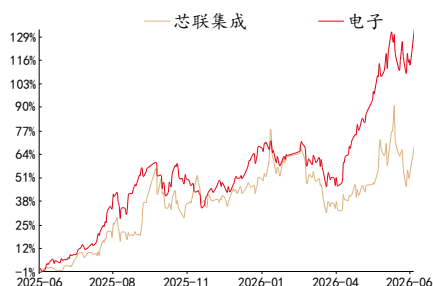


股票投资评级

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)	7.97
总股本/流通股本(亿股)	83.83 / 58.70
总市值/流通市值(亿元)	668 / 468
52周内最高/最低价	8.98 / 4.65
资产负债率(%)	44.7%
市盈率	-99.62
	绍兴市越城区集成电路
第一大股东	产业基金合伙企业(有 限合伙)

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

芯联集成(688469)

硅光+配套电芯片协同，提供完整光引擎代工方案

● 投资要点

布局算电协同，发力 AI 服务器电源赛道。公司围绕算电协同深度布局，深耕 SST 固态变压器，搭建一至三级服务器电源全矩阵，可提供功率器件、隔离驱动、MCU、磁器件一体化系统代工方案；持续迭代工艺平台，高压 BCD 不断升级，8 英寸 SiC 产线规模化量产，第二代 SiC 工艺大幅提升能效与可靠性；同时具备 3300V/4500V 超高压 IGBT 量产能力，自研 SiC 平台覆盖 650V-3300V 全电压 MOSFET。产品适配 AI 服务器供电与风光储微电网场景，覆盖柔直、SST、PSU、POL 等全层级算力供电芯片制造。目前数据中心专用电源工艺平台导入核心客户，服务器电源业务将成为核心增长引擎。

四期项目启动，产能与业务版图持续扩张。公司拟启动绍兴四期项目，联合地方主体合资打造月产能 5 万片的 12 英寸数模混合芯片产线，项目总投资达 200 亿元，公司出资 30.12 亿元，持股比例 25.1%。该项目规划五大工艺平台，覆盖 28-55nm 车规 MCU、AI 端侧 DSP、90nm 高端 BCD 数模混合芯片、55nm AI 服务器电源管理芯片、硅光及 SiGe 光通信芯片等方向，在巩固传统优势主业的同时，重点切入 AI 服务器电源、光互联两大高增长赛道。四期项目全面投产后，公司折合 8 英寸晶圆月产能将突破 40 万片，进一步强化在功率半导体、模拟芯片领域的技术与产能壁垒，补齐国内硅光制造产能短板，深度参与 AI 算力基础设施建设，长期成长空间持续打开。

● 投资建议：

我们预计公司 2026/2027/2028 年营收分别为 103/133/174 亿元，归母净利润分别为 5.6/10.8/18.8 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

技术迭代和研发投入不及预期的风险；市场竞争加剧风险；客户导入不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8180	10295	13274	17377
增长率(%)	25.67	25.86	28.94	30.91
EBITDA(百万元)	2011.90	6554.62	7420.68	6671.25
归属母公司净利润(百万元)	-594.89	558.41	1079.09	1882.75
增长率(%)	38.17	193.87	93.24	74.48
EPS(元/股)	-0.07	0.07	0.13	0.22
市盈率(P/E)	-112.31	119.64	61.91	35.49
市净率(P/B)	5.13	4.94	4.61	4.13
EV/EBITDA	31.70	10.60	8.85	9.32

资料来源：公司公告，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)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	8180	10295	13274	17377	营业收入	25.7%	25.9%	28.9%	30.9%
营业成本	7729	9270	11478	14352	营业利润	14.1%	86.2%	293.2%	161.7%
税金及附加	50	57	66	78	归属于母公司净利润	38.2%	193.9%	93.2%	74.5%
销售费用	73	82	93	104	获利能力				
管理费用	188	226	279	348	毛利率	5.5%	10.0%	13.5%	17.4%
研发费用	1838	1956	2456	3128	净利率	-7.3%	5.4%	8.1%	10.8%
财务费用	240	174	87	87	ROE	-4.6%	4.1%	7.4%	11.6%
资产减值损失	-979	0	0	0	ROIC	-6.5%	-0.3%	2.1%	4.7%
营业利润	-1933	-266	514	1345	偿债能力				
营业外收入	2	0	0	0	资产负债率	44.7%	48.3%	48.3%	48.5%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	1.16	1.56	2.03	2.30
利润总额	-1933	-266	514	1345	营运能力				
所得税	0	0	0	0	应收账款周转率	4.61	4.92	5.36	5.02
净利润	-1933	-266	514	1345	存货周转率	3.67	3.74	3.56	3.71
归母净利润	-595	558	1079	1883	总资产周转率	0.24	0.30	0.38	0.47
每股收益(元)	-0.07	0.07	0.13	0.22	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.07	0.07	0.13	0.22
货币资金	2960	8196	12023	15552	每股净资产	1.55	1.61	1.73	1.93
交易性金融资产	1278	1278	1278	1278	估值比率				
应收票据及应收账款	2221	1998	2977	3996	PE	-112.31	119.64	61.91	35.49
预付款项	158	207	244	306	PB	5.13	4.94	4.61	4.13
存货	2026	2934	3509	4231	现金流量表				
流动资产合计	9552	15600	21142	26638	净利润	-1933	-266	514	1345
固定资产	16840	12519	8000	5062	折旧和摊销	3904	6646	6820	5239
在建工程	2428	2428	2428	2428	营运资本变动	-812	1232	-1308	-771
无形资产	733	515	298	80	其他	976	27	-124	-205
非流动资产合计	23629	19233	14496	11340	经营活动现金流净额	2135	7640	5901	5608
资产总计	33181	34833	35638	37978	资本开支	-3227	-2116	-1966	-1933
短期借款	4366	4366	4366	4366	其他	-1779	-199	94	142
应付票据及应付账款	2021	3527	3859	4680	投资活动现金流净额	-5006	-2315	-1871	-1791
其他流动负债	1870	2095	2170	2544	股权融资	744	0	0	0
流动负债合计	8257	9988	10395	11590	债务融资	103	236	0	0
其他	6573	6821	6821	6821	其他	-174	-322	-202	-288
非流动负债合计	6573	6821	6821	6821	筹资活动现金流净额	673	-86	-202	-288
负债合计	14830	16810	17216	18412	现金及现金等价物净增加额	-2211	5236	3827	3529
股本	8383	8383	8383	8383					
资本公积金	10511	10511	10511	10511					
未分配利润	-5607	-5194	-4392	-2992					
少数股东权益	5317	4493	3927	3389					
其他	-252	-168	-6	276					
所有者权益合计	18351	18024	18423	19567					
负债和所有者权益总计	33181	34833	35638	37978					

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于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

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