

公司研究

智能电表和存储业务需求回暖，部分产品线价格和盈利承压

——上海复旦（1385.HK）2024 年度业绩点评

要点

事件：公司 2024 年实现营收 35.90 亿人民币，同比上升 1.53%；24Q4 实现营收 9.1 亿人民币，同比增长 13.6%。产品需求分化，2024 年智能电表芯片业务收入同比增长 44.9%，成业绩核心驱动力，非挥发性存储芯片业务收入同比增长 5.94%，安全与识别芯片、FPGA 及其他芯片业务收入分别同比下降 8.31%、0.15%。**利润端，**2024 年产品综合毛利率 55.95%，同比下降 5.26pct，系公司因竞争下调部分产品价格，叠加产品结构调整的不利影响；2024 年归母净利润 5.73 亿人民币，同比下降 20.42%，对应归母净利润率 16%，系毛利率走弱叠加公司计提信用减值损失和资产减值损失增加。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 0.8 人民币（含税），现金末期股息总额为 0.66 亿人民币（含税），其中 2023 年末期股息为每 10 股 1 人民币，派息比率维持在 11.5%。

智能电表芯片业务需求提升，存储行业回暖助力非挥发性存储器业务改善，但部分产品仍面临价格压力，公司积极拓展车规等新应用领域：1) 安全与识别芯片业务 2024 年实现收入 7.91 亿人民币，同比下降 8.31%。公司在各细分应用场景景气度差异显著；传统市场方面，银行卡市场竞争激烈，社保卡处于本轮发卡周期尾期；射频识别(RFID)与传感芯片保持强竞争力；公司成为首家获得 WPC 认证的国内安全芯片供应商，车载 SE 进入车企 Tier 1；智能识别设备芯片在车规市场配对，数字钥匙车规项目已有落地。2) 非挥发性存储器业务 2024 年实现收入 11.36 亿人民币，同比上升 5.94%，系部分终端领域需求回暖，我们预计 2025 年国补政策有望带动消费电子出货、进而帮助非挥发性存储器业务收入持续回升。EEPROM 受益于手机摄像头模组、电表业务、白电、显示器等终端领域的回暖；NOR 大容量产品在显示屏模组、安防及 WiFi 模块市场销量增长；NAND 芯片市场竞争日益激烈，公司持续拓展网通、安防和可穿戴设备等领域。3) 智能电表芯片业务 2024 年实现收入 3.97 亿人民币，同比增长 44.90%，系智能电表市场需求复苏，叠加白电、汽车等市场出货增长。2024 年国网、南网电表招标增长，且海外电表市场需求增长，带动智能电表 MCU 产品量产；通用及车规 MCU 产品方面，得益于前期在汽车电子、智慧家电、工业等领域的布局而出货增长，其中在汽车电子领域销量已超 1000 万颗。**展望未来，**我们预计智能电表招标和国补政策带动的消费电子出货，有望提振公司智能电表芯片业务和非挥发性存储器业务营收；安全与识别芯片业务和 FPGA 业务仍需观察下游需求变化；公司面临激烈市场竞争，价格压力增大，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 2024 年实现收入 11.34 亿人民币，同比下滑 0.51%。公司可提供千万门级、亿门级和十亿门级 FPGA 和 PSoC 产品，且正在推进基于 1xnm FinFET 先进制程的新一代 FPGA 和智能化可重构 SoC 产品的研发、谱系化及市场推广工作。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司多条产品线因激烈的存量市场竞争，价格承压，拖累盈利能力，下调公司 25-26 年归母净利润预测至 7.20/9.87 亿元（相比上次预测分别下调 8.7%/1.0%），新增 27 年归母净利润预测 11.11 亿元，对应同比增速分别为 26%/37%/13%。当前收盘价 27.85 港元，对应 25/26 年 30x/22x 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万人民币）	3,536	3,590	3,939	4,246	4,606
营业收入增长率	-0.1%	1.5%	9.7%	7.8%	8.5%
归母净利润（百万人民币）	719	573	720	987	1,111
归母净利润增长率	-33.2%	-20.4%	25.8%	37.0%	12.6%
EPS（人民币）	0.88	0.70	0.88	1.20	1.35
P/E	30	37	30	22	19
P/B	4.0	3.6	3.3	2.9	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价日期为 2025-03-26；按照 1 HKD=0.9343 CNY 换算

增持（维持）

当前价：27.85 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)	8.21
总市值(亿港元):	362.38
一年最低/最高(港元):	9.2-31.45
近 3 月换手率 (%) :	421.0

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	24.8	63.3	118.9
绝对	25.5	80.1	160.2

资料来源：Wind

相关研报

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……20241104

FPGA 等高可靠业务稳健增长，民用消费品价格承压……20231103

FPGA 维持高增速，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

表 1: 上海复旦 (1385.HK) 损益表

(单位: 百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	3,536	3,590	3,939	4,246	4,606
IC 产品	3,348	3,457	3,819	4,132	4,497
集成电路测试服务	185	130	117	111	106
其他营业收入	3	3	3	3	3
营业开支	1,372	1,582	1,694	1,740	1,797
营业利润	2,165	2,009	2,246	2,506	2,809
净利润	719	573	720	987	1,111
息税折旧前利润	1,024	917	891	1,368	1,683
息税前利润	764	587	792	1,077	1,200
每股收益 (元)	0.88	0.70	0.88	1.20	1.35
每股股息 (元)	0.10	0.08	0.11	0.15	0.17

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	8,411	9,041	10,413	11,243	12,043
流动资产	5,937	6,481	7,190	7,442	7,903
现金及短期投资	1,003	1,087	1,155	1,266	1,362
有价证券及短期投资	30	140	140	140	140
应收账款	930	1,494	1,334	1,601	1,648
存货	3,177	3,134	3,807	3,675	3,917
其它流动资产	797	625	753	760	835
非流动资产	2,474	2,560	3,224	3,801	4,140
长期投资	43	54	54	55	55
固定资产净额	1,115	1,568	2,218	2,772	3,081
其他非流动资产	1,316	938	952	974	1,004
总负债	2,450	2,497	3,205	3,102	2,872
流动负债	1,879	2,224	2,939	2,842	2,620
应付账款	236	235	271	268	282
短期借贷	966	1,440	1,995	1,868	1,570
其它流动负债	677	550	673	705	768
长期负债	570	273	266	260	252
长期债务	530	240	240	240	240
其它	40	33	26	20	13
股东权益合计	5,962	6,544	7,209	8,142	9,170
股东权益	5,303	5,894	6,532	7,430	8,418
少数股东权益	659	650	676	712	752
负债及股东权益总额	8,411	9,041	10,413	11,243	12,043
净现金/(负债)	-533	-625	-1,105	-862	-460
营运资本	3,871	4,394	4,870	5,008	5,283
长期可运用资本	6,532	6,817	7,474	8,401	9,423
股东及少数股东权益	5,962	6,544	7,209	8,142	9,170

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-708	732	478	1,218	1,406
净利润	719	573	720	987	1,111
折旧与摊销	260	331	98	291	483
营运资本变动	-25	-522	-476	-138	-275
其它	-1,663	352	135	79	87
投资活动现金流	-732	-754	-833	-836	-838
资本性支出净额	-849	-619	-820	-820	-820
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	-0	-12	-0	-0	-0
其它资产变化	117	-123	-13	-15	-18
自由现金流	-1,637	-262	-621	86	302
融资活动现金流	1,310	89	423	-272	-471
股本变动	1,679	1,735	0	0	0
净债务变化	1,427	184	555	-127	-298
派发红利	0	0	-66	-90	-123
其它长期负债变化	-1,796	-1,830	-66	-56	-51
净现金流	-129	67	68	110	96

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
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。
基准指数说明：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的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所载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