

成都华微 (688709)

2023 年报&2024 一季报点评：模拟电路业务发力，

行业地位稳固

报告摘要

◆ 事件：公司4月15日公告，2023年实现营收（9.26亿元，+9.64%），归母净利润（3.11亿元，+10.61%），毛利率（76.15%，+0.02pcts），净利率（34.18%，+0.58pcts）。4月30日公告，2024Q1实现营收（1.39亿元，同比-36.38%），归母净利润（0.59亿元，同比-21.79%），毛利率（79.28%，-0.53pcts），净利率（42.66%，+7.92pcts）。

◆ “数字芯片+模拟芯片”双轮驱动，中国电子旗下国产特种集成电路重要参与方。公司是中国电子集团旗下国产特种集成电路重要参与方，国家首批认证的集成电路设计企业，主要产品涵盖特种数字及模拟集成电路两大领域，是国内少数几家同时承接数字和模拟集成电路国家重大专项的企业之一，产品技术和销售规模处于国内第一梯队，客户集中于特种领域的大型央企集团，主要客户包括中国电科集团、航空工业集团、航天科技集团、航天科工集团等，具备一定的行业壁垒，市场格局稳定。

◆ 受益模拟集成电路快速增长，公司盈利稳定提升。2023年，公司收入（9.26亿元，+9.64%）、归母净利润（3.11亿元，+10.61%）保持稳定增长，主要是公司大力发展已定型新产品推广及新用户拓展，产品种类及新拓展用户数量快速增长。毛利率（76.15%，+0.02pcts）维持稳定，并保持在较高水平，净利率（34.18%，+0.58pcts）呈现逐年小幅提升态势。分业务来看：

1、数字集成电路产品：产品包括以可编程逻辑器件（CPLD/FPGA）为代表的逻辑芯片、存储芯片及微控制器等。2023年数字集成电路产品收入（4.25亿元，-0.45%），毛利率（75.41%，-0.89pcts）整体维持稳定，但略有下降，从销量来看，数字芯片受订单影响，销售（25.32万颗，-12.84%）下滑，我们认为公司新产品的推广，在销量下降的同时，稳定住了公司的收入和毛利率。公司数字集成电路。

投资评级

买入

首次评级

2024年05月09日

收盘价(元): 21.01

目标价(元): 25.00

公司基本数据

总股本(百万股) 636.85

总市值(百万) 13,380.16

流通股本(百万股) 71.70

流通市值(百万) 1,506.50

12月最高/最低价(元) 27.11/18.01

资产负债率(%) 25.99

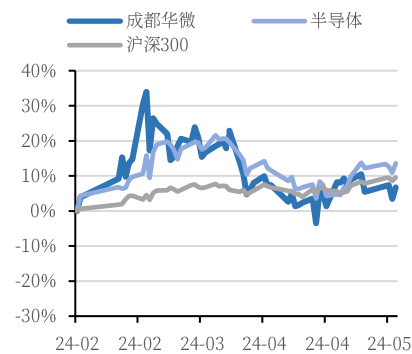
每股净资产(元) 4.39

市盈率(TTM) 45.40

市净率(PB) 4.79

净资产收益率(%) 2.10

股价走势图



作者

张超 分析师

SAC执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师

SAC执业证书: S0640519080001

联系电话: 010-59562536

邮箱: liangc@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

2、**模拟集成电路产品**：产品包括数据转换（ADC/DAC）、总线接口及电源管理等。其中 ADC/DAC 芯片业务主体为苏州云芯。公司 2023 年模拟集成电路产品实现营收（4.48 亿元，+38.46%），毛利率（79.82%,+3.05pcts），均实现较大幅度增长，且销售收入首次超过数字电路，从销量来看，模拟芯片销量（49.87 万颗，+1.75%）实现了同比增长，随着公司新产品在用户中试用良好，模拟集成电路产品开始逐渐发力。

◆ **三费增长明显，加大研发投入**。2023 年公司三费费率（18.72%，+2.27pcts）拐头向上，管理费率（13.37%，+2.06pcts）增长明显，主要系战略发展需要以及扩大生产经营的需求，管理人员增加所致；公司研发费用率（21.40%，+1.30pcts），主要系公司加大研发投入所致。

◆ **现金流优化，由负转正优化**。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额（+0.54 亿元）净额由负转正，主要系本期客户回款较好，同时与供应商协调，优化付款节点安排所致。投资活动产生的现金流量净额（-1.07 亿元）大幅增长，主要系上期收购苏州云芯支付投资款金额较大且固定资产投资较上期有所减少所致；筹资活动产生的现金流量净额（0.23 亿元，-92.58%）大幅减少，主要系本期偿还的借款较上期增加所致。

