



股票投资评级

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) 173.00
总股本/流通股本(亿股) 5.26 / 5.01
总市值/流通市值(亿元) 909 / 866
52周内最高/最低价 183.60 / 24.79
资产负债率(%) 54.2%
第一大股东 VeriSilicon Limited

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

芯原股份(688521)

拟并购芯来科技，补足优质 CPU IP

● 投资要点

25Q2 末在手订单 30.25 亿，AI 算力相关订单充沛。截至 2025 年第二季度末，公司在手订单金额为 30.25 亿元，已连续七个季度保持高位，创公司历史新高。2025 年 7 月 1 日至 2025 年 9 月 11 日，公司新签订单 12.05 亿元，较去年第三季度全期大幅增长 85.88%，新签订单已创历史新高，其中 AI 算力相关的订单占比约 64%。除新签订单创历史新高外，公司在手订单持续保持高位，支撑未来公司收入增长。

拟收购芯来科技补足 CPU IP，构建全栈式异构计算 IP 平台。2025 年 9 月 11 日，公司发布收购预案，拟通过发行股份及支付现金方式收购芯来科技 97.0070% 股权。芯来科技是中国 RISC-V 专利联盟首批成员单位，打造了四大通用 CPU IP 产品线和三大垂直 CPU IP 产品线，以及基于自研 RISC-V CPU IP 和周边 IP 构建的 SoC 子系统 IP 平台。截至目前，已有超过 300 家国内外正式授权客户使用了芯来的 RISC-V CPU IP，处于业内领先水平，应用领域遍及 AI、汽车电子、5G 通信、网络安全、存储、工业控制、MCU、IoT 等。此次交易将完善公司核心处理器 IP+CPU IP 的全栈式异构计算版图，同时也将强化公司 AI ASIC 的设计灵活度和创新能力，提升公司关键业务的市场竞争力。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 31/40/53 亿元，实现归母净利润分别为-1.2/1/2.9 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

业绩大幅下滑或亏损的风险，核心竞争力风险，经营风险，财务风险，行业风险，宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(万元)	2322	3064	4038	5304
增长率(%)	-0.69	31.96	31.77	31.37
EBITDA(百万元)	-330.57	182.55	364.05	523.57
归属母公司净利润(百万元)	-600.88	-121.80	98.29	286.71
增长率(%)	-102.68	79.73	180.70	191.70
EPS(元/股)	-1.14	-0.23	0.19	0.55
市销率(P/S)	39.17	29.68	22.53	17.15
市净率(P/B)	42.85	24.23	23.61	21.98
EV/EBITDA	-81.07	493.47	247.50	172.11

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

.1 相对估值

公司是一家依托自主半导体 IP，为客户提供平台化、全方位、一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务的企业。公司的主要业务为一站式芯片定制和半导体 IP 授权两类业务，且占比均较为重要，两者具有较强的协同效应，共同促进公司研发成果价值最大化，加之行业内类似供应商的市场策略及目标客户群体有所不同，因此公司不存在完全可比公司。规模化运营的芯片设计服务提供商或是半导体 IP 提供商基本都集中在海外，公司是我国企业中极少数能与同行业全球知名公司直接竞争并不断扩大市场占有率的公司。

我们参考 A 股 EDA 公司（华大九天、概伦电子、广立微）进行相对估值分析，参考公司 2025 年 iFind 一致预期 PS 均值为 30.65x。公司作为 AI ASIC 龙头企业，拥有丰富的 IP 储备，在传统 CMOS、先进 FinFET 和 FD-SOI 等全球主流半导体工艺节点上都具有优秀的设计能力。基于自有 IP，公司已拥有丰富的面向 AI 应用的软硬件芯片定制平台解决方案，同时拟收购芯来科技补足 CPU IP，构建全栈式异构计算 IP 平台。为顺应大算力需求所推动的 SoC 向 SiP 发展的趋势，公司持续推进 Chiplet 技术、项目的研发和产业化。受益于 AI 与定制芯片浪潮推进，公司 ASIC 业务有望快速发展。目前公司在手订单持续保持高位，支撑未来公司收入增长，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，芯原股份营业收入预测值采用中邮证券研究所预测值）

