

裕太微 (688515.SH)

Q1 业绩受下游景气度干扰，持续加大研发投入，期待新品起量

事件：公司4月25日公告22年报及23年一季报，2022年营收4.02亿元，同比+58.61%；归母净利润-41万元，扣非归母净利润-1206万元。23Q1营收0.53亿元，同比-41.88%/环比-49.04%；归母净利润-0.27亿元，同比-351.01%；扣非归母净利润-0.20亿元，同比-499.23%。我们点评如下：

□ 2022年公司收入高速增长，尚未实现盈利。2022年公司实现营业收入4.02亿元，同比+58.61%；归母净利润-41万元，扣非归母净利润-1206万元。毛利率47.01%，同比+12.91pcts；净利率-0.1%，同比持平。22Q4单季度营收1.04亿元，同比-7.76%/环比-3.70%；归母净利润-0.08亿元，同比-248.57%/环比持平。毛利率54.82%，同比+15.39pcts/环比+15.29pcts；净利率-7.75%，同比-12.56pcts/环比-0.59pcts。

□ 2022年公司市场渗透率显著提升，车规级收入高增长，商规级增速相对较慢。2022年收入增长主要系公司市场渗透率不断增加，其中车规级收入大幅增长，主要得益于车规产品逐步导入下游客户供应链体系；商规级收入增速较低，主要系受宏观经济环境影响下消费电子市场需求疲软，行业库存水位居高不下。具体来看，工规级收入2.50亿元，同比+74.93%；商规级收入1.02亿元，同比+15.88%；车规级收入427万元，同比+335.31%；晶圆0.30亿元，同比+145.71%。

□ 2022年公司毛利率显著提升，持续加大研发投入导致全年亏损。2022年毛利率同比显著增长主要系公司早期为进行市场开拓采取了价格优惠策略，随着公司知名度提升、高端新品不断推出，产品单价和毛利率同步上升，其中工规级毛利率43.64%，同比+7.52pcts；商规级39.17%，同比+15.45pcts；车规级43.06%，同比-2.42pcts。2022年亏损主要系研发费用大幅增长，达到1.35亿元，同比+104.08%，占当期营业收入比例为33.56%，较上年同期增加7.48pcts。

□ 23Q1下游需求不振，研发投入高增长导致业绩承压。23Q1营业收入0.53亿元，同比-41.88%/环比-49.04%；归母净利润-0.27亿元，同比-351.01%；扣非归母净利润-0.20亿元，同比-499.23%。毛利率53.87%，同比+6.77pcts/环比-0.95pcts；净利率-50.43%，同比-62.11pcts/环比-42.68pcts。收入下滑主要受下游市场需求不振、库存高企，出货量同比下降；亏损主要系研发投入同比大幅增长57.80%，占营收比例高达70.9%，一方面公司持续加大产品及技术研发投入，扩大研发人员规模，另一方面，随着新产品的量产流片，流片费用亦大幅增加。

□ 持续推出高端新品，未来国产替代广阔。公司加大研发投入，持续推出高端新品，以2021年全球以太网物理层芯片120亿元的市场规模计算，公司目前市占率仅3%左右，未来成长空间广阔。1) 车载以太网芯片是公司重点研发方向，百兆芯片已量产，千兆芯片已工程流片。2) 公司PHY芯片产品向高速率发展，2.5G以太网物理层芯片产品已于2022年年底实现小批量出货，5G/10G PHY处于预研阶段。3) 公司在物理层芯片的基础上将产品线继续拓展至交换等上层网络产品领域，布局以太网交换芯片、网卡芯片、网关等产品线，五口千兆以太网交换芯片和第一代千兆网卡芯片已于2022年

增持 (首次)

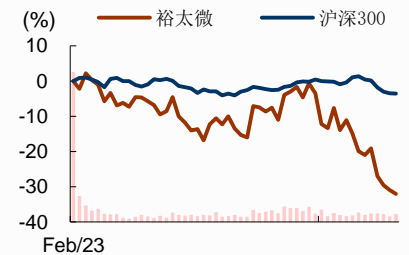
TMT及中小盘/电子
当前股价：158.0元

基础数据

总股本(万股)	8000
已上市流通股(万)	1822
总市值(亿元)	126
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	24.2
ROE(TTM)	-2.0
资产负债率	7.8%
主要股东	史清
主要股东持股比例	12.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-26	74	74
相对表现	-24	65	71



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《裕太微(688515)新股分析—国内以太网物理层芯片龙头，车载等多领域驱动成长》2023-02-08

鄢凡 S1090511060002
✉ yanfan@cmschina.com.cn
王恬 S1090522090002
✉ wangtian2@cmschina.com.cn

