

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	44.83
总股本/流通股本(亿股)	4.60 / 2.93
总市值/流通市值(亿元)	206 / 131
52周内最高/最低价	65.80 / 37.05
资产负债率(%)	18.1%
第一大股东	杭州弘菱投资合伙企业 (有限合伙)

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
研究助理: 陈天瑜
SAC 登记编号: S1340125090015
Email: chentianyu@cnpsec.com

联芸科技(688449)

联芸芯途，主控领航

● 投资要点

营收净利稳健增长，扣非净利增幅显著。2025 年前三季度，公司实现营业收入 9.21 亿元，同比增加 11.59%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比增加 23.05%；实现扣非归母净利润 0.62 亿元，同比增加 141.76%。Q3 单季，公司实现营业收入 3.11 亿元，同比增加 4.36%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比增加 5.93%；扣非后归属母公司股东的净利润为 0.27 亿元，同比增加 234.57%。

优化存储主控芯片矩阵，强化 SSD 主控领域市场优势。公司数据存储主控芯片产品聚焦固态硬盘（SSD）领域，SSD 是存储器市场中规模最大、增速最快的品类之一。公司已全面布局 SATA、PCIe 3.0/4.0/5.0 SSD 主控芯片，跻身行业产品线最完整的厂商之列。2025H1，公司在升级产品竞争力的同时，加码销售与技术服务团队建设，SSD 主控芯片出货量实现同比稳健增长。其中，PCIe Gen4 产品突破系统兼容性复杂、NAND 适配方案不足等行业瓶颈，产品竞争力获市场高度认可；同期，PCIe Gen5 产品亦成功实现出货。消费级 SSD 领域，公司产品凭借高性能、低功耗及优异兼容性，出货量持续增长。零售渠道方面，与主流全球存储模组厂保持稳定合作，产品渗透率与市场份额稳步提升，已跻身消费级 SSD 主控芯片核心供应商行列；PC-OEM 前装市场实现重大突破，SSD 主控芯片在头部 PC 实现大规模商用。企业级 SSD 领域，公司高性能 SATA 主控芯片累计出货超百万颗，获主流服务器及系统客户认可并保持稳定出货，为下一代企业级 PCIe SSD 主控芯片的研发与市场推广奠定坚实基础。

嵌入式主控芯片有望打造新增长引擎。公司持续深耕 SSD 主控芯片的同时，也已进入嵌入式主控芯片市场。根据 Yole 数据，2028 年 UFS 接口在全球智能手机的占比将达到 60%。国内嵌入式 UFS 主控芯片尚未实现规模商用量产，且 SSD 模组客户与嵌入式主控芯片应用客户高度同源，为公司未来嵌入式 UFS 主控芯片市场拓展奠定坚实基础。公司已推出的 UFS 3.1 主控芯片，主要可应用于智能手机、平板电脑等移动终端。2025H1，公司已在多家头部嵌入式模组厂实现开案，嵌入式 UFS 模组解决方案开发进展顺利，有望成为公司未来新的业务增长点。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 14/17/20 亿元，归母净利润 1.5/2.0/2.7 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；客户集中度较高风险；供应商集中度较高风险；存货跌价风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1174	1376	1650	1984
增长率(%)	13.55	17.21	19.93	20.26
EBITDA（百万元）	181.97	246.63	253.57	291.05
归属母公司净利润（百万元）	118.06	148.74	196.02	265.27
增长率(%)	126.04	25.99	31.79	35.33
EPS(元/股)	0.26	0.32	0.43	0.58
市销率（P/S）	17.57	14.99	12.50	10.39
市净率（P/B）	12.06	11.10	10.04	8.89
EV/EBITDA	97.35	79.58	76.58	65.98

