

持有

2025 年 5 月 20 日

FPGA 产品出货量增长，价格因存量市场竞争激烈略有下滑

- **季度业绩摘要：**公司 2025Q1 实现收入 8.9 亿元，同比下滑 0.5%。各产品线营业收入分别为：安全与识别芯片 2.0 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 3.1 亿元、测试服务收入 0.3 亿元。毛利率 58.1%，同比增加 149bps，环比下降 5bps，同比增长主要受益于 FPGA 产品出货量增加。营业利润 1.3 亿元，同比下滑 25.2%。归母净利润 1.4 亿元，扣非归母净利润 1.3 亿元，同比下降 14.2%。扣非每股收益为 0.17 元，去年同期为 0.20 元。
- **本季度 FPGA 产品出货量环比增长，价格受到存量市场竞争略有下滑：**本季度 FPGA 业务收入同比增长 11.6%，订单主要来自 28nm FPGA 产品需求。公司 28nm FPGA 产品自 2018 年研发成功后推出市场已有 6 年，目前市场竞争激烈导致价格有所下滑但出货量环比恢复增长。公司多款基于 1xnm FinFET 的 FPGA 产品已完成样片测试，部分产品 2025 年将开始小批量销售，预计 2026 年开始贡献收入。此外，基于 1xnmFinFET 的可编程芯片（PSoC）产品在高可靠和工控领域的应用也非常广泛，目前 PSoC 产品占 FPGA 业务收入的 25%。展望 2025 年，公司指引 FPGA 业务出货量将继续增长，但价格受市场竞争影响将会有小幅下滑。
- **车规及白电产品出货量增长，存储产品价格下滑：**智能电表产品本季度收入同比增长 11.3%，其中车规到白电产品的出货量均有不错的增长，MCU 业务得益于精确的成本控制毛利率有小幅增长，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。本季度非挥发存储业务收入受存储产品价格下滑，同比下滑 18.8%，其中高可靠产品占比 70%。本季度安全识别业务收入同比增长 1.2%，4 月底拿到蚂蚁集团“碰一碰”芯片订单有望在 2025 年开始贡献收入。
- **目标价 30.00 港元，持有评级：**本季度 28nm FPGA 产品受市场竞争影响量增价减，10 亿门级产品仅有小部分出货。但 2025-2026 年 FPGA 业务收入将逐步受益于 10 亿门级产品出货量的提升。目前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 11.0%，对应净利润 CAGR 为 23.8%。采用 PE 估值法，对应 2026 年利润的 23.5 倍 PE，给予公司目标价 30.00 港元，相较于现价有 14.5% 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

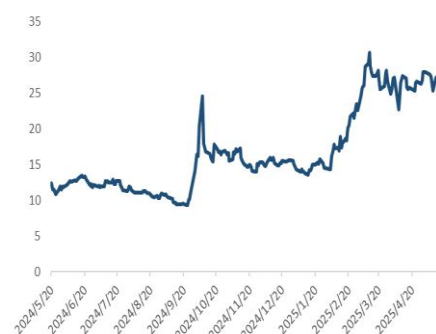
主要数据

行业	TMT
股价	港元
目标价	30.00 港元 (+14.5%)
股票代码	1385. HK
已发行股本	8.21 亿股
市值	215 亿港元
52 周高/低	31.45/9.20 港元
每股净现值	7.96 港元
主要股东	复旦复控 24.8% 复旦高技术 13.0% 上海懿坤 4.3% 华夏基金 2.7%

盈利摘要

股价表现

截至12月31日止财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入（人民币千元）	3,536,259	3,590,224	3,896,715	4,504,128	4,909,652
变动	-0.07%	1.53%	8.54%	15.59%	9.00%
归母净利润	719,494	572,595	671,130	977,035	1,087,389
每股盈利（人民币）	0.88	0.70	0.82	1.19	1.32
变动	-33.38%	-20.65%	17.21%	45.58%	11.29%
基于26.2港元的市盈率	27.7	35.0	29.8	20.5	18.4
每股派息（人民币）	0.10	0.08	0.08	0.12	0.13
股息现价比	0.38%	0.31%	0.31%	0.45%	0.51%
基于目标价的PE	31.8	40.0	34.2	23.5	21.1



