仅供内部参考，请勿外传！

2026 年 10 月 13 日

存储与计算共振 端侧 AI 拓展成长

君正股份(300223)

收入盈利加速 产品升级拓宽空间

存储与计算芯片毛利同步提升，推动公司盈利加速释放。2026H1 收入 39.57 亿元、归母净利润 11.98 亿元，同比分别增长 75.95%和 489.59%；综合毛利率升至 51.75%，同比提高 16.21 个百分点。存储贡献主要利润体量，计算受益于均价与产品结构改善，模拟提供稳定毛利。公司上半年毛利同比增加 12.49 亿元，其中存储与计算分别贡献 8.01 亿元和 4.42 亿元；同期研发费用增长 9.73%，收入增长快于费用增长，规模效应进一步放大盈利弹性。二季度毛利率升至 57.1%，长协调价与前期备货成本结转共同推动业绩改善。

▸ 利基存储量价齐升 高容量 NOR 拓展 AI 应用

利基存储以汽车和工业客户为基础，合同重定价与高容量产品放量共同推动增长。2025 年汽车、工业医疗合计占存储收入 81.2%，较长的认证与供货周期形成客户黏性。消费类 DRAM 价格自 2025 年年中前后开始上涨，公司主要自 2026Q1 起陆续调价，新价格随交付影响收入；2026Q1 存储销量、隐含均价分别增长 38.76%和 10.72%，上半年收入 26.32 亿元、毛利率 48.07%。DRAM 规格升级与持续供货支持客户平台更新，NOR 则受益于 AI 服务器和光模块对启动、固件及微码存储的需求。512Mb SPI NOR 已逐渐放量，1Gb SPI NOR 与 512Mb Octal Flash 继续送样，高容量、高带宽产品扩充应用覆盖。

▸ 视觉与 MPU 升级 AI 新品延伸端侧应用

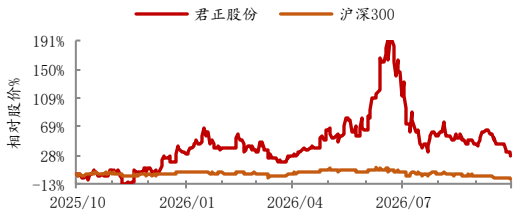
计算业务由视觉 SoC 与 MPU 支撑，产品升级和端侧 AI 拓展成长空间。2025 年视觉 SoC 占计算收入 77.11%，MPU 收入增长 61.12%；高清、多摄和本地识别推动图像处理、编码、算力及内存带宽升级，提高芯片价值。2026Q1 计算收入增长 49.09%，其中隐含均价增长 32.90%，均价与产品结构贡献约 75.2%的收入增量；上半年计算收入 10.43 亿元、毛利率 61.06%。T32 Pro 结合 4K 视频、AI 推理与低功耗能力，X2600 通过计算、控制、内存及接口集成提升平台适配性。2026 年 7 月 AI MCU 首批量产晶圆投片，高端异构 MPU 已完成流片，配合 Magik 等软件工具，产品平台持续向轻量推理和高性能端侧设备延伸。

▸ 模拟业务稳固基础 互联扩展汽车布局

模拟与互联业务以 LED 驱动为盈利基础，沿汽车照明、电源和通信扩充产品组合。2025 年 LED 驱动占模拟收入 95.90%，汽车电子占该业务收入 48.89%；2026H1 收入 2.70 亿元、毛利率 49.86%。矩阵照明、RGB 氛围灯及红外照明增加驱动通道和控制节点，提升单车芯片配置与功能集成需求。Combo 将 MCU、驱动、感知或连接功能组合，Green PHY 面向车辆与充电设备通信，部分客户已开始采购。存储与模拟共享汽车、工业客户及销售服务体系，多类产品协同有助于扩大客户覆盖，形成较稳定的毛利贡献。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	111.64
股票代码：	300223
52 周最高价/最低价：	279.44/76.5
总市值(亿)	574.89
自由流通市值(亿)	472.10
自由流通股数(百万)	422.87



分析师：刘文正
邮箱：liuwz1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524120007

分析师：刘志来
邮箱：liuzl2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120526080001

仅供内部参考，请勿外传！

投资建议

公司布局“计算+存储+模拟”三大板块，凭借多年的行业和产品深耕，把握供需错配机遇，积极拓展下游客户和调整产品结构，实现快速成长。我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 99.5、133.7、143.6 亿元，EPS 分别为 7.20、10.98、11.66 元/股，对应 2026 年 10 月 12 日收盘价 111.64 元/股，PE 分别为 15.5、10.2、6.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

计算芯片及存储价格回落；需求与合同调价不及预期；新品验证和量产进度不及预期；晶圆及封测供给与成本波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,213	4,741	9,946	13,372	14,357
YoY（%）	-7.0%	12.5%	109.8%	34.5%	7.4%
归母净利润(百万元)	366	376	3,705	5,652	6,007
YoY（%）	-31.8%	2.7%	884.9%	52.5%	6.3%
毛利率（%）	36.7%	34.1%	57.2%	60.9%	59.7%
每股收益（元）	0.76	0.78	7.20	10.98	11.66
ROE	3.0%	3.0%	20.9%	25.4%	22.1%
市盈率	146.82	143.07	15.51	10.17	9.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1. 计算与存储驱动公司成长.....6
1.1. 内生成长与外延并购形成三条产品线.....6
1.2. 存储与计算毛利改善推动盈利加速.....8
1.3. 研发投入与规模效应共同提升经营效率.....10
1.4. 提前备货与产能安排支撑需求增长.....11
1.5. 量价上行带动收入增长.....12
2. 计算芯片向端侧AI延伸.....14
2.1. IPC与MPU构成业务基础.....14
2.2. IPC升级与产品迭代提升芯片价值.....14
2.3. MPU依靠场景适配形成客户黏性.....16
2.4. 均价与产品结构改善放大盈利弹性.....17
2.5. AI新品与软件平台拓展端侧应用.....18
3. AI需求驱动存储成长，公司深耕车规、工规客户.....21
3.1. 汽车工业客户构成业务基础.....21
3.2. DRAM规格迁移与持续供货支持客户升级.....24
3.3. 高容量NOR受益AI需求 NAND拓展系统存储.....25
3.4. SRAM市场地位与产品延续性巩固客户.....26
3.5. 合同调价与产能+研发共同推动盈利.....27
4. 模拟业务稳固基础 汽车互联拓展空间.....30
4.1. LED驱动主导收入 汽车构成最大应用.....30
4.2. 汽车照明升级提高驱动价值量.....31
4.3. 控制与互联集成拓宽产品覆盖.....32
4.4. 成本管理与产品协同支撑稳定毛利.....33
5. 盈利预测.....35
6. 风险提示.....37

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图 1 公司从自主 CPU 到存储计算模拟平台的发展历程.....6
图 2 公司三条产品线与应用场景.....7
图 3 三类业务的收入规模与盈利特点（收入单位：亿元）.....8
图 4 收入与归母利润的年度变化.....8
图 5 盈利能力在 2026H1 大幅提升.....8
图 6 2026 年上半年公司各产品毛利同比增加额.....9
图 7 2026 年二季度毛利率进一步上升.....9
图 8 2026H1 归母净利润同比变动瀑布图（单位：亿元）.....10
图 9 研发费用保持稳定投入.....10
图 10 费用率随收入恢复下降.....10
图 11 费用绝对额变化与 2026H1 费用率.....11
图 12 存货净额随需求增加.....11
图 13 上半年存货周转天数下降.....11
图 14 经销主导的销售结构与收入确认节点.....12
图 15 2026Q1 三类业务的量价与收入增速.....12
图 16 公司官网展示的智能视觉终端.....14
图 17 全球 IP-Cam SoC 市场规模.....15
图 18 2025 年 IP-Cam SoC 收入份额.....15
图 19 IPC 功能升级向芯片能力与客户价值传导.....15
图 20 T32 Pro 芯片架构与主要处理能力.....16
图 21 全球嵌入式 MPU 市场规模.....17
图 22 全球 AI MCU 市场规模.....17
图 23 X2600 通过计算存储接口与软件形成平台价值.....17
图 24 视觉 SoC 与 MPU 收入变化.....18
图 25 计算芯片均价.....18
图 26 计算芯片增长由销量转向均价与结构.....18
图 27 X2600 开发平台与 Magik 端侧部署.....19
图 28 数字业务依托共用技术平台延伸增长.....20
图 29 汽车存储应用与四类产品的功能.....21
图 30 全球利基存储市场规模.....22
图 31 DRAM 与 NOR 的增长路径不同.....22
图 32 存储细分产品收入.....22
图 33 2025 年各品类收入增加额.....22
图 34 2025 年存储收入应用分布.....23
图 35 2026Q1 存储各应用收入增速.....23
图 36 2025 年利基 DRAM 收入份额.....24
图 37 汽车存储产品的应用与长期支持.....24
图 38 2025 年全球 NOR 市场收入份额.....25
图 39 系统中的 NOR 与 NAND 需求.....26
图 40 2025 年独立 SRAM 收入份额.....27
图 41 供给变化通过采购合同与交付传导至经营.....28
图 42 存储均价先降后升.....28
图 43 存储销量恢复.....28
图 44 存储收入增长由出货恢复扩展至量价齐升.....28
图 45 存储供给与经营反馈.....29
图 46 模拟与互联业务收入.....30
图 47 模拟业务毛利率接近 50%.....30
图 48 2025 年模拟收入应用分布.....31
图 49 2026Q1 模拟各应用收入增速.....31
图 50 Lumissil 汽车照明应用分布.....32
图 51 照明功能升级拓展 LED 驱动的产品价值.....32
图 52 Green PHY 充电场景与参考设计.....33

仅供内部参考，请勿外传！

图 53 模拟与互联从照明驱动向汽车节点扩展 33
图 54 2026H1 模拟业务成本构成 34
图 55 三类业务毛利率的变化 34
图 56 三条业务形成差异化毛利贡献与增长来源 34

表 1 2026 年中报前十大股东持股情况 7
表 2 主要财务指标 9
表 3 存货规模与周转变化 12
表 4 三类端侧处理器的差异 14
表 5 公司主要数字产品组合 16
表 6 数字新品进展 19
表 7 存储产品布局与需求特征 21
表 8 存储产品收入与增长 23
表 9 应用结构与经营特征 23
表 10 DRAM 产品组合与需求重点 25
表 11 Flash 产品布局与商业化节点 26
表 12 SRAM 及相关 RAM 的产品覆盖 27
表 13 存储产品研发进展与技术方向 29
表 14 模拟细分产品收入 30
表 15 模拟业务量价变化 31
表 16 分业务收入拆分（单位：百万元） 35
表 17 可比公司估值 36

仅供内部参考，请勿外传！

1. 计算与存储驱动公司成长

1.1. 内生成长与外延并购形成三条产品线

君正股份（北京君正，300223.SZ）于 2005 年成立，依托创始团队的 CPU 设计技术实现 SoC 产业化，2011 年在深圳创业板上市。2020 年完成北京矽成及 ISSI 相关资产收购后，公司将计算技术与存储、模拟及互联产品整合，进入更广泛的汽车和工业医疗客户体系。2026 年 8 月，公司登陆香港联交所，形成 A+H 资本市场布局。

图 1　公司从自主 CPU 到存储计算模拟平台的发展历程



资料来源：公司官网、华西证券研究所

截至 2026 年 6 月末，创始人刘强与李杰分别持股 8.37%和 3.35%，二人为一致行动人。主要研发经营主体包括北京君正母公司、合肥君正、ISSI 和厦门络明芯。北京君正母公司与合肥君正从事计算芯片研发及销售，ISSI 为存储业务经营主体，厦门络明芯为模拟芯片经营主体，北京矽成主要承担控股平台职能。集团以无晶圆厂模式运营，通过多地研发及销售网络服务全球客户。

仅供内部参考，请勿外传！

表 1　2026 年中报前十大股东持股情况

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	刘强	40,475,544	8.37%
2	香港中央结算有限公司	17,378,591	3.59%
3	李杰	16,217,785	3.35%
4	永赢先锋半导体智选混合型发起式证券投资基金	10,000,000	2.07%
5	冼永辉	9,928,659	2.05%
6	张紧	8,725,685	1.80%
7	北京屹唐盛芯半导体产业投资中心（有限合伙）	8,611,619	1.78%
8	全国社保基金 101 组合	4,918,478	1.02%
9	东方阿尔法科技智选混合型发起式证券投资基金	4,872,729	1.01%
10	方正富邦核心优势混合型证券投资基金	3,880,050	0.80%

资料来源：2026 年半年度报告、华西证券研究所

公司形成了嵌入式计算与汽车工业芯片两大业务基础。北京君正母公司与合肥君正的自研处理器和视觉处理平台支撑计算业务，ISSI 与厦门络明芯分别承接存储和模拟业务，并依托汽车及工业客户体系拓展市场。2020 年收购北京矽成后，公司将产品组合扩展至存储、计算和模拟三大领域，客户覆盖从安防与智能终端拓宽至汽车、工业医疗等应用。