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.1 相对估值

公司是一家提供数据存储主控芯片、AIoT 信号处理及传输芯片的平台型芯片设计企业。目前，公司已构建起 SoC 芯片架构设计、算法设计、数存、AI 模拟 IP 设计、中后端设计、封测设计、系统方案开发等全流程的芯片研发及产业化平台。在数据存储领域，公司自成立以来一直专注于数据存储主控芯片的研发及产业化，已发展成为全球出货量排名前列的独立 SSD 主控芯片厂商，是全球为数不多掌握数据存储主控芯片核心技术的企业之一。在 AIoT 领域，公司基于自主的芯片设计研发平台，已形成多款 AIoT 信号处理及传输芯片的产品布局，并实现量产应用。公司开发的上述芯片可广泛应用于消费电子、工业控制、数据通信、智能物联等领域。我们参考澜起科技、瑞芯微、兆易创新进行相对估值分析，参考公司 2025 年 iFind 一致预期 PS 均值为 20.31x。未来，公司将始终围绕数据存储主控芯片、AIoT 信号处理及传输芯片两大领域的关键核心技术持续创新，首次覆盖给予“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，联芸科技营业收入预测值采用中邮证券研究所预测值）

2025/12/17										
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
澜起科技	688008.SH	1343	51.26	56.71	75.22	93.46	26.21	23.69	17.86	14.37
瑞芯微	603893.SH	745	41.18	44.01	56.20	69.73	18.09	16.93	13.26	10.68
兆易创新	603986.SH	1350	85.38	94.79	118.99	145.65	15.81	14.24	11.35	9.27
均值								20.31	15.56	12.53
联芸科技	688449.SH	206	12.69	13.76	16.50	19.84	16.25	14.99	12.50	10.39

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	1174	1376	1650	1984	营业收入	13.5%	17.2%	19.9%	20.3%
营业成本	617	680	805	961	营业利润	122.3%	26.1%	31.7%	35.3%
税金及附加	6	7	8	9	归属于母公司净利润	126.0%	26.0%	31.8%	35.3%
销售费用	27	34	41	46	获利能力				
管理费用	61	73	82	89	毛利率	47.5%	50.6%	51.2%	51.6%
研发费用	425	509	594	689	净利率	10.1%	10.8%	11.9%	13.4%
财务费用	2	9	7	6	ROE	6.9%	8.0%	9.5%	11.4%
资产减值损失	-13	-4	-3	-2	ROIC	6.5%	7.9%	9.2%	10.9%
营业利润	118	149	196	265	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	18.1%	18.6%	18.9%	19.0%
营业外支出	0	1	0	0	流动比率	6.06	5.63	5.43	5.31
利润总额	118	149	196	265	营运能力				
所得税	0	0	0	0	应收账款周转率	3.28	3.39	4.17	4.27
净利润	118	149	196	265	存货周转率	2.51	2.11	2.23	2.33
归母净利润	118	149	196	265	总资产周转率	0.80	0.63	0.69	0.74
每股收益(元)	0.26	0.32	0.43	0.58	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.26	0.32	0.43	0.58
货币资金	1182	1128	1353	1586	每股净资产	3.72	4.04	4.46	5.04
交易性金融资产	0	240	150	80	估值比率				
应收票据及应收账款	444	369	421	507	PE	174.67	138.64	105.20	77.74
预付款项	4	3	4	4	PB	12.06	11.10	10.04	8.89
存货	309	336	386	437	现金流量表				
流动资产合计	1942	2114	2357	2660	净利润	118	149	196	265
固定资产	73	68	81	110	折旧和摊销	63	89	51	20
在建工程	0	0	0	0	营运资本变动	-228	71	-70	-93
无形资产	25	16	14	13	其他	24	0	3	3
非流动资产合计	144	166	175	203	经营活动现金流净额	-23	309	179	195
资产总计	2086	2280	2533	2863	资本开支	-76	-70	-59	-46
短期借款	83	113	133	153	其他	37	-301	90	70
应付票据及应付账款	97	102	118	139	投资活动现金流净额	-39	-371	31	24
其他流动负债	141	161	183	209	股权融资	1066	0	0	0
流动负债合计	321	376	434	501	债务融资	3	17	18	18
其他	56	48	45	43	其他	-25	-7	-3	-4
非流动负债合计	56	48	45	43	筹资活动现金流净额	1044	10	14	14
负债合计	377	423	479	544	现金及现金等价物净增加额	983	-53	224	233
股本	460	460	460	460					
资本公积金	1173	1173	1173	1173					
未分配利润	74	200	367	592					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	2	24	53	93					
所有者权益合计	1710	1857	2053	2319					
负债和所有者权益总计	2086	2280	2533	2863					

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