

业绩阶段性承压，静待新产品收获

2025 年 04 月 30 日

► **事件：**公司 4 月 28 日晚发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 3.96 亿元，同比增长 44.86%；归母净利润-2.02 亿元，扣非归母净利润-2.32 亿元。2025 年第一季度，公司实现营收 0.81 亿元，同比增长 11.73%，环比下滑 37.74%；归母净利润-0.61 亿元，扣非归母净利润-0.66 亿元。

► **2024 年收入高速增长，高研发投入带来业绩承压。**2024 年随着半导体行业周期性下行收尾，市场需求复苏，下游客户需求有所增长；同时公司推出的 2.5G 网通以太网物理层芯片等新产品经下游用户陆续验证导入，销售放量增长使得公司 2024 年实现季度收入逐季环比增长，全年实现营收 3.96 亿元，同比增长 44.86%。盈利方面，2024 年公司销售毛利率为 42.68%，同比下降 9.69pct，25Q1 毛利率 40.74%，同比略降 0.37pct。2024 年公司研发费用 2.94 亿元，同比增长 32.41%，研发费用率 74.10%，虽然较 2023 年有所下降，但仍然保持在较高水平。2025 年 Q1 公司研发费用 0.73 亿元，同比增长 13.08%，同比增速超过收入增速，因此研发费用率提升至 90.39%，持续高强度的研发投入导致公司业绩有所承压。

► **专注高速有线通信芯片，产品矩阵逐渐完善。**公司专注于高速有线通信芯片的研发、设计和销售，以以太网物理层芯片为市场切入点，逐步向上层网络处理产品拓展，目前已形成以太网物理层芯片、网通以太网交换机芯片、网通以太网网卡芯片、车载以太网物理层芯片、车载以太网交换机芯片、车载网关芯片、车载高速视频传输芯片七条产品线。目前公司核心研发投入为补充 2.5G 系列网通芯片、24 口及以下网通交换机芯片、5G/10G 网通以太网物理层芯片、车载以太网交换机芯片、车载高速视频传输芯片、车载网关芯片，这一系列产品将陆续于 2024-2026 年量产出货，为后续营收份额的提升做出贡献。

► **成立网通和车载事业部，持续加码车载市场投入。**为更快推进网通和车载应用领域的拓展，成立了网通事业部和车载事业部，持续加码网通和车载市场投入。公司于 2020 年实现了车载百兆物理层芯片的量产，2023 年实现了车载千兆物理层芯片的量产，2024 年成立单独的车载事业部，专注于高速有线通信芯片的产品战略和研发，2025 年将实现车载交换芯片的量产，以及车载摄像头端加解串芯片的送样。截至目前，公司车载以太网物理层芯片已在几乎所有国内车厂实现大规模量产，新推出的车载以太网交换芯片也在多家车厂测试当中。

► **投资建议：**预计 2025-2027 年公司营收 6.45/9.87/14.11 亿元，当前市值对应 PS 为 13/8/6 倍，公司作为国内高速有线通信芯片稀缺标的，以以太网物理层芯片为切入点不断拓宽产品线，成长可期，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新产品研发不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、下游市场需求增长不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	396	645	987	1,411
增长率 (%)	44.9	62.9	53.0	42.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	-202	-189	-128	8
增长率 (%)	-34.4	6.4	32.0	106.4
每股收益 (元)	-2.52	-2.36	-1.60	0.10
PE	/	/	/	1007
PS	21	13	8	6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

104.00 元


分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 李少青

执业证书：S0100522010001

邮箱：lishaoqing@mszq.com

相关研究

1. 裕太微-U (688515.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩阶段性承压，持续研发筑基成长-2024/04/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	396	645	987	1,411
营业成本	227	372	555	770
营业税金及附加	0	1	2	2
销售费用	47	55	74	92
管理费用	69	84	118	155
研发费用	294	368	425	466
EBIT	-234	-215	-156	-32
财务费用	-3	-9	-5	-3
资产减值损失	-6	-7	-7	-5
投资收益	9	19	30	42
营业利润	-202	-189	-128	9
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-202	-189	-128	9
所得税	0	0	0	0
净利润	-202	-189	-128	8
归属于母公司净利润	-202	-189	-128	8
EBITDA	-203	-178	-115	17

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	740	392	213	182
应收账款及票据	80	124	135	154
预付款项	82	112	166	231
存货	125	176	221	248
其他流动资产	592	676	680	684
流动资产合计	1,619	1,480	1,415	1,500
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	31	35	37	38
无形资产	34	38	41	43
非流动资产合计	125	131	137	139
资产合计	1,744	1,610	1,552	1,639
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	33	51	76	106
其他流动负债	95	131	176	226
流动负债合计	127	182	252	331
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	135	191	261	340
股本	80	80	80	80
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,608	1,420	1,291	1,299
负债和股东权益合计	1,744	1,610	1,552	1,639

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	44.86	62.87	53.02	42.89
EBIT 增长率	-20.47	7.91	27.35	79.67
净利润增长率	-34.36	6.38	32.01	106.43
盈利能力 (%)				
毛利率	42.68	42.33	43.84	45.41
净利率	-50.90	-29.26	-13.00	0.59
总资产收益率 ROA	-11.56	-11.73	-8.27	0.50
净资产收益率 ROE	-12.54	-13.30	-9.94	0.64
偿债能力				
流动比率	12.74	8.12	5.61	4.53
速动比率	11.07	6.09	3.75	2.83
现金比率	5.82	2.15	0.84	0.55
资产负债率 (%)	7.77	11.84	16.79	20.73
经营效率				
应收账款周转天数	74.03	70.00	50.00	40.00
存货周转天数	200.94	180.00	150.00	120.00
总资产周转率	0.21	0.38	0.62	0.88
每股指标 (元)				
每股收益	-2.52	-2.36	-1.60	0.10
每股净资产	20.11	17.74	16.14	16.24
每股经营现金流	-3.14	-4.05	-2.03	-0.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	/	/	1007
PB	5.2	5.9	6.4	6.4
EV/EBITDA	/	/	/	435.17
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-202	-189	-128	8
折旧和摊销	31	37	41	49
营运资金变动	-58	-156	-52	-42
经营活动现金流	-251	-324	-162	-22
资本开支	-68	-41	-47	-51
投资	630	0	0	0
投资活动现金流	592	-23	-17	-8
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-51	0	0	0
现金净流量	291	-348	-180	-31

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048