。维持“增持”评级。

评级面临的主要风险

行业需求不及预期。市场竞争格局恶化。终端应用创新不及预期。原材料涨价。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(人民币 百万) | 3,136 | 4,402 | 5,719 | 6,929 | 8,162 |
| 增长率(%) | 46.9 | 40.4 | 29.9 | 21.1 | 17.8 |
| EBITDA(人民币 百万) | 554 | 1,090 | 1,499 | 1,866 | 2,157 |
| 归母净利润(人民币 百万) | 595 | 1,040 | 1,373 | 1,718 | 2,092 |
| 增长率(%) | 341.0 | 74.8 | 32.1 | 25.1 | 21.8 |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 1.41 | 2.47 | 3.26 | 4.08 | 4.97 |
| 原先预估摊薄每股收益(人民币) | | | 2.70 | 3.48 | |
| 调整幅度(%) | | | 20.8 | 17.4 | |
| 市盈率(倍) | 131.3 | 75.1 | 56.9 | 45.5 | 37.3 |
| 市净率(倍) | 22.0 | 17.8 | 15.9 | 14.0 | 12.2 |
| EV/EBITDA(倍) | 79.5 | 67.7 | 51.0 | 40.6 | 34.8 |
| 每股股息(人民币) | 0.9 | 1.5 | 2.0 | 2.5 | 3.0 |
| 股息率(%) | 0.8 | 0.8 | 1.1 | 1.3 | 1.6 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
电子: 半导体
证券分析师: 苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080003

证券分析师: 茅珈恺

jiakai.mao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525110002

利润表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 3,136 | 4,402 | 5,719 | 6,929 | 8,162 |
| 营业收入 | 3,136 | 4,402 | 5,719 | 6,929 | 8,162 |
| 营业成本 | 1,957 | 2,555 | 3,314 | 4,016 | 4,731 |
| 营业税金及附加 | 12 | 31 | 34 | 35 | 41 |
| 销售费用 | 64 | 82 | 103 | 118 | 131 |
| 管理费用 | 102 | 112 | 132 | 146 | 163 |
| 研发费用 | 564 | 684 | 801 | 901 | 979 |
| 财务费用 | (61) | (50) | (24) | (24) | (44) |
| 其他收益 | 93 | 122 | 86 | 69 | 41 |
| 资产减值损失 | (25) | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | 1 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 40 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 5 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 汇兑收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 611 | 1,117 | 1,446 | 1,808 | 2,202 |
| 营业外收入 | 1 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 612 | 1,118 | 1,446 | 1,808 | 2,202 |
| 所得税 | 17 | 78 | 72 | 90 | 110 |
| 净利润 | 595 | 1,040 | 1,373 | 1,718 | 2,092 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 595 | 1,040 | 1,373 | 1,718 | 2,092 |
| EBITDA | 554 | 1,090 | 1,499 | 1,866 | 2,157 |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 1.41 | 2.47 | 3.26 | 4.08 | 4.97 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 3,619 | 4,826 | 5,751 | 6,633 | 7,548 |
| 货币资金 | 2,072 | 1,300 | 1,910 | 2,534 | 3,201 |
| 应收账款 | 287 | 468 | 517 | 561 | 600 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 784 | 1,254 | 1,508 | 1,727 | 1,927 |
| 预付账款 | 28 | 11 | 17 | 16 | 23 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 449 | 1,794 | 1,798 | 1,796 | 1,797 |
| 非流动资产 | 647 | 759 | 619 | 472 | 447 |
| 长期投资 | 319 | 319 | 319 | 319 | 319 |
| 固定资产 | 37 | 53 | 35 | 17 | 0 |
| 无形资产 | 92 | 190 | 87 | 0 | 0 |
| 其他长期资产 | 199 | 198 | 178 | 137 | 128 |
| 资产合计 | 4,266 | 5,585 | 6,370 | 7,106 | 7,995 |
| 流动负债 | 664 | 1,151 | 1,295 | 1,357 | 1,424 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 100 | 100 | 100 |
| 应付账款 | 275 | 532 | 481 | 434 | 392 |
| 其他流动负债 | 390 | 619 | 714 | 823 | 932 |
| 非流动负债 | 56 | 52 | 153 | 152 | 152 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 100 | 100 | 100 |
| 其他长期负债 | 56 | 52 | 53 | 52 | 52 |
| 负债合计 | 720 | 1,202 | 1,448 | 1,509 | 1,576 |
| 股本 | 419 | 421 | 421 | 421 | 421 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权益 | 3,546 | 4,382 | 4,922 | 5,597 | 6,418 |
| 负债和股东权益合计 | 4,266 | 5,585 | 6,370 | 7,106 | 7,995 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 595 | 1,040 | 1,373 | 1,718 | 2,092 |
| 折旧摊销 | 141 | 158 | 163 | 151 | 39 |
| 营运资金变动 | 705 | (174) | (268) | (198) | (179) |
| 其他 | (61) | 45 | (24) | (24) | (44) |
| 经营活动现金流 | 1,379 | 1,069 | 1,244 | 1,647 | 1,908 |
| 资本支出 | (125) | (233) | (11) | (11) | (11) |
| 投资变动 | (163) | (1,322) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (55) | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (343) | (1,543) | (11) | (11) | (11) |
| 银行借款 | 0 | 0 | 200 | 0 | 0 |
| 股权融资 | (228) | (359) | (834) | (1,043) | (1,270) |
| 其他 | 176 | 75 | 11 | 31 | 40 |
| 筹资活动现金流 | (52) | (283) | (623) | (1,012) | (1,230) |
| 净现金流 | 984 | (758) | 610 | 624 | 667 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