来源：公司资料，第一上海预测

来源：Bloomberg

附录 1：主要财务报表

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>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	3,536,259	3,590,224	3,896,715	4,504,128	4,909,652	盈利能力					
毛利	2,164,591	2,008,623	2,246,263	2,798,125	3,092,626	毛利率 (%)	61.2%	55.9%	57.6%	62.1%	63.0%
其他业务净额	22,802	10,212	7,793	9,008	9,819	EBITDA 利率 (%)	28.1%	24.3%	26.9%	31.3%	32.2%
销售开支	-251,742	-242,134	-249,390	-283,760	-304,398	净利率 (%)	21.2%	15.6%	17.6%	22.1%	22.6%
研发开支	-1,010,598	-1,030,652	-1,130,047	-1,328,718	-1,472,896	营运表现					
管理及财务开支	-173,637	-187,110	-187,042	-193,677	-211,115	销售及管理费用/收入	7.1%	6.7%	6.4%	6.3%	6.2%
营业利润	751,417	558,939	687,577	1,000,978	1,114,036	实际税率 (%)	0.4%	-0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
税前盈利	751,851	558,894	687,577	1,000,978	1,114,036	股息支付率 (%)	11.4%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%
所得税	-2,992	865	-2,750	-4,004	-4,456	库存周转	620.1	728.3	563.1	426.0	419.8
净利润	748,859	559,759	684,827	996,974	1,109,580	应收账款天数	118.8	158.2	134.6	94.5	97.1
少数股东应占利润	29,364	-12,836	13,697	19,939	22,192	应付账款天数	58.1	54.3	55.3	57.8	56.9
本公司股东应占利润	719,494	572,595	671,130	977,035	1,087,389	财务状况					
折旧及摊销	-243,217	-313,807	-361,291	-409,613	-464,596	总负债/总资产	0.29	0.28	0.27	0.25	0.23
EBITDA	994,634	872,746	1,048,868	1,410,591	1,578,632	收入/净资产	0.59	0.55	0.54	0.55	0.53
增长						经营性现金流/收入	-0.20	0.20	0.70	0.26	0.28
总收入 (%)	-0.1%	1.5%	8.5%	15.6%	9.0%	税前盈利对利息倍数	4.33	2.99	3.68	5.17	5.28
EBITDA (%)	-23.5%	-12.3%	20.2%	34.5%	11.9%						
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>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	1,003,337	1,087,494	3,118,842	3,481,634	3,941,241	净利润	748,859	559,759	684,827	996,974	1,109,580
应收账款	1,320,566	1,792,519	1,081,670	1,250,278	1,362,846	股权激励费用	106,879	50,959	50,959	50,959	50,959
存货	3,177,371	3,134,457	1,958,021	2,023,924	2,155,637	折旧和摊销	259,857	330,597	361,291	409,613	464,596
其他流动资产	436,010	466,508	875,561	957,039	1,011,435	经营资产变动	-1,748,875	-233,643	1,807,878	-223,632	-164,982
总流动资产	5,937,284	6,480,979	7,034,094	7,712,874	8,471,159	其他	19,508	38,330	0	0	0
固定资产	1,115,454	1,567,674	1,802,825	2,073,248	2,384,236	经营现金流	-708,167	732,466	2,714,652	1,162,256	1,367,826
无形资产	143,277	197,495	217,245	238,969	262,866	净投资收益	790,283	1,203,944	0	0	0
长期投资	77,985	88,997	88,997	88,997	88,997	购置资产	-850,933	-632,953	-479,004	-550,855	-633,483
银行存款及其他	1,215,336	794,965	794,965	794,965	794,965	处置资产	2,367	13,710	0	0	0
总资产	8,411,351	9,041,113	9,849,129	10,820,057	11,913,226	投资活动现金流	-731,597	-754,004	-616,192	-701,761	-799,480
应付账款	235,757	234,622	265,575	274,514	292,379	取得借款与投资	1,403,422	147,295	0	0	0
短期银行借款	893,860	1,071,872	1,071,872	1,071,872	1,071,872	偿还债务及其他	0	0	0	0	0
其他短期负债	749,704	917,898	1,026,287	1,038,047	1,061,550	股利	0	0	0	0	0
流动负债	1,879,321	2,224,391	2,363,735	2,384,433	2,425,801	融资活动现金流	1,310,271	88,631	-67,113	-97,703	-108,739
长期银行借款	530,064	239,864	239,864	239,864	239,864	现金变化	-129,493	67,093	2,031,347	362,792	459,608
其他负债	1,919,585	2,257,128	2,396,472	2,417,170	2,458,538	期初持有现金	1,120,287	992,925	1,063,301	3,094,648	3,457,440
总负债	2,449,649	2,496,992	2,636,335	2,657,034	2,698,402	汇兑变化	2,131	3,283	0	0	0
少数股东权益	658,726	650,036	663,732	683,672	705,864	期末持有现金	992,925	1,063,301	3,094,648	3,457,440	3,917,048
股东权益	5,961,702	6,544,121	7,212,794	8,163,024	9,214,824						
每股账面值(摊薄)	7.28	7.97	8.78	9.94	11.22						
营运资产	4,057,963	4,256,587	4,670,359	5,328,441	6,045,358						

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。