◆ **资产负债端，两金占比小幅提升**。公司存货（3.36 亿元，+11.30%）维持在较高水平，应收账款与应收票据（11.33 亿元，33.92%）大幅增长，两金占比（64.61%，+4.65pcts）逐年提升明显，我们认为，随着公司业务规模的增长，承接客户订单大量增加，已发货但客户尚未验收的发出商品也相应增加，日常备货和期末库存商品的平稳增加是良性的，本期增长幅度较大，主要系特种企业验收结算周期流程较长，同时部分客户仍未到结算节点所致。

◆ **2024 Q1 受验收节奏影响，业绩数据有所下滑**。公司 2024Q1 实现营收（1.39 亿元，-36.38%）下降较为明显，归母净利润（0.59 亿元，-21.79%），扣非归母净利润（0.36 亿元，-48.21%）跌幅超过营收；毛利率（79.28%，-0.53pcts）保持相对平稳，净利率（42.66%，+7.92pcts）提高明显。我们认为，全球集成电路产业波动明显，公司产品广泛应用于电子、通信、控制、测量等特种领域，受相关领域下游节奏波动影响较大，公司 2024 年 Q1 营收端、净利润端均下降明显，主要系受相关配套下游订单及验收节奏影响；毛利率仍维持较高水平，扣非归母净利润端却下降幅度超过营收端，主要系公司由于战略发展需要及扩大生产经营的需求，研发费用率

(25.47%, +4pcts)及管理费用率(19.86%, +6.47pcts)率均增长明显所致。

◆ 募投项目持续推进,“设计+测试”一体化发展,提高核心竞争力。公司本次向社会公众公开发行股票 9,560.00 万股,占发行后总股本比例 15.0115%,本次募集资金扣除发行费用后将全部用于与公司主营业务相关的项目,如下:①芯片研发及产业化;②高端集成电路研发及产业基地;③补充流动资金。我们认为,本次募集资金投资项目与公司现有业务关系密切,是从公司战略角度出发,是对现有业务的扩展与深化。

1、高性能 FPGA、高速高精度 ADC/DAC、智能 SoC 等产品未来应用市场广阔,契合公司现有产品研发升级的需要;

2、高端集成电路研发及产业基地项目,由发行人全资子公司华微科技实施,拟打造集设计、测试、应用开发为一体的产业平台。由于,业务模式上,公司采用 Fabless 模式,且特种领域下游客户对产品的可靠性要求较高,因此公司测试环节主要由公司自行完成,因此进一步提升公司集成电路产品测试和验证的综合实力有助于帮助公司提升产业综合能力,满足特种领域可靠性需求,降低产品测试成本。

我们认为,在上述领域持续投入有助于进一步强化公司开拓业务的能力,帮助公司提高核心竞争力。

◆ 投资建议:公司是中国电子集团旗下的国产特种集成电路重要参与方,是国内少数几家同时承接数字和模拟集成电路国家重大专项的企业之一,我们认为:

具体观点如下:

1、全球集成电路产业波动明显,公司产品广泛应用于电子、通信、控制、测量等特种领域,短期受相关领域下游节奏波动影响较大,长期来看,公司新产品的接连发布有望持续提供增长动能。在我国,推动军队信息化、智能化建设以及实现武器装备的自主可控是国防建设的重点方向,而公司覆盖的 FPGA 产品,作为人工智能时代的驱动引擎,武器装备中智能化、信息化和现代化的代表,将受益于行业发展的黄金时代;

2、“数字芯片+模拟芯片”双轮驱动,公司是国内少数几家同时承接数字和模拟集成电路国家重大专项的企业之一,目前在特种 FPGA 及高精度 ADC 产品上均处于国内领先地位,在研项目和在手订单的数量可观,行业地位稳固,客户集中于特种领域的大型央企集团,整体下游市场需求饱满,公司所处行业地位以及产品未来的发展前景,有望维持高景气。

3、“设计+测试”一体化发展，募集资金实施“芯片研发及产业化”及“高端集成电路研发及产业基地”项目，有助于公司在优化资本结构的基础上，打造集设计、测试、应用开发为一体的产业平台，进一步提升公司集成电路产品测试和验证的综合实力，降低产品测试成本，在帮助公司提高核心竞争力，有利于增强公司综合竞争力、持续盈利能力和抗风险能力。

