

2025 年 03 月 12 日

业绩短暂承压，下游需求复苏在即

安路科技(688107)

事件概述

公司发布 2024 年业绩快报。2024 年公司实现营收 6.52 亿元，同比-6.99%；归母净利润-2.05 亿元，同比扩大亏损 4.19%；扣非归母净利润-2.41 亿元，同比扩大亏损 6.10%。收入端来看，受终端行业客户去库存周期未结束及下游需求复苏分化影响，营收同比减少；利润端来看，公司持续加大研发投入以强化核心竞争力，研发支出保持高位，叠加营收规模下降，导致亏损同比扩大。

► 公司业绩短暂承压，但库存逐步恢复正常水位，下游需求有望复苏

24 年受到终端行业客户去库存尚未结束、下游市场各行业需求复苏不及预期等影响，公司收入同比下滑。但与海外龙头公司比较而言，公司同比下滑幅度较小，展现了较强的经营韧性。展望 25 年，我们认为通信、工控、汽车等下游需求逐步恢复，库存消化逐步回到正常水平，凤凰等产品占比逐步提升，公司收入/毛利率端都有望逐步改善。

► 新品迭代助力新市场/新客户开拓

面相工控等市场的长尾客户，公司推出凤凰系列高效能 PH1P 产品，适用于嵌入式控制、逻辑协同处理、图像处理、机器视觉、LED 显示、视频处理与监控、通信基础设施、医疗、工业控制和消费电子等多个领域。同时公司逐步完善汽车级 FPGA 生态，推出符合车规标准的高性能 FPGA 器件，支持 ADAS、ECU、智能座舱和人机交互等应用，满足新能源和智能化驾驶的需求。

投资建议

我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 6.52、8.18、10.10 亿元，同比 -7.0%、+25.7%、+23.4%；归母净利润分别为 -2.04、-2.00、-1.67 亿元。每股收益分别为 -0.51、-0.50、-0.42 元。2025 年 3 月 11 日股价为 36.41 元，对应 PS 分别为 22、18、14x。由于公司是国内 FPGA 龙头公司，产品导入以及客户份额不断提升，下游需求触底修复进程中，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧风险，新品研发不及预期风险，行业景气度不及预期风险。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	36.41
股票代码：	688107
52 周最高价/最低价：	41.28/17.16
总市值(亿)	145.95
自由流通市值(亿)	145.95
自由流通股数(百万)	400.85



分析师：单慧伟

邮箱：shanhw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120004

联系电话：

分析师：贾国瑞

邮箱：jiagr@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525020002

联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,042	701	652	818	1,010
YoY (%)	53.6%	-32.7%	-7.0%	25.5%	23.5%
归母净利润(百万元)	60	-197	-204	-200	-167
YoY (%)	293.9%	-429.6%	-3.7%	2.1%	16.7%
毛利率 (%)	39.8%	38.4%	31.0%	38.1%	40.6%
每股收益 (元)	0.15	-0.49	-0.51	-0.50	-0.42
ROE	3.7%	-13.6%	-16.5%	-19.2%	-19.1%
市盈率	243.55	-73.94	-71.40	-72.90	-87.57

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 国内 FPGA 龙头企业，不断完善产品布局.....	4
2. 盈利预测与估值	4
2.1. 盈利预测	4
2.2. 相对估值	4
3. 风险提示	5

图表目录

表 1 主营业务预测	4
表 2：可比公司 Wind 一致预期	5

1. 国内 FPGA 龙头企业，不断完善产品布局

安路科技是国内 FPGA 龙头企业。公司成立于 2011 年。主业覆盖 FPGA 芯片、FPSoC 及专用 EDA 软件的研发、设计与销售，产品广泛应用于工业控制、网络通信、消费电子、数据中心和智能汽车电子等领域。目前 FPGA 拥有三大核心产品线：1) ELF 系列：主打低功耗市场，适用于工业控制和网络通信，如 ELF3 系列通过优化功耗与性能，满足高带宽需求。2) EAGLE 系列：定位高性价比逻辑控制与图像处理市场，例如 EAGLE4 系列支持 1Gbps 高速接口转换，适配伺服控制等场景。3) PHOENIX 系列：大部分采用 28nm 工艺，面向高性能计算，支持 16Gbps SerDes 接口，服务于数据中心等高带宽领域。此外公司还有 FPSoC 产品系列，例如集成 RISC-V 处理器的 SWIFT1 系列，在视频处理与人工智能领域应用。

2. 盈利预测与估值

2.1. 盈利预测

基本假设：

1、**芯片业务**：公司在国内 FPGA 行业具有较强竞争力，目前主要包含三大 FPGA 系列以及 FPSOC 产品，目前在丰富各类产品线和布局，在客户端份额逐步上升。未来随着公司凤凰系列以及 FPSOC 产品占比逐步提升，整体毛利率处于环比增长趋势。综上，预计公司 2024-2026 年芯片收入增速分别是-6.96%/25.26%/23.76%，毛利率分别是 27.58%/34.96%/37.76%。

2、**技术服务**：公司在该部分收入主要包括软件模块开发服务、定制应用方案设计服务等，预计后续毛利率保持稳定。综上，预计公司 2024-2026 年技术服务收入增速分别是-9.91%/30%/15%，毛利率分别是 98.00%/98.00%/98.00%。

我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 6.52、8.18、10.10 亿元，同比 -7.0%、+25.7%、+23.4%；归母净利润分别为 -2.04、-2.00、-1.67 亿元。

