

2026 年 9 月 29 日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价 250

公司基本资讯

产业别	电子
A 股价(2026/9/29)	193.64
上证指数(2026/9/29)	3830.45
股价 12 个月高/低	375.67/124
总发行股数(百万)	525.92
A 股数(百万)	525.92
A 市值(亿元)	1018.38
主要股东	芯原股份有限公司(11.39%)
每股净值(元)	5.56
股价/账面净值	34.81
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	3.6 -37.4 -2.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2026-06-15	223.13	买进
2025-08-25	149.82	买进
2025-08-04	94.49	买进
2025-05-21	87.59	买进

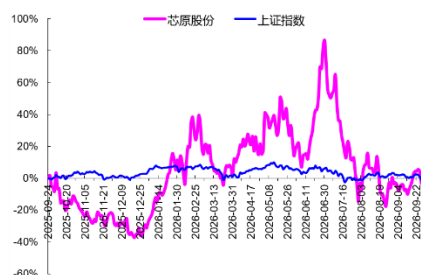
产品组合

芯片量产业务	43.4%
IP 授权使用费	33.5%
芯片设计业务	17.8%
特许权使用费	5.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金 29.7%

股价相对大盘走势



芯原股份(688521.SH)

BUY 买进

端侧需求将爆发，IP 龙头估值低

结论与建议：

电子鸭爆卖与 Meta Muse 推出共同验证 AI 载体正向亿万台分布式终端迁移，公司 Vivante NPU、GPU、ISP 等全栈 IP 卡位端侧推理 SoC 底层算力，将受益行业高增长。公司指引 2H26 经调整 EBITDA 转正、2027 年经调整归母转正。预计 2026-2028 年营收 63/108/163 亿元，对应 2027 年 PS 约 10 倍，目前估值较低，维持买进建议。

■ 端侧 AI 算力需求正在加速释放：Hugging Face 的机器鸭开订后高峰每 4 秒售出一台、五天预售破万台。另外，Meta Muse 则把 AI Agent 推向 C 端个人用户。两者验证 AI 的下一个载体将是亿万台分布式终端。端侧推理 SoC 需求将高速增长，公司 Vivante NPU、GPU、ISP、视频处理器等全栈处理器 IP，可灵活组合出适配不同算力档位的端侧 SoC 方案，同时公司的 NPU IP 已被大量 AIoT 客户采用，是端侧推理芯片的底层算力的重要来源，势必受益于行业需求的高速增长。

■ 1H26 新签订单高速增长：1H26 公司实现营业收入 18.6 亿元，同比增长 91.4%；亏损 6.1 亿元，亏损较上年同期扩大约 2.9 亿元；实现扣非净利润-6.2 亿元；惟经营性现金流净额 6.3 亿元，同比大幅转正。分季度来看，2Q26 公司实现营收 10.3 亿元（同比+75.95%、环比+22.98%），亏损 2.7 亿元，环比 1Q26（-3.4 亿元）小幅减亏。公司营收大幅增长但依然较多亏损的原因在于：公司综合毛利率 31.3%，同比下降 12 个百分点，系低毛利量产服务占比从约 47%跃升至 62%所致，另外费用端来看，研发费用 8.8 亿元（+43.8%），占营收 50.5%，四项费用合计 11.7 亿元，同比多支出 4.2 亿元，其中一次性股份支付费用 1.33 亿元。从订单情况来看，2026 年 1 月 1 日至 8 月 17 日新签订单 151.42 亿元，已达 2025 年全年新签的 254%，其中 AI 算力相关占 90%，业绩确定性非常高。另外，公司资产负债表同步扩张：合同负债较年初+150.84%、预付款项+135.16%（反映预付晶圆货款），均指向量产交付已进入放量通道。

■ 盈利预测：公司指引 2026 年下半年经调整 EBITDA 转正，2027 年全年经调整归母净利润转正，我们预计公司 2026-2028 年营收 63 亿元、108 亿元和 163 亿元，YOY 分别增长 99%、72%和 51%，实现净利润-4.8 亿、2.7 亿元和 12 亿元，EPS 分别为-0.93 元、0.51 元和 2.29 元，目前股价对应 2027 年 PS 10 倍，考虑到公司业绩潜力较大，维持买进建议。

■ 风险提示：AI 领域下游需求不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2024	2025F	2026	2027F	2028F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	-601	-528	-487	270	1204
同比增减	%	102.7	-12.2	-7.7	-155.3	346.5
每股盈余 (EPS)	RMB 元	-1.14	-1.00	-0.93	0.51	2.29
同比增减	%	102.7	-12.2	-7.7	-155.3	346.5
市盈率 (P/E)	X	-169.5	-193.0	-209.0	377.7	84.6
股利 (DPS)	RMB元	0.00	0.00	0.00	0.10	0.15
股息率 (Yield)	%	0.00	0.00	0.00	0.05	0.08

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2024	2025F	2026	2027F	2028F
营业收入	2322	3152	6267	10756	16309
经营成本	2899	3719	0	0	0
营业税金及附加	6	8	13	23	20
销售费用	120	127	225	243	296
管理费用	122	143	338	409	412
财务费用	7	53	-13	-16	24
资产减值损失	0	0	0	10	10
投资收益	0	33	30	40	20
营业利润	-583	-507	-447	274	1218
营业外收入	1	1	2	0	0
营业外支出	0	8	2	2	2
利润总额	-582	-513	-447	272	1216
所得税	19	15	40	3	12
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-601	-528	-487	270	1204

附二：合并资产负债表

百万元	2024	2025F	2026	2027F	2028F
货币资金	747	2008	3030	3338	5515
应收账款	943	1203	986	759	547
存货	396	498	448	381	305
流动资产合计	2638	5686	6437	7267	8183
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	721	712	1259	2317	4426
在建工程	0	1	0	0	0
非流动资产合计	1992	2031	2519	3124	3873
资产总计	4630	7718	8956	10391	12056
流动负债合计	1547	2527	6948	20150	61459
非流动负债合计	960	1773	4292	10900	28995
负债合计	2508	4300	5454	6127	6259
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2122	3418	3502	4264	5797
负债及股东权益合计	4630	7718	8956	10391	12056

附三：合并现金流量表

百万元	2024	2025F	2026	2027F	2028F
经营活动产生的现金流量净额	-346	-222	-88	610	1373
投资活动产生的现金流量净额	47	-1023	-888	-1201	-1433
筹资活动产生的现金流量净额	248	2611	1998	899	2237
现金及现金等价物净增加额	-42	1364	1022	308	2177

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。