

裕太微 (688515.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023年4月26日

评级：买入（维持）

市场价格：158.00

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

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	254	403	569	844	1,235
增长率 yoy%	1862%	59%	41%	48%	46%
净利润(百万元)	0	-0.41	16.55	73.64	122.45
增长率 yoy%	99%	12%	4152%	345%	66%
每股收益(元)	-0.01	-0.01	0.21	0.92	1.53
每股现金流量	0.00	-0.85	8.84	-3.13	4.15
净资产收益率	0%	0%	6%	21%	26%
P/E	-27331.0	-30944.6	763.8	171.6	103.2
P/B	45.6	43.7	43.0	35.5	27.1

备注：股价取自 2023 年 4 月 26 日收盘价

投资要点
■ 事件：公司发布 2022 年年度报告和 2023 一季度报告——

1) 2022: 营收 4.03 亿元, YoY+58.61%, 归母净利润-40.85 万元(去年同期-46.25 万元), 扣非归母净利润-1206 万元(去年同期-937 万元)。毛利率 47.01%, YoY+12.91pct, 净利率-0.18%, YoY+0.08pct;

2) 22Q4: 营收 1.04 亿元, YoY-8%, QoQ-4%, 归母净利润-803 万元(21Q4 540 万元), 扣非-1,027 万元(22Q3 -1,144 万元)。毛利率 54.82%, YoY+15.39pcts, QoQ+15.29pcts, 净利率-7.75%, YoY-12.56pct, QoQ-0.59pct。

3) 23Q1: 营收 0.53 亿元, YoY-42%, QoQ-49%, 归母净利-0.27 亿元, YoY-351%, QoQ+236%, 扣非-0.3 亿元, YoY-499%, QoQ-392%。毛利率 53.87%, YoY+6.77pcts, QoQ-0.95pcts; 净利率-50.43%, YoY-62.11pcts, QoQ-42.68pcts。

■ 需求疲软叠加高研发投入，23Q1 业绩承压。1) 营收：2022 年公司营收高增 58.61%，单季度来看，22Q1-23Q1 公司营收同比分+302%、+105%、+50.28%、-7.76%、-41.88%，增速呈逐季下滑趋势，主要系下游需求疲软所致。**2) 毛利率：**随着公司规模效应显现，同时由于公司产品不断成熟，平均销售单价上升，除了 22Q3 毛利率较低以外，整体呈上升趋势，22Q4 达到近几年最高毛利率 54.82%，23Q1 小幅下滑；**3) 费用率：**公司重视研发，截至 2022 年末研发人员共 133 人，同比+60%，同时公司流片费用等研发投入持续增长，2022 年研发费用率为 33.56%，23Q1 研发费用率高达 70.9%，导致业绩承压。研发费用的高投入也让公司在产品和技术研发上取得阶段性成果，PHY 量产产品突破至 2.5G，5G 和 10G 产品的测试新品预研工作也基本完成，交换芯片和网卡芯片也实现了首款产品的小批量出货；另外公司自研 IP 实现突破，数量增加 70 个。

■ 工规级产品收入显著增长，车规级产品逐步放量。2022 年公司工规级、商规级、车规级营收分别为 2.50、1.02、0.04 亿元，同比分别+74.93%、+15.88%、+335.31%，毛利率分别+7.52、+15.45、-2.42pcts。工规级产品仍是公司主力产品，占营收比重为 62%，毛利率随着收入规模扩大而提升，在车规级产品方面公司也不断取得突破，目前公司车载百兆以太网物理层芯片已进入广汽、北汽、上汽、吉利、一汽红旗等汽车行业知名客户供应链，未来有望持续提升收入占比。

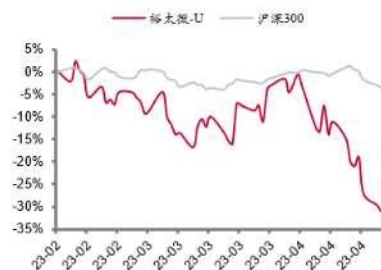
■ 以 PHY 芯片为基石，不断拓展产品线。未来公司将持续研发更优性能和更高通信速率 PHY 芯片，并实现车载 PHY 芯片的突破；在网络产品领域，公司将借助在 PHY 芯片领域已有的技术基础，增加交换芯片和网卡芯片两个新产品线，开发全系列以太网芯片产品，持续丰富产品生态；在网络处理器 SOC 产品领域，公司将基于以太网物理层和网络层模块，集成 CPU 和其他通信 IP，将产品进一步扩展至可处理不同通信协议的网络处理器，可作为汽车或工业领域的通信核心芯片。

