

评级变动报告

复旦微电 688385.SH



由于FPGA市场增速平淡、国内尚未突破商业航天可回收火箭技术、公司毛利率较低的民用FPGA业务快速扩张等因素影响，我们对复旦微电未来三年和远期的收入和经营净利润预测小幅下调，并相应轻微下调了估值。核心原因如下：

- 1) AI对FPGA市场增速拉动效果有限：AI边缘计算、ASIC设计等对FPGA下游需求拉动有限，市场份额占比较小，市场整体增速平淡。
- 2) 国内尚未突破商业航天可回收火箭技术：卫星FPGA市场空间主要来源于低轨卫星的大批量发射，由于国内尚未完全突破商业航天可回收技术，卫星组网数量有限，短期内难见到爆发式增长。
- 3) 中低端民用FPGA业务快速扩张：复旦微电在高端军用及航天FPGA市场市占率已达较高水平，近年在中低端民用市场市占率快速提升，产品结构变化导致FPGA业务毛利率轻微下降。

复旦微电作为国产FPGA龙头，技术壁垒深厚，但中短期业绩放量节奏具有一定不确定性，依赖下游产业技术进展，因此我们对短期盈利预测保持谨慎，对公司的长期成长空间仍保有信心。

公司基本信息



复旦微电成立于1998年，起源于复旦大学专用集成电路与系统国家重点实验室，早期从事IC卡芯片设计等业务，2016年推出首个65nm的FPGA产品，目前已经成为国产FPGA龙头之一，先进制程高容量产品在国内领先。公司其他业务包含非挥发性存储、安全与识别芯片、智能电表芯片和集成电路测试。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	257.78亿(较上期-1.75%)
当前股价	46.2元	盈利趋势	★★★☆☆	状态	偏高估(上行空间-32%)
总市值	380.56亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	40.54	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	243.36亿(较上期-7.66%)
PB-MRQ	6.06			状态	高估(上行空间-36%)

公司盈利预测

复旦微电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	35.4	35.9	39.8	47.5	56.1	62.7	73.8	88.1
归母净利润(亿)	7.2	5.7	2.3	12.5	8.4	8.2	12.4	18.6
归母净利润增速(%)	-33.2	-20.4	-59.5	437.6	-32.6	-1.9	49.7	50.9
经营性净利润(亿)	7.5	5.7	2.1	9.0	8.4	8.2	12.4	18.6
经营性净利润增速(%)	-32.7	-24.0	-63.3	329.5	-6.1	-1.9	49.7	50.9
经营性归母净利润(亿)	7.2	5.8	2.4	9.0	8.4	8.2	12.4	18.6
经营性归母净利润增速(%)	-32.9	-19.1	-58.6	272.8	-6.1	-1.9	49.7	50.9

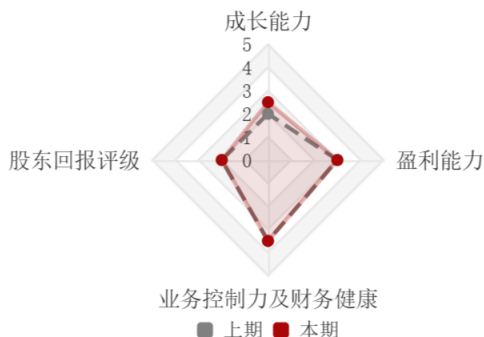
资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-30

成长能力提升0.5星级：上期星级2.0星，本期星级2.5星。

公司本期成长能力上升0.5星，主要是由于公司持续推进技术创新和产品迭代，多种新产品推出带动公司营业收入增长加速。此外，公司2025年计提大额存货减值，拖累净利润增长；2026年存货减值计提完成，且通过战略配售投资盛合晶微获公允价值变动损益，净利润大幅增长。

估值评级

动态估值下降-7.66%：上期 263.56亿，本期 243.36亿。

我们对公司2026年-2041年收入及归母净利润预测进行小幅下调，主要基于FPGA市场增速平淡、国内短期尚未突破商业航天可回收火箭技术、公司毛利率较低的民用FPGA业务快速扩张等因素假设。

1. 我们对2026-2030年的收入和归母净利润预测增速小幅下调，对2026年归母净利润进行调整，主要是基于FPGA市场增速平淡、国内短期尚未突破商业航天可回收火箭技术等假设，以及考虑公司对盛合晶微投资收益对2026年净利润的影响。

1) FPGA市场增速平淡：AI边缘计算、ASIC设计等对FPGA下游需求拉动有限，以FPGA为主的AI边缘计算应用场景市场规模占比较小且无明显增长，海外FPGA龙头大多增速低迷，在技术路线未发生重要变化的情况下FPGA短期内增长速率有限。我们将AI及数据中心相关的FPGA市场空间CAGR从20%以上下调至10%。