2025/9/19										
证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				PS			
			TTM	2025E	2026E	2027E	TTM	2025E	2026E	2027E
华大九天	301269.SZ	645	12.80	16.30	21.21	27.69	50.38	39.56	30.41	23.29
概伦电子	688206.SH	157	4.41	5.24	6.56	8.20	35.50	29.90	23.87	19.11
广立微	301095.SZ	162	6.21	7.21	9.20	11.56	26.12	22.49	17.62	14.03
均值								30.65	23.97	18.81
芯原股份	688521.SH	909	23.64	30.64	40.38	53.04	38.48	29.68	22.53	17.15

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
利润表					成长能力				
营业收入	2322	3064	4038	5304	营业收入	-0.7%	32.0%	31.8%	31.4%
营业成本	1396	1710	2312	3175	营业利润	-115.4%	79.4%	176.4%	199.3%
税金及附加	6	9	12	16	归属于母公司净利润	-102.7%	79.7%	180.7%	191.7%
销售费用	120	123	129	133	获利能力				
管理费用	122	126	133	138	毛利率	39.9%	44.2%	42.7%	40.2%
研发费用	1247	1226	1413	1644	净利率	-25.9%	-4.0%	2.4%	5.4%
财务费用	7	23	-15	-15	ROE	-28.3%	-3.2%	2.6%	6.9%
资产减值损失	-6	-10	-10	-10	ROIC	-17.2%	-1.9%	1.5%	4.8%
营业利润	-583	-120	92	274	偿债能力				
营业外收入	1	2	2	2	资产负债率	54.2%	42.2%	45.9%	47.6%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.71	2.63	2.33	2.22
利润总额	-582	-118	93	276	营运能力				
所得税	19	4	-5	-11	应收账款周转率	2.36	2.77	2.78	2.80
净利润	-601	-122	98	287	存货周转率	4.14	4.21	4.57	4.59
归母净利润	-601	-122	98	287	总资产周转率	0.51	0.55	0.59	0.71
每股收益(元)	-1.14	-0.23	0.19	0.55	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-1.14	-0.23	0.19	0.55
货币资金	747	2339	2324	2314	每股净资产	4.04	7.14	7.33	7.87
交易性金融资产	112	35	35	35	估值比率				
应收票据及应收账款	963	1326	1685	2238	PE	-151.36	-746.69	925.30	317.21
预付款项	64	55	91	113	PB	42.85	24.23	23.61	21.98
存货	396	417	596	789	现金流量表				
流动资产合计	2638	4550	5244	6077	净利润	-601	-122	98	287
固定资产	721	712	698	680	折旧和摊销	240	278	286	263
在建工程	0	1	1	1	营运资本变动	-60	-326	-219	-378
无形资产	524	502	473	436	其他	75	66	68	66
非流动资产合计	1992	1947	1872	1820	经营活动现金流净额	-346	-104	233	238
资产总计	4630	6497	7116	7897	资本开支	-144	-236	-210	-209
短期借款	0	0	0	0	其他	190	84	4	5
应付票据及应付账款	163	163	246	320	投资活动现金流净额	47	-152	-205	-204
其他流动负债	1384	1563	2002	2421	股权融资	17	1781	0	0
流动负债合计	1547	1727	2248	2742	债务融资	362	136	0	0
其他	960		1017	1017	其他	-131	-66	-43	-43
非流动负债合计	960	1017	1017	1017	筹资活动现金流净额	248	1850	-43	-43
负债合计	2508	2744	3264	3758	现金及现金等价物净增加额	-42	1592	-16	-9
股本	500	526	526	526					
资本公积金	4090	5845	5845	5845					
未分配利润	-2416	-2541	-2458	-2214					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-52	-76	-62	-19					
所有者权益合计	2122	3753	3852	4138					
负债和所有者权益总计	4630	6497	7116	7897					

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的目前已公开的信息，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