

持有

2025 年 12 月 10 日

三季度营收利润齐增，下一代 FPGA 产品将于 2026 年贡献收入

- 季度业绩摘要：** 公司 2025Q3 实现收入 11.9 亿元，同比增长 33.3%。各产品线营业收入分别为：安全与识别芯片 2.4 亿元、非挥发性记忆体 3.4 亿元、智能电表芯片 1.4 亿元、FPGA 及其他芯片 4.4 亿元、测试服务收入 0.3 亿元。**毛利率** 61.1%，同比增加 9pct，环比增加 5.5pct，同比增长主要受益于 FPGA 产品出货量增加。营业利润 1.4 亿元，同比增长 98%。归母净利润 1.37 亿元，**扣非归母净利润** 1.21 亿元，同比增长 59.2%。扣非每股收益为 0.16 元，去年同期为 0.10 元。
- 高可靠领域行业需求增长，下一代 FPGA 产品将于 2026 年贡献收入：** 本季度 FPGA 业务收入同比增长 34.7%，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，下一代 1xnm FinFET 的 FPGA 产品预计 2026 年开始贡献收入，明年有望继续扩大公司在 FPGA 产品的市场份额。此外，基于 1xnm FinFET 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 财年，公司 FPGA 业务收入有望实现同比 38.6% 的增长达到 14.7 亿元。
- 非挥发性存储业务收入同比增长 44.1%，车规级 MCU 销量增长较快：** 智能电表产品本季度收入同比增长 40.8%，其中智能家电及车规级 MCU 销量增长较快。得益于精确的成本控制，该业务毛利率仍有增长空间。受存储涨价行情影响，Q3 非挥发性存储业务收入同比增长 44.1%，其中高可靠产品占比 70%。Q3 安全识别业务收入同比增长 15.5%，金融、社保卡等芯片销量增长但目前市场竞争激烈，技术壁垒不强。
- 目标价 45.00 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 2025 年仅有小部分出货。但 2026 财年 FPGA 业务收入将逐步受益于 10 逻辑亿门级产品出货量的提升。未来下游客户的 FPGA 芯片以及智能电表需求将驱动公司营收增长。我们预计公司未来三年的收入 CAGR 为 12.7%，对应净利润 CAGR 为 25.8%。采用 PE 估值法，对应 2026 年利润的 33.0 倍 PE，给予公司目标价 45.00 港元，相较于现价有 8.5% 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、产能受限风险。

曹凌霁
+852-25321539
Rita.cao@firstshanghai.com.hk
韩啸宇
+852-25321539
Peter.han@firstshanghai.com.hk

主要数据

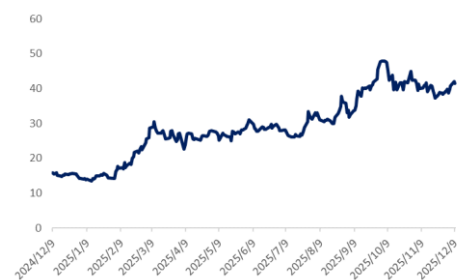
行业	TMT
股价	41.46 港元
目标价	45.00 港元 (+8.5%)
股票代码	1385.HK
已发行股本	8.21 亿股
市值	340.89 亿港元
52 周高/低	49.2/13.25 港元
每股净现值	8.23 港元
主要股东	复旦高技术 12.99% 复旦科技 12.38% 上海懿坤 4.6% 华夏基金 2.68%

盈利摘要

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	4,100,920	4,752,134	5,133,950
变动	-0.07%	1.53%	14.22%	15.88%	8.03%
归母净利润	719,494	572,595	521,701	1,019,106	1,139,926
每股盈利 (人民币)	0.88	0.70	0.64	1.24	1.39
变动	-33.38%	-20.65%	-8.89%	95.34%	11.86%
基于40.78港元的市盈率	42.2	53.2	58.4	29.9	26.7
每股派息 (人民币)	0.10	0.08	0.06	0.12	0.14
股息现价比	0.25%	0.20%	0.16%	0.30%	0.34%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