2026 年上半年，公司的盈利增长主要来自存储与计算芯片毛利的同步提升。公司上半年收入 39.57 亿元，同比增长 75.95%；归母净利润 11.98 亿元，同比增长 489.59%。存储业务受益于销量和售价回升，贡献最大的收入与毛利增量；计算业务受益于均价上行，毛利率提升幅度最大；模拟业务毛利率维持在接近 50%的水平，为集团提供稳定的毛利贡献。

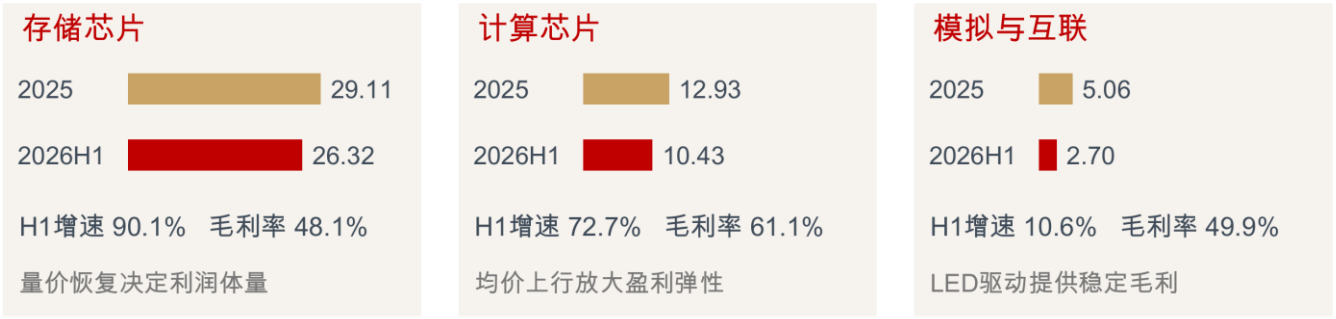
图 2　公司三条产品线与应用场景



资料来源：港股申报稿、公司官网、ISSI 官网、Lumissil 官网、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图 3 三类业务的收入规模与盈利特点（收入单位：亿元）



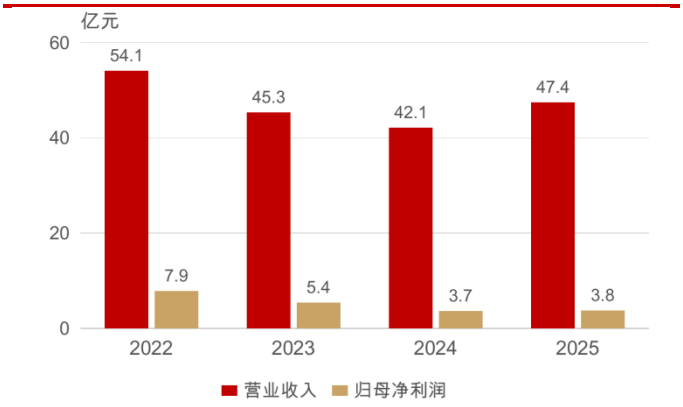
资料来源：2025 年报、2026 半年报、华西证券研究所

1.2. 存储与计算毛利改善推动盈利加速

2022—2024 年，公司收入从 54.12 亿元降至 42.13 亿元，归母净利润从 7.89 亿元降至 3.66 亿元，主要业务经历下游需求和库存调整。2025 年收入恢复至 47.41 亿元，归母净利润为 3.76 亿元，收入恢复主要由出货增加带动，产品均价下降使毛利增长相对温和。2026H1 收入达到 2025 全年收入的 83.5%，归母净利润达到其 3.18 倍，销量恢复与售价上行共同推动盈利加速增长。

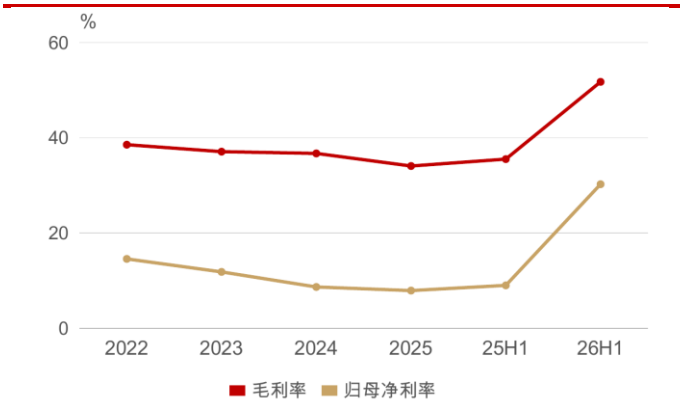
2026H1 综合毛利率升至 51.75%，较上年同期提高 16.21 个百分点，净利率达到 30.26%。存储及计算芯片销售价格上升，前期备货成本随产品销售结转，带动售价与成本之间的差额扩大；同时，收入增长快于销售、研发和管理费用的合计增幅，费用率下降进一步放大了毛利增长对净利润的贡献。

图 4 收入与归母利润的年度变化



资料来源：Choice、华西证券研究所

图 5 盈利能力在 2026H1 大幅提升



资料来源：Choice、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

表 2 主要财务指标

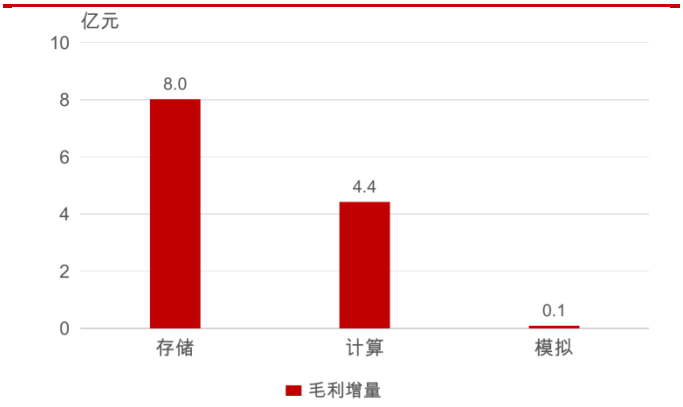
指标	2022	2023	2024	2025	2025H1	2026H1
收入（亿元）	54.12	45.31	42.13	47.41	22.49	39.57
毛利（亿元）	20.87	16.81	15.47	16.16	7.99	20.48
归母净利润（亿元）	7.89	5.37	3.66	3.76	2.03	11.98
毛利率（%）	38.6%	37.1%	36.7%	34.1%	35.5%	51.7%
净利率（%）	14.6%	11.9%	8.7%	7.9%	9.0%	30.3%
经营现金流（亿元）	-0.76	5.58	3.63	6.23	4.32	9.59

资料来源：Choice、华西证券研究所

2026H1 集团毛利同比增加 12.49 亿元，其中存储贡献 8.01 亿元、计算贡献 4.42 亿元，两项合计覆盖绝大部分增量。存储收入规模更大，提价对集团利润的影响更直接；计算芯片收入增长 72.66%，成本同比下降 0.60%，推动毛利率达到 61.06%，其利润增幅同时包含供给紧张带来的定价收益。

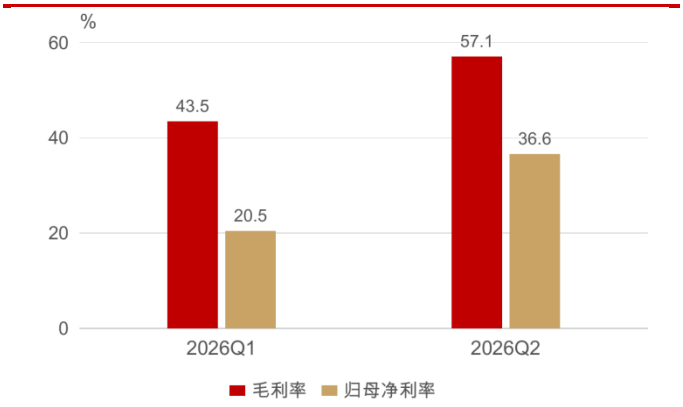
2026Q2 收入 23.97 亿元，归母净利润 8.79 亿元，毛利率 57.1%，盈利改善在二季度进一步释放。消费类 DRAM 价格于 2025 年年中前后开始陆续上涨，公司下游以汽车和工业客户为主，主要采用长协订单，2025 年第四季度绝大部分客户仍执行原有合同价格。公司主要自 2026 年第一季度起陆续调价，新价格随订单交付逐步反映在收入和毛利中。销售与研发费用增加、财务费用负值收窄及所得税上升，均被毛利增量覆盖。

图 6 2026 年上半年公司各产品毛利同比增加额



资料来源：2026 半年报、华西证券研究所

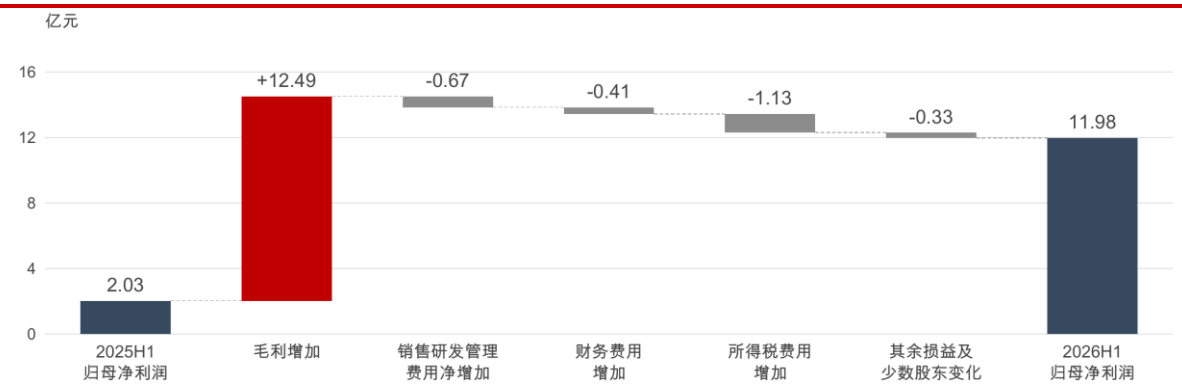
图 7 2026 年二季度毛利率进一步上升



资料来源：Choice、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图 8 2026H1 归母净利润同比变动瀑布图（单位：亿元）



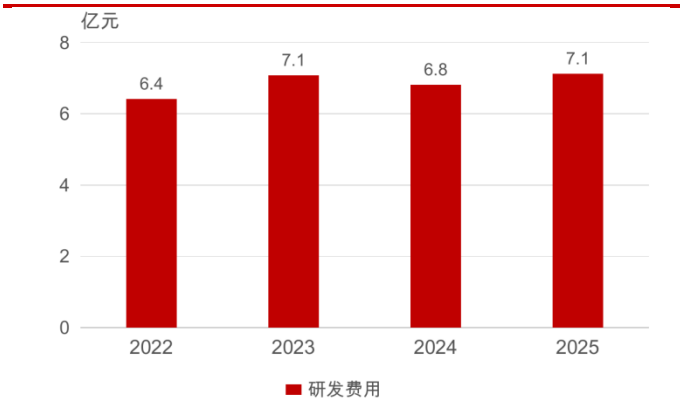
资料来源：Choice、华西证券研究所

1.3. 研发投入与规模效应共同提升经营效率

2022—2025 年，公司研发费用维持在 6.4 亿元—7.1 亿元区间，持续支持存储、计算和模拟产品开发。2026H1 研发费用 3.82 亿元，同比增长 9.73%，收入同期增长 75.95%，研发费用率由 15.49%降至 9.66%。较稳定的研发费用规模与快速扩大的收入基数共同形成经营杠杆，推动净利率提升。

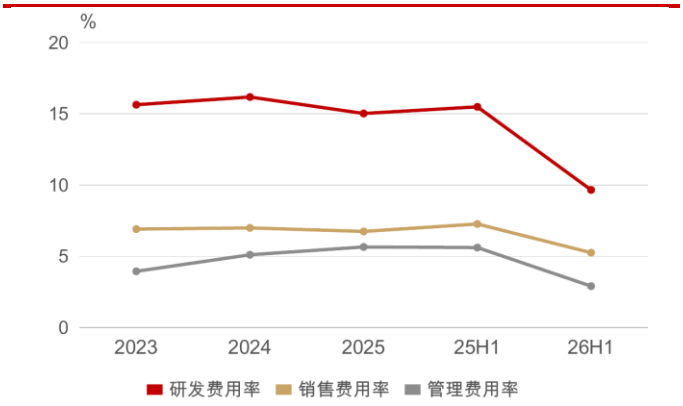
2026H1 研发费用由上年同期的 3.48 亿元增加至 3.82 亿元，增加约 0.34 亿元。同期销售费用增加至 2.08 亿元，管理费用降至 1.15 亿元，销售、研发和管理费用合计净增加约 0.67 亿元。费用增量主要来自销售和研发，管理费用下降形成部分抵消，三项费用的合计增幅低于同期收入增幅。

