

# 国产特种芯片领先企业，模拟数字双轮驱动

## 成都华微(688709)

### ►特种/民用下游需求复苏，国产替代持续进行

特种/民品领域下游需求复苏，订单有望持续。特种领域来看，今年开始上游电子元器件订单开始复苏，预计持续保持复苏态势。同时航天航空等下游都保持较高景气度。从民用端来看，公司逐步在机器人布局，与四川具身科技机器人智慧大脑与精密控制两大关键核心方向在芯片层面达成深度合作意向。**核心类别芯片替代空间广阔。**从FPGA业务来看，海外龙头赛灵思、阿尔特拉、莱迪思等厂商占全球90%以上市场份额。国内市场来看，2023年国内FPGA芯片市场规模约为297亿元，后续随公司及同业产品逐步突破，国产化率有望稳步提升。从ADC/DAC来看，ADI和TI两家合计占有95%的市场份额，尤其是高端市场基本都被海外市场占据，国内市场来看，2023年国内ADC芯片市场规模超150亿元，替代空间广阔。

### ►产品覆盖数字+模拟，创新驱动成长

**业务聚焦数字、模拟类别。**公司业务涵盖数字以及模拟集成电路两大板块，产品涵盖逻辑芯片、存储芯片、微控制器、数模转化芯片、电源管理芯片、系统级芯片等多类型产品。主要型号细拆，包括FPGA、ADDA、SoC和存储等芯片。**新品布局积极，导入节奏加快。**根据公司投资者调研纪要，首先高速高精度ADC业务，已对标国际先进水平，目前已形成12位8GSPS高速高精度ADC和8位64G超高速ADC等谱系化产品，且已实现量产供货；四通道12位16G高速高精度ADC已经正式发布；四通道12位40G高速高精度ADC和单通道10位128G超高速AD/DA正在研发。其次从人工智能芯片来看，已有用于边缘计算领域的人工智能芯片，AI算力高达16Tops，可用于无人机、机器人、机器狗、AR/VR头盔、AI眼镜等人工智能设备，另外用于边缘计算领域，100Tops算力，视频编解码能力高达8K的人工智能芯片也正在研发中。

### 投资建议

我们预计公司25-27年营收为10.02/11.70/14.20亿元，归母净利润为3.60/4.21/5.30亿元，EPS为0.57/0.66/0.83元。按照2025年8月22日收盘股价47.04元/股，公司2025至2027年PE为83.17/71.10/56.51倍。公司是特种芯片国内领先企业，模拟+数字多线产品发展，新品进展迅速。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 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：	47.04
股票代码：	688709
52周最高价/最低价：	47.04/13.36
总市值(亿)	299.57
自由流通市值(亿)	102.51
自由流通股数(百万)	217.92



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：

### 风险提示

下游需求不及预期风险；新产品下游渗透率不及预期的风险；  
供应链风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	926	604	1,002	1,170	1,420
YoY (%)	9.6%	-34.8%	65.9%	16.8%	21.4%
归母净利润(百万元)	311	122	360	421	530
YoY (%)	10.6%	-60.7%	194.8%	17.0%	25.8%
毛利率 (%)	76.2%	75.7%	75.9%	75.4%	74.9%
每股收益 (元)	0.57	0.20	0.57	0.66	0.83
ROE	23.7%	4.3%	11.5%	12.0%	13.3%
市盈率	82.53	235.20	83.17	71.10	56.51

资料来源：wind，华西证券研究所

## 1. 成都华微

成都华微是国内高端集成电路设计的领军企业，聚焦模拟与数字芯片的研发与产业化，产品覆盖 ADC/DAC、智能 SoC、FPGA 等核心品类。1) 模拟芯片业务来看，公司持续推动产品高性能化，聚焦高速高精度数据转换器、电源管理等高端市场，依托自主开发的 12 位 16GSPS ADC 等系列芯片，对标国际先进水平，巩固国内特种集成电路市场的领先地位。2) 数字与 SoC 芯片业务来看，产品覆盖智能感知、边缘计算、汽车电子等应用领域，在 AI 推理芯片方向，公司已推出算力达 16TOPS 的系列边缘计算芯片，可用于机器人控制和物联网终端。整体来看，公司在“模拟+数字+SoC”领域已形成芯片设计—封装测试—系统解决方案的全链条布局，同时针对下一代通信和智能计算需求，规划了超高速 ADC+高算力 AI 芯片+可编程 SoC 的技术发展路径，有望持续打开高端芯片国产替代的市场空间。

## 2. 盈利预测与估值

### 2.1. 盈利预测

#### 基本假设：

**1、集成电路：**从今年年初开始，特种领域下游的需求在迅速复苏。公司的数字集成电路包含了可编程逻辑器件（FPGA/CPLD/SoPC/RF-FPGA）、MCU/SoC/SIP 系统级芯片、存储器等，核心产品 CPLD/FPGA 处于国内领先地位。预计整体毛利率处于稳定趋势。综上，预计公司 2025-2027 年集成电路收入增速分别是 111.60%/18.75%/22.81%，毛利率分别是 75.00%/75.00%/74.00%。

**2、模拟类：**公司产品模拟集成电路包含了模数/数模转换器（AD/DA）芯片、接口和驱动电路、电源管理等，高速高精度 ADC 以及高精度 ADC 处于国内领先地位。预计后续毛利率保持稳定。综上，预计公司 2025-2027 年智能卡芯片收入增速分别是 43.45%/16.53%/21.82%，毛利率分别是 77.00%/76.00%/76.00%。

我们预计公司 25-27 年营收为 10.02/11.70/14.20 亿元，归母净利润为 3.60/4.21/5.30 亿元，EPS 为 0.57/0.66/0.83 元。