2) 商业航天可回收火箭技术短期尚未突破：卫星FPGA能否放量主要取决于中国能否突破可回收火箭技术，实现低成本大批量发射低轨卫星。从2026年上半年火箭发射情况看，虽然国内在网系回收等技术上取得一定进展，但仍未出现可对标猎鹰火箭的可回收商业火箭。我们将卫星发射预期从26年600颗、27年1200颗左右下调至26年500颗、27年900颗左右，卫星FPGA业务增速同步下调。

3) 公司对盛合晶微投资收益的影响：公司2026年上半年通过战略配售盛合晶微取得公允价值变动损益4.7亿元，并非长期投资，仅调整2026年净利润。

2. 我们对远期收入归母净利润预测小幅下调，主要是基于公司在中低端FPGA民用市场市占率扩张的假设。

1) 中低端民用FPGA业务快速扩张：复旦微电在高端军用及航天FPGA市场市占率已达较高水平，近年在中低端民用市场市占率快速提升，虽打开新成长空间，但产品结构变化导致FPGA业务毛利率整体轻微下降。我们将复旦微电的远期毛利率预测从60%-70%下调至50%-60%。

3. 整体估值结果：本次调整后，公司DDM估值下降1.75%，动态估值下降7.66%，估值下调主要反映了商业航天产业进展和FPGA市场整体增速的影响。

盈利预测

核心假设及逻辑

我们分FPGA及其他芯片、非挥发存储器、安全与识别芯片、智能电表芯片和集成电路与其他业务五大业务进行盈利预测并估值，各市场的预测核心假设及逻辑如下：

FPGA及其他芯片：

1) 收入假设：

根据市场规模 $\times$ 国产化率 $\times$ 公司在国产FPGA市场内的市占率测算公司收入。FPGA市场的主要增长动力来源于通信市场技术更新、边缘AI及数据中心的需求拉动、商业航天卫星FPGA的市场空间增长。预计数据中心和边缘计算加速领域对FPGA的需求贡献有限，短期CAGR约为5%-10%。商业航天市场短期假设26年发射500颗卫星，27年可发射900颗卫星。公司在高端军用及航天市场市占率极高，由于公司技术领先，看好公司市占率保持稳健；公司积极发展新品，在民用FPGA市场占有率继续增长，假设成熟期在国产FPGA市场中整体市占率可达到30%。

2) 毛利率假设：

由于公司主要客户是军工院所、国企，有一定资源优势，假设中短期FPGA毛利率保持当前高于行业的水平（70%-80%），成熟期由于下游客户更加市场化以及中低端产品占比增加，假设毛利率回归到行业龙头水平，在50%-60%左右周期性波动。

非挥发存储器：

根据市场规模 $\times$ 公司市占率测算公司收入。EEPROM、NOR FLASH、SLC NAND FLASH均为小规模利基市场，技术成熟，下游市场增长有限。公司产品性能和市场一流产品还有一定差距，预期公司随着技术上不断追赶，可以打开更多市场空间，市占率小幅提升。

公司无明显技术或规模优势，假设毛利率保持在行业平均水平，跟随存储周期波动。

安全与识别芯片：

根据市场规模x公司市占率测算公司收入。社保卡本轮换卡周期到末期，银行卡发卡量增长微弱，未来社保卡和银行卡可能进一步智能化、无卡化。国内智能卡行业曾试图出海发展中国家不太成功，行业智能卡龙头业绩也没有改善。RFID及智能设备芯片市场增速也不高。安全与识别芯片技术门槛低、竞争激烈、市场分散，且主要面对国企、政府，需要客户资源，市占率很难提升。综合假设市场处于成熟期微弱增长，公司市占率维持不变。

公司无明显技术或规模优势，假设毛利率保持在行业平均水平，跟随存储周期波动。

智能电表芯片（即MCU业务）：

根据市场规模x公司市占率测算公司收入。国内智能电网建设基本完成覆盖，目前主要是6-8年一个周期的更新维护需求。公司当前积极拓展通用MCU业务，但技术离行业一流还有一定距离，竞争力较弱。综合假设市场处于成熟期微弱增长，公司市占率保持稳定。

集成电路测试与其他业务：

测试业务是子公司华岭股份的业务，华岭营收主要来自于复旦微电，毛利率显著高于行业。假设公司营收跟随复旦微电其他业务增长，由于公司不断拓展复旦微电以外的非关联方客户，预期毛利率短期保持在50%左右，长期回落到30%，略高于行业平均。

公司整体业绩预测

复旦微电	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	35.4	35.9	39.8	47.5	56.1	62.7	73.8	88.1
归母净利润(亿)	7.2	5.7	2.3	12.5	8.4	8.2	12.4	18.6
归母净利润增速(%)	-33.2	-20.4	-59.5	437.6	-32.6	-1.9	49.7	50.9
经营性净利润(亿)	7.5	5.7	2.1	9.0	8.4	8.2	12.4	18.6
经营性净利润增速(%)	-32.7	-24.0	-63.3	329.5	-6.1	-1.9	49.7	50.9
经营性归母净利润(亿)	7.2	5.8	2.4	9.0	8.4	8.2	12.4	18.6
经营性归母净利润增速(%)	-32.9	-19.1	-58.6	272.8	-6.1	-1.9	49.7	50.9

