

芯原股份（688521.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月23日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	208.03
总市值	1094.06 亿
PE-TTM	-133.41
PB-MRQ	37.40

估值结果

价值	443.68 亿
DDM 估值	上行空间 -59%
状态	严重高估
价值	469.35 亿
动态估值	上行空间 -57%
状态	严重高估

四维评级

成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

芯原股份是国内领先的半导体IP授权与一站式芯片定制服务商，正向AI ASIC定制服务龙头转型，深度受益于AI算力浪潮和芯片国产化机遇。

芯原股份成长性突出，AI算力及国产替代驱动IP与定制业务双轮增长，盈利拐点临近。但产业格局一般，定制业务的供应链集中度较高且中长期面临竞争加剧风险，IP业务尚需突破AI算力芯片相关领域。护城河较深，依赖5nm等先进制程能力及庞大IP库形成技术壁垒，SiPaaS模式增强粘性。

根据壹评级的动态估值和DDM模型，基于AI推理市场爆发、大模型厂商、云厂商普遍既外采芯片又自研端侧和云端ASIC作为补充的假设，芯原股份当前严重高估。

我们区别于市场的观点

市场认为芯原股份IP积累深厚，卡位海外先进制程产能，深度受益于国产AI硬件投资浪潮。我们认为，公司中短期投资逻辑亮眼，主要收入弹性来自于芯片设计和量产业务的快速增长，IP授权业务弹性一般；国内外多家厂商积极布局ASIC定制赛道，中长期需警惕竞争加剧风险。

风险提示

存在AI算力芯片技术发生巨大变革或公司技术研发落后于行业迭代的风险；大客户订单不确定性强，公开信息较少，存在订单变化或交付节奏改变导致公司收入低于预期的风险；国内政策变化导致下游需求变化的风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发强度	5
3.2 人力资源高端度	5
3.3 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

芯原股份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。根据IPnest 在2025年的统计，芯原的半导体IP授权业务销售收入位居中国第一、全球第八，IP种类在全球排名前二。芯原股份的客户既有传统芯片公司，也有科技、汽车领域客户，海外业务亦有一定规模。

2. 业务介绍

对于芯原股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

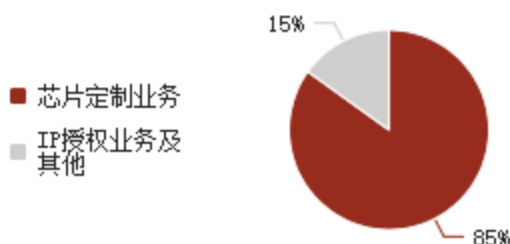
芯片定制业务：

芯片定制业务覆盖消费电子、汽车电子、AI算力、物联网、工业控制等领域定制化SoC芯片开发业务，涵盖车载座舱/ADAS芯片、移动端AI芯片、云端推理ASIC、AR/VR、可穿戴、无线音频等各类系统级芯片定制交付，采用SiPaaS一站式芯片设计平台服务模式，依托自研全栈IP提供从芯片规格定义、前端架构、后端版图、软硬件协同适配，到晶圆代工统筹、封装测试、量产交付的全流程委托开发服务。业务面向全球芯片设计公司、互联网云厂商、终端系统厂等企业，可按需提供完整全链路定制或分段设计服务。我们对芯片定制业务核心竞争市场界定为全球一站式半导体芯片定制服务市场。

IP授权业务及其他：

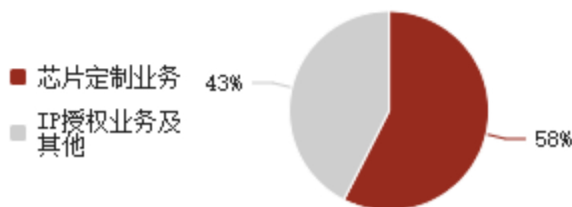
IP授权业务及其他主营经过硅验证、可复用的标准化半导体IP模块对外授权，是国内唯一跻身全球前十的本土半导体IP供应商，核心IP矩阵包含六大类自主处理器IP：图形处理器GPU IP、神经网络NPU AI引擎P、视频编解码VPU IP、数字信号DSP IP、图像信号ISP IP、显示处理Display IP，叠加数模混合、射频、高速接口IP矩阵，覆盖无线射频、音频信号处理、高速互联、模数转换等配套功能模块，完整覆盖AI视觉、图形渲染、多媒体处理、无线连接、车载信号处理等芯片核心功能需求。我们对IP授权业务主要竞争市场界定为全球第三方半导体IP授权市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