图 9 研发费用保持稳定投入



资料来源：Choice、华西证券研究所

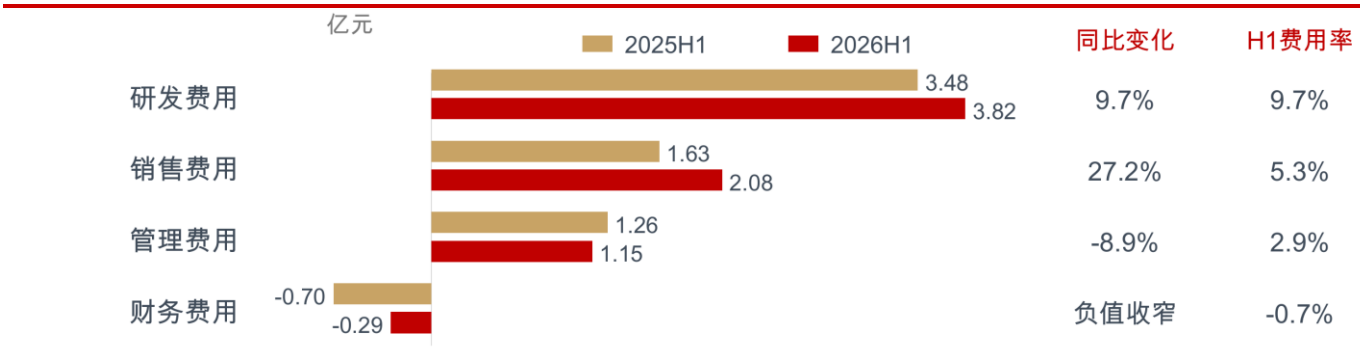
图 10 费用率随收入恢复下降



资料来源：Choice、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图 11 费用绝对额变化与 2026H1 费用率



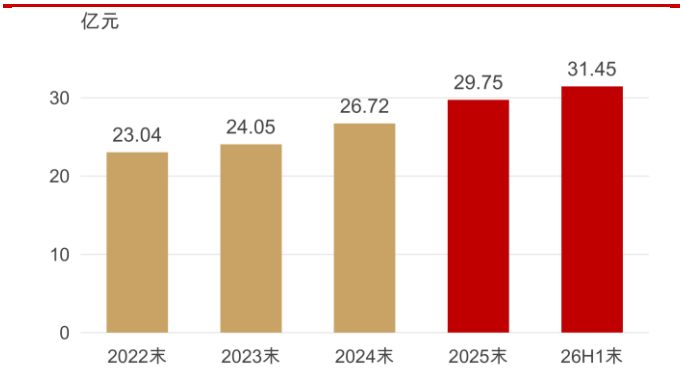
资料来源：Choice、华西证券研究所；

1.4. 提前备货与产能安排支撑需求增长

公司随业务恢复逐步增加存货备货。存货净额由 2024 年末的 26.72 亿元增至 2025 年末的 29.75 亿元，2026 年 6 月末进一步增至 31.45 亿元。2025 年末较上年末增加 3.03 亿元，2026 年上半年较年初增加 1.70 亿元，备货规模随本轮存储需求回升持续扩大。

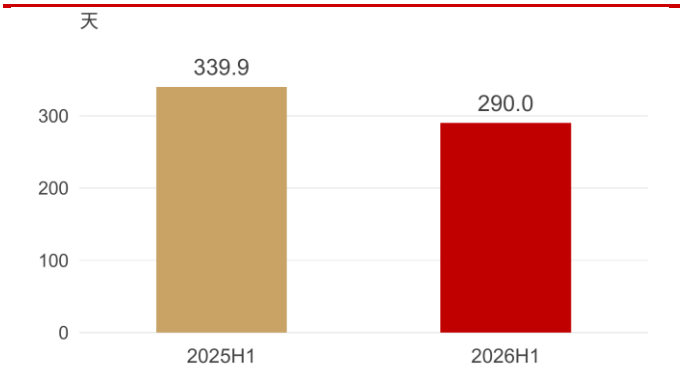
公司在 2025 年提前增加部分产品备货，为 2026 年的订单交付准备了库存。半年报披露，DRAM 产能紧张、存储需求旺盛，公司根据生产计划和存货水平分配各季度销售数量，并拓展 DRAM、Flash 上游产能资源；计算芯片则通过提前采购存储原材料、安排生产和加强供应商沟通保障交付。备货增加对应了需求回升、供应偏紧和生产周期延长。

图 12 存货净额随需求增加



资料来源：Choice、华西证券研究所

图 13 上半年存货周转天数下降



资料来源：Choice、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

表 3 存货规模与周转变化

指标	2025H1	2026H1
期末存货净额（亿元）	27.73	31.45
较年初增加（亿元）	1.01	1.70
存货周转天数	339.9	290.0
营业成本（亿元）	14.50	19.09

资料来源：Choice、华西证券研究所；存货为期末净额；周转天数采用期初期末平均存货净额，半年按 181 天计算

1.5. 量价上行带动收入增长

2025 年经销收入占集团收入 79.5%，其中买断式经销占 72.4%、寄售式经销占 7.1%，直销占 20.5%。买断式经销收入 34.37 亿元，是公司销售的主要来源；寄售式经销和直销收入分别为 3.35 亿元、9.70 亿元。买断式经销在交付经销商时确认收入，寄售式经销在终端销售时确认收入，两种模式共同覆盖客户的采购与备货需求。

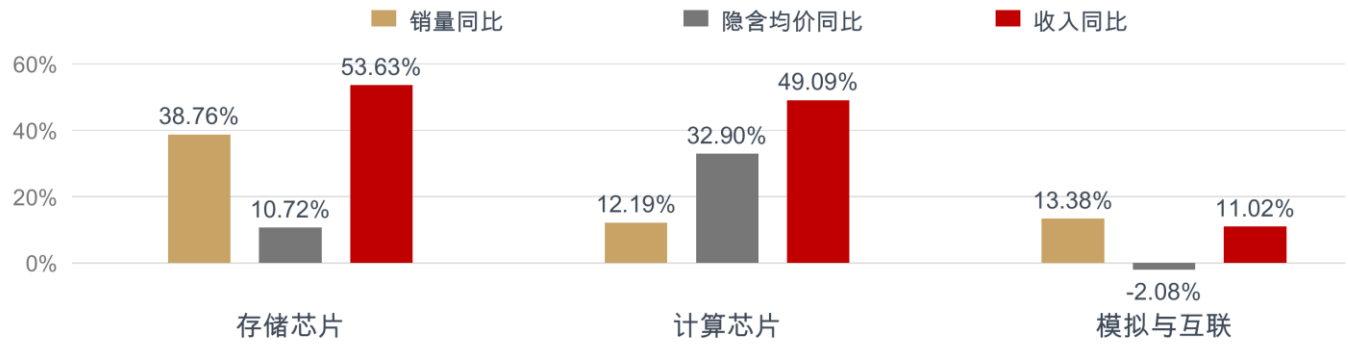
2025 年计算业务收入增长 18.65%，主要由销量增长 29.2%带动，均价下降 8.2%。2026Q1，KGD 等关键原材料短缺、计算芯片供应偏紧，以及经销商提前备货，共同推动计算业务销量增长 12.19%、隐含均价增长 32.90%，收入增长 49.09%。增长来源由此前的出货增加扩展至销量和均价共同提升。

图 14 经销主导的销售结构与收入确认节点



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

图 15 2026Q1 三类业务的量价与收入增速



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2026Q1，存储和计算业务均呈现量价齐升，收入分别增长 53.63%和 49.09%；模拟业务销量增长 13.38%，抵消了均价下降 2.08%的影响，收入增长 11.02%。其中，存储客户需求恢复与合同调价共同推动收入增加，计算业务受供给偏紧与渠道备货带动，模拟业务增长主要来自出货规模扩大。

仅供内部参考，请勿外传！

2. 计算芯片向端侧 AI 延伸

2.1. IPC 与 MPU 构成业务基础

数字芯片业务分为 IPC 和 MPU 两大方向。公司按智能视觉 SoC 和 MPU 披露计算业务收入，其中智能视觉 SoC 还包括 IPC 与 NVR 芯片。IPC 面向摄像头，将图像处理、视频压缩与智能识别集成在一颗 SoC 中，主要产品包括 T 系列及面向小尺寸视觉场景的 C 系列；MPU 面向显控、识别、打印机等设备，集成计算、实时控制与外设接口，主要产品为 X 系列。

图 16 公司官网展示的智能视觉终端



资料来源：公司官网、华西证券研究所

表 4 三类端侧处理器的差异

类别	主要任务	关键约束	公司对应
IP-Cam SoC	图像处理、视频编码、智能识别	图像效果、码率、功耗、算法效率	T 系列；C 系列相关视觉场景
嵌入式 MPU	显控、识别、数据处理与实时控制	接口、系统成本、软件适配	X 系列
AI MCU	轻量推理与实时控制	低功耗、片上存储、成本	新产品，2026 年 7 月启动首批量产晶圆投片

资料来源：2026 半年报、港股申报稿、华西证券研究所

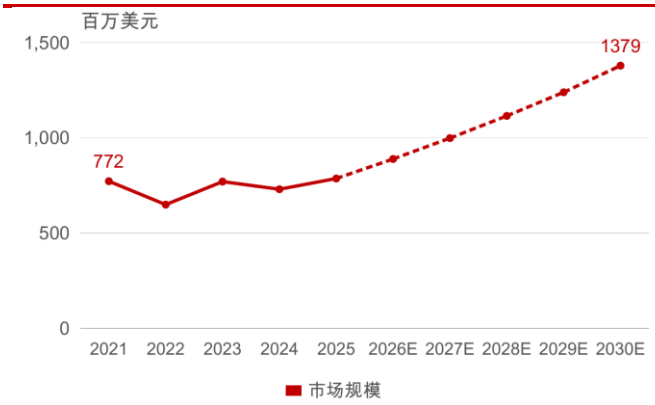
2.2. IPC 升级与产品迭代提升芯片价值

根据咨询机构弗若斯特沙利文统计，2025 年全球 IP-Cam SoC 市场为 7.87 亿美元，君正收入份额 17.6%，排名第二，前三家合计 67.2%。成像算法、视频编解码、软硬件适配和客户开发积累构成主要竞争壁垒，推动市场向头部供应商集中。公司依托 CPU、图像处理和视频技术积累，在不同性能与成本档位形成产品覆盖。

2021—2025 年 IPC 市场规模总体横向波动，高清化、多摄像头和设备端 AI 带来新的功能需求。图像质量提升需要更强的 ISP 和视频编码能力，多摄融合增加图像处理负荷，本地识别带动 NPU 与内存带宽升级，共同提高单颗芯片的功能集成度和价值量。F&S 预计全球 IPC 市场由 2026 年的 8.89 亿美元增至 2030 年的 13.79 亿美元。