■ 投资建议：由于行业需求较疲软，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收分别为 5.69/8.44/12.35 亿元(先前预计 23/24 年分别为 7.42/9.47 亿)，净利润分别为 0.17/0.74/1.22 亿元(先前预计 23/24 年分别为 0.33/0.86 亿元)，对应 PS 分别为 22.2/15.0/10.2 倍，公司作为 A 股稀缺以太网物理层芯片标的，有望实现该领域的国产替代，兼具稀缺性和高成长性，维持“买入”评级。

■ 风险提示：新品研发进度不及预期、下游需求不及预期、短期无法盈利

基本状况

总股本(百万股)	80
流通股本(百万股)	18
市价(元)	158
市值(百万元)	12640
流通市值(百万元)	2844

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【中泰电子】裕太微深度：优质产业资金入股，以太网物理层芯片龙头前景广阔

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	36	838	668	1,108	营业收入	403	569	844	1,235
应收票据	0	7	13	11	营业成本	214	325	459	667
应收账款	71	74	141	194	税金及附加	2	2	3	4
预付账款	116	587	414	724	销售费用	22	39	34	49
存货	100	316	325	478	管理费用	40	51	68	99
合同资产	0	0	0	0	研发费用	135	148	199	284
其他流动资产	137	158	180	184	财务费用	-1	-9	-12	-7
流动资产合计	461	1,980	1,741	2,699	信用减值损失	0	-2	-12	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-4	0	-12	-14
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	0	0	0
固定资产	12	8	5	3	投资收益	3	1	1	1
在建工程	0	0	0	0	其他收益	7	5	5	5
无形资产	19	30	44	51	营业利润	0	17	78	129
其他非流动资产	16	14	18	18	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	47	52	67	72	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	507	2,032	1,808	2,771	利润总额	0	17	78	129
短期借款	0	97	226	335	所得税	0	0	4	7
应付票据	0	0	0	0	净利润	0	17	74	122
应付账款	7	52	50	67	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	40	346	244	410	归属母公司净利润	0	17	74	122
合同负债	103	1,124	807	1,311	NOPLAT	-1	8	62	116
其他应付款	4	3	3	3	EPS (按最新股本摊薄)	-0.01	0.21	0.92	1.53
一年内到期的非流动负债	4	3	3	3					
其他流动负债	55	106	111	168	主要财务比率				
流动负债合计	212	1,731	1,444	2,298	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	58.6%	41.2%	48.4%	46.2%
其他非流动负债	6	7	8	7	EBIT增长率	-232.2%	-849.6%	675.6%	87.9%
非流动负债合计	6	7	8	7	归母公司净利润增长率	-11.7%	-4151.7%	345.0%	66.3%
负债合计	218	1,738	1,452	2,305	获利能力				
归属母公司所有者权益	290	294	356	466	毛利率	47.0%	42.9%	45.7%	46.0%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	-0.1%	2.9%	8.7%	9.9%
所有者权益合计	290	294	356	466	ROE	-0.1%	5.6%	20.7%	26.3%
负债和股东权益	507	2,032	1,808	2,771	ROIC	-0.7%	3.1%	15.1%	18.3%
					偿债能力				
					资产负债率	43.0%	85.5%	80.3%	83.2%
					债务权益比	3.2%	36.1%	66.7%	74.0%
					流动比率	2.2	1.1	1.2	1.2
					速动比率	1.7	1.0	1.0	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	0.3	0.5	0.4
					应收账款周转天数	54	46	46	49
					应付账款周转天数	24	33	40	31
					存货周转天数	181	231	251	217
					每股指标(元)				
					每股收益	-0.01	0.21	0.92	1.53
					每股经营现金流	-0.85	8.84	-3.14	4.16
					每股净资产	3.62	3.68	4.45	5.83
					估值比率				
					P/E	-30,945	764	172	103
					P/B	44	43	36	27
					EV/EBITDA	435	576	121	67

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。