芯原股份核心商业模式为半导体IP授权叠加一站式芯片定制的SiPaaS 平台模式，是国内稀缺的全流程芯片设计服务企业，采用纯技术驱动的轻资产运营模式，聚焦芯片IP研发与芯片定制设计核心业务，无规模化生产、销售团队。公司核心竞争壁垒源自高研发投入与高端人才储备，长期保持30%以上营收占比的高强度研发。经营层面，公司呈现供需双高集中特征，上游先进制程晶圆代工、封测、设计软件等核心资源高度集中，下游头部客户ASIC、智驾芯片等芯片定制项目订单占比较高。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

芯原股份研发强度高，核心源于公司半导体IP授权叠加一站式芯片定制的SiPaaS 平台商业模式，既需要长期维持大额研发投入构筑专利和技术壁垒，也需要承担客户外包的研发任务。IP产品迭代周期短、先进制程技术门槛持续抬升，且AI、Chiplet、RISC-V、汽车芯片等前沿方向需持续预研；行业全球竞争激烈，海外IP巨头技术积淀深厚，只有长期保持30%以上营收占比的高强度研发，才能丰富IP库、提升一次流片成功率，维持国内稀缺的全流程芯片定制服务能力，形成差异化竞争优势。

3.2 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

芯原股份人力资源高端度显著偏高，研发人员占比近90%，研发团队中硕博学历占比超88%，2026年招聘的应届毕业生绝大部分出身985/211工科院校。公司属于纯技术驱动的芯片设计服务平台，无大规模生产、销售团队，全部业务依托IP研发与芯片定制设计开展，全流程岗位均要求集成电路等相关高精尖专业背景；先进制程IP、AI处理器架构、数模混合电路等研发工作技术复杂度极高，必须匹配具备深厚芯片设计经验的高学历研发人才支撑高强度研发投入。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

芯原股份整体供应链集中度较高。供应商方面，2025年第一大供应商采购占成本比例达28.5%，前五大供应商合计采购占比超67%，主要是由于先进制程晶圆代工和封测产能集中于头部企业，晶圆制造、设计软件、封装测试和部分重要IP核心资源供给方数量有限，因此上游供应商集中度显著偏高。客户方面，2025年前五大客户收入占销售总额比例合计45.5%，公司虽然服务客户众多，但头部客户的ASIC定制业务、智驾芯片定制项目订单金额高、占比较大，导致公司客户集中度较高。

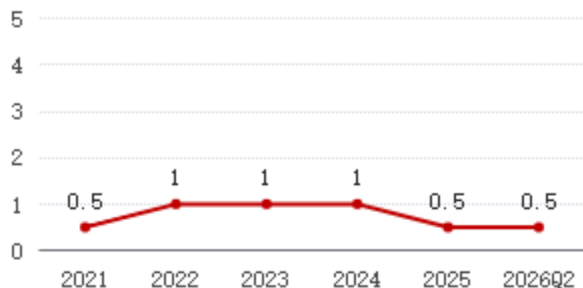
4. 历史经营绩效

芯原股份呈现高研发投入驱动成长但盈利承压的特征：公司受益于AI芯片定制需求迎来业绩增速修复，不过长期高额研发支出持续侵蚀利润，叠加上游议价能力偏弱、经营性现金流持续承压，致使盈利指标、现金流及股东回报表现均偏弱，整体处于增收难增利的成长阶段。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