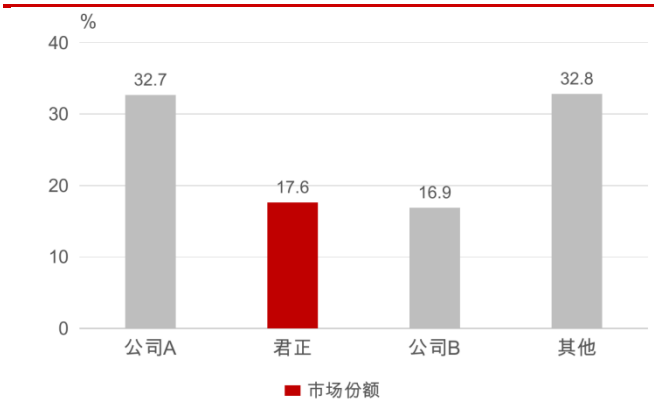
仅供内部参考，请勿外传！

图 17　全球 IP-Cam SoC 市场规模



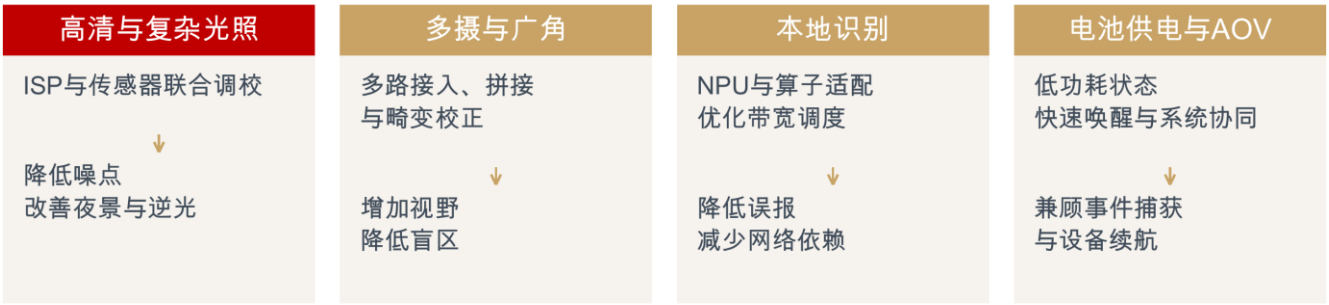
资料来源：港股申报稿（F&S）、华西证券研究所

图 18　2025 年 IP-Cam SoC 收入份额



资料来源：港股申报稿（F&S）、华西证券研究所

图 19　IPC 功能升级向芯片能力与客户价值传导



资料来源：港股申报稿、公司官网、华西证券研究所

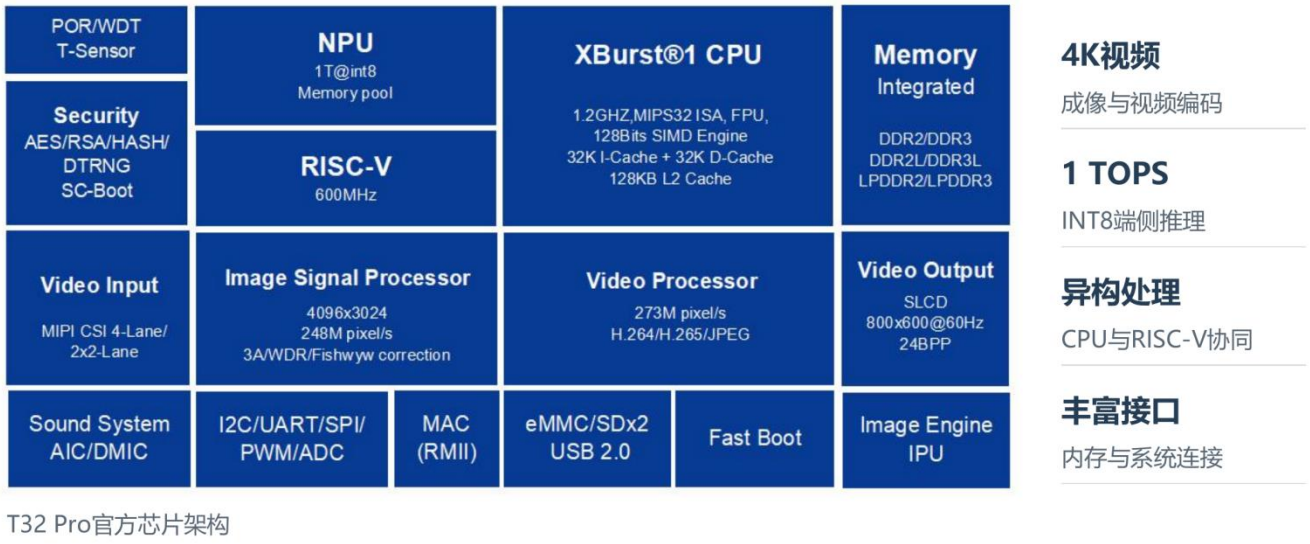
公司的视觉 SoC 组合覆盖基础摄像、智能识别与较高性能视频处理，并向小尺寸穿戴设备延伸。T 系列面向安防摄像头等场景，C 系列强调尺寸和功耗，多档产品对应客户的不同系统预算。既有客户可围绕同一技术平台升级芯片和整机功能，新产品则进一步拓宽笔记本、穿戴等终端覆盖。

以 T32 Pro 为例，T32 Pro 将 4K30 视频、1TOPS INT8 算力、图像处理与快速启动结合在同一平台，同时兼容 T32/T33 引脚，降低客户升级时的硬件改动和开发工作量。视频、AI 推理和低功耗能力的集成，支撑摄像头在画质、智能识别与续航之间实现系统优化；平台兼容性则有助于既有客户持续升级产品。

IPC 芯片的 AOV 功能将低功耗运行与事件响应结合，帮助电池摄像头兼顾续航与连续感知。公司已形成支持 AOV 的多档次 IPC 产品，客户可按成像、识别和功耗需求选择方案。

仅供内部参考，请勿外传！

图 20 T32 Pro 芯片架构与主要处理能力



资料来源：公司官网、华西证券研究所

表 5 公司主要数字产品组合

系列或产品	主要定位	下游市场	应用与产品价值
T23 等基础产品	基础与低功耗视觉	覆盖成本敏感的摄像场景	满足基础摄像的成本与功耗需求
T33/T32Pro	AI 摄像（支持 AOV）	T32Pro 支持 4K30、1TOPS INT8	兼顾高清成像、AI 识别与低功耗
T41 等较高端产品	高性能视觉计算	多档视觉 SoC 组合	支持更高性能的视频处理与算法
C 系列	小尺寸低功耗视觉	面向笔记本、智能穿戴等	适配紧凑设备的尺寸与续航需求
X 系列	嵌入式 MPU	显控、识别、打印机与控制	支持显控与设备控制平台复用

资料来源：2026 半年报、港股申报稿、公司官网、华西证券研究所

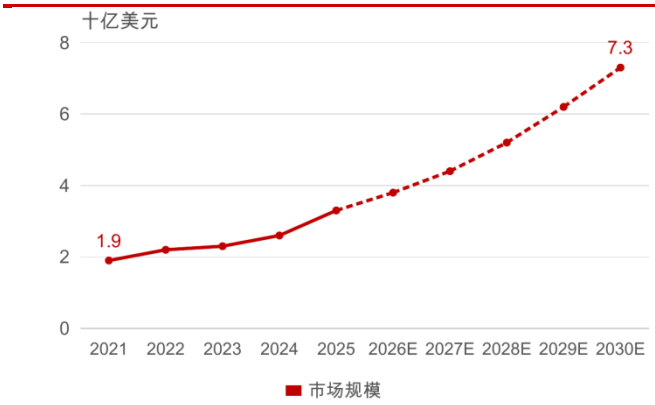
2.3. MPU 依靠场景适配形成客户黏性

嵌入式 MPU 面向同时需要显示、识别和外设控制的设备，将数据处理与实时控制集成在同一平台。F&S 预计全球嵌入式 MPU 市场从 2025 年的 33 亿美元增至 2030 年的 73 亿美元。AI MCU 面向功耗和成本要求更高的轻量推理及控制节点，进一步扩展了本地智能处理的应用场景。

以公司部分产品为例，比如 X2600 通过异构架构满足终端的计算、控制与存储需求：MIPS 计算核负责数据处理，RISC-V 实时控制核配合外设，内置 DDR3 降低系统布板复杂度。这种功能组合有助于简化客户的整机设计。操作系统、驱动、显示和控制逻辑围绕同一平台形成开发积累后，客户可以在后续产品中复用，增强平台黏性并延长采用周期。

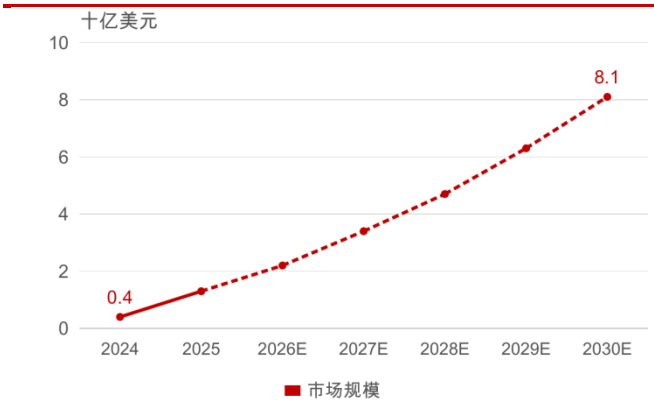
仅供内部参考，请勿外传！

图 21 全球嵌入式 MPU 市场规模



资料来源：港股申报稿（F&S）、华西证券研究所

图 22 全球 AI MCU 市场规模



资料来源：港股申报稿（F&S）、华西证券研究所

图 23 X2600 通过计算存储接口与软件形成平台价值



资料来源：公司官网、港股申报稿、华西证券研究所；以 X2600 展示计算、存储及接口集成能力，规格按对应型号列示

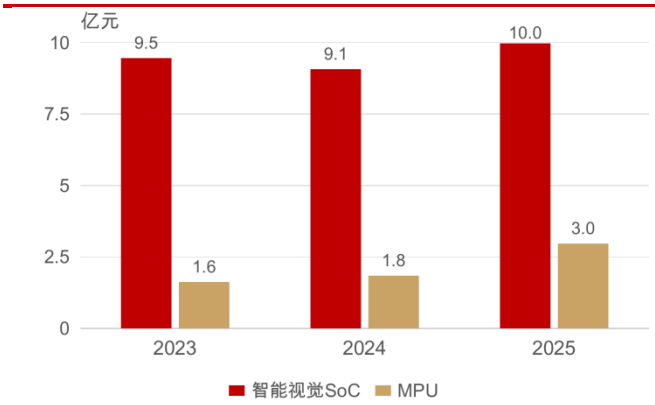
2.4. 均价与产品结构改善放大盈利弹性

2025 年计算芯片收入 12.93 亿元，同比增长 18.65%；销量增长 29.2%，隐含均价下降 8.2%，增长主要由出货增加带动。细分来看，MPU 收入 2.96 亿元，同比增长 61.12%，智能视觉 SoC 收入 9.97 亿元，同比增长 10.04%。MPU 贡献较快增速，视觉 SoC 占计算收入 77.11%，构成业务规模的主体。

2026Q1 计算收入 4.03 亿元，同比增长 49.09%，销量增长 12.19%，隐含均价由 11.38 元升至 15.12 元，同比增长 32.90%。1.33 亿元收入增量中，销量贡献约 0.33 亿元，均价与产品结构贡献约 1.00 亿元，后者占增量约 75.2%。计算业务的主要增长动力由 2025 年的出货增加转向均价与产品结构改善。

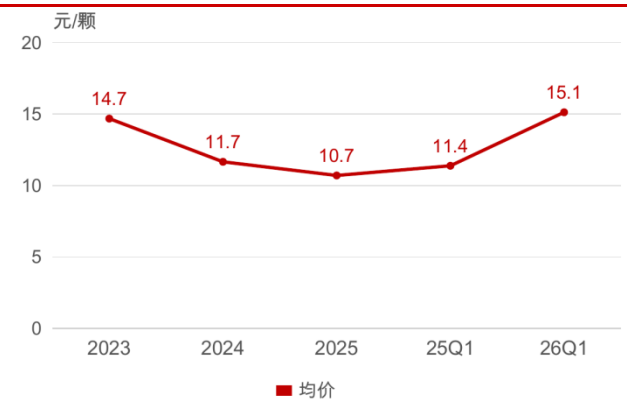
仅供内部参考，请勿外传！

图 24 视觉 SoC 与 MPU 收入变化



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

图 25 计算芯片均价



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

图 26 计算芯片增长由销量转向均价与结构



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所；销量贡献=(本期销量－前期销量)×前期均价；均价结构贡献=(本期均价－前期均价)×本期销量

公司将 Q1 均价提高归因于 KGD 等关键原材料短缺、计算芯片供应偏紧，以及经销商提前备货。供给约束推动产品提价，渠道备货带动出货增加，二者共同形成量价齐升。均价上行进一步放大盈利弹性，2026H1 计算业务收入增长 72.66%、成本同比下降 0.60%，毛利率升至 61.06%。

2.5. AI 新品与软件平台拓展端侧应用

2026 年 7 月，AI MCU 首批量产晶圆开始投片，产品进入商业生产推进阶段。高端异构 MPU 已于 2026 年上半年完成流片，高算力 IPC 计划于下半年流片。C 系列面向笔记本、智能穿戴等小尺寸场景，通过紧凑封装和低功耗设计拓宽视觉处理芯片的应用范围，新品样片返回并推进客户评估阶段。公司围绕轻量智能控制、高性能数据处理和视觉推理持续扩充产品组合，形成从低功耗节点到高性能端侧设备的布局。

仅供内部参考，请勿外传！

表 6 数字新品进展

产品	最新披露阶段	时间
AI MCU	首批量产晶圆开始投片	2026 年 7 月
高端异构 MPU	完成流片	2026H1
高算力 IPC	计划下半年流片	2026H2 计划
C 系列	新品样片返回并推进客户评估	2026H1

资料来源：2026 半年报、华西证券研究所

数字芯片的竞争壁垒来自芯片、软件工具和客户开发的共同积累。CPU、图像处理和视频编码决定基础体验，NPU 与 Magik 工具提升模型部署效率，内存和接口支撑系统集成。完善的开发工具、驱动和客户支持能够缩短平台导入时间，软件兼容与持续供货则有助于客户在多代产品中复用同一平台。

图 27 X2600 开发平台与 Magik 端侧部署





资料来源：公司官网、华西证券研究所

公司的数字业务由视觉 SoC 和 MPU 支撑，并向 AI MCU 延伸。视觉 SoC 通过高清、多摄和 AI 功能升级提高产品价值，MPU 依靠场景复制和接口适配扩大应用覆盖，AI MCU 将技术平台延伸至轻量推理与实时控制。2025 年 MPU 收入快速增长、2026Q1 计算业务量价齐升，以及 AI MCU 首批量产晶圆投片，分别体现了现有产品扩张、供需改善和新品推进。

仅供内部参考，请勿外传！

图 28 数字业务依托共用技术平台延伸增长

视觉SoC 2025收入9.97亿元	→	客户平台升级与高档产品采用	→	ISP 视频编码 AI协同
MPU 2025收入2.96亿元	→	场景复制及接口软件适配	→	计算 控制 外设集成
AI MCU 首批量产晶圆投片	→	轻量推理与实时控制应用拓展	→	低功耗设计 模型部署
共用CPU与视觉技术	→	产品升级 应用拓展 出货增长	→	IP 开发工具 客户支持

资料来源：2026 半年报、港股申报稿、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

3. AI 需求驱动存储成长，公司深耕车规、工规客户

3.1. 汽车工业客户构成业务基础

君正的存储业务以 DRAM、SRAM 和 Flash 为核心，主要服务汽车、工业医疗及其他需要特定性能的应用。利基存储围绕容量、接口、工作温度、可靠性和长期供货要求形成产品价值：DRAM 提供系统工作内存，SRAM 满足快速访问，NOR 承载启动和代码，NAND 承担较大容量的数据存储。各品类共同覆盖嵌入式系统的存储需求。

汽车及工业客户重视产品在长期使用中的稳定性，存储器件选型需要经历设计、验证和供应体系适配。公司依托既有认证、产品维护和持续供货能力，与客户形成较长的合作周期。2023—2024 年存储收入随下游去库存下降，2025 年随着销量恢复而回升，2026 年销量增长与合同调价共同带动收入和毛利提升。

图 29　汽车存储应用与四类产品的功能



资料来源：港股申报稿、ISSI 官网、华西证券研究所

表 7　存储产品布局与需求特征

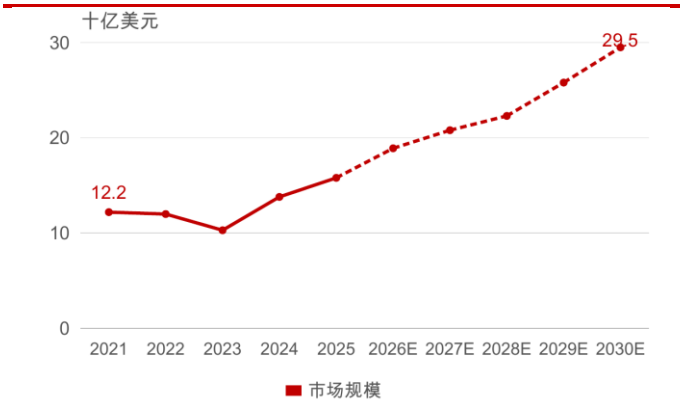
产品	公司相关方向	主要需求与竞争因素
DRAM	DDR3、DDR4、LPDDR4 等利基产品	成熟节点供给、产品售价、客户认证
SRAM	同步、异步及特定高速接口产品	客户平台、长期供货、细分份额
NOR	串行、并行、Octal/xSPI 等	启动代码容量、接口、出货与售价
NAND	SLC 及 eMMC/UFS 等产品方向	主控与介质组合、可靠性、导入进展

资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

利基存储市场扩张为公司的产品与客户拓展提供空间。F&S 统计的全球利基存储市场 2025 年为 158 亿美元，预计 2026 年为 189 亿美元、2030 年为 295 亿美元，利基 DRAM 是其中规模最大的品类。汽车及工业平台升级推动容量、带宽与可靠性需求提高，成熟存储供给变化带动市场价格调整，共同影响各品类的市场规模。

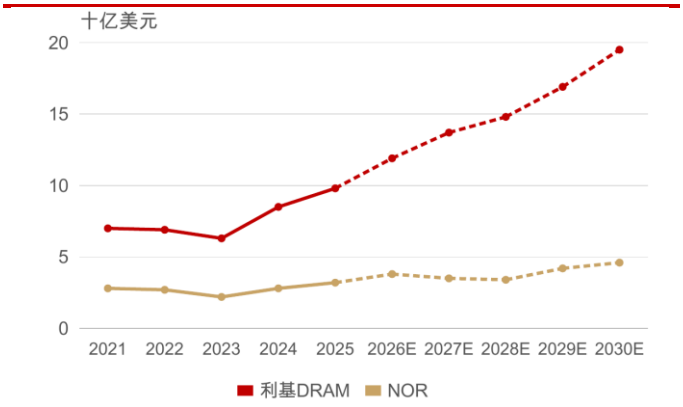
仅供内部参考，请勿外传！

图 30 全球利基存储市场规模



资料来源：港股申报稿（F&S）、华西证券研究所

图 31 DRAM 与 NOR 的增长路径不同

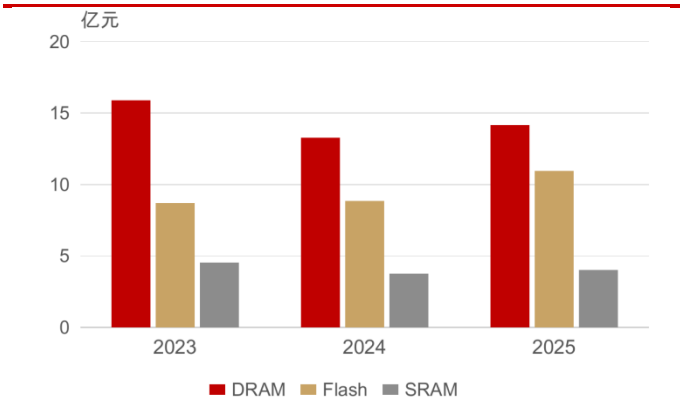


资料来源：港股申报稿（F&S）、华西证券研究所

公司 2025 年存储收入 29.11 亿元，DRAM、Flash 和 SRAM 分别为 14.14 亿元、10.95 亿元和 4.02 亿元。DRAM 占比 48.59%，仍是最大品类；Flash 占比 37.62%，较 2023 年明显提高。2025 年 Flash 收入同比增长 23.96%，高于 DRAM 的 6.49%和 SRAM 的 6.32%，是当年存储恢复的重要来源。

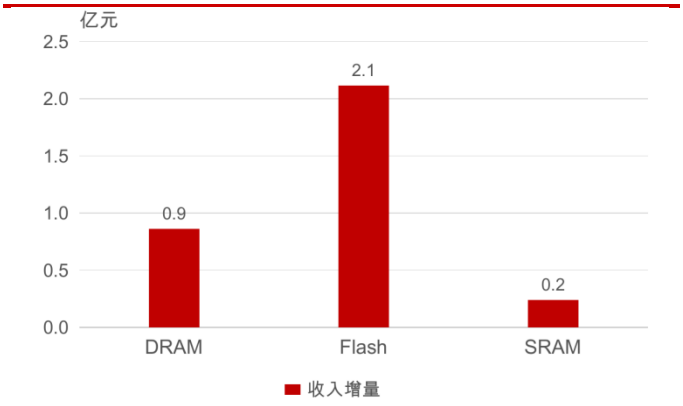
2026Q1 三类产品均实现增长：DRAM 收入 5.22 亿元，同比增长 54.43%；Flash 收入 3.73 亿元，同比增长 60.62%；SRAM 收入 1.23 亿元，同比增长 33.14%，2026H1 存储整体收入进一步达到 26.32 亿元。

图 32 存储细分产品收入



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

图 33 2025 年各品类收入增加额



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

表 8 存储产品收入与增长

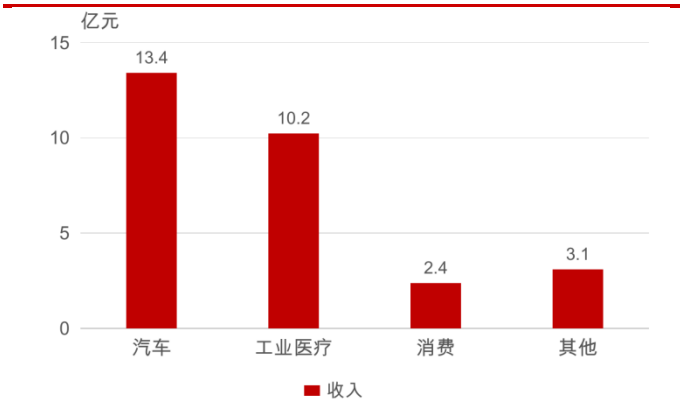
产品	2023（亿元）	2024（亿元）	2025（亿元）	2026Q1（亿元）	Q1 同比
DRAM	15.90	13.28	14.14	5.22	54.4%
Flash	8.69	8.83	10.95	3.73	60.6%
SRAM	4.53	3.78	4.02	1.23	33.1%
存储合计	29.12	25.89	29.11	10.18	53.6%

资料来源：港股申报稿、华西证券研究所；Flash 包括 NOR 与 NAND

2025 年存储业务中，汽车电子收入 13.41 亿元，工业医疗收入 10.22 亿元，合计占存储收入 81.2%。这些客户的产品周期较长，验证和供货要求较高，形成区别于纯消费存储的业务基础。2026Q1 汽车存储与工业医疗存储收入分别增长 49.24%和 54.57%，两类主要应用都在恢复。

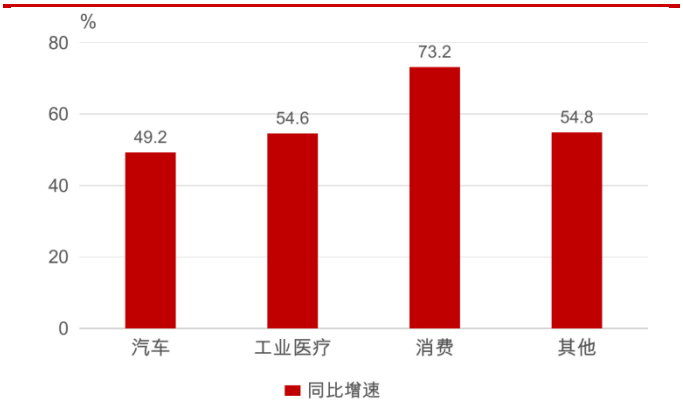
按产品应用划分收入类别来看，2025 年汽车与工业医疗合计占存储收入 81.2%，构成主要业务基础；消费类占 8.19%，其中也包含部分 AI 服务器、光模块以及 HDD/SSD 相关需求。产品等级与具体设备应用共同反映公司覆盖范围，汽车和工业客户基础与 AI 基础设施相关需求形成多元的应用组合。

图 34 2025 年存储收入应用分布



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

图 35 2026Q1 存储各应用收入增速



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

表 9 应用结构与经营特征

类别	2025 收入占比	经营特征
汽车	46.1%	认证与平台周期长，供货连续性要求高
工业医疗	35.1%	产品多样，强调稳定性与长周期维护
消费	8.2%	按产品等级分类，包含部分 AI 基础设施应用
其他	10.6%	包括通信等其他需求

资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

消费类 DRAM 价格于 2025 年年中前后开始陆续上涨，公司调价主要自 2026 年第一季度起陆续落地。汽车和工业客户主要采用长协订单，2025 年第四季度绝大部分

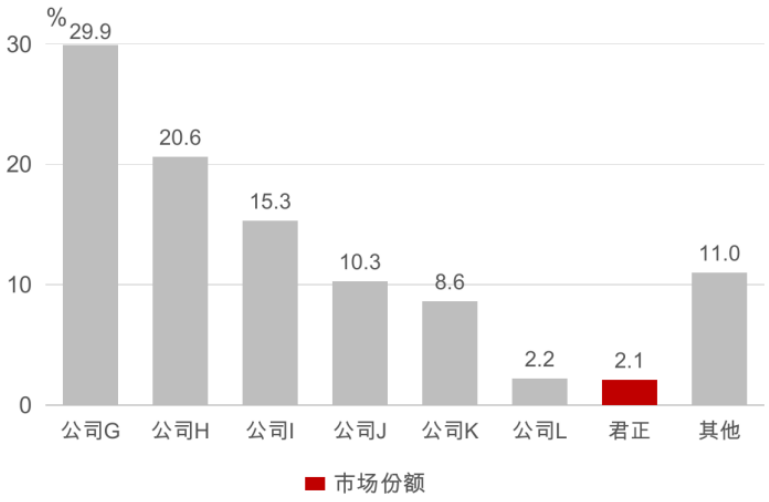
仅供内部参考，请勿外传！

客户仍执行原有合同价格。存量合同陆续到期后重新定价，新价格随订单交付进入收入，带动公司存储业务收入及利润增长。

3.2. DRAM 规格迁移与持续供货支持客户升级

按 2025 年收入，君正在全球利基 DRAM 市场份额为 2.1%，排名第七。利基 DRAM 在利基存储中规模最大，客户采用和产品规格扩充为公司提供收入增长空间。该市场的竞争围绕容量、接口、制造资源和长期供货展开，公司依托汽车及工业客户积累，通过跨代际产品覆盖与持续供应服务客户平台。

图 36　2025 年利基 DRAM 收入份额



资料来源：港股申报稿（F&S）、华西证券研究所

公司 DRAM 覆盖 SDR、DDR3、DDR4 与 LPDDR4 等产品，服务不同代际和容量要求的嵌入式系统。汽车与工业的存量平台形成成熟规格的持续供货需求，新增高性能平台推动容量和带宽升级。跨代际产品覆盖、旧规格维护与新节点开发相结合，使公司能够支持客户从存量维护到新平台开发的多类需求。

