

# 复旦微电 (688385.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 45.16 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.15
已上市流通 A 股(亿股)	0.84
流通港股(亿股)	2.84
总市值(亿元)	367.83
年内股价最高最低(元)	58.30/36.10
沪深 300 指数	4223
上证指数	3252

## 相关报告

- 1.《FPGA 高速增长, MCU 品类扩张-复旦微电点评》, 2022.3.22
- 2.《三季报业绩大超预期, FPGA 业务未来可期-复旦微电三季报预告...》, 2021.10.26
- 3.《国内 FPGA 领军企业-复旦微电深度》, 2021.9.13

赵晋 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
zhaojin1@gjzq.com.cn

邵广雨 联系人  
shaoguangyu@gjzq.com.cn

## 一季度业绩超预期, 多轮驱动高增长

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,691	2,577	3,476	4,423	5,279
营业收入增长率	14.81%	52.42%	34.88%	27.23%	19.36%
归母净利润 (百万元)	133	514	776	954	1,162
归母净利润增长率	-181.71%	287.20%	50.83%	22.88%	21.82%
摊薄每股盈利 (元)	0.191	0.632	0.953	1.171	1.426
每股经营性现金流净额	0.31	0.62	11.75	9.37	13.08
净资产收益率	6.88%	16.38%	19.87%	19.67%	19.37%
市盈率 (倍)	0.00	79.70	47.40	38.58	31.67
市净率 (倍)	0.00	13.06	9.42	7.59	6.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 公司 3 月 31 日发布 2022 年一季报预告, 预计 2022Q1 实现营收亿元 7.5-8.2 亿元, 同比增长 49%-63%, 环比增长 1%-10%; 归母净利润 1.95-2.5 亿元, 同比增长 126%-189%, 扣非归母净利润 1.9-2.45 亿元, 同比增长 167%-244%。

### 经营分析

- 我们预计公司 2022Q1 高毛利率持续, 预计 Q1 的净利率为 24%-33%。研发费用季节性减少。公司 2021 年各类产品持续供不应求, 不同程度涨价, 从 2021 年底各业务板块的毛利率来看, 安全识别 IC/存储器/MCU/FPGA 的毛利率较 2020 年分别增加 17pct/10pct/23pct/3pct。Q1 公司因实施限制性股票激励计划摊销股份支付费用约为 0.37 亿元, 根据股权激励公告, 2022-24 年的股份支付费用分别为 1.5/0.78/0.42 亿元。同时由于年度研发推进节奏, 一季度研发项目除薪酬外的其他费用支出较少, 后面几个季度会有提升。2021 年研发费用率为 27%, 净利率为 22%, 研发费用的季节性波动会对净利润产生较大影响。
- 分业务板块来看: 1) 公司 FPGA 技术国内领先, 2021 年 FPGA 及其他芯片营收 4.3 亿元同比增长 109%。公司正在积极开展新一代基于 14/16nm 工艺制程的 10 亿门级产品开发, 同时进一步丰富 28nm 制程的 FPGA 及 PSoC 芯片种类以拓展新的市场, 保持公司在国产 FPGA 技术上的领先地位。2) 公司 MCU 业务实现下游应用拓展, 实现营收 3 亿元, 同比增长 64%。在工控、智慧家庭、汽车电子等领域, 通用低功耗 MCU 占比逐步提高。此外公司 LG 系列 MCU 已成功获得 AEC-Q100 认证, 进入车用领域。3) 公司安全与识别芯片、非挥发存储器同样量价齐升, 营收均增长 42%, 多款产品通过车规认证。智能卡与安全芯片、智能识别设备芯片稳步向物联网新领域拓展, 同时部分产品获得车规认证。非挥发存储器产品线在汽车电子领域也有多个项目成功进入量产。

### 盈利调整与投资建议

- 预计公司 2022-24 年营收 35/44/53 亿元, 上修 4%/7%/9%, 同比增长 35%/27%/19%, 归母净利润预测为 7.8/9.5/11.6 亿元, 上修 9%/3%/3%, 同比增速 51%/23%/22%, 对应 PE 为 47/39/32 倍, 加回股份支付费用后的归母净利润为 9.3/10.3/12, 同比增长 77%/11%/17%。给予 22 年 60 倍 PE, 目标价 57 元, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- FPGA 市场需求不及预期; 存储器周期性风险; 安全与识别芯片毛利率下滑风险; 晶圆产能支持不及预期风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,473	1,691	2,577	3,476	4,423	5,279
增长率		14.8%	52.4%	34.9%	27.2%	19.4%
主营业务成本	-892	-914	-1,059	-1,398	-1,886	-2,289
%销售收入	60.5%	54.0%	41.1%	40.2%	42.6%	43.4%
毛利	581	777	1,518	2,078	2,537	2,990
%销售收入	39.5%	46.0%	58.9%	59.8%	57.4%	56.6%
营业税金及附加	-4	-8	-12	-16	-20	-24
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-99	-117	-172	-243	-301	-348
%销售收入	6.7%	6.9%	6.7%	7.0%	6.8%	6.6%
管理费用	-136	-103	-112	-174	-212	-238
%销售收入	9.2%	6.1%	4.3%	5.0%	4.8%	4.5%
研发费用	-562	-491	-692	-921	-1,106	-1,267
%销售收入	38.2%	29.0%	26.8%	26.5%	25.0%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	-220	59	531	724	898	1,113
%销售收入	n.a	3.5%	20.6%	20.8%	20.3%	21.1%
财务费用	3	-3	1	8	13	18
%销售收入	-0.2%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	63	0	0	-8	-10	-11
公允价值变动收益	0	-1	1	0	0	0
投资收益	25	0	-3	25	25	25
%税前利润	-16.8%	n.a	n.a	2.9%	2.4%	2.0%
营业利润	-146	170	573	869	1,056	1,275
营业利润率	n.a	10.1%	22.2%	25.0%	23.9%	24.2%
营业外收支	-1	0	0	0	0	0
税前利润	-147	170	573	869	1,056	1,275
利润率	n.a	10.1%	22.3%	25.0%	23.9%	24.2%
所得税	-3	-10	-14	-43	-53	-64
所得税率	n.a	5.7%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	-150	160	559	826	1,004	1,212
少数股东损益	13	27	45	50	50	50
归属于母公司的净利润	-163	133	514	776	954	1,162
净利率	n.a	7.9%	20.0%	22.3%	21.6%	22.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	128	-150	160	564	723	911
少数股东损益	23	13	27	25	35	45
非现金支出	92	91	170	89	105	123
非经营收益	16	-33	-5	-26	-23	-24
营运资金变动	-250	-80	-121	-219	-373	-326
经营活动现金净流	-15	-171	205	408	432	684
资本开支	-168	-170	-228	-167	-160	-140
投资	-63	193	16	0	0	0
其他	7	-1	5	25	25	25
投资活动现金净流	-224	23	-207	-142	-135	-115
股权募资	201	0	0	70	0	0
债权募资	0	0	0	4	0	0
其他	-10	-9	-1	-2	-14	-14
筹资活动现金净流	191	-9	-1	71	-14	-14
现金净流量	-48	-158	-3	338	283	555

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	465	441	802	1,519	1,975	2,736
应收款项	648	748	843	1,005	1,275	1,517
存货	588	611	916	972	1,282	1,552
其他流动资产	16	67	481	495	529	557
流动资产	1,718	1,866	3,042	3,990	5,061	6,363
%总资产	69.9%	69.7%	73.0%	76.6%	79.0%	81.7%
长期投资	89	101	108	108	108	108
固定资产	387	397	623	668	765	821
%总资产	15.7%	14.8%	14.9%	12.8%	11.9%	10.5%
无形资产	213	251	305	380	412	439
非流动资产	741	812	1,123	1,221	1,347	1,429
%总资产	30.1%	30.3%	27.0%	23.4%	21.0%	18.3%
资产总计	2,459	2,679	4,165	5,212	6,408	7,792
短期借款	11	10	45	60	60	60
应付款项	207	209	231	312	405	488
其他流动负债	206	259	437	564	684	790
流动负债	424	478	713	936	1,148	1,338
长期贷款	0	0	18	18	18	18
其他长期负债	96	88	67	76	68	63
负债	520	567	798	1,030	1,235	1,419
普通股股东权益	1,785	1,930	3,140	3,905	4,847	5,996
其中：股本	69	69	81	81	81	81
未分配利润	1,106	1,239	1,748	2,513	3,455	4,604
少数股东权益	154	182	227	277	327	377
负债股东权益合计	2,459	2,679	4,165	5,212	6,408	7,792

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	-0.234	0.191	0.632	0.953	1.171	1.426
每股净资产	2.570	2.779	3.855	4.795	5.950	7.361
每股经营现金净流	-0.247	0.305	0.625	11.754	9.373	13.081
每股股利	0.050	0.058	0.068	0.135	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	-9.11%	6.88%	16.38%	19.87%	19.67%	19.37%
总资产收益率	25.24%	31.71%	20.66%	9.07%	11.96%	13.53%
投入资本收益率	29.54%	35.02%	22.95%	7.06%	10.77%	12.62%
增长率						
主营业务收入增长率	34.41%	39.54%	-4.67%	51.37%	37.17%	30.83%
EBIT增长率	56.70%	22.28%	42.97%	174.16%	33.50%	21.15%
净利润增长率	24.33%	16.61%	98.74%	118.28%	47.58%	37.01%
总资产增长率	36.71%	72.53%	359.91%	24.47%	20.93%	20.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.7	65.8	86.2	125.0	95.0	90.0
存货周转天数	343.5	371.2	386.1	330.0	310.0	290.0
应付账款周转天数	69.7	58.0	46.9	55.0	53.0	50.0
固定资产周转天数	42.7	29.0	24.0	38.6	44.6	46.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.15%	-47.52%	-53.15%	-31.71%	-38.02%	-45.54%
EBIT利息保障倍数	26.6	-29.8	-45.5	-26.1	-25.6	-25.3
资产负债率	15.31%	17.63%	13.29%	3.62%	4.94%	5.54%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	9	10	12
增持	0	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.18	1.23	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-13	增持	43.07	48.30 ~ 48.30
2	2021-10-26	买入	43.60	50.70 ~ 50.70
3	2022-03-22	买入	46.90	60.80 ~ 60.80

来源：国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402