

2024年09月02日  
安路科技(688107.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

集成电路

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

23.9元

股价(2024-08-30)

19.87元

交易数据

总市值(百万元) 7,964.88

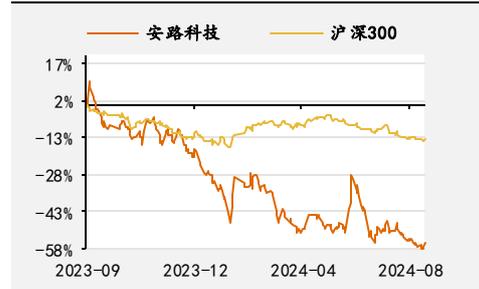
流通市值(百万元) 3,830.27

总股本(百万股) 400.85

流通股本(百万股) 192.77

12个月价格区间 18.8/49.43元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.0	-6.0	-43.8
绝对收益	-10.5	-13.6	-56.1

马良 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

吕众 分析师

SAC 执业证书编号: S1450524040001

lvzhong@essence.com.cn

相关报告

短期业绩承压, FPGA 国产化 2023-11-02

趋势不改

安路科技-U 公司快报 2022-10-29

## Q2 营收环比增长, 经营有望持续向好

### 事件:

公司发布 2024 年半年度报告, 2024 年上半年营收为 3.17 亿元, 同比下降 21.48%; 归母净利润-1.22 亿元; 归母扣非净利润-1.46 亿元。其中, 一季度营收 1.42 亿元, 二季度营收 1.75 亿元。

### Q2 营收环比增长, 芯片出货量同比实现增长

根据报告内容, 公司营收同比下降主要原因系部分终端行业客户去库存周期尚未结束, 工业、通信、消费电子等下游市场各行业需求复苏进程不一等因素影响, 但市场需求仍在恢复中。与此同时, 1) 芯片出货量同比实现增长, 部分行业终端客户去库存已接近尾声且需求复苏迹象明显。2) 公司进行库存管控、加大市场开拓力度, 压降成效显著, 存货由本报告期初 7.63 亿元降至期末 6.07 亿元, 下降 20.49%, 库存周转逐步优化。我们认为, 后续经营有望持续向好, 随着下游库存改善、新品导入、新市场开拓及库存管控等措施见效, 公司营收有望逐步回升。

### 持续保持高强度研发投入, 多款新品进展顺利

上半年公司实现研发投入 1.92 亿元, 研发费用率 60.56%, 产品布局日趋完善, 多个产品量产或研发中。**产品侧:** 实现多款 PHOENIX、ELF 系列新品开发, 完成国产工艺 28nmFPGA 芯片研发; 完成低功耗 FPSoC 及高性能 FPSoC 芯片研发, 并应用在视频图像和工业控制等领域; 实现车规 FPGA 芯片批量供货和上车应用, 并开展新款车规 FPGA 芯片研发; 同时, 加大 FPGA 专用 EDA 软件、FPSoC 专用软件研发。**市场侧:** 开展 SALELF、SALPHOENIX、SALDRAGON 等多产品型号导入, 在工业控制、网络通信、视频图像、汽车电子、数据中心、消费电子、智能电网等领域均有进展。我们认为, 公司在半导体周期下行期, 持续加大研发投入夯实技术壁垒, 并在多领域实现新品导入, 有望持续受益 FPGA 国产替代产业趋势。

### 投资建议:

我们预计公司 2024 年~2026 年收入分别为 7.36 亿元、9.93 亿元、11.92 亿元, 归母净利润分别为-1.83 亿元、-1.03 亿元、-0.2 亿元。考虑到公司作为国产 FPGA 龙头之一, 高研发投入影响了利润释放, 且需求及库存层面等有望持续向好, 有望长期受益 FPGA 国产化趋势, 给予 24 年 13 倍 PS, 对应目标价 23.9 元, 维持“买入-A”投资评级。

### 目 风险提示：

行业需求不及预期；新产品研发导入不及预期；市场竞争加剧；短期盈利压力较大。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,042.0	700.8	735.8	993.4	1,192.0
净利润	59.8	-197.2	-182.6	-103.2	-20.1
每股收益(元)	0.15	-0.49	-0.46	-0.26	-0.05
每股净资产(元)	4.00	3.61	3.15	2.89	2.84