2026H1，公司部分新工艺 DDR3、DDR4 和 LPDDR4 产品处于工程验证或量产推进阶段。制程迁移围绕单位晶圆可销售位元、产品成本和良率展开，封测适配与客户认证衔接后续导入。对汽车客户，公司通过新料号验证和存量产品持续供应配合平台更新；产品升级与存量合同重定价共同构成收入增长来源。

图 37　汽车存储产品的应用与长期支持



资料来源：ISSI 官网、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

表 10 DRAM 产品组合与需求重点

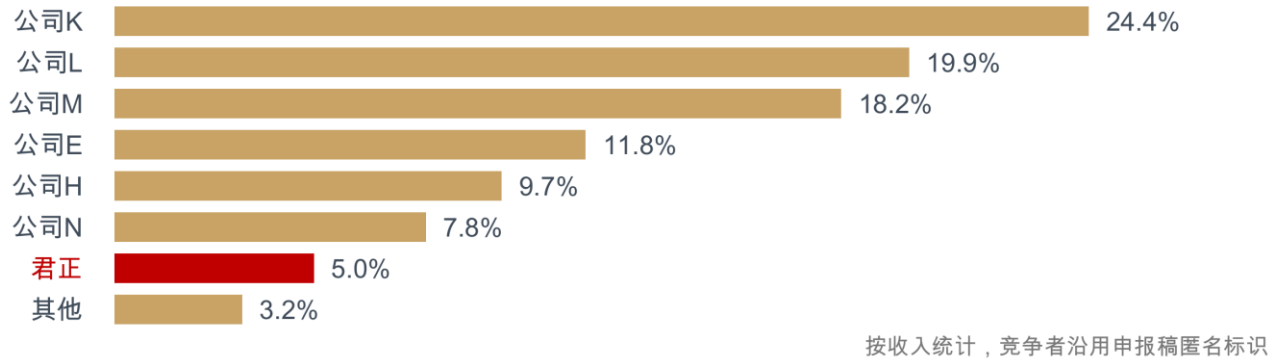
产品族	申报稿容量范围	典型能力诉求	经营重点
SDR	16—512Mb	成熟接口、长期维护	稳定供货和小批量效率
DDR3	1—16Gb	性价比、成熟平台兼容	成本、客户存量与价格
DDR4	4—16Gb	更高带宽与容量	工艺迁移和新平台导入
LPDDR4	2—32Gb	低功耗与带宽	高可靠性、客户验证

资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

3.3. 高容量 NOR 受益 AI 需求 NAND 拓展系统存储

按 2025 年收入，君正在全球 NOR 市场份额为 5.0%，排名第七。NOR 竞争围绕接口、容量、读取性能及汽车和工业等级展开，公司的汽车与工业客户基础为高容量及高带宽产品导入提供支持。产品升级与既有平台维护相结合，拓宽了公司在代码和固件存储中的应用覆盖。

图 38 2025 年全球 NOR 市场收入份额



资料来源：港股申报稿（F&S）、华西证券研究所

三季度大容量 NOR 的价格预期继续上修。TrendForce 在 6 月 16 日预计，高容量 NOR 在 2026 年下半年仍有 60%—65%或更高的涨价空间；9 月 14 日进一步预计，256Mb 及以上产品下半年平均价格有望上涨 90%—110%。AI 服务器与车用需求增长，而新增产能需要经历良率爬坡和客户验证，中高容量产品供给仍偏紧。

AI 服务器扩大了 NOR 的配置需求。根据 TrendForce 研究，单台 AI 服务器的 NOR 需求为传统服务器的 3—5 倍，Retimer 芯片需要配套独立 NOR 加载微码；更复杂的系统固件同时推动大容量和 Octal SPI NOR 需求增长。NOR 通过启动和固件存储参与 AI 基础设施扩张，容量、接口带宽与可靠性成为产品升级的主要方向。

NOR 用于启动、固件和可靠代码读取，NAND 则服务系统与大容量数据保存。公司 NOR 覆盖串行、并行及高带宽接口。根据 2026 年半年报，512Mb SPI NOR 已逐渐放量，公司持续向更多客户送样 1Gb SPI NOR 和 512Mb Octal Flash；现有产品放量与更高容量、更高带宽产品导入共同拓展应用范围。

AI 服务器和光模块已成为公司 NOR 的收入增长来源之一。2026 年半年报披露，上述领域需求同比大幅增长，带动公司 NOR 收入上升，512Mb、1Gb 等大容量 NOR 产

仅供内部参考，请勿外传！

品销售持续增长。公司同步加强面向这些市场的设计研发与客户拓展，推动产品导入和业务规模扩大。

我们认为，大容量产品供给偏紧带来的价格上行，以及公司产品结构升级，有望共同推动公司 Flash 业务收入增长。

图 39　系统中的 NOR 与 NAND 需求



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

表 11　Flash 产品布局与商业化节点

方向	公开规格或定位	2026H1 进展
串行 NOR	1Mb—2Gb 产品族	512Mb SPI 逐步放量；1Gb SPI 送样
并行 NOR	32—256Mb 产品族	覆盖成熟客户的代码存储
Octal/xSPI NOR	更高接口带宽	512Mb Octal 推进送样
SLC NAND	串行 1—4Gb；并行 1—8Gb	工业与汽车场景持续覆盖
eMMC/UFS 及 3D NAND	更高容量系统存储方向	拓展系统存储容量，推进产品开发与客户适配

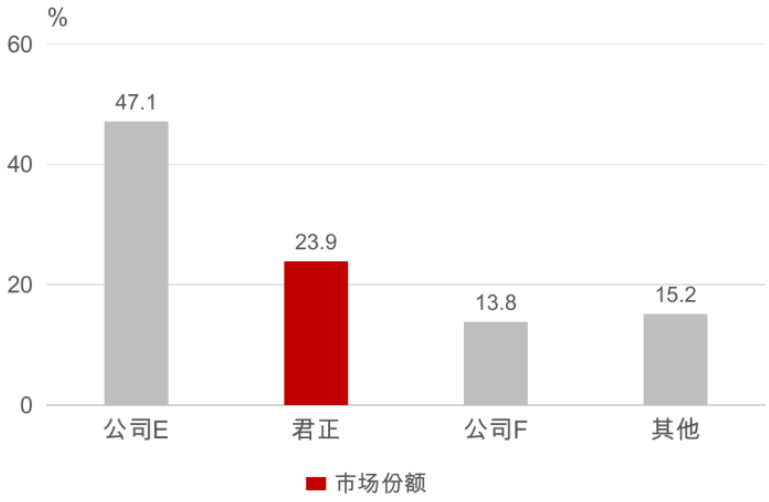
资料来源：2026 半年报、港股申报稿、华西证券研究所

3.4. SRAM 市场地位与产品延续性巩固客户

按 2025 年收入，君正在全球独立 SRAM 市场份额为 23.9%，排名第二，是公司市场地位最突出的存储品类。2025 年 SRAM 收入 4.02 亿元，占存储收入 13.80%。独立 SRAM 市场规模相对较小、集中度较高，客户平台积累、产品延续性与长期供货构成竞争基础。同步、异步及特定高速接口产品服务不同访问场景，公司通过速度、接口、功耗与容量的组合覆盖客户需求。

仅供内部参考，请勿外传！

图 40　2025 年独立 SRAM 收入份额



资料来源：港股申报稿（F&S）、华西证券研究所

公司还提供 PSRAM、HyperRAM 及 OctalRAM 等相关 RAM 产品，进一步拓宽低引脚数、低功耗和较大容量的内存选择。独立 SRAM 依靠 SRAM 存储单元提供快速访问，相关 RAM 产品则采用各自的存储架构与接口设计，在容量、功耗和成本之间形成不同组合。丰富的产品族有助于满足同一客户多类系统的内存需求，减少平台适配工作量。

表 12　SRAM 及相关 RAM 的产品覆盖

产品族	申报稿范围	需求重点
同步 SRAM	2—72Mb	高速访问及同步接口
异步 SRAM	多容量、不同功耗与速度档位	成熟接口和长期客户
QDR SRAM	18—72Mb	高带宽访问需求
PSRAM	8—64Mb	兼顾容量、成本与接口体验
HyperRAM/OctalRAM	32Mb—1Gb	低引脚数与低功耗系统

资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

3.5. 合同调价与产能+研发共同推动盈利

成熟存储供给调整为本轮产品提价提供了基础。截至 2026 年 9 月，TrendForce 判断新增 DRAM 供给继续优先满足服务器需求，成熟产品需求随大厂制程切换向其他供应商转移；其 9 月 7 日预测第三季传统 DRAM 合约价环比上涨 13%—18%。供给偏紧、客户合同陆续重定价与下游备货，共同影响公司销售价格和出货节奏。

仅供内部参考，请勿外传！

图 41 供给变化通过采购合同与交付传导至经营

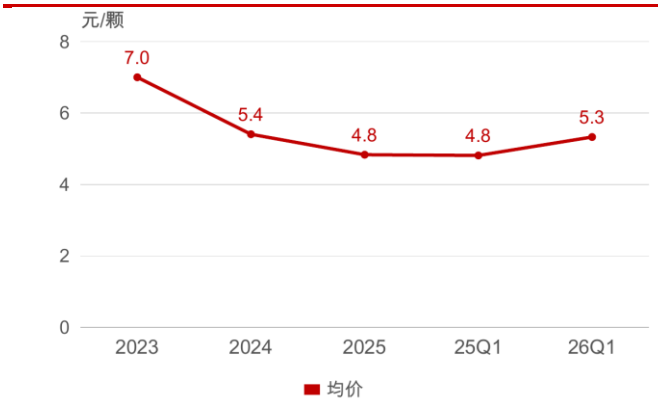
产能优先先进或服务器产品	→	成熟DRAM交期与报价改善	→	DDR3 DDR4采购销售价差
长期客户合同逐步重定价	→	新价格随合同交付进入收入	→	价格调整的生效节奏
下游提前备货	→	经销商订单及采购节奏前移	→	渠道备货与公司出货
新增供给与涨幅收窄	→	重定价节奏随供需变化调整	→	同规格报价与单位成本

资料来源：2026 半年报、港股申报稿、TrendForce、华西证券研究所

2025 年存储销量 6.02 亿颗，同比增长 25.8%，隐含均价约 4.83 元，同比下降 10.6%，收入增长 12.43%。2026Q1 销量 1.91 亿颗，同比增长 38.76%，均价升至 5.33 元，同比增长 10.72%，收入增长 53.63%。销量与均价同时改善，解释了本轮收入恢复强于 2025 年的原因。

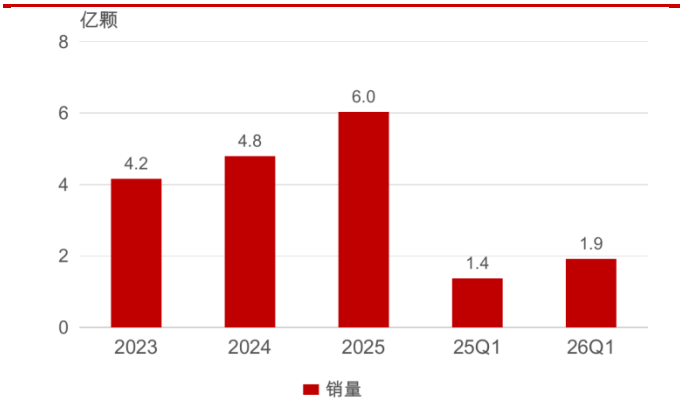
2026Q1 存储收入同比增加 3.55 亿元，其中销量贡献约 2.57 亿元，均价与产品结构贡献约 0.99 亿元。量价共同改善推动本轮收入增长。

图 42 存储均价先降后升



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

图 43 存储销量恢复



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

图 44 存储收入增长由出货恢复扩展至量价齐升



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2026H1 存储毛利率达到 48.07%，较上年同期提高 14.59 个百分点。客户合同陆续调价推动销售均价上行，前期采购形成的库存成本随销售结转，使售价与成本之间的差额扩大。销量恢复进一步放大毛利额，存储业务毛利达到 12.65 亿元，成为集团利润增长的主要来源。

公司采用无晶圆厂模式，通过晶圆合作、产能预留和滚动生产计划组织供货。部分主要晶圆合作存在约一至三年的长期产能安排，并包含预留产能和最低采购承诺。公司结合客户需求预测、存货水平与交付计划分阶段投片，将产品设计、产能安排和库存管理衔接起来，为长生命周期客户提供持续供应。

2026H1 公司继续推进 3D DRAM 研发，流片进度受 DRAM 产能紧张影响有所延后。该项目面向高带宽、容量和功耗需求，是公司在现有 DRAM 业务基础上的技术延伸。相关研发围绕芯片设计、流片、性能验证和客户适配展开，与传统 DRAM 新工艺和高容量 Flash 开发共同丰富存储技术布局。

图 45　存储供给与经营反馈



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

表 13　存储产品研发进展与技术方向

方向	已披露进展	技术与应用目标
DDR3/DDR4/LPDDR4 新工艺	工程验证与量产推进并行	提升制造效率，优化成本并支持客户平台升级
高容量 NOR 及 Octal	放量与送样分阶段推进	提高代码容量与读取带宽
eMMC/UFS 及 3D NAND	持续开发产品方案	扩大系统存储容量与应用覆盖
3D DRAM	推进研发，流片有所延后	提升带宽、容量与能效

