

复旦微电 (688385)

2023 年中报点评：FPGA 产品线快速成长，助力收入、毛利率创半年度新高

报告摘要

◆ 事件：公司 8 月 29 日公告，2023H1 实现营收（17.96 亿元，+5.52%），归母净利润（4.49 亿元，-15.32%），毛利率（67.10%，+2.11pcts），净利率（25.83%，-5.98pcts）；23Q2 实现营收（9.87 亿元，同比+6.51%，环比+21.93%），归母净利润（2.61 亿元，同比-12.30%，环比+38.64%），毛利率（67.38%，同比+1.20pcts，环比+0.60pcts），净利率（27.30%，同比-5.44pcts，环比+3.27pcts）。

◆ 国内率先研制亿门级 FPGA 芯片产品的重要供应商：公司主营业务为超大规模集成电路的设计、开发和测试，并为客户提供系统解决方案。在安全与识别芯片领域，公司产品线产品类别齐全，布局广泛，在身份识别、金融支付、智能链接、防伪溯源、冷链管理、工业控制、汽车电子等领域中应用广泛；在非挥发性存储器领域，公司已形成 EEPROM、NOR Flash、NAND Flash 三大产品线，具备完整的利基非挥发存储器产品架构；在智能电表芯片领域，公司产品线涵盖智能电表 MCU 和通用 MCU 产品，拥有超低功耗、高精度、电力载波等多类芯片产品，实现产品的平台化、系列化，被广泛应用于智能电表、智能水气热三表、智能家居、健康医疗、智慧家电、汽车车身及舒适系统等领域。在 FPGA 领域，公司产品线拥有系列化超大规模异构融合可编程逻辑器件系列产品，突破了超大规模 FPGA 架构技术、可编程器件编译器技术、多协议超高速串行收发器技术、异构智算架构技术、高可靠可编程器件技术、超大规模可编程器件配套全流程 EDA 技术等关键技术，相应 FPGA 产品取得批量应用。

◆ 产业布局优势凸显，毛利率创上市以来同期新高。公司 2023H1 收入（17.96 亿元，+5.52%）保持增长、归母净利润（4.49 亿元，-15.32%）略有下降，上半年半导体行业依然处于行业周期下行阶段，电子产品消费需求

投资评级

买入

维持评级

2023 年 09 月 18 日

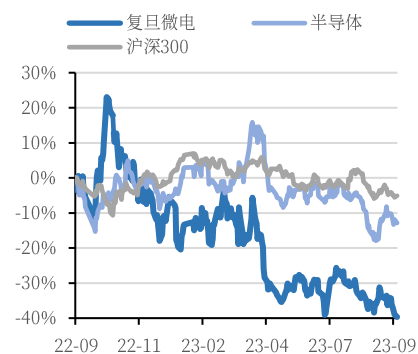
收盘价(元): 48.05

目标价(元): 60.00

公司基本数据

总股本(百万股)	816.66
总市值(百万)	39,240.34
流通股本(百万股)	315.98
流通市值(百万)	15,182.67
12 月最高/最低价(元)	100.00/47.74
资产负债率(%)	29.01
每股净资产(元)	6.04
市盈率(TTM)	39.41
市净率(PB)	7.96
净资产收益率(%)	9.11

股价走势图



作者

梁晨 分析师
SAC 执业证书：S0640519080001
联系电话：010-59562536
邮箱：liangc@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

2022 年中报点评：产品结构不断优化，高可靠
业务占比快速提升 —2022-08-19

疲软，但得益于公司产品线宽广，产业布局优势明显，较高毛利率的 FPGA 产品和非挥发性存储器产品销售额大幅增加，促进公司上半年毛利率（67.10%，+2.11pcts）创出同期新高，并保障了公司整体业绩实现增长。单从 2023Q2 来看，公司收入（9.87 亿元，同比+6.51%，环比+21.93%）和毛利率（67.38%，同比+1.20pcts，环比+0.60pcts）同比增长显著，毛利率创出季度新高，公司保持较强盈利能力。具体板块来看：