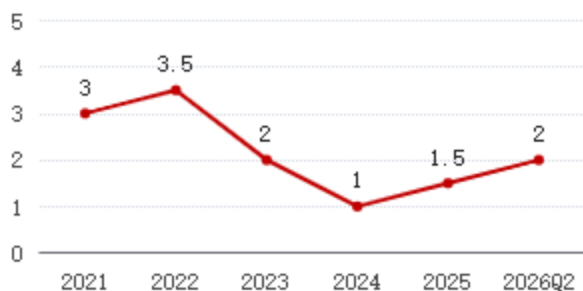
数据来源：公司财报，壹评级

芯原股份历史盈利能力弱，2021年至2022年微利，在轻资产的设计服务模式下ROE仅为个位数；2023年至2026年上半年公司持续亏损。主要是由于公司长期维持较高的研发费用投入，研发投入占营业收入比例常年达40%-50%，2026年上半年研发费用率高达47.23%。即使公司营收快速增长，毛利规模仍无法覆盖刚性研发、管理、销售费用，直接导致ROE、ROIC过低。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

芯原股份历史成长能力2022年-2024年下滑，主要是由于全球半导体下行周期叠加终端去库存，下游消费电子、传统物联网芯片需求大幅萎缩；2024年-2026年成长能力明显回升，主要是由于AI浪潮带动AI ASIC定制需求爆发，国内外互联网厂商积极推进自研云端和端侧AI算力芯片，寻求芯片定制服务，受AI需求拉动，芯原股份相关数据处理领域收入大幅增长。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

芯原股份历史业务控制力弱，净占款比例低于行业平均水平。一方面，公司研发费用占比高，盈利能力弱，导致现金流净额连续为负；另一方面，公司供应链集中度较高，上游供应商和下游大客户话语权较强，2026年上半年应收账款周转天数达128天，应付账款周转天数52天。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

芯原股份股东回报较弱，主要是由于研发费用过高、行业周期波动导致盈利能力弱，ROE、ROIC低，近三年每股可分配净利润为负。公司仍处于增收不增利的高速成长期。

5. 四维评级

芯原股份成长性突出，AI算力及国产替代驱动IP与定制业务双轮增长，盈利拐点临近。但产业格局一般，定制业务的供应链集中度较高且中长期面临竞争加剧风险，IP业务尚需突破AI算力芯片相关领域。护城河中等，依赖5nm等先进制程能力及庞大IP库形成技术壁垒，SiPaaS模式增强粘性。

5.1 成长空间

★★★★★

芯原股份成长空间大，其IP业务受益于AI浪潮及本土自给率不足10%的国产替代机遇，且向Chiplet组件升级打开新增长极；定制业务则紧抓云厂商AI ASIC自研、端侧AI及CPU推理需求爆发的结构性机遇。尽管消费电子等传统领域增速平稳，但AI算力及国产化主线有望推动公司实现显著高于行业平均的成长。

芯片定制业务(5星)：

芯片定制业务成长空间大，主要是由于AI推理市场爆发式增长，AI算力芯片需求高景气，云厂商为降低成本、全栈优化和增强对供应链的控制能力，纷纷选择自研AI ASIC。头部云厂商增加AI硬件投资，中短期AI ASIC预期出货量快速增长，二线云厂商也入局模型和自研AI硬件。此外，随着CPU在AI Agent推理中的重要性提升、端侧AI渗透率提高，CPU和端侧AI芯片的定制需求也在蓬勃增长，人形机器人企业也有一定主控芯片定制需求。消费电子、汽车、物联网等领域的收入和下游市场景气度关系较大，增长率一般。

IP授权业务及其他(3星)：

IP授权业务成长空间较好。AI浪潮推动端侧和云端的IP需求增长，芯原的NPU IP已被90余家客户用于超140款AI芯片。随着芯片设计复杂度提升和制程演进，IP复用成为降低研发成本、缩短上市时间的关键，推动全球半导体IP市场规模向百亿美元迈进。在中国市场，本土IP自给率尚不足10%，芯原作为国内第一、全球第八的IP厂商，国产替代空间大。此外，公司正积极将传统IP向Chiplet组件升级，率先布局UCIe接口等Die-to-Die互联技术，打开新增长空间。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

