

持有

2024年12月2日

存量市场竞争激烈，FPGA 产品毛利率阶段性承压

- 季度业绩摘要：**公司 2024Q3 实现收入 8.9 亿元，同比下滑 5.5%。各产品线营业收入分别为：安全与识别芯片 2.1 亿元、非挥发性记忆体 2.4 亿元、智能电表芯片 1.0 亿元、FPGA 及其他芯片 3.2 亿元、测试服务收入 0.2 亿元。毛利率 52.1%，同比下降 7.7pct，环比下降 4.2pct，环比下降主要由于存储和 MCU 产品的单价下降。营业利润 0.7 亿元，同比下降 65.4%。归母净利润 0.79 亿元，扣非归母净利润 0.76 亿元，同比下降 59.8%。扣非每股收益为 0.10 元，去年同期为 0.23 元。
- 存量市场竞争激烈各类业务持续承压，FPGA 毛利率略有下滑：**2024 年以来公司各类业务受存量市场激烈竞争影响，为巩固市场份额，多类产品价格结构性下调，预计今年整体毛利率将有 5% 的下滑。2024 年前 9 个月 FPGA 及其他芯片销售收入 8.8 亿元，同比下滑 3.7%。公司多款基于 1xnm FinFET 的 FPGA 产品已完成样片测试，部分产品已有小批量销售，未来将继续推进良率提升和产品谱系化拓展。此外，基于 1xnm FinFET 的新一代 CPU+FPGA+AI 融合架构产品样片测试顺利，已陆续给小部分客户送样。但当前尚未在未来几个季度看到明显的上行周期，叠加较为激烈的存量市场竞争，预估 FPGA 产品毛利率将调整至 75%。
- Q3 智能电表业务受招标需求提升同比增长 28.9%：**受今年电网招标次数从去年的全年两次增长至今年的三次，本季度智能电表业务收入同比增长 28.9% 达 3.2 亿元。公司积极布局汽车电子、智能家居等领域，目前 55nm 和 90nm 嵌入式闪存工艺已完成流片，未来将继续发展更多高可靠工业及车规级 MCU 产品进一步丰富旗下 12 寸工艺平台。但通用 MCU 产品仍受终端消费市场疲软导致的行业产能与库存受到出清影响，MCU 销售价格面临较大压力。
- 目标价 16.00 港元，调整至持有评级：**当前半导体行业除 AI 相关产品外暂未看到明确需求回暖，公司的各项业务 24 年收入均有承压。但 FPGA 业务下游客户订单稳定以及智能电表招标需求有望驱动这两项业务增长。我们预计公司未来三年的收入 CAGR 为 5.1%，对应净利润 CAGR 为 9.1%。采用 PE 估值法，对应 2025 年利润的 16 倍 PE，给予公司目标价 16.00 港元，相较于现价有 4.9% 的上升空间，持有评级。
- 风险：**产品销售状况不及预期、产品价格调整、市场竞争加剧、研发进展不及预期、产能被限制风险。

曹凌霁
+852-25321539
Rita.cao@firstshanghai.com.hk
韩啸宇
852-25321539
Peter.han@firstshanghai.com.hk

主要数据

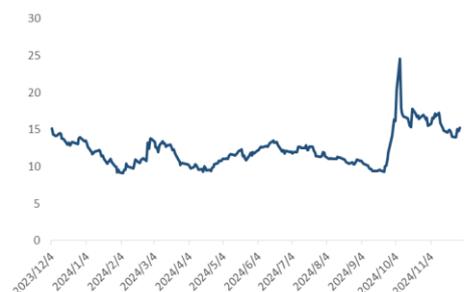
行业	TMT
股价	15.28 港元
目标价	16.00 港元 (+4.9%)
股票代码	1385.HK
已发行股本	8.19 亿股
市值	125.14 亿港元
52 周高/低	25.6/8.59 港元
每股净现值	7.80 港元
主要股东	复旦复控 13.4% 复旦高技术 13.0% 上海政本 4.3% 华夏基金 3.0%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入 (人民币千元)	3,538,909	3,536,259	3,599,361	4,104,779	4,502,206
变动	37.23%	-0.07%	1.78%	14.04%	9.68%
归母净利润	1,076,843	719,494	517,816	747,487	933,389
每股盈利 (人民币)	1.32	0.88	0.63	0.91	1.14
变动	91.10%	-33.38%	-28.03%	44.35%	24.87%
基于15.28港元的市盈率	10.8	16.2	22.5	15.6	12.5
每股派息 (人民币)	0.14	0.10	0.06	0.09	0.11
股息现价比	0.88%	0.65%	0.41%	0.60%	0.75%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表							财务分析						
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>							<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
收入	2,577,262	3,538,909	3,536,259	3,599,361	4,104,779	4,502,206	毛利率 (%)	58.9%	64.7%	61.2%	55.3%	60.4%	62.7%
毛利	1,518,339	2,288,638	2,164,591	1,988,851	2,477,498	2,824,678	EBITDA 利率 (%)	30.5%	36.7%	28.1%	21.6%	26.2%	29.1%
其他业务净额	29,183	-77,818	22,802	-53,990	-61,572	-63,031	净利率 (%)	21.7%	31.6%	21.2%	13.9%	18.6%	21.2%
销售开支	-171,639	-222,819	-251,742	-233,958	-262,706	-283,639	营运表现						
研发开支	-691,637	-735,420	-1,010,598	-1,007,821	-1,190,386	-1,328,151	销售及管理费用/收入	6.7%	6.3%	7.1%	6.5%	6.4%	6.3%
管理及财务开支	-110,884	-131,182	-173,637	-190,766	-197,029	-193,595	实际税率 (%)	2.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业利润	573,361	1,121,399	751,417	502,315	765,805	956,263	股息支付率 (%)	9.4%	10.2%	11.4%	10.0%	10.0%	10.0%
税前盈利	573,450	1,121,511	751,851	502,315	765,805	956,263	库存周转	263.1	350.2	620.1	576.6	430.8	426.5
所得税	-14,125	-4,246	-2,992	-2,009	-3,063	-3,825	应收账款天数	110.5	93.2	118.8	117.6	95.1	96.8
净利润	559,325	1,117,265	748,859	500,305	762,742	952,438	应付账款天数	62.0	58.6	58.1	56.1	58.4	57.9
少数股东应占利润	44,858	40,421	29,364	-17,511	15,255	19,049	财务状况						
本公司股东应占利润	514,467	1,076,843	719,494	517,816	747,487	933,389	总负债/总资产	0.19	0.16	0.29	0.27	0.25	0.23
折旧及摊销	-213,192	-178,642	-243,217	-275,083	-311,267	-352,370	收入/净资产	0.77	0.69	0.59	0.55	0.56	0.54
EBITDA	786,553	1,300,041	994,634	777,398	1,077,072	1,308,633	经营性现金流/收入	0.23	0.09	-0.20	0.56	0.23	0.27
增长							税前盈利对利息倍数	5.17	8.55	4.33	2.63	3.89	4.94
总收入 (%)	52.4%	37.3%	-0.1%	1.8%	14.0%	9.7%							
EBITDA (%)	135.4%	65.3%	-23.5%	-21.8%	38.5%	21.5%							