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

FPGA及其他芯片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	11.3	11.3	14.1	17.4	22.8	27.6	34.3	45.5
收入增速(%)	44.8	-0.2	25.2	23.4	30.5	21.3	24.1	32.9
经营性净利润(亿)	3.7	2.1	0.7	3.4	3.5	5.1	6.6	10.1
经营性净利率(%)	32.8	19.0	4.6	19.7	15.5	18.5	19.2	22.2
经营性净利润增速(%)	83.4	-42.3	-69.6	429.1	2.4	44.7	29.4	53.2
非挥发存储器	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.7	11.4	10.4	12.6	13.9	13.9	16.8	18.6
收入增速(%)	14.0	5.9	-8.3	21.1	10.3	0.2	20.6	10.6
经营性净利润(亿)	3.5	2.7	1.7	3.4	2.6	1.2	3.1	5.2
经营性净利率(%)	32.7	23.6	15.9	27.0	18.4	8.4	18.2	28.1
经营性净利润增速(%)	115.2	-23.7	-38.2	105.6	-24.5	-54.2	160.8	70.6
安全与识别芯片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	8.6	7.9	8.6	9.3	9.7	9.9	10.1	10.3
收入增速(%)	-11.6	-8.3	8.1	8.3	5.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	-0.1	0.4	-0.3	1.1	1.1	0.6	1.1	1.7
经营性净利率(%)	-1.4	5.6	-3.8	11.8	11.3	6.3	11.2	16.1
经营性净利润增速(%)	-103.2	460.8	-173.4	432.8	0.6	-43.2	81.4	47.2
智能电表芯片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.7	4.0	5.2	6.2	7.5	8.6	9.4	9.9
收入增速(%)	-54.0	44.9	30.6	20.0	20.0	15.0	10.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.4	0.3	1.0	1.2	1.4	1.5	1.6
经营性净利率(%)	2.3	11.3	6.3	16.8	16.3	16.3	16.2	16.2
经营性净利润增速(%)	-97.8	597.8	-27.6	222.4	16.4	15.0	8.9	5.0
集成电路测试及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.0	1.4	1.5	2.0	2.2	2.6	3.2	3.8
收入增速(%)	-20.3	-30.1	12.0	29.9	10.0	19.7	20.0	20.0
经营性净利润(亿)	0.3	-0.0	-0.2	-0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	15.6	-2.6	-14.1	-1.3	0.2	-1.8	1.2	1.3
经营性净利润增速(%)	-50.8	-111.7	-503.9	88.2	119.9	-1006.5	184.8	21.3

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
FPGA及其他芯片	27.3%	超高+	较好	较强	7.8%	24.35	9.5
非挥发存储器	2.3%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	4.9
安全与识别芯片	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	1.6
智能电表芯片	4.9%	中等-	一般	一般	7.5%	13.25	1.6
集成电路测试及其他	14.8%	中高	一般	一般	7.5%	16.2	0.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
FPGA及其他芯片 (亿)	-11.1	172.0	160.9	1.5	6.1	1.0	157.3
非挥发存储器(亿)	4.3	46.6	50.9	1.1	-	-	52.0
安全与识别芯片 (亿)	3.7	14.3	18.0	0.9	-	-	18.9
智能电表芯片(亿)	0.5	15.8	16.3	0.6	-	-	16.8
集成电路测试及其他 (亿)	-2.4	0.6	-1.8	0.2	-	-	-1.6
公司整体测算(亿)	-5.0	249.2	244.2	4.3	6.1	1.0	243.4

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
FPGA及其他芯片 (亿)	-13.1	183.9	170.8	1.5	6.1	1.0	167.2
非挥发存储器(亿)	27.6	30.5	58.0	1.1	-	-	59.1
安全与识别芯片 (亿)	9.8	7.5	17.3	0.9	-	-	18.2
智能电表芯片(亿)	8.4	11.5	19.9	0.6	-	-	20.5
集成电路测试及其他 (亿)	-7.2	-0.2	-7.4	0.2	-	-	-7.3
公司整体测算(亿)	25.4	233.2	258.6	4.3	6.1	1.0	257.8

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性偏弱，主要是由于下游客户中，央国企、军工院所等占比较高，产品销售情况和技术细节不透明，较难跟踪；FPGA研发具有较大难度，公司能否突破国际龙头的技术壁垒具有较大的不确定性，长期不一定能在国产厂商中保持技术领先；FPGA下游市场空间具有较大不确定性，卫星、AI服务器等市场未来天花板不确定，FPGA未来有多少会被ASIC替代较不确定。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。