芯原的盈利趋势正迎来拐点，预期主营业务将在1-2年内扭亏为盈。芯片定制业务中，AI ASIC项目收入预期在2026-2027年大幅放量，收入快速增长将有效覆盖高额研发费用，推动公司扭亏为盈；IP授权业务则凭借80%-90%的高毛利率和极低边际成本，在AI计算等需求拉动下实现收入稳健增长，覆盖研发投入后净利润率将修复。整体看，收入规模扩张正逐步消化研发成本，盈利质量有望持续改善。

芯片定制业务(3.5星):

芯片定制业务盈利趋势较好。公司原先研发费用占比过高，侵蚀净利润和经营现金流，2026-2027年预期由于AI ASIC项目收入大幅增长，覆盖公司研发费用，公司有望扭亏为盈。AI ASIC项目分NRE费用和量产收费，芯片设计业务毛利率虽高，但研发成本较高，而量产业务按芯片出货量收费，毛利率较低但净利润较高。公司近年来毛利率降低主要是由于芯片出货量增加，量产收费占比增加，但反而反映了盈利能力的改善趋势。

IP授权业务及其他(3星):

IP授权业务盈利趋势较好，主要是由于收入快速增长覆盖研发费用，净利润率提高。IP授权业务边际成本低，毛利率高达80%-90%，但需要长期投入研发费用迭代IP和完善IP矩阵。消费电子、汽车、物联网等领域需求收缩，但数据处理、AI计算等业务拉动IP授权收入继续增长。

5.3 产业格局

★★★★☆

芯原股份产业格局一般。芯片定制业务虽因卡位先进制程产能在国内独占鳌头，但上游晶圆厂及下游大客户议价权强，且中长期面临新进入者的竞争威胁。IP授权业务位列国内第一、全球前十，虽有技术壁垒但多数IP服务于竞争激烈的传统消费电子、物联网芯片等市场，有待AI算力领域IP突破以改善格局。

芯片定制业务(2星):

公司芯片定制业务产业格局一般。一方面，公司供应链整体集中度较高，上游掌握先进制程的晶圆厂属于寡头竞争格局，话语权强势，下游大客户集中度高并且对成本管控严格。另一方面，高速发展的先进制程AI算力芯片、端侧AI芯片等定制市场吸引了众多竞争者进入，如高通、联发科、英特尔等老牌半导体厂商均开始涉足这一领域，并获得大厂订单。当前芯片定制市场博通和美满电子占据过半市场份额，其他厂商份额不大，未来竞争压力或将随着新玩家入局加剧。虽然芯原股份是国内极少数IP相对齐全、具备先进制程流片经验和产能卡位的芯片厂商，由于国内客户寻求海外芯片定制服务受到限制，公司当前占据较大市场份额，但中长期看市场份额将由于其他国产厂商涉足芯片定制领域有一定下滑。若海外先进制程产能限制放松，订单容易被海外芯片定制厂商分流。

IP授权业务及其他 (2.5 星):

IP授权业务产业格局一般。芯原股份是国内最大IP授权厂商，收入居全球前十，IP矩阵全面，和国内外多家厂商深度合作。但是，公司积累的GPU、VPU、数据接口等IP大部分面对芯片厂商竞争激烈的消费电子、物联网、汽车等下游市场，少部分IP用于AI ASIC，难以像ARM架构一样在相关IP授权市场占据统治地位。若未来在先进封装、先进制程算力芯片设计等相关领域IP研发进展顺利，产业格局有望改善。