资产负债表							现金流量表						
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>							<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
现金	801,647	1,190,828	1,003,337	2,524,116	2,889,071	3,411,917	净利润	559,325	1,117,265	748,859	500,305	762,742	952,438
应收账款	824,067	982,348	1,320,566	999,128	1,139,425	1,249,745	股权激励费用	14,071	128,430	106,879	106,879	106,879	106,879
存货	916,083	1,483,265	3,177,371	1,910,636	1,930,533	1,990,143	折旧和摊销	223,030	193,417	259,857	275,083	311,267	352,370
其他流动资产	499,866	670,660	436,010	808,139	875,935	929,245	经营资产变动	-186,314	-979,837	-1,748,875	1,184,880	-108,612	-78,917
总流动资产	3,041,663	4,327,101	5,937,284	6,242,019	6,834,964	7,581,049	其他	4,594	-12,690	19,508	0	0	0
固定资产	567,877	694,447	1,115,454	1,282,772	1,475,188	1,696,467	经营现金流	602,205	321,285	-708,167	2,029,289	959,147	1,207,169
无形资产	74,833	85,751	143,277	157,605	173,365	190,702	净投资收益	519,038	1,160,485	790,283	0	0	0
长期投资	108,496	76,411	77,985	77,985	77,985	77,985	购置资产	-564,497	-782,527	-850,933	-340,828	-391,953	-450,745
银行存款及其他	480,641	1,003,590	1,215,336	1,215,336	1,215,336	1,215,336	处置资产	661	2,528	2,367	0	0	0
总资产	4,165,014	6,110,889	8,411,351	8,897,733	9,698,853	10,683,553	投资活动现金流	-1,182,797	-132,514	-731,597	-456,729	-519,443	-590,985
应付账款	200,263	201,182	235,757	259,148	261,847	269,932	取得借款与投资	47,072	17,398	1,403,422	0	0	0
短期银行借款	100	54,000	893,860	893,860	893,860	893,860	偿还债务及其他	0	0	0	0	0	0
其他短期负债	512,786	648,694	749,704	657,292	660,842	671,479	股利	0	0	0	0	0	0
流动负债	713,149	903,876	1,879,321	1,810,300	1,816,549	1,835,271	融资活动现金流	718,806	504,587	1,310,271	-51,782	-74,749	-93,339
长期银行借款	18,200	0	530,064	530,064	530,064	530,064	现金变化	138,214	693,358	-129,493	1,520,779	364,955	522,845
其他负债	779,912	957,719	1,919,585	1,850,564	1,856,814	1,875,536	期初持有现金	279,369	415,755	1,120,287	992,925	2,513,704	2,878,659
总负债	798,112	957,719	2,449,649	2,380,628	2,386,877	2,405,599	汇兑变化	-1,828	11,174	2,131	0	0	0
少数股东权益	226,657	621,939	658,726	641,215	656,470	675,519	期末持有现金	415,755	1,120,287	992,925	2,513,704	2,878,659	3,401,504
股东权益	3,366,902	5,153,170	5,961,702	6,517,104	7,311,976	8,277,954							
每股账面值(摊薄)	4.52	6.31	7.28	7.96	8.93	10.11							
营运资产	2,328,514	3,423,225	4,057,963	4,431,719	5,018,415	5,745,777							

数据来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。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它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。