基于以上观点，我们预测公司 2024、2025、2026 年归母净利润分别为 3.41 亿元、4.25 亿元、5.22 亿元，EPS 为 0.53 元、0.67 元、0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 39.53 倍、31.66 倍、25.79 倍。

◆ 风险提示

宏观政策变化、海外市场疲软、技术研发不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

财务数据与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	926.05	1039.56	1266.03	1544.10
增长率(%)	9.64%	12.26%	21.79%	21.96%
归属母公司股东净利润	311.07	340.57	425.30	521.96
增长率(%)	10.61%	9.49%	24.88%	22.73%
每股收益 EPS(元)	0.57	0.53	0.67	0.82

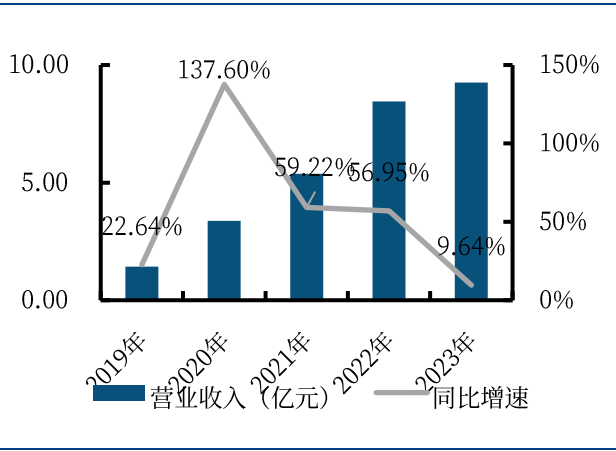
● 公司各业务预测表

公司各业务预测表 (百万元)		2023A	2024E	2025E	2026E
模拟集成电路	营收	448.01	537.61	672.01	840.01
	成本	90.42	108.49	135.61	169.51
	毛利	38.46%	20.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	79.82%	79.82%	79.82%	79.82%
数字集成电路	营收	425.23	446.49	535.79	642.95
	成本	104.59	109.79	131.75	158.10
	毛利	-0.45%	5.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	75.41%	75.41%	75.41%	75.41%
技术服务	营收	27.13	28.49	29.91	31.41
	成本	14.77	15.51	16.29	17.10
	毛利	-62.34%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	45.55%	45.55%	45.55%	45.55%
其他产品	营收	23.80	24.99	26.24	27.55
	成本	11.05	11.60	12.18	12.79
	毛利	14.42%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	53.57%	53.57%	53.57%	53.57%
合计	营收	926.05	1,039.56	1,266.03	1,544.10
	增长率	9.64%	12.26%	21.79%	21.96%
	成本	220.83	246.60	297.10	358.84
	毛利率	76.15%	76.28%	76.53%	76.76%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

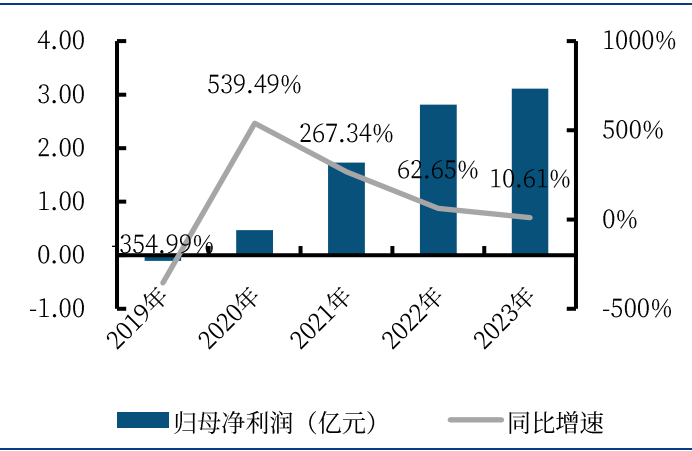
● 2019-2023 年公司年报主要财务数据

图1 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



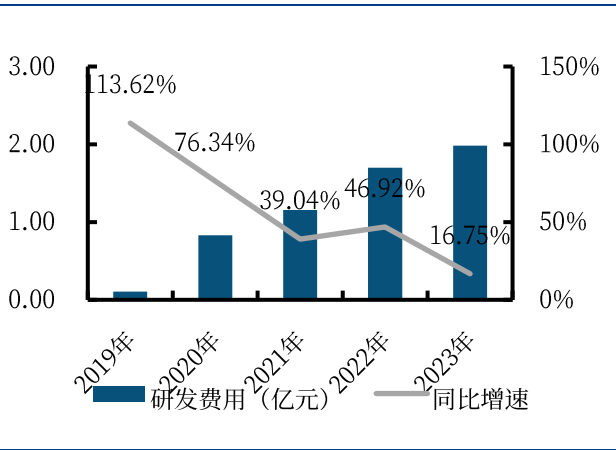
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司年报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



