

评级：买入（维持）

市场价格：54.48元

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

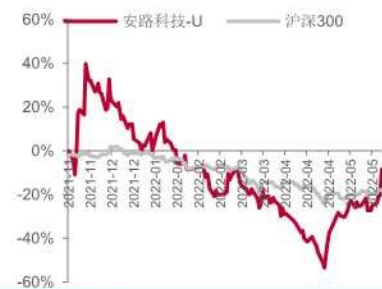
分析师：李雪峰

执业证书编号：S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	190
市价(元)	54.48
市值(百万元)	21,797
流通市值(百万元)	10,352

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	679	1,042	1,517	2,325	3,089
增长率 yoy%	141%	54%	46%	53%	33%
净利润(百万元)	-31	60	101	176	302
增长率 yoy%	-399%	294%	68%	75%	72%
每股收益(元)	-0.08	0.15	0.25	0.44	0.76
每股现金流量	-0.41	-0.71	1.18	1.57	-0.11
净资产收益率	-2%	4%	6%	10%	16%
P/E	-706.6	364.3	242.6	138.9	80.8
P/B	14.4	13.6	15.0	14.2	12.6

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄（股价为2023年4月25日收盘价）

投资要点

- 事件：**公司发布2022年年报及2023年一季度报，报告期内公司实现营业收入10.42亿元，同比增长53.57%，实现归母净利润5982.8万元，扣非归母净利润731.7万元，同比实现扭亏为盈；23Q1公司实现营业收入1.88亿元，同比减少27.38%，实现归母净利润-5101.1万元，同比减少388.3%。
- 公司2022年业绩同比大幅增长，实现扭亏为盈，23年一季度受下游需求影响短期承压。**2022年公司持续丰富产品矩阵、不断优化产品性能、扩展产品应用领域，客户需求持续增长，此外公司产品不断优化，高毛利产品销售占比提升带动公司毛利率增长。23Q1公司业绩有所承压，主要系下游市场需求周期波动影响，公司成熟产品出货量有所下滑，且不少新产品或型号尚处于导入期。净利润下降主要系公司持续加大研发投入，研发人员同比增长，且有流片费用等大额研发投入确认，同时又叠加了营收下降的影响。一季度公司研发费用率56.6%，环比均大幅增长（22Q1为27.5%，22Q4为39.3%）。
- 产品线不断拓宽，新品稳步推进。**公司是国产FPGA行业领先厂商，构建了ELF系列、EAGLE系列、PHOENIX系列以及FPSOC系列FPGA芯片和TangDynasty系列FPGA专用EDA软件的产品生态，产品从几十K的高性价比产品到目前400K的中高端产品全覆盖，客户积累深厚。在海外局势紧张背景下，国产高端数字芯片有望替代加速，值得重视；行业来看，FPGA赛道大，格局清晰，主要应用于通信、工控、消费电子、数据中心、汽车电子、人工智能等领域，目前国产化率尚处于较低水平，在下游应用市场对于低功耗、可编程、低成本以及开发周期短等要求愈发重视，FPGA市场增长明确，发展空间广阔。
- FPGA是AI算力核心芯片。**除GPU/CPU外，FPGA是数据中心、云计算核心算力芯片，能够对于算法的运行带来效率的提升。同时在功耗方面，也相对于GPU方面有更好的表现，比CPU的性能会更好。随着数据中心和高性能计算等系统要处理的数据量不断攀升，需要的带宽不断提高，“CPU+FPGA”新架构也将是未来云计算的新方向之一。面对AI迅猛发展带来的指数级增长算力需求，目前FPGA国产厂商均处于发展初期，后续随中高端出货提升，有望进入业绩快速发展期。
- 投资建议：**考虑到行业下游复苏节奏不及预期，我们下调前期盈利预测，预计公司2023/2024/2025年营业收入分别为15.17、23.25、30.89亿元，对应PS为14、9、7倍，公司主打民用FPGA市场，在FPGA领域拥有较高技术及客户积累，在下游需求爆发下，有望发挥自身技术优势加速推进国产FPGA替代，行业成长性、稀缺性兼备，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**1) FPGA市场需求及景气度可能不及预期；2) 上游原材料涨价风险；3) 研报使用信息更新不及时；4) 新品研发不及预期；5) 行业竞争风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	284	636	1,160	1,009	营业收入	1,042	1,517	2,325	3,089
应收票据	0	20	30	40	营业成本	627	904	1,336	1,697
应收账款	140	180	259	344	税金及附加	1	2	2	3
预付账款	183	14	20	25	销售费用	22	39	60	79
存货	561	652	414	1,018	管理费用	47	65	100	133
合同资产	0	0	0	0	研发费用	332	379	586	772
其他流动资产	590	597	606	615	财务费用	-6	5	13	22
流动资产合计	1,758	2,099	2,490	3,052	信用减值损失	0	-6	-6	-6
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-12	-60	-90	-120
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	6	0	0	0
固定资产	31	170	258	315	投资收益	6	3	3	4
在建工程	1	1	1	1	其他收益	25	25	25	25
无形资产	62	85	114	146	营业利润	45	86	161	287
其他非流动资产	25	28	31	35	营业外收入	15	15	15	15
非流动资产合计	118	283	404	497	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,876	2,382	2,894	3,548	利润总额	60	101	176	302
短期借款	0	97	226	335	所得税	0	0	0	0
应付票据	108	140	209	275	净利润	60	101	176	302
应付账款	42	271	405	519	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	36	14	23	归属母公司净利润	60	101	176	302
合同负债	8	27	42	56	NOPLAT	54	106	189	324
其他应付款	16	16	16	16	EPS (摊薄)	0.15	0.25	0.44	0.76
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6					
其他流动负债	59	81	123	163					
流动负债合计	240	675	1,041	1,394					
长期借款	0	50	100	180					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	31	31	31	31					
非流动负债合计	31	81	131	211					
负债合计	271	756	1,172	1,605					
归属母公司所有者权益	1,605	1,626	1,721	1,944					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,605	1,626	1,721	1,944					
负债和股东权益	1,876	2,382	2,894	3,548					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-282	471	627	-42
现金收益	90	124	260	431
存货影响	-294	-91	238	-605
经营性应收影响	-165	170	-6	20
经营性应付影响	32	298	180	190
其他影响	55	-30	-45	-79
投资活动现金流	-581	-180	-190	-196
资本支出	-80	-180	-190	-196
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-501	0	0	0
融资活动现金流	-24	62	87	87
借款增加	-2	147	179	189
股利及利息支付	0	92	-45	95
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-22	-177	-47	-197

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	53.6%	45.6%	53.3%	32.9%
EBIT 增长率	-267.7%	96.6%	78.6%	71.8%
归母公司净利润增长率	-293.9%	68.3%	74.7%	71.9%
获利能力				
毛利率	39.8%	40.4%	42.5%	45.1%
净利率	5.7%	6.6%	7.6%	9.8%
ROE	3.7%	6.2%	10.2%	15.6%
ROIC	3.7%	7.5%	11.7%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	14.4%	31.8%	40.5%	45.2%
债务权益比	2.3%	11.3%	21.1%	28.4%
流动比率	7.3	3.1	2.4	2.2
速动比率	5.0	2.1	2.0	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9
应收账款周转天数	40	38	34	35
应付账款周转天数	27	62	91	98
存货周转天数	238	242	144	152
每股指标 (元)				
每股收益	0.15	0.25	0.44	0.76
每股经营现金流	-0.70	1.18	1.57	-0.10
每股净资产	4.01	4.06	4.30	4.86
估值比率				
P/E	364	243	139	81
P/B	14	15	14	13

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。