| 年结日: 12月31日 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率(%) | 46.9 | 40.4 | 29.9 | 21.1 | 17.8 |
| 营业利润增长率(%) | 638.3 | 82.8 | 29.4 | 25.1 | 21.8 |
| 归属于母公司净利润增长率(%) | 341.0 | 74.8 | 32.1 | 25.1 | 21.8 |
| 息税前利润增长率(%) | 1,933.5 | 125.3 | 43.4 | 28.4 | 23.5 |
| 息税折旧前利润增长率(%) | 159.5 | 96.6 | 37.5 | 24.5 | 15.6 |
| EPS(最新股本摊薄)增长率(%) | 341.0 | 74.8 | 32.1 | 25.1 | 21.8 |
| 获利能力 | | | | | |
| 息税前利润率(%) | 13.2 | 21.2 | 23.4 | 24.7 | 25.9 |
| 营业利润率(%) | 19.5 | 25.4 | 25.3 | 26.1 | 27.0 |
| 毛利率(%) | 37.6 | 41.9 | 42.1 | 42.0 | 42.0 |
| 归母净利润率(%) | 19.0 | 23.6 | 24.0 | 24.8 | 25.6 |
| ROE(%) | 16.8 | 23.7 | 27.9 | 30.7 | 32.6 |
| ROIC(%) | 11.2 | 19.6 | 24.6 | 27.9 | 30.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 净负债权益比 | (0.6) | (0.3) | (0.3) | (0.4) | (0.5) |
| 流动比率 | 5.4 | 4.2 | 4.4 | 4.9 | 5.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 应收账款周转率 | 10.8 | 11.7 | 11.6 | 12.9 | 14.1 |
| 应付账款周转率 | 11.4 | 10.9 | 11.3 | 15.2 | 19.8 |
| 费用率 | | | | | |
| 销售费用率(%) | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| 管理费用率(%) | 3.2 | 2.6 | 2.3 | 2.1 | 2.0 |
| 研发费用率(%) | 18.0 | 15.5 | 14.0 | 13.0 | 12.0 |
| 财务费用率(%) | (1.9) | (1.1) | (0.4) | (0.4) | (0.5) |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.4 | 2.5 | 3.3 | 4.1 | 5.0 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.3 | 2.5 | 3.0 | 3.9 | 4.5 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.4 | 10.4 | 11.7 | 13.3 | 15.2 |
| 每股股息 | 0.9 | 1.5 | 2.0 | 2.5 | 3.0 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E(最新摊薄) | 131.3 | 75.1 | 56.9 | 45.5 | 37.3 |
| P/B(最新摊薄) | 22.0 | 17.8 | 15.9 | 14.0 | 12.2 |
| EV/EBITDA | 79.5 | 67.7 | 51.0 | 40.6 | 34.8 |
| 价格/现金流(倍) | 56.6 | 73.1 | 62.8 | 47.4 | 40.9 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371