年底实现小批量出货。

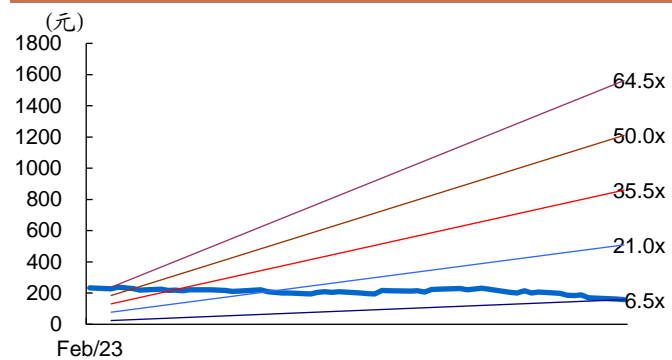
- **首次给予“增持”投资评级。** 尽管公司短期业绩受下游景气度干扰，但考虑到公司所处的以太网物理层芯片行业成长性强、国产替代空间大，公司作为具备技术和客户优势的国内龙头，在汽车、商用、工业等领域具备长期成长空间。我们预测公司 23-25 年营收为 5.65/8.06/11.71 亿元，归母净利润为 0.38/0.78/1.80 亿元，对应 EPS 为 0.48/0.98/2.25 元，对应当前股价 PE 为 330.0/161.1/70.3 倍，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：下游需求不及预期风险，行业竞争加剧风险，技术迭代风险，宏观经济及政策风险。**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	254	403	565	806	1171
同比增长	1862%	59%	40%	43%	45%
营业利润(百万元)	(0)	(0)	38	78	180
同比增长	-99%	-6%	-9478%	105%	129%
归母净利润(百万元)	(0)	(0)	38	78	180
同比增长	-99%	-12%	-9478%	105%	129%
每股收益(元)	-0.01	-0.01	0.48	0.98	2.25
PE			330.0	161.1	70.3
PB	45.6	43.7	5.8	5.7	5.3

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 裕太微历史 PB Band



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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	493	461	2395	2544	2821
现金	56	36	1194	1203	1270
交易性投资	199	130	830	830	830
应收票据	9	0	0	0	0
应收款项	50	71	77	110	160
其它应收款	1	1	2	3	4
存货	115	100	125	172	239
其他	63	122	165	227	317
非流动资产	60	47	45	43	41
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	10	12	13	13	14
无形资产商誉	30	19	17	15	14
其他	20	16	15	14	14
资产总计	553	507	2439	2587	2862
流动负债	263	212	266	347	465
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	22	7	9	12	17
预收账款	202	143	193	264	368
其他	39	63	64	70	80
长期负债	12	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	6	6	6	6
负债合计	276	218	271	352	471
股本	60	60	80	80	80
资本公积金	226	239	2059	2059	2059
留存收益	(9)	(9)	29	96	252
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	277	290	2168	2235	2391
负债及权益合计	553	507	2439	2587	2862

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(0)	(68)	(5)	8	84
净利润	(0)	(0)	38	78	180
折旧摊销	7	21	6	6	6
财务费用	1	1	(25)	(10)	(5)
投资收益	(2)	(3)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(5)	(87)	(22)	(73)	(110)
其它	0	0	5	14	20
投资活动现金流	(223)	57	(698)	2	2
资本支出	(50)	(16)	(5)	(5)	(5)
其他投资	(172)	73	(693)	7	7
筹资活动现金流	216	(9)	1861	(1)	(19)
借款变动	71	(15)	(4)	0	0
普通股增加	53	0	20	0	0
资本公积增加	83	13	1820	0	0
股利分配	0	0	0	(11)	(24)
其他	10	(6)	25	10	5
现金净增加额	(7)	(20)	1158	8	67

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	254	403	565	806	1171
营业成本	167	214	288	395	550
营业税金及附加	0	2	3	4	6
营业费用	7	22	28	36	47
管理费用	21	40	48	64	82
研发费用	66	135	187	242	316
财务费用	1	(1)	(25)	(10)	(5)
资产减值损失	(0)	(4)	(5)	(3)	(2)
公允价值变动收	0	1	0	0	0
其他收益	7	7	5	5	5
投资收益	2	3	2	2	2
营业利润	(0)	(0)	38	78	180
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	(0)	(0)	38	78	180
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利	(0)	(0)	38	78	180

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	1862%	59%	40%	43%	45%
营业利润	-99%	-6%	-9478%	105%	129%
归母净利润	-99%	-12%	-9478%	105%	129%
获利能力					
毛利率	34.1%	47.0%	49.0%	51.0%	53.0%
净利率	-0.2%	-0.1%	6.8%	9.7%	15.4%
ROE	-0.3%	-0.1%	3.1%	3.6%	7.8%
ROIC	0.5%	-0.4%	1.1%	3.1%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	49.9%	43.0%	11.1%	13.6%	16.5%
净负债比率	0.6%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.9	2.2	9.0	7.3	6.1
速动比率	1.4	1.7	8.5	6.8	5.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.4	0.3	0.4
存货周转率	2.5	2.0	2.6	2.7	2.7
应收账款周转率	8.6	6.2	7.6	8.6	8.7
应付账款周转率	13.3	14.9	37.1	37.3	37.6
每股资料(元)					
EPS	-0.01	-0.01	0.48	0.98	2.25
每股经营净现	-0.00	-0.85	-0.06	0.10	1.05
每股净资产	3.47	3.62	27.10	27.93	29.89
每股股利	0.00	0.00	0.14	0.29	0.67
估值比率					
PE			330.0	161.1	70.3
PB	45.6	43.7	5.8	5.7	5.3
EV/EBITDA	3858.4	4400.7	592.3	156.6	64.7

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。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

谌薇：华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022年加入招商电子团队。

涂银山：昆士兰大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，2023年加入招商电子团队。

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。