5.4 护城河

★★★★☆

芯原股份护城河较深，核心来源于技术和专利壁垒。芯片定制业务依托覆盖5nm至传统制程的完整设计能力及先进封装经验，因海外制裁形成国内稀缺性优势；IP授权业务拥有全球前二的庞大IP库，GPU出货超20亿颗，NPU获90余家客户采用。尽管芯片定制商业模式导致ROE偏低，但SiPaaS模式深化客户粘性，且IP复用率提升有望摊薄研发成本，护城河具备可持续性。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
芯片定制业务	(0.5星) 芯片定制业务护城河宽度较浅，主要是由于近年连续亏损，超额ROE、ROIC平均较低。此外，ASIC定制业务主要分为芯片设计服务和芯片量产服务，设计服务毛利率高但研发费用高，芯片量产服务毛利率低但研发费用低，商业模式决定了ASIC定制业务的利润率通常低于普通IP授权业务或Fabless芯片设计业务。公司护城河主要来源于技术和专利壁垒。芯原已建立覆盖从先进5nm FinFET、22nm FD-SOI到传统250nm CMOS制程的完整设计能力，和三星等晶圆厂深度合作，具有丰富的先进制程流片经验。面对高性能计算需求，芯原基于UCIe等标准推进“IP芯片化”，将处理器IP转化为Chiplet组件，用于5nm车规级自动驾驶和云端AI芯片的定制开发，已在智慧驾驶与数据中心领域实现领跑。	(4.5星) 芯片定制业务护城河持续性较好，主要是由于受海外制裁影响国产企业难以出海寻求芯片定制服务和获得海外先进制程产能，而国内具备先进制程ASIC设计定制能力的企业较为稀缺。从海外市场看，ASIC定制业务的巨大市场空间已吸引如英特尔、高通、联发科等多家半导体巨头新进入，台厂创意电子、世芯电子虽在技术和IP上不如博通，但也分流了部分北美订单；国内受限于海外制裁，客户难转向海外竞争对手，但中长期也需警惕竞争加剧的风险。
IP授权业务及其他	(3星) IP授权业务及其他护城河宽度一般，主要来源于技术和专利壁垒。IP授权业务毛利率极高，但受高额研发费用拖累，实际净利润和ROIC、ROE一般。公司拥有自主可控的GPU、NPU、VPU、DSP、ISP及显示处理器六大类处理器IP，以及超过1700个数模混合与射频IP，IP种类位列全球前二。其技术护城河源于深厚的技术积累与大规模量产验证：内置芯原GPU的芯片全球出货超20亿颗，NPU IP已被90余家客户用于超140款AI芯片。在接口IP层面，公司已加入UCIe联盟，积极布局支持Chiplet架构的高速互联IP方案，为云端AI芯片和自动驾驶SoC的异构集成奠定基础。	(4.5星) IP授权业务护城河持续性较好。一方面，公司IP矩阵完善，合作客户众多，完整性和量产可靠性难以被新进入者复制；另一方面，公司通过SiPaaS（硅平台即服务）模式，将IP授权业务通过一站式服务深度嵌入客户研发流程，提高IP的转换率和客户粘性。远期看，随着公司业务规模增长，IP复用率增加，研发费用被摊薄，ROIC、ROE有望改善。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值和DDM模型，基于AI推理市场爆发、大模型厂商、云厂商普遍既外采芯片又自研端侧和云端ASIC作为补充的假设，芯原股份当前严重高估。

6.1 核心假设及逻辑

我们分芯片定制服务（包括芯片设计服务和量产服务）和IP授权服务及其他（包括知识产权授权使用费、特许权授权使用费及其他业务）两大业务进行盈利预测并估值，各市场的预测核心假设及逻辑如下：

芯片定制业务：

1) 收入假设：短期看，公司营业收入主要受大客户订单和交付节奏影响，中长期收入分AI ASIC和非AI市场测算。远期天花板则根据人口和经济总量估计AI tokens的需求，再估计对应的AI算力芯片市场规模，以及其中云厂商和规模较大的大模型厂商定制AI ASIC的需求。我们预期远期定制ASIC将占到总算力芯片市场的40%及以上。参考北美市场，大部分AI ASIC定制厂商都采用了芯片定制服务以降本增效，预期ASIC芯片每年迭代一代，除量产抽成外还有额外的设计费用支出。虽然海外长期阻止中国获得半导体先进制程产能，但考虑到国内产能瓶颈缓解和其他厂商加入竞争，预期芯原在国内市场市占率略有下滑，长期维持约30%的市占率。我们预期非AI ASIC业务稳健成长，汽车、消费电子、物联网等仍有自研和协助设计需求，未来人形机器人商业化放量后，机器人厂商也有一定动力转向自研芯片。

