

**评级：买入（维持）**

市场价格：55.15 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

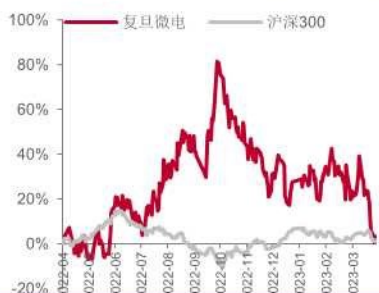
执业证书编号：S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	817
流通股本(百万股)	310
市价(元)	55.15
市值(百万元)	45,039
流通市值(百万元)	17,095

**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)	2,577	3,539	4,621	5,811	6,976
增长率 yoy%	52%	37%	31%	26%	20%
净利润(百万元)	514	1,077	1,486	1,946	2,407
增长率 yoy%	287%	109%	38%	31%	24%
每股收益(元)	0.63	1.32	1.82	2.38	2.95
每股现金流量	0.74	0.39	2.98	3.35	1.47
净资产收益率	15%	21%	22%	22%	22%
P/E	87.5	41.8	30.3	23.1	18.7
P/B	14.3	9.9	7.5	5.7	4.4

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄（股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

**报告摘要**

- **事件：**公司发布 2023 年一季度业绩报告，业绩期内实现营业收入 8.09 亿元，同比增长 4.33%，实现归母净利润 1.88 亿元，同比减少-19.2%，扣非后归母净利润 1.8 亿元，同比减少-20.42%。
- **公司一季度营收保持同比增长，持续加大研发投入，费用增长利润承压。受行业需求影响，公司部分消费类产品线承压，FPGA 业务稳步增长带动公司整体营收同比略有增长，一季度各产品线营业收入分别为：安全与识别芯片约为 2.08 亿元，较上年同期减少 2.99%；非挥发性存储器约为 2.77 亿元，较上年同期增加 12.71%；智能电表芯片约为 0.47 亿元，较上年同期减少 54.43%；FPGA 及其他芯片约为 2.28 亿元，较上年同期增加 33.62%；测试服务收入(合并抵消后)约为 0.5 亿元，较上年同期增加 16.46%。高毛利业务占比提升带动公司毛利率环比提升 3.2pct 达到创历史新高 66.7%。一季度公司持续加大研发投入，研发同比增加 5069 万元，费用增长叠加计提减值，导致利润有所承压。**
- **国内高可靠 FPGA 市场空间大、门槛高、国产化率低，公司深耕行业多年，产品经过较长时间验证后逐步放量，成长性好，确定性高，在手订单充足。伴随海外局势紧张，半导体国产替代加速，公司作为行业极少数国产 FPGA 供应商之一，将充分受益下游市场国产化带来的巨大需求体量。**
- **公司各条产品线稳步提升，Chiplet+异构 AI 打开 FPGA 行业空间。2022 年公司安全与识别芯片、非挥发存储器、智能电表芯片、FPGA 及其他以及集成电路测试服务分别实现营收 9.7/9.4/5.9/7.8/2.2 亿元，yoy+12.67%、30.41%、101.02%、82.81%、-9.54%，毛利率分别为 54%、65%、64%、85%、37%，其中智能电表以及 FPGA 业务大幅提升。此外公司表示 FPGA 行业未来在 Chiplet 技术下，有望在同制程实现更高密度产品，而异构式 CPU+FPGA+AI、CPU+FPGA+GPU+AI、CPU+FPGA+ADC 等融合架构的 PSoC 也将成为重要的发展方向。**
- **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：**考虑到消费类行业下游需求承压，我们下调 2023/2024/2025 年净利润至 14.86/19.46/24.07 亿元（前值 23-24 年 17.23/22.94 亿元），对应 PE 为 30/23/19 倍，公司是大陆 FPGA 行业龙头厂商之一，在国产化大背景下，下游需求旺盛，产品结构持续优化，稀缺性和成长性兼备，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**FPGA 市场需求及景气度可能不及预期，产品价格下滑风险，上游原材料涨价风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,191	3,637	6,421	7,806	营业收入	3,539	4,621	5,811	6,976
应收票据	252	60	76	91	营业成本	1,250	1,629	1,986	2,358
应收账款	730	901	1,092	1,294	税金及附加	25	46	58	70
预付账款	475	24	30	35	销售费用	223	277	349	419
存货	1,483	1,332	615	1,888	管理费用	139	152	192	230
合同资产	0	0	0	0	研发费用	735	1,063	1,325	1,500
其他流动资产	196	233	272	311	财务费用	-8	-53	-115	-126
流动资产合计	4,327	6,187	8,506	11,426	信用减值损失	1	-6	-6	-6
其他长期投资	123	123	123	123	资产减值损失	-163	-60	-90	-120
长期股权投资	43	43	43	43	公允价值变动收益	2	0	0	0
固定资产	694	593	510	442	投资收益	-2	-2	-2	-2
在建工程	194	194	194	194	其他收益	107	107	107	107
无形资产	86	148	198	244	营业利润	1,121	1,547	2,027	2,506
其他非流动资产	645	651	659	669	营业外收入	1	0	0	1
非流动资产合计	1,784	1,751	1,726	1,714	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	6,111	7,939	10,232	13,140	利润总额	1,122	1,547	2,027	2,507
短期借款	54	97	226	335	所得税	5	6	8	10
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,117	1,541	2,019	2,497
应付账款	201	489	602	722	少数股东损益	40	56	73	90
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,077	1,485	1,946	2,407
合同负债	210	83	105	126	NOPLAT	1,110	1,489	1,905	2,371
其他应付款	72	72	72	72	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>1.32</b>	<b>1.82</b>	<b>2.38</b>	<b>2.95</b>
一年内到期的非流动负债	15	15	15	15					
其他流动负债	351	414	511	608	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	904	1,170	1,531	1,878	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	50	-20	60	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	37.3%	30.6%	25.8%	20.0%
其他非流动负债	54	54	54	54	EBIT增长率	94.6%	34.2%	28.0%	24.5%
非流动负债合计	54	104	34	114	归母公司净利润增长率	109.3%	38.0%	31.0%	23.6%
负债合计	958	1,274	1,565	1,991	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	4,531	5,987	7,917	10,307	毛利率	64.7%	64.7%	65.8%	66.2%
少数股东权益	622	678	751	841	净利率	31.6%	33.4%	34.8%	35.8%
所有者权益合计	5,153	6,665	8,668	11,148	ROE	20.9%	22.3%	22.5%	21.6%
负债和股东权益	6,111	7,939	10,232	13,140	ROIC	25.0%	24.7%	23.6%	22.1%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	15.7%	16.0%	15.3%	15.2%
					债务权益比	2.4%	3.2%	3.2%	4.2%
					流动比率	4.8	5.3	5.6	6.1
					速动比率	3.1	4.1	5.2	5.1
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.5
					应收账款周转天数	60	64	62	62
					应付账款周转天数	58	76	99	101
					存货周转天数	345	311	176	191
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.32	1.82	2.38	2.95
					每股经营现金流	0.39	2.98	3.35	1.47
					每股净资产	5.55	7.33	9.69	12.62
					估值比率				
					P/E	42	30	23	19
					P/B	10	8	6	4

**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。