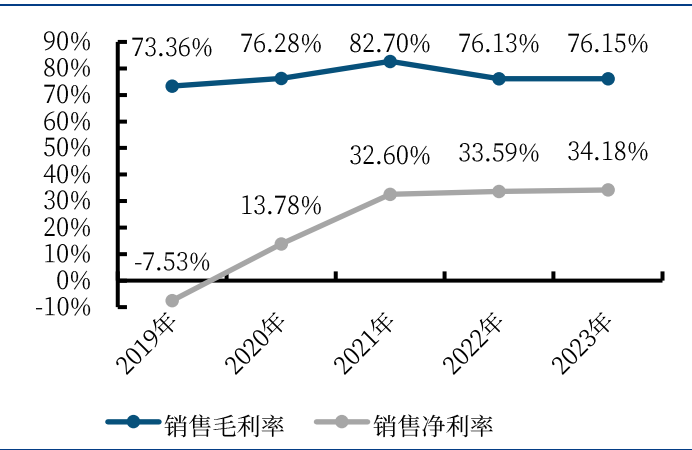
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司研发费用及同比增速 (单位: 亿元; %)



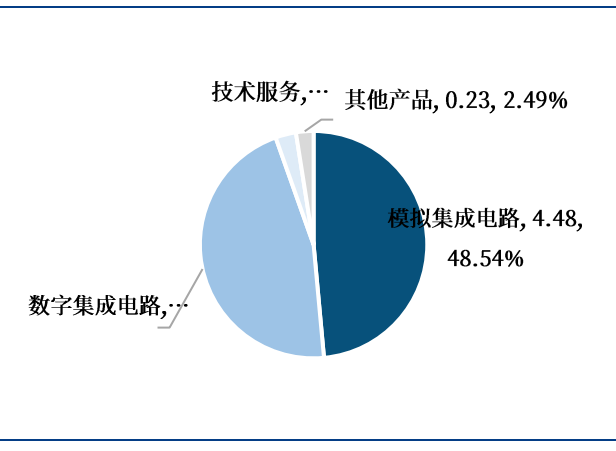
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司年报毛利率和净利率 (单位: %)