资料来源：2026 半年报、港股申报稿、华西证券研究所；研发进展按 2026H1 披露，技术目标为分析归纳

存储业务围绕成熟产品供货、现有产品升级和新技术研发三条路径展开。DRAM、Flash 及 SRAM 服务汽车、工业医疗等既有客户；新工艺 DRAM、高容量 NOR 和更高密度 NAND 扩充产品规格；3D DRAM 拓展带宽、容量与功耗的技术空间。持续研发与供应链管理相结合，形成覆盖现有平台维护和客户新平台开发的产品体系。

仅供内部参考，请勿外传！

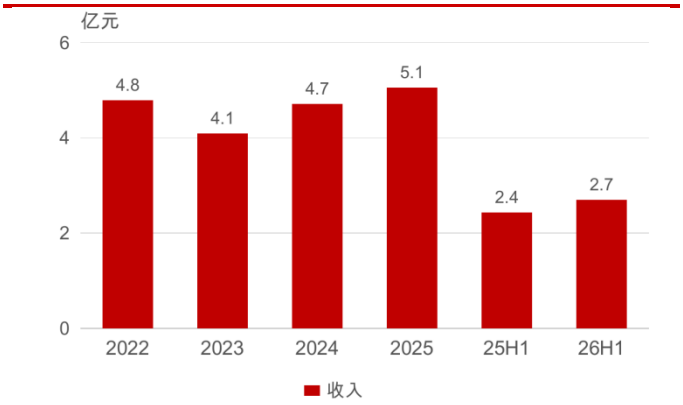
4. 模拟业务稳固基础 汽车互联拓展空间

4.1. LED 驱动主导收入 汽车构成最大应用

模拟业务以 LED 驱动为核心，并向集成控制与互联功能延伸。2025 年模拟收入 5.06 亿元，其中 LED 驱动 4.85 亿元，占 95.90%；Combo 约 0.21 亿元，占 4.10%。照明驱动构成主要收入和盈利基础，汽车照明功能升级拓宽产品需求，Combo 及互联产品进一步扩展公司的控制和通信功能。

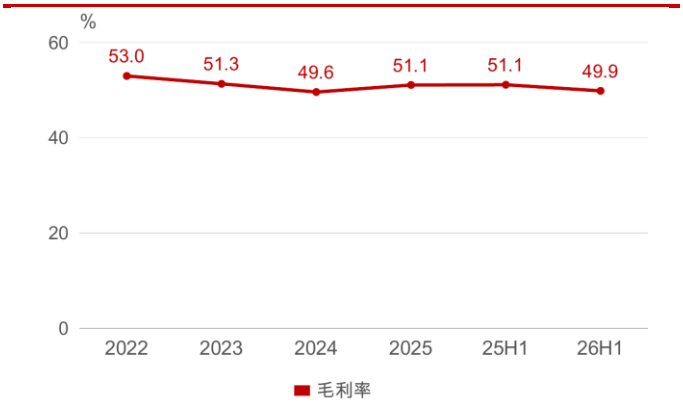
2026H1 模拟与互联收入 2.70 亿元，同比增长 10.59%，毛利率 49.86%，较上年同期下降 1.28 个百分点。存储与计算业务增长更快，使模拟与互联占集团收入的比重降至 6.81%。该业务保持收入增长和接近 50%的毛利率，贡献较稳定的毛利，并通过照明、控制和互联产品深化汽车客户覆盖。

图 46 模拟与互联业务收入



资料来源：Choice、华西证券研究所

图 47 模拟业务毛利率接近 50%



资料来源：Choice、华西证券研究所

表 14 模拟细分产品收入

产品	2023（亿元）	2024（亿元）	2025（亿元）	2026Q1（亿元）	2025 占比
LED 驱动	3.93	4.51	4.85	1.28	95.9%
Combo	0.16	0.21	0.21	0.04	4.1%
模拟合计	4.09	4.72	5.06	1.32	100.0%

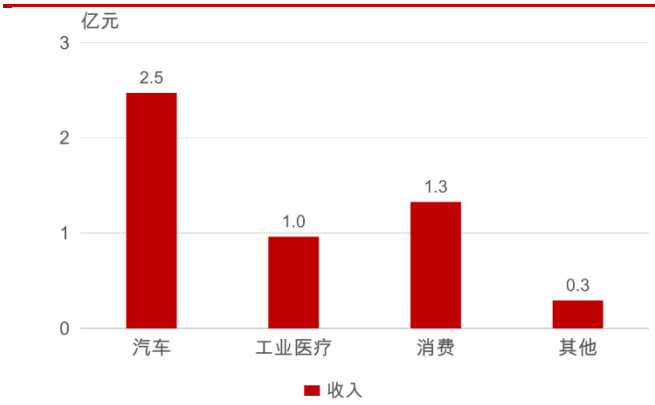
资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

2025 年汽车电子模拟收入 2.47 亿元，占模拟业务 48.89%，是最大的单一应用；工业医疗和消费类分别占 19.06%和 26.21%。汽车照明功能升级增加驱动和控制需求，工业、家电等终端提供其他应用来源。终端出货、单机芯片配置、产品组合和价格共同构成模拟业务的收入驱动因素。

2026Q1 模拟销量增长 13.38%，隐含均价下降 2.08%，收入增长 11.02%，出货增加是主要增长来源。分应用看，汽车模拟收入同比下降 2.18%，其他应用增长较快，带动业务整体扩张。分产品看，2025 年 Combo 收入增长 0.49%，2026Q1 下降 30.01%，LED 驱动继续构成模拟收入主体。

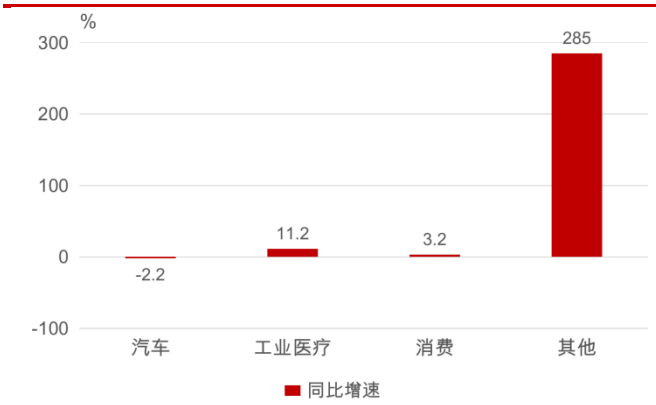
仅供内部参考，请勿外传！

图 48　2025 年模拟收入应用分布



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

图 49　2026Q1 模拟各应用收入增速



资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

表 15　模拟业务量价变化

项目	2025 同比	2026Q1 同比
销量变化	15.1%	13.4%
隐含均价变化	-6.9%	-2.1%
收入变化	7.2%	11.0%
销量贡献（亿元）	0.71	0.16
均价与结构贡献（亿元）	-0.37	-0.03

资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

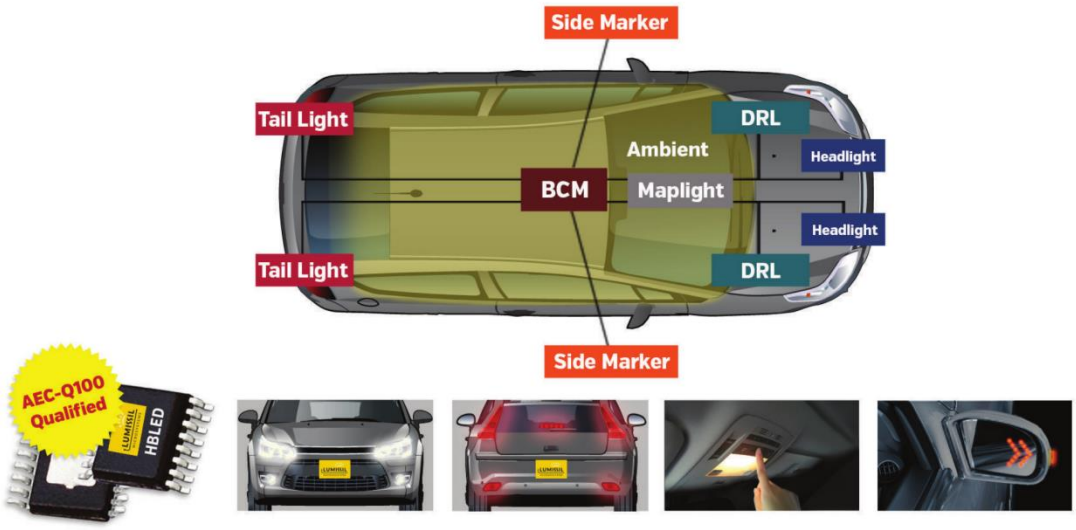
4.2. 汽车照明升级提高驱动价值量

汽车 LED 需求覆盖前照灯、尾灯、转向灯、日行灯和车内氛围灯等。外部照明重视电流控制、效率和热管理，车内氛围灯重视多通道调光、色彩一致性和通信控制。照明功能增加带动驱动通道、控制节点和芯片集成度提升，驱动器数量、产品档位及单颗价值共同影响单车芯片需求。

公司的产品组合包含线性驱动、DC-DC 驱动、矩阵驱动和 RGB 驱动，匹配不同灯具架构。2026H1 继续开发汽车 OLED、ISD LED、氛围灯以及 DMS/OMS 红外 LED 相关芯片。电流控制、调光、失效诊断和热管理能力共同支持灯光效果与系统可靠性，多档产品组合则帮助客户按功能和系统成本选择方案。

仅供内部参考，请勿外传！

图 50 Lumissil 汽车照明应用分布



资料来源：Lumissil 官网、华西证券研究所

图 51 照明功能升级拓展 LED 驱动的产品价值

线性驱动	DC-DC驱动	矩阵驱动	RGB与氛围灯
较简洁灯具 电流精度与热性能	高功率与高效率 转换保护与兼容	分区与动态灯光 多通道调光及诊断	色彩与座舱体验 一致性调光与通信
↓	↓	↓	↓
成熟客户 驱动通道扩展	复杂照明 平台导入	灯光功能升级	单车功能 控制节点增加

资料来源：港股申报稿、华西证券研究所

4.3. 控制与互联集成拓宽产品覆盖

Combo 将 MCU、LED 驱动、感知或连接功能组合，减少外围器件和系统开发工作，帮助客户在紧凑方案中实现照明控制及相关功能。公司依托既有 LED 驱动客户基础，将产品覆盖由单一驱动向集成控制延伸，配套软件、通信接口与系统支持共同提升方案适配能力。

Green PHY 为车辆与充电设备之间提供通信能力。Lumissil 的 IS32CG5317 汽车 HomePlug Green PHY 收发器及充电参考方案构成相关产品基础，部分客户陆续开始采购 Green PHY 产品。公司由照明驱动向电源管理、保护和通信拓展，扩大汽车电子产品覆盖。

仅供内部参考，请勿外传！

图 52 Green PHY 充电场景与参考设计



资料来源：Lumissil 官网、华西证券研究所

图 53 模拟与互联从照明驱动向汽车节点扩展

Combo 2025收入约0.21亿元	LED驱动与控制功能集成	照明及相关控制方案
Green PHY 已有收发器及充电方案	充电通信	车辆与充电设备通信
eFuse 高边开关 PMIC 研发推进	电源管理与保护	汽车节点供电
LIN CAN相关产品 研发及整合	汽车节点互联	车内连接与系统适配

资料来源：2026 半年报、港股申报稿、Lumissil 官网、华西证券研究所

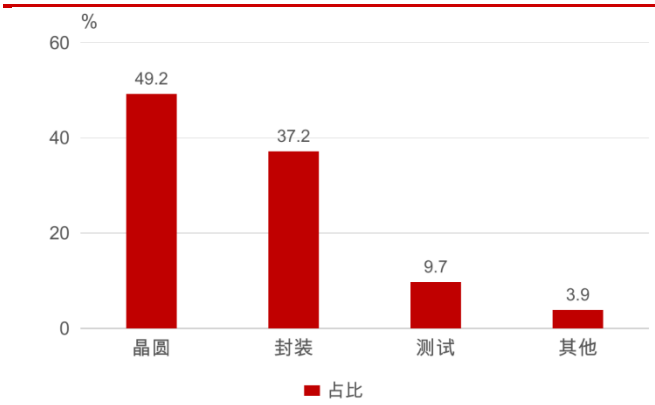
4.4. 成本管理与产品协同支撑稳定毛利

2026H1 模拟成本中，晶圆占 49.23%、封装占 37.18%、测试占 9.73%，封装环节的成本权重高于计算芯片。晶圆采购、封装工艺、测试效率与产品组合共同影响业务利润。半年报披露上游供给偏紧、成本存在上行压力；同期模拟毛利率下降 1.28 个百分点至 49.86%，在成本变化下维持接近 50%的水平。