附录 1：主要财务报表

损益表

<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
收入	3,536,259	3,590,224	4,100,920	4,752,134	5,133,950
毛利	2,164,591	2,008,623	2,282,708	2,939,232	3,235,816
其他业务净额	22,802	10,212	8,202	9,504	10,268
销售开支	-251,742	-242,134	-248,106	-299,384	-318,305
研发开支	-1,010,598	-1,030,652	-1,304,093	-1,401,879	-1,540,185
管理及财务开支	-173,637	-187,110	-204,226	-203,391	-219,733
营业利润	751,417	558,939	534,486	1,044,081	1,167,861
税前盈利	751,851	558,894	534,486	1,044,081	1,167,861
所得税	-2,992	865	-2,138	-4,176	-4,671
净利润	748,859	559,759	532,348	1,039,904	1,163,190
少数股东应占利润	29,364	-12,836	10,647	20,798	23,264
本公司股东应占利润	719,494	572,595	521,701	1,019,106	1,139,926
折旧及摊销	-243,217	-313,807	-361,291	-409,613	-464,596
EBITDA	994,634	872,746	895,777	1,453,693	1,632,457
增长					
总收入 (%)	-0.1%	1.5%	14.2%	15.9%	8.0%
EBITDA (%)	-23.5%	-12.3%	2.6%	62.3%	12.3%

资产负债表

<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
现金	1,003,337	1,087,494	2,760,716	3,193,722	3,732,434
应收账款	1,320,566	1,792,519	1,138,354	1,319,121	1,425,107
存货	3,177,371	3,134,457	2,157,044	2,150,745	2,251,860
其他流动资产	436,010	466,508	902,953	990,306	1,041,522
总流动资产	5,937,284	6,480,979	6,959,067	7,653,893	8,450,923
固定资产	1,115,454	1,567,674	1,802,825	2,073,248	2,384,236
无形资产	143,277	197,495	217,245	238,969	262,866
长期投资	77,985	88,997	88,997	88,997	88,997
银行存款及其他	1,215,336	794,965	794,965	794,965	794,965
总资产	8,411,351	9,041,113	9,774,102	10,761,076	11,892,990
应付账款	235,757	234,622	292,570	291,715	305,430
短期银行借款	893,860	1,071,872	1,071,872	1,071,872	1,071,872
其他短期负债	749,704	917,898	1,061,801	1,060,677	1,078,720
流动负债	1,879,321	2,224,391	2,426,243	2,424,264	2,456,022
长期银行借款	530,064	239,864	239,864	239,864	239,864
其他负债	1,919,585	2,257,128	2,458,980	2,457,002	2,488,759
总负债	2,449,649	2,496,992	2,698,844	2,696,865	2,728,623
少数股东权益	658,726	650,036	660,683	681,481	704,745
股东权益	5,961,702	6,544,121	7,075,258	8,064,211	9,164,367
每股账面值(摊薄)	7.28	7.97	8.61	9.82	11.16
营运资产	4,057,963	4,256,587	4,532,824	5,229,629	5,994,901

数据来源：公司资料，第一上海预测

财务分析

<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
盈利能力					
毛利率 (%)	61.2%	55.9%	55.7%	61.9%	63.0%
EBITDA 利率 (%)	28.1%	24.3%	21.8%	30.6%	31.8%
净利率 (%)	21.2%	15.6%	13.0%	21.9%	22.7%
营运表现					
销售及管理费用/收入	7.1%	6.7%	6.1%	6.3%	6.2%
实际税率 (%)	0.4%	-0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
股息支付率 (%)	11.4%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%
库存周转	620.1	728.3	531.1	433.7	423.3
应收账款天数	118.8	158.2	130.4	94.4	97.6
应付账款天数	58.1	54.3	52.9	58.8	57.4
财务状况					
总负债/总资产	0.29	0.28	0.28	0.25	0.23
收入/净资产	0.59	0.55	0.58	0.59	0.56
经营性现金流/收入	-0.20	0.20	0.57	0.26	0.28
税前盈利对利息倍数	4.33	2.99	2.62	5.13	5.31

现金流量表

<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
净利润	748,859	559,759	532,348	1,039,904	1,163,190
股权激励费用	106,879	50,959	50,959	50,959	50,959
折旧和摊销	259,857	330,597	361,291	409,613	464,596
经营资产变动	-1,748,875	-233,643	1,649,796	-214,818	-143,843
其他	19,508	38,330	0	0	0
经营现金流	-708,167	732,466	2,341,583	1,236,677	1,452,185
净投资收益	790,283	1,203,944	0	0	0
购置资产	-850,933	-632,953	-479,004	-550,855	-633,483
处置资产	2,367	13,710	0	0	0
投资活动现金流	-731,597	-754,004	-616,192	-701,761	-799,480
取得借款与投资	1,403,422	147,295	0	0	0
偿还债务及其他	0	0	0	0	0
股利	0	0	0	0	0
融资活动现金流	1,310,271	88,631	-52,170	-101,911	-113,993
现金变化	-129,493	67,093	1,673,222	433,006	538,713
期初持有现金	1,120,287	992,925	1,063,301	2,736,522	3,169,528
汇兑变化	2,131	3,283	0	0	0
期末持有现金	992,925	1,063,301	2,736,522	3,169,528	3,708,241

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。