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	133.1	-40.4	-43.6	-77.2	-396.0
市净率(倍)	5.0	5.5	6.3	6.9	7.0
净利润率	5.7%	-28.1%	-24.8%	-10.4%	-1.7%
净资产收益率	3.7%	-13.6%	-14.5%	-8.9%	-1.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	14.3%	-26.9%	-23.4%	-42.5%	2.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,042.0	700.8	735.8	993.4	1,192.0	成长性					
减:营业成本	627.2	432.0	489.3	610.9	727.1	营业收入增长率	53.6%	-32.7%	5.0%	35.0%	20.0%
营业税费	0.8	1.2	3.7	5.0	6.0	营业利润增长率	-246.8%	-540.5%	-4.6%	-43.5%	-80.5%
销售费用	22.1	25.8	28.0	29.8	31.0	净利润增长率	-293.9%	-429.6%	-7.4%	-43.5%	-80.5%
管理费用	47.0	58.3	51.5	59.6	59.6	EBITDA 增长率	-263.1%	-277.5%	24.3%	-78.9%	-211.0%
研发费用	331.7	384.2	390.0	427.1	417.2	EBIT 增长率	-166.6%	-537.7%	13.2%	-68.3%	-152.7%
财务费用	-6.1	3.0	1.6	47.3	51.9	NOPLAT 增长率	-222.0%	-602.4%	-6.9%	-68.3%	-152.7%
资产减值损失	-12.4	-24.2	-	-	-	投资资本增长率	167.0%	6.8%	-82.5%	776.4%	-52.2%
加:公允价值变动收益	6.2	3.3	30.0	70.0	70.0	净资产增长率	6.4%	-10.0%	-12.6%	-8.2%	-1.7%
投资和汇兑收益	5.9	8.4	10.0	10.0	10.0						
营业利润	44.8	-197.4	-188.2	-106.4	-20.7	利润率					
加:营业外净收支	15.0	0.2	-	-	-	毛利率	39.8%	38.4%	33.5%	38.5%	39.0%
利润总额	59.8	-197.2	-188.2	-106.4	-20.7	营业利润率	4.3%	-28.2%	-25.6%	-10.7%	-1.7%
减:所得税	-	-	-5.6	-3.2	-0.6	净利润率	5.7%	-28.1%	-24.8%	-10.4%	-1.7%
净利润	59.8	-197.2	-182.6	-103.2	-20.1	EBITDA/营业收入	6.5%	-17.3%	-20.4%	-3.2%	3.0%
						EBIT/营业收入	3.6%	-23.5%	-25.4%	-5.9%	2.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	10	16	12	4	0
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	156	364	219	246	276
货币资金	283.6	290.5	1,105.0	411.7	549.3	流动资产周转天数	588	838	733	594	489
交易性金融资产	580.3	366.6	-	-	-	应收帐款周转天数	41	50	41	44	45
应收帐款	145.1	48.1	120.4	122.9	174.9	存货周转天数	143	340	209	226	251
应收票据	0.4	-	0.3	0.2	0.4	总资产周转天数	623	900	779	612	500
预付帐款	183.0	7.0	160.0	76.3	206.8	投资资本周转天数	172	384	222	239	264
存货	561.3	762.8	91.1	1,157.6	503.7						
其他流动资产	4.0	29.5	16.5	16.6	20.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.7%	-13.6%	-14.5%	-8.9%	-1.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.2%	-12.1%	-11.7%	-5.7%	-1.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	14.3%	-26.9%	-23.4%	-42.5%	2.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	30.8	30.3	17.0	3.7	-0.5	销售费用率	2.1%	3.7%	3.8%	3.0%	2.6%
在建工程	0.8	0.2	0.2	0.2	0.2	管理费用率	4.5%	8.3%	7.0%	6.0%	5.0%
无形资产	61.9	36.8	14.0	-	-	研发费用率	31.8%	54.8%	53.0%	43.0%	35.0%
其他非流动资产	24.6	58.2	31.5	30.5	34.5	财务费用率	-0.6%	0.4%	0.2%	4.8%	4.4%
资产总额	1,875.8	1,629.9	1,555.8	1,819.6	1,490.2	四费/营业收入	37.9%	67.2%	64.0%	56.8%	47.0%
短期债务	-	30.7	-	251.8	-	偿债能力					
应付帐款	58.4	28.7	67.0	53.0	91.0	资产负债率	14.4%	11.3%	18.9%	36.3%	23.6%
应付票据	107.5	3.0	121.8	40.6	147.7	负债权益比	16.9%	12.8%	23.2%	57.0%	30.8%
其他流动负债	73.7	69.6	69.3	70.9	69.9	流动比率	7.34	11.39	5.78	4.29	4.72
长期借款	-	-	-	204.6	-	速动比率	4.99	5.61	5.43	1.51	3.09
其他非流动负债	31.1	52.6	35.2	39.6	42.5	利息保障倍数	-6.17	-55.73	-116.81	-1.25	0.60
负债总额	270.7	184.7	293.4	660.4	351.1	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	400.1	400.8	400.8	400.8	400.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,204.8	1,044.2	861.6	758.4	738.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,605.1	1,445.3	1,262.5	1,159.3	1,139.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
净利润	59.8	-197.2	-182.6	-103.2	-20.1	EPS(元)	0.15	-0.49	-0.46	-0.26	-0.05
加:折旧和摊销	36.1	51.2	36.2	27.3	4.2	BVPS(元)	4.00	3.61	3.15	2.89	2.84
资产减值准备	12.4	24.2	-	-	-	PE(X)	133.1	-40.4	-43.6	-77.2	-396.0
公允价值变动损失	-6.2	-3.3	30.0	70.0	70.0	PB(X)	5.0	5.5	6.3	6.9	7.0
财务费用	0.6	3.8	1.6	47.3	51.9	P/FCF	-20.2	-37.8	18.9	-11.5	56.2
投资收益	-5.9	-8.4	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	7.6	11.4	10.8	8.0	6.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	363.9	-116.3	-45.4	-251.2	209.4
营运资金的变动	-388.0	-136.7	628.1	-1,073.8	609.0	CAGR(%)	-219.9%	-53.3%	80.9%	-219.9%	-53.3%
经营活动产生现金流量	-282.3	-193.3	503.3	-1,042.4	704.9	PEG	-0.6	0.8	-0.5	0.4	7.4
投资活动产生现金流量	-580.9	169.8	346.6	-60.0	-60.0	ROIC/WACC	1.4	-2.6	-2.2	-4.0	0.2
融资活动产生现金流量	-24.1	51.9	-35.3	409.1	-507.3	REP	25.2	-7.1	-22.7	-1.7	53.8

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034