表 1 主营业务预测

		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入 (百万元)	926.06	603.89	1002.00	1170.00	1420.00
	收入 YOY	9.64%	-34.79%	65.92%	16.77%	21.37%
	营业成本 (百万元)	220.83	146.63	241.56	287.50	355.80
	毛利率	76.15%	75.72%	75.89%	75.43%	74.94%
集成电路	收入	425.23	226.84	480.00	570.00	700.00
	收入 YOY	-0.45%	-46.65%	111.60%	18.75%	22.81%
	毛利率	75.41%	74.34%	75.00%	75.00%	74.00%
模拟类	收入	448.01	329.03	472.00	550.00	670.00
	收入 YOY	38.46%	-26.56%	43.45%	16.53%	21.82%
	毛利率	79.82%	76.83%	77.00%	76.00%	76.00%
技术服务	收入	27.13	30.47	30.00	30.00	30.00
	毛利率	45.55%	69.26%	70.00%	70.00%	70.00%
其他业务	收入	25.69	17.55	20.00	20.00	20.00

毛利率 53.57% 84.57% 80.00% 80.00% 80.00%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2.2. 相对估值

我们选取复旦微电、紫光国微、全志科技作为可比公司, 以上公司分别涉及特种、民用 FPGA、模拟、其他数字等芯片, 和公司业务具备共同性。2025 年可比公司 PE 为 68x。

我们预计公司 25-27 年营收为 10.02/11.70/14.20 亿元, 归母净利润为 3.60/4.21/5.30 亿元, EPS 为 0.57/0.66/0.83 元。按照 2025 年 8 月 22 日收盘股价 47.04 元/股, 公司 2025 至 2027 年 PE 为 83.17/71.10/56.51 倍。公司是特种芯片国内领先企业, 模拟+数字多线产品发展, 新品进展迅速。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			归母净利润(亿元)			PE		
		2025/8/23	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E
复旦微电	53.88	0.98	1.23	1.44	8.09	10.08	11.84	55	44	37
紫光国微	82.68	1.97	2.55	3.06	16.49	22.13	27.76	43	32	25
全志科技	45.36	0.43	0.61	0.77	3.50	4.97	6.41	107	75	58
平均		1.13	1.46	1.76	9.36	12.39	15.34	68	50	40
成都华微	47.04	0.57	0.66	0.83	3.60	4.21	5.30	83	71	57

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 8 月 18 日

## 3. 风险提示

下游需求不及预期风险; 新产品下游渗透率不及预期的风险; 供应链风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	604	1,002	1,170	1,420	净利润	130	360	421	530
YoY (%)	-34.8%	65.9%	16.8%	21.4%	折旧和摊销	31	40	40	40
营业成本	147	242	287	356	营运资金变动	-192	931	-73	-125
营业税金及附加	7	5	6	7	经营活动现金流	25	1,343	401	466
销售费用	33	34	36	38	资本开支	-208	-2	1	0
管理费用	120	156	195	219	投资	-148	0	0	0
财务费用	-2	-1	-19	-22	投资活动现金流	-356	-30	4	4
研发费用	154	184	221	255	股权募资	1,426	0	0	0
资产减值损失	-17	0	0	0	债务募资	-172	332	205	255
投资收益	-2	1	3	4	筹资活动现金流	1,172	281	141	175
营业利润	135	392	458	576	现金净流量	841	1,594	546	644
营业外收支	1	0	0	0					
利润总额	136	392	458	576	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	6	31	37	46	<b>成长能力</b>				
净利润	130	360	421	530	营业收入增长率	-34.8%	65.9%	16.8%	21.4%
归属于母公司净利润	122	360	421	530	净利润增长率	-60.7%	194.8%	17.0%	25.8%
YoY (%)	-60.7%	194.8%	17.0%	25.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.20	0.57	0.66	0.83	毛利率	75.7%	75.9%	75.4%	74.9%
					净利率	20.2%	35.9%	36.0%	37.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	4.4%	9.2%	9.4%	10.3%
货币资金	1,006	2,601	3,146	3,791	净资产收益率 ROE	4.3%	11.5%	12.0%	13.3%
预付款项	67	12	12	16	<b>偿债能力</b>				
存货	474	26	31	39	流动比率	5.03	5.22	5.20	5.27
其他流动资产	1,363	787	880	1,038	速动比率	<b>4.06</b>	<b>5.13</b>	<b>5.12</b>	<b>5.19</b>
流动资产合计	2,911	3,425	4,070	4,884	现金比率	1.74	3.96	4.02	4.09
长期股权投资	20	20	20	20	资产负债率	22.9%	24.5%	26.2%	28.0%
固定资产	123	121	115	105	<b>经营效率</b>				
无形资产	72	65	56	45	总资产周转率	0.20	0.26	0.26	0.27
非流动资产合计	759	751	714	674	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,670	4,176	4,784	5,558	每股收益	0.20	0.57	0.66	0.83
短期借款	200	350	450	550	每股净资产	4.41	4.92	5.51	6.26
应付账款及票据	249	121	142	177	每股经营现金流	0.04	2.11	0.63	0.73
其他流动负债	130	185	190	199	每股股利	0.02	0.06	0.07	0.09
流动负债合计	579	656	782	926	<b>估值分析</b>				
长期借款	177	277	377	527	PE	235.20	83.17	71.10	56.51
其他长期负债	85	91	96	101	PB	7.00	9.56	8.54	7.52
非流动负债合计	261	367	472	627					
负债合计	840	1,024	1,254	1,554					
股本	637	637	637	637					
少数股东权益	20	20	20	20					
股东权益合计	2,830	3,152	3,530	4,005					
负债和股东权益合计	3,670	4,176	4,784	5,558					

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。