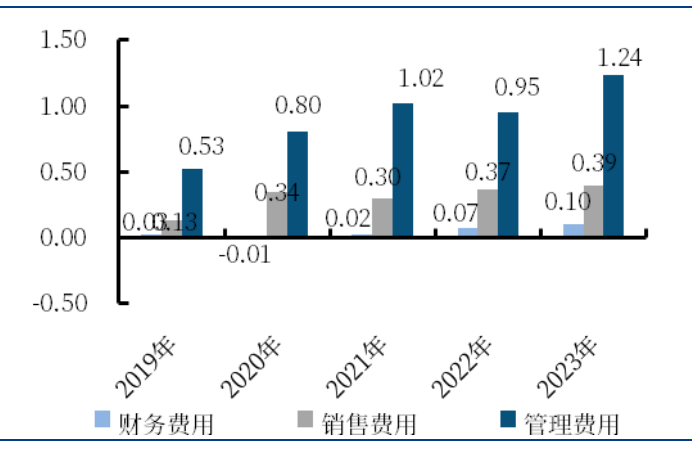
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5 公司年报收入结构 (单位: %)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6 公司年报三费变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测		单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
利润表							
营业收入	538.19	844.66	926.05	1,039.56	1,266.03	1,544.10	
减: 营业成本	93.13	201.59	220.83	246.60	297.10	358.84	
税金及附加	3.14	7.36	10.59	9.00	10.97	13.37	
主营业务利润	441.91	635.71	694.63	783.95	957.96	1,171.89	
减: 销售费用	29.59	36.58	39.25	44.06	53.66	65.45	
管理费用	102.25	95.50	123.77	128.24	156.18	190.48	
研发费用	115.52	169.72	198.14	218.15	265.67	324.02	
财务费用	2.05	6.94	10.37	16.43	7.79	5.45	
经营性利润	192.50	326.98	323.09	377.06	474.66	586.49	
加: 资产减值损失	-8.50	-1.65	-3.70	-3.09	-3.77	-4.60	
信用减值损失	-4.84	-23.58	-25.77	-22.43	-27.32	-33.32	
其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.00	0.06	-0.36	-0.10	-0.10	-0.10	
公允价值变动损益	0.03	-0.03	-0.44	0.00	0.00	0.00	
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他收益	10.83	5.00	39.47	18.43	18.43	18.43	
营业利润	190.02	306.77	332.30	369.87	461.90	566.91	
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	0.23	0.13	0.02	0.13	0.13	0.13	
减: 营业外支出	0.04	0.04	0.07	0.05	0.05	0.05	
利润总额	190.21	306.85	332.25	369.95	461.98	566.98	
减: 所得税	14.77	23.11	15.76	24.71	30.86	37.87	
净利润	175.44	283.75	316.49	345.24	431.12	529.11	
减: 少数股东损益	2.54	2.52	5.43	4.67	5.83	7.15	
归属母公司股东净利润	172.90	281.22	311.07	340.57	425.30	521.96	
资产负债表							
货币资金	220.19	196.13	165.35	1,036.43	945.14	891.61	
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收票据	220.85	322.60	217.35	355.87	433.40	528.59	
应收账款	261.42	523.54	915.83	1,028.08	1,252.06	1,527.06	
预付账款	50.49	67.62	41.58	75.80	92.32	112.60	
其他应收款	6.23	5.17	5.26	8.10	9.86	12.03	
存货	215.97	302.13	336.28	439.00	528.89	638.79	
其他流动资产	28.15	0.44	7.16	20.99	25.56	31.17	
长期股权投资	0.00	23.86	23.49	23.39	23.29	23.19	
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	1.63	1.60	1.16	1.01	0.86	0.70	
固定资产和在建工程	279.59	343.94	438.28	692.09	769.89	781.68	
无形资产和开发支出	77.82	73.76	70.79	58.99	47.19	35.39	
其他非流动资产	32.15	54.21	51.66	51.37	51.08	51.08	
资产总计	1,394.48	1,915.00	2,274.22	3,791.13	4,179.54	4,633.90	
短期借款	160.92	272.35	330.22	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	52.72	47.84	11.04	12.33	14.85	17.93	
应付账款	130.24	152.50	188.68	210.70	253.85	306.60	
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
合同负债	18.52	12.85	7.02	7.88	9.60	11.71	
其他应付款	72.30	104.87	120.10	134.12	161.58	195.16	
长期借款	100.47	308.05	216.91	251.33	213.03	144.06	
其他负债	55.92	37.28	75.12	82.53	100.79	123.18	
负债合计	591.09	935.75	949.09	698.89	753.70	798.63	
股本	541.25	541.25	541.25	636.85	636.85	636.85	
资本公积	207.40	118.12	147.51	1,551.88	1,551.88	1,551.88	
留存收益	31.77	312.99	624.06	886.54	1,214.31	1,616.59	
归属母公司股东权益	780.42	972.36	1,312.81	3,075.26	3,403.04	3,805.31	
少数股东权益	22.97	6.89	12.31	16.98	22.80	29.95	
股东权益合计	803.39	979.25	1,325.13	3,092.24	3,425.84	3,835.27	
负债和股东权益合计	1,394.48	1,915.00	2,274.22	3,791.13	4,179.54	4,633.90	
投入资本(IC)	898.41	1,447.98	1,799.51	2,411.10	2,820.34	3,242.13	
现金流量表							
资本支出	194.92	182.43	140.27	300.00	170.00	150.00	
自由现金流	-302.05	-289.17	-17.58	-251.18	28.98	112.23	
短期借款增加	155.92	111.43	57.87	-330.22	0.00	0.00	
长期带息债务增加	100.47	207.58	-91.14	34.42	-38.30	-68.97	
股权筹资额				1,499.96	0.00	0.00	
支付普通股股利	0.00	0.00	71.33	78.09	97.52	119.69	
长期投资	0.00	-158.38	0.00	-1.23	-1.23	-1.23	
经营性现金净流量	-45.95	-1.65	47.05	62.67	223.56	291.80	
投资性现金净流量	-154.67	-323.62	-107.49	-301.23	-171.23	-151.23	
筹资性现金净流量	161.90	309.62	22.97	1,109.63	-143.62	-194.10	
现金流量净额	-38.72	-15.65	-37.47	871.07	-91.29	-53.53	
货币资金的期初余额	250.51	211.79	196.13	165.35	1,036.43	945.14	
货币资金的期末余额	220.19	196.13	165.35	1,036.43	945.14	891.61	
企业自由现金流	-302.05	-289.17	-17.58	-251.18	28.98	112.23	
权益自由现金流	-47.55	23.43	-60.74	-562.32	-16.59	38.18	

数据来源: 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: 资本市场大型军工行业研究团队, 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, 186748577
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送发或为任何就送发、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