安全与识别芯片板块，2023H1 收入（4.10 亿元，同比-11.14%）小幅下降，主要受半导体市场低迷影响，但公司着力于新应用领域拓展，推出超高频 EPC 标签并实现千万级量产，在防伪安全芯片以及车用读写器等多个项目取得突破，有望在下半年拓宽市场，实现业绩增长；

智能电表芯片板块，收入（1.13 亿元，同比-59.13%）大幅下降，主要是上半年电网系统和消费市场处于消化库存周期，需求疲软导致，但公司加大了对汽车、智慧家电、工业控制等产品的研发投入，推出车用 MCU、适用于 BLDC 点击驱动应用的低功耗 MCU、基于 Arm China Star 内核的高性能 MCU 等系类产品，有望拓宽 MCU 应用领域，打开新增长曲线。

非挥发性存储器板块，收入（5.86 亿元，同比+20.40%）增长，主要是公司存储器产品性能稳定，应用范围广，在行业下行阶段依然保持了强有力增长水平；

FPGA 及其他产品板块，收入（5.76 亿元，同比+52.36%）大幅增长，主要是公司在 FPGA 领域的技术集群优势凸显，构建了核心技术壁垒，竞争优势明显。

◆ **销售费用率创同期新高，公司加大市场拓展**：2023H1 公司三费率（10.49%，同比+1.48pcts）小幅增长，尤其是销售费用率（6.81%，+1.06pcts）增长较快，创出上市以来同期最高，管理费用率（4.12%，+0.60pcts）小幅增长，财务费用率（-0.44%，-0.19pcts）则有所下降。具体来看，销售费用（1.22 亿元，+25.05%），管理费用（0.74 亿元，+23.66%）均有所增加，主要系公司经营规模扩大，人员增加，薪酬调整导致，属正常增长。财务费用（-0.08 亿元，-82.74%）减少，主要是相比上年同期汇兑净收益增加所致。

◆ **研发投入大幅增加，研发项目落地丰富产品线**：公司 2023H1 持续加大研发投入（5.88 亿元，同比+47.54%），研发团队（964 人，同比+16.7%）不断扩大，硕博以上学历占比高达 58.20%。持续增长的研发投入保障了公司在各领域的核心技术处于领先地位，并不断涌现新的高新技术和科技成

果。安全与识别芯片方面，公司推出多款物联网安全芯片，并在传感领域进行了技术布局，结合公司安全和射频技术优势，推进安全芯片、传感芯片和射频芯片相配套的安全解决方案。非挥发存储器方面，EEPROM 领域推出高性能工规、车规系列产品，NOR FLASH 领域产品正在实谱系化，SLC NAND 领域正在推进新制程标准的产品设计与量产工作。智能电表芯片方面，MCU 产品完成了 12 寸 55nm 和 90nm 嵌入式闪存工艺平台的开发与流片。FPGA 产品方面，研制成功了亿门级 FPGA 和异构融合可编程片上系统 (PSoC) 芯片，以及面向人工智能应用的融合现场可编程 (FPGA) 和人工智能 (AI) 的可重构芯片 (FPAI)，相关产品已实现批产。不断落地的研发项目持续丰富公司产品线，为公司不断打开新增长曲线。

◆ **积极备货以迎接产业复苏：**2023H1 公司存货（28.48 亿元，较期初 +92.03%）大幅增长。主要是公司大幅增加 FPGA 产品备货，为迎接行业复苏做积极准备。具体来看，原材料（9.45 亿元，同比+214.49%），在产品（11.20 亿元，同比+50.92%），库存商品（7.82 亿元，同比+77.70%）均大幅增长，随着公司库存原材料、在产品和库存产品的生产销售，未来转化至利润表将大幅增厚业绩。**现金流量表方面**，公司现金及现金等价物净增加额（-3.84 亿元，相较期初-34.32%）有所下降，主要是公司备货使得支付供应商货款大幅增加，导致的经营活动现金流（-10.90 亿元，-431.33%）大幅下降所致。

◆ **拟发行 20 亿可转债，助力研发项目推进：**公司于 4 月 28 日公告向不特定对象发行 A 股可转换公司债券不超过 20 亿元，募集资金将用于新一代 FPGA 平台开发及产业化项目、智能化可重构 SoC 平台开发及产业化项目、新工艺平台存储器开发及产业化项目、新型高端安全控制器开发及产业化项目、无源物联网基础芯片开发及产业化项目等研发项目的推进。

