

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

复旦微电 (688385. SH)

投资评级 买入

上次评级 增持

方竞 电子行业分析师
执业编号: S1500520030001
联系电话: +86 15618995441
邮箱: fangjing@cindasc.com

李少青 电子行业分析师
执业编号: S1500520080004
联系电话: +86 18616987704
邮箱: lishaoqing@cindasc.com

相关研究

《复旦微电: FPGA 星辰大海, 复旦微中流砥柱》2021.08.05

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

中报业绩超指引上限, PSOC 引领市场

2021 年 8 月 17 日

事件: 2021 年 8 月 16 日, 复旦微电发布 2021 年半年度业绩预告, 公司预计 2021 年上半年归母净利润同比去年同期增长 1.33 亿元, 约为 1.94 亿元, 同比增长 220.6%; 扣非后归母净利润约 1.6 亿元, 同比增长 662.66%, 超出此前公司半年报业绩指引上限 (1.5-1.7 亿元), 亦超出市场预期。

点评:

➤ **1H21 业绩大幅增长, 新客户和新产品顺利开拓。** 2018-2020 年复旦微分别实现收入 14.24 亿元、14.73 亿元、16.91 亿元, 保持稳健增长, 受高强度研发投入影响, 公司业绩略有波动, 2018-2020 年归母净利润分别为 1.05 亿元、-1.63 亿元、1.33 亿元。2021 年上半年公司下游应用市场需求旺盛, 新客户开拓和新产品推出顺利, 促使营业收入大幅增长、综合毛利率上升, 同时公司加强内部管理, 不断提升运营管理水, 2021 年迎来爆发式增长, 预计 1H21 归母净利润将达到 1.94 亿元, 同比增长 220.6%。

➤ **FPGA 快速放量, PSOC 引领市场。** FPGA 兼具软件的可编程性、灵活性和硬件的并行性、低延时性, 在 5G 通信和人工智能领域具有广阔应用空间。复旦微作为国内 FPGA 领先厂商, 自 2004 年开始进行 FPGA 研发, 近年来在 FPGA 领域研发投入巨大, 2020 年起陆续进入放量期。公司是国内最早推出亿门级 FPGA 产品的厂商, 2018 年 Q2 率先推出 28nm 亿门级 FPGA 产品, SerDes 传输速率达到最高 13.1Gbps, 2019 年正式销售, 2020 年销售额突破 1 亿元, 同比增长 561.98%, 19-20 年毛利率分别为 98.48% 和 94.96%, 主要面向高可靠领域客户。目前公司 28nm FPGA 产品已多达数十款, 已累计向超过 200 家客户销售基于 28nm 的 FPGA 产品, 预计将继续保持快速增长。

除此之外, 公司通过 PSOC 的研发不断提高先进制程 FPGA 的竞争水平。公司募投项目聚焦 PSOC 项目, 根据信达电子产业链调研, 公司 PSOC 产品进展顺利, 且技术水平显著领先于国内同行。

➤ **投资建议:** 我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 26 亿元、35.4 亿元、44 亿元, 归母净利润分别为 4.35 亿元、5.99 亿元和 7.62 亿元。当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 90 倍、65 倍和 51 倍, 考虑公司 FPGA 业务逐步放量, 且在国内处于领先地位, 以及公司未来三年业绩成长的确定性, 参考可比公司估值水平, 上调至“买入”评级。

➤ **风险因素:** 公司经营业绩大幅波动风险; 政府补助依赖及持续性的风险; 新产品研发及技术迭代风险; 技术授权风险; 无控股股东及实际控制人风险。

主要财务及估值数据 (百万元)

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,472.84	1,690.90	2,600.49	3,540.30	4,400.39
同比(%)	3.44%	14.81%	53.79%	36.14%	24.29%
归属母公司净利润	-162.61	132.87	435.23	598.95	762.33
同比(%)	-254.80%	-181.71%	227.56%	37.62%	27.28%
毛利率(%)	39.46%	45.96%	47.49%	48.37%	48.98%
ROE(%)	-8.72%	7.15%	17.85%	18.62%	19.91%
EPS (摊薄) (元)	-2.34	1.91	0.53	0.74	0.94
P/E	-240	293	90	65	51