2) 毛利率和期间费用率假设：

芯片定制业务毛利率将有所下降，主要是由于中短期大客户AI ASIC芯片放量，毛利率较低但净利率较高的芯片量产业务占比提升，中长期由于AI推理市场看重模型性价比，算力芯片成本占比较高，云厂商和独立模型厂商有很大动力降低自研芯片成本和压低芯片定制服务毛利率，中性假设远期毛利率维持20%。公司当前研发费用率仍然处于高位，但随着收入快速增长，研发费用率将随着量产业务占比增加快速下降。

IP授权业务及其他：

1) 收入假设：

芯原股份的SiPaaS商业模式将IP授权业务和芯片定制业务有机结合，IP授权业务受益于芯片定制业务的快速扩张。我们主要分下游市场根据IP授权业务和芯片定制业务收入的比例，估算IP授权业务的增长情况，五年CAGR约10%。

2) 毛利率及期间费用假设：

IP业务边际成本极低，预期毛利率长期稳定在80%-90%左右。远期由于IP矩阵趋于完善，新领域研发和收购项目占比减少，研发费用主要投向已有IP的更新迭代，研发费用率将逐渐下降到行业龙头水平。

表2：公司整体业绩预测

芯原股份	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	23.4	23.2	31.5	59.7	96.0	148.5	204.4	259.7
归母净利润(亿)	-3.0	-6.0	-5.3	0.2	6.6	12.9	19.9	26.9
归母净利润增速(%)	-501.3	-102.8	12.1	104.3	2817.7	95.5	53.6	35.7
经营性净利润(亿)	-2.6	-6.0	-5.6	-0.1	6.3	12.6	19.5	26.6
经营性净利润增速(%)	-524.0	-135.6	7.3	98.5	7627.8	100.2	55.0	36.2
经营性归母净利润(亿)	-2.6	-6.0	-5.6	-0.1	6.3	12.6	19.5	26.6
经营性归母净利润增速(%)	-524.0	-135.6	7.3	98.5	7627.8	100.2	55.0	36.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

芯片定制业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.6	15.8	23.7	50.7	86.0	137.5	192.3	246.7
收入增速(%)	-12.1	1.1	49.7	114.1	69.7	59.9	39.9	28.2
经营性净利润(亿)	-1.2	-5.2	-4.6	-2.2	3.3	8.7	15.2	21.9
经营性净利率(%)	-7.5	-32.9	-19.6	-4.3	3.8	6.3	7.9	8.9
经营性净利润增速(%)	-355.1	-342.2	10.9	53.1	250.7	165.2	74.7	44.5
IP授权业务及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	7.7	7.4	7.9	9.0	10.1	11.0	12.1	13.0
收入增速(%)	-13.9	-4.3	6.1	14.6	11.7	9.7	9.7	7.6
经营性净利润(亿)	-1.4	-0.8	-0.9	2.1	3.0	3.9	4.4	4.7
经营性净利率(%)	-17.8	-10.9	-11.9	23.2	30.1	35.5	36.0	36.0
经营性净利润增速(%)	-259.8	41.1	-15.8	322.8	44.5	29.7	11.2	7.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
芯片定制业务	5.3%	中等	一般	强	7.5%	17.55	36.9
IP授权业务及其他	4.2%	中等-	一般	强	7.5%	16.2	4.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
芯片定制业务(亿)	-9.8	390.8	381.0	14.2	-	-	395.2
IP授权业务及其他 (亿)	13.2	56.2	69.5	4.7	-	-	74.2
公司整体测算(亿)	3.4	447.1	450.5	18.9	-	-	469.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
芯片定制业务(亿)	99.2	253.3	352.5	14.2	-	-	366.7
IP授权业务及其他(亿)	38.5	33.7	72.3	4.7	-	-	77.0
公司整体测算(亿)	137.8	287.0	424.8	18.9	-	-	443.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★☆☆☆

公司估值确定性较弱，主要由于远期AI算力需求难以估算，整个AI产业链条中GPU的价值量、端侧AI芯片价值量和相应芯片定制市场的规模也难以确定。行业处于激烈的技术演进和竞争之中，产业格局远期情况难以预测。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM 估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。