◆ **投资建议：**公司是超大规模集成电路领域核心供应商，具备技术集群优势，产品谱系丰富，研发实力雄厚，我们认为：

- 1、公司在 FPGA 产品领域构建了核心技术壁垒，夯实了竞争优势，亿门级 FPGA 产品和新发布的 AI 引擎异构智能 PSoC 产品 FPAI 将进一步丰富公司产品系列谱系，成为公司 FPGA 板块的新增长点；
- 2、公司科研实力雄厚，在安全与识别芯片、非挥发存储器、智能电表芯片和 FPGA 等领域拥有一批高水平创新平台和科技资质，伴随科研项目落地，公司产品谱系阵容将不断丰富，凭借产品集群优势将占据更大市场份额；

3、安全与识别芯片、非挥发储存器和智能电表芯片产品的应用领域广泛，随着公司大力拓展产品在工业控制、汽车、智能家电等领域的应用，未来市场需求有望进一步拓宽，打开新业绩增长曲线。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 40.46 亿元、50.19 亿元和 60.07 亿元，归母净利润分别为 11.06 亿元、14.61 亿元和 18.58 亿元，EPS 分别为 1.35 元、1.79 元和 2.28 元，我们给予“买入”评级，目标价 60 元，对应 2023-2025 年预测 EPS 的 44 倍、34 倍及 26 倍 PE。

◆ 风险提示

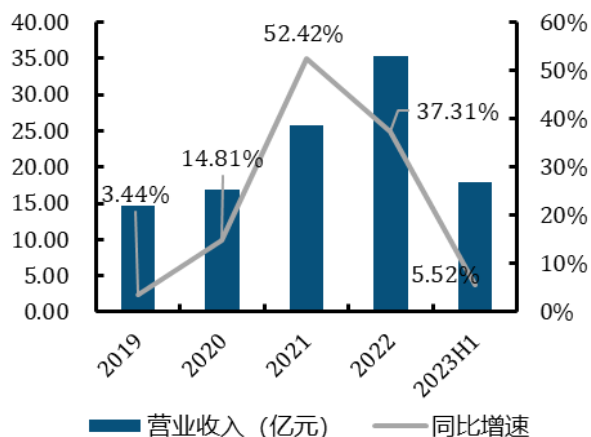
存货跌价风险，新品研发不及预期，市场需求不及预期等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2577.26	3538.91	4046.47	5018.98	6006.72
增长率（%）	52.42	37.31	14.34	24.03	19.68
归母净利润（百万元）	514.47	1076.84	1105.82	1460.82	1858.31
增长率（%）	287.20	109.31	2.69	32.10	27.21
毛利率（%）	58.91	64.67	65.45	65.16	64.74
每股收益（元）	0.63	1.32	1.35	1.79	2.28
市盈率 PE	83.02	39.66	38.62	29.24	22.98
市净率 PB	13.60	9.43	7.68	6.17	4.93
净资产收益率 ROE（%）	16.38	23.76	19.88	21.09	21.46

