

高端产品持续突破，FPGA 国产替代先锋

2022 年 08 月 29 日

➤ **事件：**安路科技 8 月 27 日发布 2022 年中报，22H1 实现收入 5.16 亿元 (YoY+60.48%)，归母净利润 0.38 亿元，扣非归母净利润 0.21 亿元，同比扭亏。对应 2Q22 单季度，实现收入 2.58 亿元 (YoY+50.28%，环比持平)，归母净利润 0.2 亿元，扣非归母净利润 0.05 亿元，继 1Q22 保持单季度盈利。

➤ **高端产品持续突破，Q2 毛利率再创新高。**安路科技是国内领先的 FPGA 芯片供应商，目前产品线覆盖 PHOENIX 高性能、EAGLE 高效率、ELF 低功耗等 FPGA 产品和配套 EDA 软件，并在 22H1 推出了面向工业和视频接口的低功耗 SWIFT1 系列 FPSoC 产品。高端产品方面，公司 22H1 实现了一款 28nm PHOENIX 系列新规格型号量产，同时积极推动包括新量产型号在内的全系列产品在行业客户的导入。随着 PHOENIX 等高端产品矩阵不断完善并放量，公司产品结构持续优化，2Q22 单季度毛利率达到 38.33%，创历史新高。目前，公司持续积极推进高性能 FPGA 产品、系统级 FPSoC 产品、车规级 FPGA 芯片等新产品系列研发，预计将进一步拓展产品线，不断提升市场竞争力和盈利水平。

➤ **FPGA 市场需求持续提升，国产替代空间广阔。**FPGA 因其可编程的灵活性和不断提升的电路性能，在工控、通信、汽车、数据中心、消费电子等领域广泛应用。近年来随着工控、通信基站、汽车电子、服务器、物联网等产品需求进一步扩大，FPGA 芯片市场需求持续提升。根据 Frost&Sullivan 预测，2025 年中国 FPGA 芯片市场规模将达到 332.2 亿元，2021-2025 年 CAGR 达到 17.1%。而 FPGA 市场由于长期被 Xilinx、Intel 等海外厂商垄断，国产化率较低，以 2021 年安路科技营收规模计算，其收入规模仅占中国 FPGA 市场的不到 5%，国产替代空间广阔。

➤ **保持高强度研发投入，股权激励激发团队创新活力。**公司持续加大高性能、大容量 FPGA 芯片和可编程系统级芯片等项目研发投入，扩大研发团队规模。22H1 公司合计研发投入 1.48 亿元，同比增长 42.22%，占营收比重 28.67%，随着收入规模快速增长而略有降低。截至 2022 年 6 月 30 日，公司研发人员达到 285 人，占员工总数 80%，硕博学历占比 55%。同时公司实施了 2022 年限制性股票激励计划，5 月 24 日以 22.27 元/股的授予价格向 172 名核心技术及业务人员授予 320 万股限制性股票，有效激励团队，激发员工创新活力。

➤ **投资建议：**预计公司 22-24 年营收分别为 11.6 亿元、16.35 亿元和 21.21 亿元，对应当前市值的 PS 分别为 22/15/12 倍。考虑到公司作为国内 FPGA 厂商的高技术壁垒和高成长性，且随着公司产品布局逐渐完善、高端产品不断突破，市场份额有望持续提升，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧的风险；新产品研发不及预期的风险；上游原材料和晶圆制造、封测供应波动的风险；研发人员流失的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	679	1,160	1,635	2,121
增长率 (%)	141.4	71.0	40.9	29.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	-31	-15	27	114
增长率 (%)	-398.6	52.5	284.5	321.9
每股收益 (元)	-0.08	-0.04	0.07	0.28
PE	/	/	932	221
PB	37	22	15	12

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

62.95 元



分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 李少青

执业证书：S0100522010001

电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@mszq.com

相关研究

1.安路科技-U (688107.SH) 深度报告：凤翔九天，FPGA 龙头开启新篇章-2022/05/06

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	679	1,160	1,635	2,121
营业成本	433	730	1,022	1,307
营业税金及附加	0	2	2	3
销售费用	19	35	47	59
管理费用	41	70	96	123
研发费用	244	348	458	551
EBIT	-33	-24	9	78
财务费用	-1	11	17	14
资产减值损失	-1	-15	-15	-15
投资收益	1	1	2	2
营业利润	-31	-14	27	114
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-31	-15	27	114
所得税	0	0	0	0
净利润	-31	-15	27	114
归属于母公司净利润	-31	-15	27	114
EBITDA	-5	-14	27	103

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,164	863	858	693
应收账款及票据	91	301	264	393
预付款项	55	121	162	196
存货	268	545	639	867
其他流动资产	70	89	89	95
流动资产合计	1,647	1,919	2,013	2,243
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	27	24	46	63
无形资产	18	19	26	33
非流动资产合计	83	85	118	145
资产合计	1,730	2,004	2,131	2,388
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	125	225	283	380
其他流动负债	74	263	305	351
流动负债合计	199	487	588	731
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	22	22	22	22
非流动负债合计	22	22	22	22
负债合计	221	509	610	753
股本	400	400	400	400
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,509	1,494	1,521	1,635
负债和股东权益合计	1,730	2,004	2,131	2,388

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	141.44	70.96	40.95	29.72
EBIT 增长率	-268.11	25.74	136.92	764.54
净利润增长率	-398.60	52.53	284.47	321.88
盈利能力 (%)				
毛利率	36.24	37.04	37.49	38.40
净利润率	-4.55	-1.26	1.65	5.37
总资产收益率 ROA	-1.78	-0.73	1.27	4.77
净资产收益率 ROE	-2.04	-0.98	1.78	6.97
偿债能力				
流动比率	8.29	3.94	3.42	3.07
速动比率	6.67	2.57	2.06	1.61
现金比率	5.86	1.77	1.46	0.95
资产负债率 (%)	12.76	25.43	28.62	31.53
经营效率				
应收账款周转天数	49.07	94.79	58.90	67.59
存货周转天数	225.71	279.78	233.69	246.40
总资产周转率	0.39	0.58	0.77	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	-0.08	-0.04	0.07	0.28
每股净资产	3.77	3.73	3.80	4.09
每股经营现金流	-0.41	-0.72	0.11	-0.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	/	932	221
PB	16.7	16.9	16.6	15.4
EV/EBITDA	-4,602.73	-1,760.13	907.91	238.91
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-31	-15	27	114
折旧和摊销	28	10	18	25
营运资金变动	-158	-299	-13	-268
经营活动现金流	-162	-289	46	-116
资本开支	-59	-13	-52	-52
投资	50	0	0	0
投资活动现金流	-8	-12	-50	-50
股权募资	1,218	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,187	0	0	0
现金净流量	1,016	-301	-4	-166

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026