存储和模拟共同服务汽车及工业客户，具备渠道、销售支持和客户服务的协同基础。存储提供系统内存与代码存储，模拟及互联覆盖照明、电源与通信，计算芯片则拓展智能终端的数据处理能力。多类产品为同一客户不同系统提供更多选型方案，有助于扩大客户覆盖和服务深度。

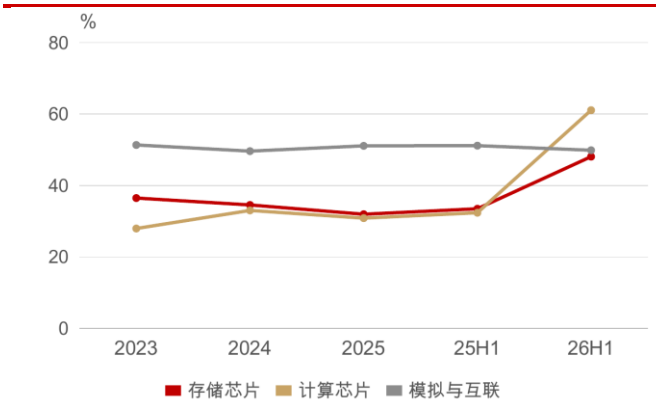
仅供内部参考，请勿外传！

图 54　2026H1 模拟业务成本构成



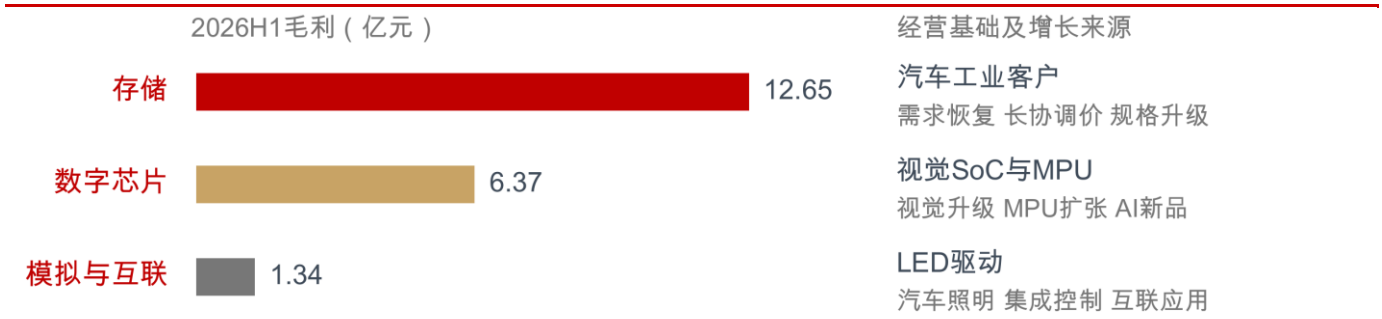
资料来源：2026 半年报、华西证券研究所

图 55　三类业务毛利率的变化



资料来源：Choice、华西证券研究所

图 56　三条业务形成差异化毛利贡献与增长来源



资料来源：2026 半年报、港股申报稿、华西证券研究所

存储贡献主要盈利体量，数字芯片提供技术与增长弹性，模拟形成较稳定的毛利基础。2026H1，存储受益于销量恢复与长协调价，计算受益于供给偏紧和均价上升，两类业务共同推动集团利润大幅增长；模拟业务保持收入增长和接近 50%的毛利率。现有产品升级、应用拓展及研发投入，进一步丰富了公司面向汽车、工业和智能终端的产品组合。

仅供内部参考，请勿外传！

5. 盈利预测

综合上文，我们预计公司 2026-2027 年的营业收入分别为 99.5、133.7、143.6 亿元，毛利率分别为 57.2%、60.9%、59.7%。分业务来看：

（1） 计算芯片，2026 年上半年开始 KGD 等关键原材料短缺、计算芯片供应偏紧，价格端有较为明显的涨幅，我们假设 2027 年的价格端继续上行、2028 年的价格端趋稳，预计 2026-2028 年的营业收入分别为 24.3、31.1、32.6 亿元，同比增长 87.7%、27.9%、5.0%；预计毛利率分别为 62.8%、64.0%、64.0%。

（2） 存储芯片，大宗存储自 2025 年下半年开始陆续启动涨价，公司因为下游客户主要为工业、汽车领域，订单以长协为主，因此价格调整相较其他市场偏晚，我们假设价格端持续上行，出货量稳健增长，预计 2026-2028 年营业收入分别为 69.4、96.3、104.1 亿元，同比增长 138.4%、38.8%、8.1%；预计毛利率为 55.7%、60.6%、59.0%。

（3） 模拟及互联芯片，公司模拟芯片主要是 LED Driver，随着下游汽车照明升级，我们预计该业务保持稳健成长，预计 2026-2028 年营业收入分别为 5.5、6.1、6.6 亿元，同比增长 9.4%、10.5%、8.4%；预计毛利率为 49.8%、49.8%、49.7%。

表 16 分业务收入拆分（单位：百万元）

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
公司合计	营业收入	4,212.63	4,741.01	9,945.71	13,372.45	14,357.33
	YoY	(7.0%)	12.5%	109.8%	34.5%	7.4%
	营业成本	2,665.36	3,124.97	4,257.74	5,222.01	5,781.15
	毛利	1,547.26	1,616.04	5,687.97	8,150.44	8,576.18
	毛利率	36.7%	34.1%	57.2%	60.9%	59.7%
其中：计算芯片	营业收入	1,090.10	1,293.41	2,428.18	3,105.08	3,259.43
	YoY	(1.6%)	18.7%	87.7%	27.9%	5.0%
	营业成本	730.18	894.29	902.30	1,118.76	1,174.30
	毛利	359.92	399.12	1,525.87	1,986.32	2,085.13
	毛利率	33.0%	30.9%	62.8%	64.0%	64.0%
其中：存储芯片	营业收入	2,589.49	2,911.25	6,939.14	9,630.96	10,409.92
	YoY	(11.1%)	12.4%	138.4%	38.8%	8.1%
	营业成本	1,694.81	1,981.07	3,075.43	3,793.77	4,271.12
	毛利	894.68	930.19	3,863.71	5,837.19	6,138.80
	毛利率	34.6%	32.0%	55.7%	60.6%	59.0%

仅供内部参考，请勿外传！

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
其中：模拟及互联芯片	营业收入	471.52	505.64	553.12	611.13	662.71
	YoY	15.3%	7.2%	9.4%	10.5%	8.4%
	营业成本	237.59	247.30	277.48	306.95	333.20
	毛利	233.93	258.34	275.64	304.18	329.51
	毛利率	49.6%	51.1%	49.8%	49.8%	49.7%
其中：其他业务	营业收入	61.51	30.71	25.27	25.27	25.27
	YoY	(39.7%)	(50.1%)	(17.7%)	-	-
	营业成本	2.78	2.31	2.52	2.53	2.53
	毛利	58.73	28.40	22.75	22.74	22.74
	毛利率	95.5%	92.5%	90.0%	90.0%	90.0%

资料来源：公司公告、华西证券研究所；2024—2025 年为历史数据，2026—2028 年为华西证券研究所预测。

公司布局“计算+存储+模拟”三大板块，凭借多年的行业和产品深耕，把握供需错配机遇，积极拓展下游客户和调整产品结构，实现快速成长。我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 99.5、133.7、143.6 亿元，EPS 分别为 7.20、10.98、11.66 元/股，对应 2026 年 10 月 12 日收盘价 111.64 元/股，PE 分别为 15.5、10.2、6.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17　可比公司估值

				EPS			PE		
代码	证券简称	市值（亿元）	收盘价（元）	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688825.SH	长鑫科技	34621	51.00	2.46	4.18	5.76	20.8	12.2	8.9
603986.SH	兆易创新	2298	326.46	16.22	20.42	22.56	20.1	16.0	14.5
688766.SH	普冉股份	487	327.75	16.41	27.12	32.06	20.0	12.1	10.2
688110.SH	东芯股份	462	104.38	2.51	3.62	4.31	41.6	28.9	24.2
301536.SZ	星宸科技	504	119.25	2.91	3.50	4.14	40.9	34.1	28.8

资料来源：Choice、华西证券研究所；市值及收盘价日期为 2026 年 10 月 9 日。

仅供内部参考，请勿外传！

6. 风险提示

计算芯片及存储价格回落风险。公司存储与计算芯片业务的盈利改善受产品售价和结构提升支撑。若行业供给增加、终端备货转弱或同类产品竞争加剧，DRAM、计算芯片等产品售价可能回落，压缩单位产品盈利。采购成本与销售价格的调整存在时差，若售价下降快于晶圆及封测成本下降，毛利率将承压；库存周转放缓还可能增加存货跌价损失。

需求与合同调价不及预期风险。汽车、工业客户的采购受终端销量、资本开支和库存水平影响。若下游需求恢复放缓，或前期补库后客户重新压缩库存，公司出货增长可能减速。行业价格上涨向公司收入传导还取决于长协重定价、客户接受程度和实际交付节奏。若合同调价延后、涨幅低于预期，或提价后订单量下降，存储业务的收入及利润增长幅度可能低于预期。

新品验证和量产进度不及预期风险。AI MCU、高端 MPU、高算力 IPC 及高容量 NOR、新制程 DRAM 等产品，从研发、流片和送样到规模销售，仍需经过性能验证、软件适配、客户导入及量产爬坡。若芯片性能、功耗或可靠性未达到客户要求，软件生态适配不顺，或客户终端项目推迟，新品收入贡献将延后。重新流片、延长验证及持续研发投入还可能增加费用，削弱新品对增长和盈利的贡献。

晶圆及封测供给与成本波动风险。公司采用 Fabless 模式，产品交付依赖晶圆代工及封装测试供应商。若上游产能紧张、生产周期延长，公司可能面临交付延期、订单流失或被迫增加备货的压力。若晶圆、封装及测试采购价格上涨，而终端售价调整滞后，毛利率将受到挤压。

仅供内部参考，请勿外传！

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,741	9,946	13,372	14,357
YoY(%)	12.5%	109.8%	34.5%	7.4%
营业成本	3,125	4,258	5,222	5,781
营业税金及附加	13	20	27	29
销售费用	320	398	535	574
管理费用	268	278	334	330
财务费用	-104	-69	-172	-256
研发费用	712	825	936	1,005
资产减值损失	-73	-75	-75	-75
投资收益	33	25	16	16
营业利润	415	4,191	6,436	6,839
营业外收支	-1	1	0	0
利润总额	414	4,192	6,436	6,839
所得税	38	480	772	821
净利润	375	3,713	5,663	6,019
归属于母公司净利润	376	3,705	5,652	6,007
YoY(%)	2.7%	884.9%	52.5%	6.3%
每股收益	0.78	7.20	10.98	11.66

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,092	7,702	11,060	15,333
预付款项	158	128	157	173
存货	2,975	4,064	4,927	5,396
其他流动资产	1,470	2,282	2,918	3,194
流动资产合计	8,693	14,176	19,062	24,097
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	462	419	373	324
无形资产	467	393	318	241
非流动资产合计	4,880	4,863	4,841	4,816
资产合计	13,573	19,040	23,903	28,912
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	599	591	725	803
其他流动负债	401	580	734	802
流动负债合计	1,000	1,172	1,459	1,605
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	84	97	97	97
非流动负债合计	84	97	97	97
负债合计	1,084	1,269	1,556	1,702
股本	483	515	515	515
少数股东权益	40	47	59	71
股东权益合计	12,489	17,771	22,347	27,210
负债和股东权益合计	13,573	19,040	23,903	28,912

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	375	3,713	5,663	6,019
折旧和摊销	185	186	192	196
营运资金变动	76	-1,448	-1,028	-523
经营活动现金流	623	2,495	4,887	5,751
资本开支	-68	-50	-70	-70
投资	-200	-428	-388	-267
投资活动现金流	-234	-453	-442	-321
股权募资	70	2,646	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-7	1,764	-1,088	-1,156
现金净流量	375	3,611	3,357	4,274

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力（%）				
营业收入增长率	12.5%	109.8%	34.5%	7.4%
净利润增长率	2.7%	884.9%	52.5%	6.3%
盈利能力（%）				
毛利率	34.1%	57.2%	60.9%	59.7%
净利润率	7.9%	37.3%	42.3%	41.8%
总资产收益率 ROA	2.8%	22.8%	26.4%	22.8%
净资产收益率 ROE	3.0%	20.9%	25.4%	22.1%
偿债能力（%）				
流动比率	8.69	12.10	13.07	15.01
速动比率	5.46	8.41	9.47	11.43
现金比率	4.09	6.57	7.58	9.55
资产负债率	8.0%	6.7%	6.5%	5.9%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.36	0.61	0.62	0.54
每股指标（元）				
每股收益	0.78	7.20	10.98	11.66
每股净资产	25.80	34.42	43.28	52.70
每股经营现金流	1.29	4.85	9.49	11.17
每股股利	0.15	1.38	2.11	2.24
估值分析				
PE	143.07	15.51	10.17	9.57
PB	4.11	3.24	2.58	2.12

资料来源：公司公告，华西证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

仅供内部参考，请勿外传！

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。