

公司研究

# 激烈市场竞争导致短期价格承压，公司积极开拓新产品新市场

——上海复旦（1385.HK）2024 年三季度报业绩点评

## 增持（维持）

当前价：15.52 港元

### 作者

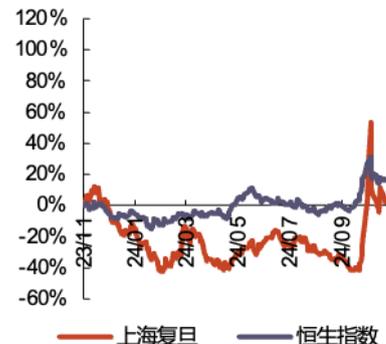
分析师：付天姿  
 执业证书编号：S0930517040002  
 021-52523692  
 futz@ebsecn.com

联系人：董馨悦  
 021-52523858  
 dongxinyue@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	8.19
总市值(亿港元)	286.36
一年最低/最高(港元)	8.7-25.6
近 3 月换手率 (%)	308.8

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.1	15.4	-18.2
绝对	-23.9	36.4	-2.1

资料来源：Wind

### 相关研报

FPGA 等高科技业务稳健增长，民用消费品价格承压……20231103

FPGA 维持高速增长，加强研发投入构筑技术壁垒……20230831

特种芯片成为业绩增长引擎，民用消费品业务或将承压……20230501

疫情影响业绩略不及预期，高科技业务持续放量……20230323

## 要点

**事件：**公司前三季度实现营收 26.84 亿人民币，同比下降 1.99%；24Q3 实现营收 8.9 亿人民币，同比下降 5.55%；产品需求分化，其中 Q3 智能电表芯片业务收入同比增长 27%，成为业绩增长驱动力，而安全与识别芯片/非挥发性存储芯片/FPGA 及其他芯片业务收入分别同比下降 9%/11%/1%。利润端，前三季度产品综合毛利率 55.05%，同比下降 9.53pct；24Q3 产品综合毛利率 52.15%，同比下降 7.61pct，系多个产品线面临激烈的存量市场，公司为巩固和拓展市场份额，下调部分产品价格，叠加产品结构调整的不利影响；前三季度归母净利润 4.27 亿人民币，同比下降 34.3%；其中 24Q3 归母净利润 0.79 亿人民币，同比下滑 60.6%，对应归母净利率 9%，净利润下降系毛利率走弱叠加公司研发投入力度增大，公司前三季度研发费用同比增加 6%。

**智能电表因电网招标而需求增长，多类产品面临价格压力，公司积极开拓市场份额和新应用领域：**1) 安全与识别芯片业务 24Q3 实现收入 2.06 亿元，同比下降 9%，系公司面临激烈市场价格竞争。公司积极开拓新市场和应用领域，完成新一代金融卡产品 EMV 认证，针对海外需求高涨的金融卡和超高频 RFID，公司开始布局海外渠道进行市场开拓；在车用领域，已有主机厂和 Tier One 汽车品牌开始导入车规级非接触读卡器芯片。2) 非挥发性存储器业务 24Q3 实现收入 2.38 亿人民币，同比下降 11%。但因终端及渠道库存消化，存储行业有望逐步回暖，消费及工业级 SPI NAND、NOR 产品线价格止跌回升，我们预计 2025 年非挥发性存储器业务收入将回升。市场拓展方面，工业仪器仪表领域，公司 EEPROM 产品市占率稳步提升；消费级产品领域，公司高度关注网通、安防、可穿戴领域的客户需求。3) 智能电表芯片业务 24Q3 实现收入 0.98 亿人民币，同比增长 27%，系电网招标增长，智能电表 MCU 出货情况良好。但通用 MCU 市场方面，终端价格压力传导进而导致 MCU 价格承压。公司一方面积极布局智慧家电、汽车电子等领域，另一方面已完成 12 寸 55nm 和 90nm 嵌入式闪存工艺平台的开发与流片，未来将逐步推出多款基于 12 寸工艺平台的大容量、高可靠性、高性能工业级和车规级 MCU 产品。公司面临激烈市场竞争，价格压力增大，除智能电表因出货量提振业绩外，安全与识别芯片/非挥发性存储器业务营收均出现下滑。我们认为非挥发性存储器有望随存储行业回暖而转好，安全与识别芯片业务仍需观察下游需求，同时公司积极拓展汽车、工业、物联网等应用和开拓海外市场以弥补。

