

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	92.30
总股本/流通股本(亿股)	0.80 / 0.50
总市值/流通市值(亿元)	74 / 46
52周内最高/最低价	120.75 / 49.90
资产负债率(%)	7.8%
市盈率	-36.48
第一大股东	史清

研究所

分析师: 万玮
SAC 登记编号: S1340525030001
Email: wanwei@cnpsec.com
分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

裕太微(688515)

七大产品线形成框架，研发投入步入收获期

● 投资要点

市场持续复苏，下游客户需求有所增长。随着半导体行业周期性下行收尾，市场需求逐步复苏及客户库存逐步优化，下游客户需求有所增长；同时公司 2.5G 网通以太网物理层芯片、多口网通以太网交换机芯片、千兆网通以太网网卡芯片、车载芯片等持续放量以及其他高速有线通信新品的逐年推出，公司营收逐步恢复到高速成长的态势。未来公司将不断优化内部管理体系，逐步收窄亏损，实现盈利。

构建更完整的车载通信解决方案，助力车载通信芯片全栈自主可控。在汽车电子电气架构从分布式向集成式升级的浪潮中，中国车载以太网芯片市场（含 PHY 和交换芯片）正经历爆发式增长，预计 2025 年国内车载 PHY 芯片市场规模预计超过 120 亿元，未来智能汽车单车的以太网端口甚至将超过 100 个。然而在这一领域，海外头部厂商占据了绝大多数市场份额，国产替代的紧迫性日益凸显。公司在 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，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。目前，公司的车载以太网物理层芯片已经在几乎所有的国内车厂实现了大规模量产，新推出的车载以太网交换芯片在多家车厂进行测试当中。未来几年，公司车载业务将重点围绕车载以太网、SerDes 等车载高速有线通信芯片进行开展，在巩固 PHY 芯片市场地位的同时，通过纵向技术升级和横向生态拓展，构建更完整的车载通信解决方案，助力车载通信芯片全栈自主可控。

步入第三轮研发周期，补足产品线。2024 年全年公司研发投入 2.94 亿元，占营业收入 74.10%，同比增长 32.40%；2025 年第一季度研发投入 0.73 亿元，占营业收入 90.39%，同比增长 13.08%，公司目前已进入第三轮研发投入期，该轮次研发投入金额较大，投入周期较长，研发产品难度系数大幅提升。核心研发投入为补充 2.5G 系列网通产品、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。这一系列产品陆续在 2024 年到 2026 年量产出货，为后续营收份额的提升做出贡献。

● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 5.82/8.05/11.07 亿元，归母净利润分别为 -1.92/-1.11/0.09 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

研发未达预期的风险；客户集中度较高的风险；市场竞争加剧风险；产品推广不及预期；存货跌价风险；毛利率波动风险；供应商集中度较高的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	396	582	805	1107
增长率(%)	44.86	46.83	38.41	37.50
EBITDA（百万元）	-202.64	-160.05	-82.25	41.08
归属母公司净利润（百万元）	-201.68	-191.80	-110.84	9.30
增长率(%)	-34.36	4.90	42.21	108.39
EPS(元/股)	-2.52	-2.40	-1.39	0.12
市盈率(P/E)	-36.61	-38.50	-66.62	793.61
市净率(P/B)	4.59	5.11	5.49	5.46
EV/EBITDA	-35.49	-41.74	-82.80	166.33

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	396	582	805	1107	营业收入	44.9%	46.8%	38.4%	37.5%
营业成本	227	359	472	644	营业利润	-28.6%	5.1%	42.2%	108.4%
税金及附加	0	1	1	1	归属于母公司净利润	-34.4%	4.9%	42.2%	108.4%
销售费用	47	64	89	100	获利能力				
管理费用	69	93	113	122	毛利率	42.7%	38.3%	41.4%	41.8%
研发费用	294	291	298	299	净利率	-50.9%	-33.0%	-13.8%	0.8%
财务费用	-3	0	0	0	ROE	-12.5%	-13.3%	-8.2%	0.7%
资产减值损失	-6	0	0	0	ROIC	-14.4%	-13.2%	-8.2%	0.7%
营业利润	-202	-192	-111	9	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	7.8%	7.6%	9.9%	12.3%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	12.74	13.93	10.08	7.80
利润总额	-202	-192	-111	9	营运能力				
所得税	0	0	0	0	应收账款周转率	5.67	10.87	24.91	24.76
净利润	-202	-192	-111	9	存货周转率	1.77	3.82	6.51	6.74
归母净利润	-202	-192	-111	9	总资产周转率	0.21	0.35	0.53	0.73
每股收益(元)	-2.52	-2.40	-1.39	0.12	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-2.52	-2.40	-1.39	0.12
货币资金	740	714	583	561	每股净资产	20.11	18.05	16.81	16.91
交易性金融资产	582	582	582	582	估值比率				
应收票据及应收账款	80	27	38	51	PE	-36.61	-38.50	-66.62	793.61
预付款项	82	6	9	12	PB	4.59	5.11	5.49	5.46
存货	125	63	82	109	现金流量表				
流动资产合计	1619	1416	1324	1355	净利润	-202	-192	-111	9
固定资产	31	67	97	124	折旧和摊销	31	32	29	32
在建工程	44	44	44	44	营运资本变动	-58	153	-10	-11
无形资产	34	26	18	11	其他	-22	-19	-32	-35
非流动资产合计	125	146	169	188	经营活动现金流净额	-251	-26	-124	-5
资产总计	1744	1562	1493	1543	资本开支	-68	-51	-50	-50
短期借款	0	0	0	0	其他	660	16	32	34
应付票据及应付账款	33	50	65	87	投资活动现金流净额	592	-34	-19	-16
其他流动负债	95	52	66	86	股权融资	0	7	0	0
流动负债合计	127	102	131	174	债务融资	0	-1	0	0
其他	8	17	17	17	其他	-51	28	12	-1
非流动负债合计	8	17	17	17	筹资活动现金流净额	-51	34	12	-1
负债合计	135	118	148	190	现金及现金等价物净增加额	291	-26	-131	-22
股本	80	80	80	80					
资本公积金	1929	1936	1936	1936					
未分配利润	-361	-533	-632	-625					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-40	-40	-40	-38					
所有者权益合计	1608	1444	1345	1353					
负债和所有者权益总计	1744	1562	1493	1543					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048