资料来源：iFind，中航证券研究所

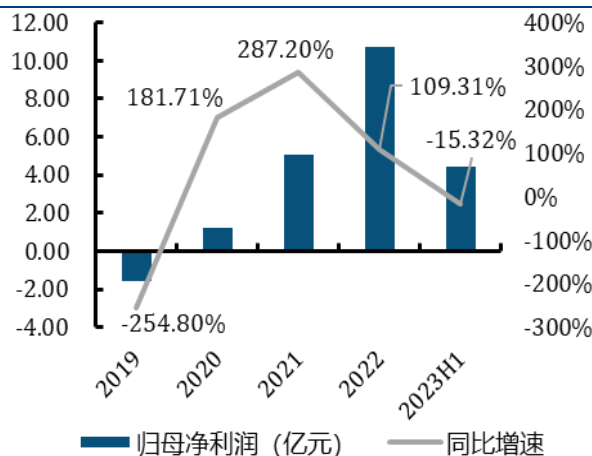
● 公司主要财务数据

图1 公司近5年营业收入及增速情况



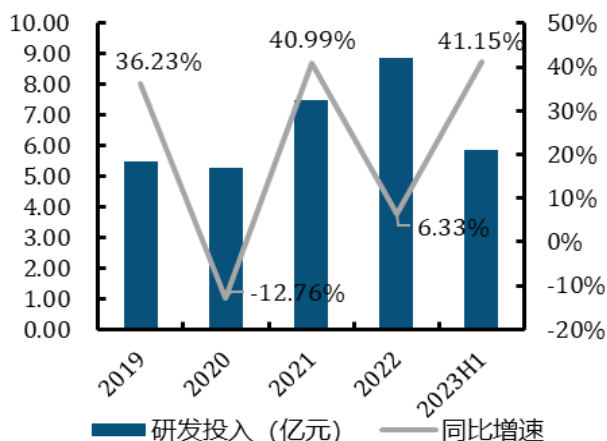
资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所

图2 公司近5年归母净利润及增速情况



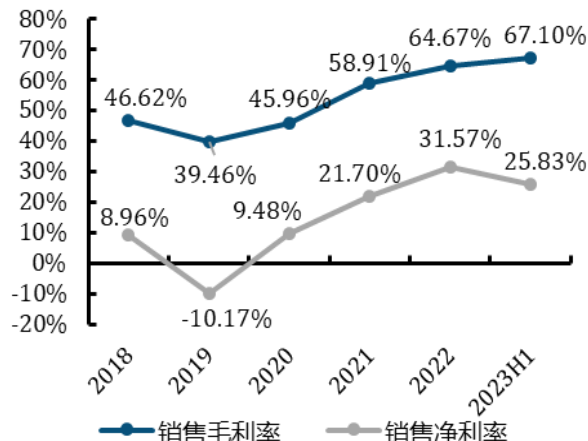
资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所

图3 公司近5年研发投入情况



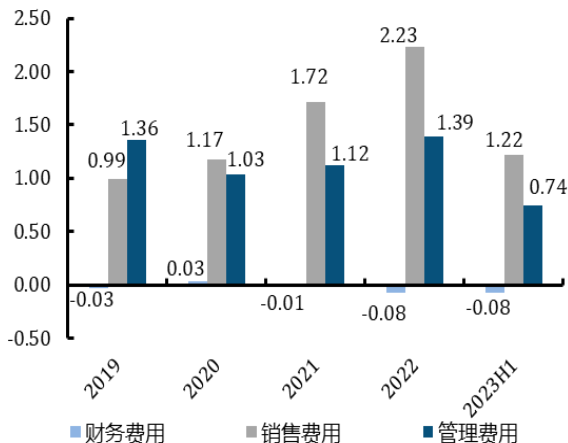
资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所

图4 公司近6年毛利率及净利率情况



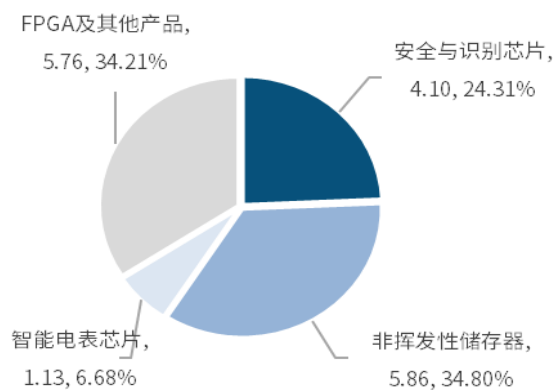
资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所

图5：公司近5年三费情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所

图6：公司2023H1产品结构（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（百万元）

单位: 百万元						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表						
营业收入	1,690.90	2,577.26	3,538.91	4,046.47	5,018.98	6,006.72
减: 营业成本	913.78	1,058.92	1,250.27	1,397.94	1,748.78	2,118.16
税金及附加	7.50	12.26	24.56	32.37	45.17	60.07
主营业务利润	769.61	1,506.08	2,264.08	2,616.16	3,225.02	3,828.49
减: 销售费用	117.43	171.64	222.82	263.02	321.21	378.42
管理费用	102.98	112.06	138.94	161.86	195.74	228.26
研发费用	490.55	691.64	735.42	1,052.08	1,204.55	1,321.48
财务费用	3.10	-1.17	-7.75	-20.51	-29.79	-41.20
经营性利润	55.55	531.92	1,174.66	1,159.71	1,533.31	1,941.54
加: 资产减值损失	-6.69	-64.88	-162.80	-121.39	-125.47	-120.13
信用减值损失	-0.91	-1.31	1.11	-1.21	-1.00	-0.60
其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	-0.20	-2.71	-1.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.35	0.95	1.87	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.02	0.52	1.33	1.33	1.33	1.33
其他收益	123.64	108.88	106.92	113.15	113.15	113.15
营业利润	170.02	573.36	1,121.40	1,151.58	1,521.30	1,935.28
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.28	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11
减: 营业外支出	0.26	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	170.05	573.45	1,121.51	1,151.69	1,521.41	1,935.39
减: 所得税	9.76	14.12	4.25	4.36	5.76	7.33
净利润	160.28	559.32	1,117.26	1,147.33	1,515.65	1,928.06
减: 少数股东损益	27.41	44.86	40.42	41.51	54.83	69.76
归属母公司股东净利润	132.87	514.47	1,076.84	1,105.82	1,460.82	1,858.31
资产负债表						
货币资金	440.70	801.65	1,190.83	2,274.37	2,812.18	3,772.70
交易性金融资产	0.00	390.95	80.17	80.17	80.17	80.17
应收票据	296.72	372.36	252.14	332.59	412.52	493.70
应收账款	439.48	451.70	811.91	1,330.35	1,581.32	1,810.24
预付账款	64.10	84.36	474.70	554.31	687.53	822.84
其他应收款	11.75	18.47	20.35	26.80	33.24	39.78
存货	610.60	916.08	1,483.26	2,297.98	2,635.16	2,901.59
其他流动资产	3.15	6.08	13.73	161.86	150.57	120.13
长期股权投资	70.30	75.51	42.51	42.51	42.51	42.51
金融资产投资	30.86	32.99	33.90	33.90	33.90	33.90
投资性房地产	0.00	0.00	122.69	122.69	122.69	122.69
固定资产和在建工程	444.53	670.51	930.11	1,250.96	1,612.36	2,004.94
无形资产和开发支出	222.04	247.56	402.27	355.92	306.04	252.66
其他非流动资产	44.38	96.79	252.31	219.18	186.06	186.06
资产总计	2,678.60	4,165.01	6,110.89	9,083.57	10,696.25	12,683.91
短期借款	0.00	0.10	54.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	159.60	200.26	201.18	383.00	431.21	464.25
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	25.70	126.27	210.40	166.78	206.87	247.58
其他应付款	182.67	208.91	275.41	383.00	479.12	580.32
长期借款	40.68	56.75	33.16	1,688.28	1,653.82	1,619.37
其他负债	157.90	205.81	183.56	235.81	280.37	323.47
负债合计	566.55	798.11	957.72	2,856.87	3,051.39	3,234.99
股本	69.45	81.45	81.67	81.67	81.67	81.67
资本公积	576.86	1,259.21	1,622.91	1,622.91	1,622.91	1,622.91
留存收益	1,283.94	1,799.58	2,826.66	3,858.68	5,222.01	6,956.30
归属母公司股东权益	1,930.25	3,140.25	4,531.23	5,563.25	6,926.58	8,660.88
少数股东权益	181.80	226.66	621.94	663.45	718.28	788.04
股东权益合计	2,112.05	3,366.90	5,153.17	6,226.70	7,644.87	9,448.91
负债和股东权益合计	2,678.60	4,165.01	6,110.89	9,083.57	10,696.25	12,683.91
投入资本(IC)	2,103.89	2,842.49	4,820.16	6,538.16	7,627.18	8,683.20
现金流量表						
经营性现金净流量	219.65	602.20	321.29	34.82	1,239.06	1,776.89
投资性现金净流量	-207.33	-1,182.80	-132.51	-499.10	-599.10	-699.10
筹资性现金净流量	-0.07	718.81	504.59	1,547.83	-102.15	-117.27
现金流量净额	11.31	136.39	704.53	1,083.54	537.81	960.52

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637