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 8 月 16 日收盘价

资产负债表					
会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,717.86	1,866.49	2,744.66	3,696.72	4,727.65
货币资金	465.41	440.70	1,043.63	1,372.13	1,871.27
应收票据	249.08	296.72	386.85	582.21	716.81
应收账款	394.41	439.48	387.67	526.95	655.62
预付账款	7.67	64.10	50.11	70.35	108.76
存货	588.08	610.60	906.45	1,217.54	1,492.86
其他	13.21	14.91	-30.05	-72.46	-117.67
非流动资产	741.26	812.11	1,189.71	1,053.38	966.96
长期股权投资	56.76	70.30	70.30	70.30	70.30
固定资产(合计)	339.76	347.59	184.10	121.44	97.74
无形资产	93.97	117.16	645.53	573.97	507.00
其他	250.77	277.06	289.79	287.68	291.93
资产总计	2,459.13	2,678.60	3,934.37	4,750.10	5,694.61
流动负债	424.12	478.13	679.48	900.94	1,090.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	136.08	159.60	241.17	318.86	380.72
其他	288.04	318.54	438.31	582.08	709.77
非流动负债	95.90	88.42	86.84	88.04	88.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.69	0.69
其他	95.90	88.42	86.84	87.36	87.47
负债合计	520.02	566.55	766.32	988.98	1,178.65
少数股东权益	154.38	181.80	221.05	275.06	343.81
归属母公司股东权益	1,784.72	1,930.25	2,947.01	3,486.06	4,172.16
负债和股东权益	2459.13	2678.60	3934.37	4750.10	5694.61

重要财务指标					
会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,472.84	1,690.90	2,600.49	3,540.30	4,400.39
同比(%)	3.44%	14.81%	53.79%	36.14%	24.29%
归属母公司净利润	-162.61	132.87	435.23	598.95	762.33
同比(%)	-	-	227.56%	37.62%	27.28%
毛利率(%)	39.46%	45.96%	47.49%	48.37%	48.98%
ROE(%)	-8.72%	7.15%	17.85%	18.62%	19.91%
EPS(摊薄)(元)	-2.34	1.91	0.53	0.74	0.94
P/E	-240	293	90	65	51
P/B	26	23	15	11	9
EV/EBITDA	-706	10	56	47	40

利润表					
会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,472.84	1,690.90	2,600.49	3,540.30	4,400.39
营业成本	891.66	913.78	1,365.41	1,828.03	2,245.05
营业税金及	4.10	7.50	11.54	15.70	19.52
销售费用	98.73	117.43	164.66	224.16	278.62
管理费用	136.06	102.98	139.95	190.53	236.82
研发费用	562.32	490.55	494.09	654.96	792.07
财务费用	-2.78	3.10	0.69	-4.76	-9.11
减值损失合	-63.03	-7.60	-31.06	-49.43	-66.06
计					
投资净收益	24.71	-0.20	-4.03	-2.82	-1.98
其他	-16.57	107.08	52.20	14.45	-19.80
营业利润	-146.08	170.02	503.38	692.74	881.70
营业外收支	-0.99	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	-147.07	170.05	503.38	692.74	881.70
所得税	2.66	9.76	28.90	39.78	50.63
净利润	-149.72	160.28	474.48	652.96	831.07
少数股东损益	12.89	27.41	39.25	54.01	68.75
归属母公司净利润	-162.61	132.87	435.23	598.95	762.33
EBITDA	-4.73	342.40	695.22	832.69	971.73
EPS(当年)(元)	-2.34	1.91	0.53	0.74	0.94

现金流量表					
会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-50.32	219.65	504.62	356.06	540.46
净利润	-149.72	160.28	474.48	652.96	831.07
折旧摊销	148.51	177.18	191.15	144.71	99.15
财务费用	-6.17	-4.82	0.69	-4.76	-9.11
投资损失	-13.04	-24.71	0.20	4.03	2.82
营运资金变	-15.20	-179.16	-114.54	-453.78	-392.58
其它	-3.03	65.97	-51.19	14.10	9.96
投资活动现金流	22.59	-207.33	-472.54	26.89	25.80
资本支出	-194.44	-228.10	-500.08	-8.00	-8.84
长期投资	0.00	193.12	36.02	49.18	50.61
其他	217.03	-172.35	-8.49	-14.30	-15.97
筹资活动现金流	-9.71	-0.07	570.84	-54.45	-67.12
吸收投资	4.01	12.66	668.57	59.89	76.23
借款	59.02	-9.33	-10.00	0.69	0.00
支付利息或股息	2.78	-3.10	-44.21	-55.13	-67.12
现金净增加额	-37.44	12.25	602.93	328.50	499.14

研究团队简介

方 竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台IC咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

李少青，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，熟悉消费电子产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上； 增持： 股价相对强于基准5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。