表 1 主营业务预测

		2022.00	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（百万元）	1042	701	652	818	1010
	收入 YOY	53.57%	-32.75%	-7.0%	25.5%	23.5%
	营业成本（百万元）	627	432	450	506	600
	毛利率	39.81%	38.36%	30.99%	38.12%	40.58%
FPGA 芯片业务	收入	1028	665	619	775	959
	收入 YOY	55.72%	-35.30%	-6.96%	25.26%	23.76%
	毛利率	39.45%	35.26%	27.57%	34.96%	37.76%
技术服务	收入	10	34	31	40	46
	收入 YOY	-42.13%	254.38%	-9.91%	30.00%	15.00%
	毛利率	61.52%	98.03%	98.00%	98.00%	98.00%
其他业务	收入	4	1	2	3	4
	毛利率	77.56%	45.42%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 相对估值

我们选取兆易创新、复旦微电、紫光国微作为可比公司，其中兆易创新主营业务涉及存储芯片等，复旦微电主营业务涉及到 FPGA 芯片及其他业务，紫光国微主营业务包含 FPGA 芯片等。2025 年可比公司 PS 为 21x。我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 6.52、8.18、10.10 亿元，同比 - 7.0%、+25.7%、+23.4%；归母净利润分别为 - 2.04、-2.00、-1.67 亿元。每股收益分别为 - 0.51、-0.50、-0.42 元。2025 年 3 月 11 日股价为 36.41 元，对应 PS 分别为 22、18、14x。由于公司是国内 FPGA 龙头公司，产品导入以及客户份额不断提升，下游需求触底修复进程中，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司 Wind 一致预期

证券简称	当日股价(元)	EPS			营业收入(亿元)			PS		
	2025/3/11	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
兆易创新	128.18	1.60	2.51	3.22	74.67	94.34	113.07	11	9	8
复旦微电	53.35	1.07	1.07	1.35	35.89	42.82	48.34	67	47	39
紫光国微	71.58	3.19	2.71	3.43	55.11	73.54	86.72	11	8	7
平均		1.95	2.10	2.66	55.22	70.23	82.71	30	21	18
安路科技	36.41	-0.51	-0.50	-0.42	6.52	8.19	10.11	22	18	14

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：可比公司数据均为 Wind 一致预期，时间截至 2025 年 3 月 7 日

3. 风险提示

1、行业竞争加剧风险：公司与海外竞争对手相比，在规模、研发实力、客户资源、融资渠道等方面仍存在差距。随着中国半导体材料行业逐步迭代，公司也会面临本土公司在细分产品市场的竞争。若公司不能正确把握市场动态和行业发展趋势，市场地位可能受到不利影响。

2、产品研发不及预期风险：新品研发对于芯片设计企业非常重要，如果料号拓展不及预期，可能会对公司的收入释放产生不利影响。

3、行业景气度不及预期风险：公司下游终端需求包括通信、工控、消费电子、汽车电子等应用，若下游需求恢复不及预期，可能将对公司的经营业绩造成不利影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	701	652	818	1,010	净利润	-197	-204	-200	-167
YoY (%)	-32.7%	-7.0%	25.5%	23.5%	折旧和摊销	63	17	17	17
营业成本	432	450	506	600	营运资金变动	-76	166	-130	-147
营业税金及附加	1	1	1	1	经营活动现金流	-193	0	-322	-297
销售费用	26	24	28	31	资本开支	-55	-3	-5	-3
管理费用	58	59	74	81	投资	213	0	0	0
财务费用	3	0	0	0	投资活动现金流	170	7	3	-2
研发费用	384	358	434	485	股权募资	17	0	0	0
资产减值损失	-24	-29	0	0	债务募资	30	50	50	300
投资收益	8	7	8	1	筹资活动现金流	52	39	50	300
营业利润	-197	-204	-200	-167	现金净流量	28	47	-269	1
营业外收支	0	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	-197	-204	-200	-167	成长能力				
所得税	0	0	0	0	营业收入增长率	-32.7%	-7.0%	25.5%	23.5%
净利润	-197	-204	-200	-167	净利润增长率	-429.6%	-3.7%	2.1%	16.7%
归属于母公司净利润	-197	-204	-200	-167	盈利能力				
YoY (%)	-429.6%	-3.7%	2.1%	16.7%	毛利率	38.4%	31.0%	38.1%	40.6%
每股收益	-0.49	-0.51	-0.50	-0.42	净利率	-28.1%	-31.4%	-24.5%	-16.5%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	-11.2%	-13.0%	-13.9%	-11.5%
货币资金	290	337	68	69	净资产收益率 ROE	-13.6%	-16.5%	-19.2%	-19.1%
预付款项	7	57	59	62	偿债能力				
存货	763	549	670	818	流动比率	11.39	6.19	4.47	2.37
其他流动资产	444	458	473	492	速动比率	5.43	3.44	1.84	0.89
流动资产合计	1,504	1,401	1,271	1,441	现金比率	2.20	1.49	0.24	0.11
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	11.3%	17.8%	23.9%	42.6%
固定资产	30	24	18	12	经营效率				
无形资产	37	29	24	16	总资产周转率	0.40	0.42	0.57	0.70
非流动资产合计	125	108	96	83	每股指标 (元)				
资产合计	1,630	1,509	1,367	1,524	每股收益	-0.49	-0.51	-0.50	-0.42
短期借款	31	81	131	431	每股净资产	3.61	3.10	2.60	2.18
应付账款及票据	12	64	61	67	每股经营现金流	-0.48	0.00	-0.80	-0.74
其他流动负债	89	82	93	110	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	132	226	284	608	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-73.94	-71.40	-72.90	-87.57
其他长期负债	53	42	42	42	PB	10.20	11.76	14.02	16.70
非流动负债合计	53	42	42	42					
负债合计	185	268	326	650					
股本	401	401	401	401					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,445	1,241	1,041	874					
负债和股东权益合计	1,630	1,509	1,367	1,524					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。