**高可靠产品 FPGA 积极迭代：**FPGA 芯片及其他产品 24Q3 实现收入 3.22 亿人民币，同比下滑 1%。公司可提供千万门级、亿门级和十亿门级 FPGA 和 PSoC 产品，具备全流程自主知识产权 FPGA 配套 EDA 工具 Procise，且正在推进基于 1xnm FinFET 先进制程的新一代 FPGA 和 PSoC 产品。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司多条产品线面临激烈的存量市场竞争，价格承压，拖累营收增长和盈利能力，下调公司 24-25 年归母净利润预测至 5.19/7.89 亿元（相比上次预测分别下调 55.4%/45.5%），新增 26 年归母净利润预测 9.97 亿元，对应同比增速分别为-28%/52%/26%。当前收盘价 15.52 港元，对应 24/25 年 22x/15x 预测 P/E，考虑到 FPGA 芯片国产替代推进，存储器业务有望随行业回暖，维持上海复旦（H）“增持”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；技术迭代进度不及预期；市场竞争加剧风险。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万人民币）	3,539	3,536	3,527	4,007	4,421
营业收入增长率	37.3%	-0.1%	-0.3%	13.6%	10.3%
归母净利润（百万人民币）	1,077	719	519	789	997
归母净利润增长率	109.3%	-33.2%	-27.9%	52.1%	26.4%
EPS（人民币）	1.32	0.88	0.63	0.96	1.22
P/E	11	16	22	15	12
P/B	2.6	2.2	2.0	1.8	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2024-11-01；按照 1 HKD=0.9158 CNY 换算

表 1: 上海复旦 (1385.HK) 损益表

(单位: 百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	3,539	3,536	3,527	4,007	4,421
IC 产品	3,314	3,348	3,412	3,898	4,318
集成电路测试服务	219	185	111	105	100
其他营业收入	6	3	3	3	3
营业开支	1,250	1,372	1,605	1,809	1,898
营业利润	2,289	2,165	1,921	2,198	2,523
净利润	1,077	719	519	789	997
息税折旧前利润	1,305	1,023	709	1,227	1,664
息税前利润	1,114	764	598	901	1,130
每股收益 (元)	1.32	0.88	0.63	0.96	1.22

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 上海复旦 (1385.HK) 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	6,111	8,411	8,886	10,572	11,134
流动资产	4,327	5,937	5,757	6,900	7,168
现金及短期投资	1,191	1,003	1,094	1,190	1,342
有价证券及短期投资	80	30	30	30	30
应收账款	730	930	826	996	1,067
存货	1,483	3,177	2,862	3,702	3,635
其它流动资产	843	797	946	982	1,093
非流动资产	1,784	2,474	3,128	3,672	3,966
长期投资	43	43	43	43	43
固定资产净额	694	1,115	1,878	2,468	2,790
其他非流动资产	1,047	1,316	1,208	1,161	1,132
总负债	958	2,450	2,376	3,205	2,683
流动负债	904	1,879	1,806	2,644	2,131
应付账款	201	236	267	306	318
短期借贷	69	966	856	1,582	970
其它流动负债	634	677	683	756	842
长期负债	54	570	571	561	553
长期债务	0	530	530	530	530
其它	54	40	41	31	23
股东权益合计	5,153	5,962	6,509	7,367	8,450
股东权益	4,531	5,303	5,805	6,594	7,591
少数股东权益	622	659	704	772	859
负债及股东权益总额	6,111	8,411	8,886	10,572	11,134
净现金/(负债)	1,068	-533	-333	-954	-181
营运资本	2,012	3,871	3,421	4,392	4,384
长期可运用资本	5,207	6,532	7,080	7,928	9,003
股东及少数股东权益	5,153	5,962	6,509	7,367	8,450

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 上海复旦 (1385.HK) 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	321	-708	1,063	263	1,656
净利润	1,077	719	519	789	997
折旧与摊销	191	258	111	326	535
营运资本变动	-25	-1,859	450	-972	8
其它	-922	173	-17	120	116
<b>投资活动现金流</b>	-133	-732	-814	-844	-840
资本性支出净额	-780	-849	-820	-820	-820
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	33	-0	-0	-0	-0
其它资产变化	614	117	7	-23	-20
<b>自由现金流</b>	-764	-1,639	66	-850	442
<b>融资活动现金流</b>	505	1,310	-159	676	-663
股本变动	79	1,679	0	0	0
净债务变化	6	1,427	-111	727	-613
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	420	-1,796	-48	-50	-51
<b>净现金流</b>	693	-129	90	96	152

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP