

## 成都华微 (688709.SH)

## 强烈推荐 (维持)

## TSN 技术积累深厚，或享受商业航天市场爆发

2025 年 12 月，成都华微协办第十四次“枫林论坛”，以“时间敏感网络 (TSN) 系统设计”为主题，汇聚了来自科研院所、高校、企业及行业媒体等专家学者，围绕 TSN 展开了深度交流与探讨。公司现场展示了最新的 TSN 系统级板卡及 FPGA 系列核心产品。

- **控股股东强，产品成长空间大。**中国振华为公司控股股东，聚焦基础元器件、集成电路、电子材料、应用开发四大业务，打造国家信任、用户首选、安全可靠的高端电子元器件核心供应商。公司数字集成电路包含了可编程逻辑器件、系统级芯片、存储器等，模拟集成电路包含了模数/数模转换器芯片、接口和驱动电路、电源管理等，同时为客户提供系统芯片级解决方案及集成电路和分立元器件的测试。
- **协办 TSN 主题论坛，现场展示核心产品。**2025 年 12 月，公司协办第十四次“枫林论坛”，分享 TSN 创新实践与产业思考。在场景需求探索阶段，采用“IP+成都华微 FPGA”策略，充分结合华微自主研发 FPGA 的灵活性、可控性、协议算法快速迭代等相关优势，针对用户定制需求，与用户协同验证、持续优化，共同沉淀出多套“典型配置”，作为 TSN 芯片研制的输入，有效降低技术试错风险与开发成本。同时，公司在现场展示了最新的 TSN 系统级板卡及 FPGA 系列核心产品。
- **公司 TSN 技术积累深，商业航天应用场景可期。**成都华微 TSN 研发中心今年在长沙揭牌，团队核心人员均来自 TSN 领域资深行业专家，并接受商业航天相关技术规范制定机构邀请作为核心专家参与《箭载时间敏感网络 (TSN) 技术规范》的制定。该团队已为工业领域、车载领域、航空领域等多家用户搭建 TSN 时间敏感网络系统。随着商业航天的发展及传输信息量的增加，目前市场上现有的航空航天领域 AFDX 网络延迟控制能力难以满足如今高端装备对带宽、可靠性、端到端延时和抖动等服务质量的严苛需求，TSN 技术替代空间巨大。公司已经具备 TSN 首款产品——“TSN 网络交换板卡”，或将享受 TSN 在航天领域的市场爆发。
- **高速 ADC 格局强，成功突破技术封锁。**作为高端仪器“心脏”的高速 ADC 芯片，长期被美国列入禁运清单，华微自主研发的高速 ADC 芯片成功突破封锁，不仅填补了国内技术空白，更如同为中国高端仪器产业注入“强心剂”，未来将持续释放技术动能，为其突破封锁、实现高质量发展提供关键。另外，公司抗辐照高精度 ADC 产品在卫星载荷数据采集中拥有广阔应用场景，高速大带宽 ADC 则是卫星通信实现突破的关键，完整的 ADC 芯片矩阵帮助公司充分受益于商业航天的快速发展。
- **盈利预测：**公司高速高精度 ADC 芯片成功突破技术封锁，且相关型号已完成客户验证并收到意向订单。另外，随商业航天等领域高端装备的持续发展，对网络通信的要求越来越苛刻，TSN 对传统总线型网络的替代巨大，公司作为《箭载时间敏感网络 (TSN) 技术规范》制定的核心参与者技术优势显著。我们预计公司 2025-2027 营业收入为 9.02/11.68/14.67 亿元，归母净利润分别为 2.43、3.29 及 4.02 亿元，对应 PE 分别为 124X、91X、75X，维持“强烈推荐”评级

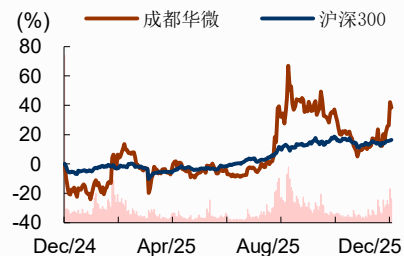
中游制造/军工  
目标估值：NA  
当前股价：47.18 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	637
已上市流通股 (百万股)	218
总市值 (十亿元)	30.0
流通市值 (十亿元)	10.3
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	3.4
资产负债率	23.7%
主要股东	中国振华电子集团有限公司
主要股东持股比例	44.84%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	43	45
相对表现	23	25	28



## 相关报告

- 《成都华微 (688709) — 营收稳增 彰显需求复苏，布局深化拓新应用》 2025-09-14
- 《成都华微 (688709) — 业绩短期承压，产品应用场景不断扩展》 2024-11-20
- 《成都华微 (688709) — 业绩符合预期，持续加大研发投入，推进卫星互联网与低空经济产业布局》 2024-04-15

廖世刚 S1090524090003  
liaoshigang@cmschina.com.cn  
孙行健 研究助理  
sunxingjian@cmschina.com.cn

□ 风险提示：军品采购订单出现波动，市场竞争加剧。

### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	926	604	902	1168	1467
同比增长	10%	-35%	49%	29%	26%
营业利润(百万元)	332	135	270	365	446
同比增长	8%	-59%	100%	35%	22%
归母净利润(百万元)	311	122	243	329	402
同比增长	11%	-61%	99%	35%	22%
每股收益(元)	0.49	0.19	0.38	0.52	0.63
PE	96.6	245.9	123.5	91.3	74.8
PB	22.9	10.7	9.9	9.1	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1689	2911	3030	3777	4713
现金	165	1006	161	88	106
交易性投资	0	150	150	150	150
应收票据	217	159	237	307	385
应收款项	916	1029	1537	1990	2499
其它应收款	5	7	10	13	17
存货	336	474	794	1044	1322
其他	49	86	141	185	234
<b>非流动资产</b>	585	759	780	794	802
长期股权投资	23	20	20	20	20
固定资产	81	123	152	172	185
无形资产商誉	71	72	64	58	52
其他	410	545	545	544	544
<b>资产总计</b>	<b>2274</b>	<b>3670</b>	<b>3810</b>	<b>4571</b>	<b>5514</b>
<b>流动负债</b>	735	579	473	956	1570
短期借款	330	200	0	349	815
应付账款	200	249	417	548	694
预收账款	7	4	6	8	10
其他	198	126	50	50	50
<b>长期负债</b>	214	261	261	261	261
长期借款	214	177	177	177	177
其他	(1)	85	85	85	85
<b>负债合计</b>	<b>949</b>	<b>840</b>	<b>734</b>	<b>1217</b>	<b>1831</b>
股本	541	637	637	637	637
资本公积金	148	1498	1498	1498	1498
留存收益	624	675	905	1161	1464
少数股东权益	12	20	36	58	85
归属于母公司所有者权益	1313	2809	3040	3296	3599
<b>负债及权益合计</b>	<b>2274</b>	<b>3670</b>	<b>3810</b>	<b>4571</b>	<b>5514</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	54	25	(521)	(308)	(283)
净利润	316	130	259	351	428
折旧摊销	27	27	45	54	59
财务费用	11	9	14	20	45
投资收益	0	2	(46)	(46)	(46)
营运资金变动	(292)	(132)	(794)	(686)	(770)
其它	(9)	(11)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(107)	(356)	(21)	(21)	(21)
资本支出	(107)	(208)	(67)	(67)	(67)
其他投资	0	(148)	46	46	46
<b>筹资活动现金流</b>	23	1172	(304)	256	322
借款变动	36	(301)	(277)	349	466
普通股增加	0	96	0	0	0
资本公积增加	29	1350	0	0	0
股利分配	0	(61)	(13)	(73)	(99)
其他	(42)	87	(14)	(20)	(45)
<b>现金净增加额</b>	<b>(31)</b>	<b>841</b>	<b>(846)</b>	<b>(73)</b>	<b>18</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	926	604	902	1168	1467
营业成本	221	147	246	323	409
营业税金及附加	11	7	11	14	18
营业费用	39	33	49	63	80
管理费用	124	120	143	180	220
研发费用	198	154	185	239	286
财务费用	10	(2)	14	20	45
资产减值损失	(29)	(56)	(30)	(9)	(10)
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	39	48	48	48	48
投资收益	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>营业利润</b>	332	135	270	365	446
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	332	136	271	366	447
所得税	16	6	11	15	19
少数股东损益	5	8	16	22	27
<b>归属于母公司净利润</b>	311	122	243	329	402

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	10%	-35%	49%	29%	26%
营业利润	8%	-59%	100%	35%	22%
归母净利润	11%	-61%	99%	35%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	76.2%	75.7%	72.8%	72.4%	72.1%
净利率	33.6%	20.2%	27.0%	28.2%	27.4%
ROE	27.2%	5.9%	8.3%	10.4%	11.7%
ROIC	18.6%	4.9%	8.3%	10.4%	11.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.7%	22.9%	19.3%	26.6%	33.2%
净负债比率	27.4%	12.4%	4.6%	11.5%	18.0%
流动比率	2.3	5.0	6.4	4.0	3.0
速动比率	1.8	4.2	4.7	2.9	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转率	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3
应收账款周转率	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
应付账款周转率	1.1	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.49	0.19	0.38	0.52	0.63
每股经营净现金	0.08	0.04	-0.82	-0.48	-0.44
每股净资产	2.06	4.41	4.77	5.18	5.65
每股股利	0.10	0.02	0.11	0.15	0.19
<b>估值比率</b>					
PE	96.6	245.9	123.5	91.3	74.8
PB	22.9	10.7	9.9	9.1	8.3
EV/EBITDA	92.3	213.6	102.5	77.0	61.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。