

投资评级 优于大市 维持

短期或有压力，智慧视觉芯片龙头长期趋势不改

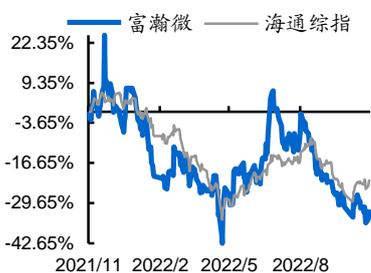
股票数据

11月04日收盘价(元)	56.22
52周股价波动(元)	50.11-196.13
总股本/流通A股(百万股)	230/216
总市值/流通市值(百万元)	12905/12163

相关研究

《智慧视觉芯片龙头，专业安防、智能硬件、汽车电子多点开花》2022.09.05
《安防芯片老牌厂商，新市场新应用新增长》2022.06.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.3	-11.3	-24.0
相对涨幅(%)	3.3	-4.9	-15.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@htsec.com

证书:S0850516050002

分析师:李轩

Tel:(021)23154652

Email:lx12671@htsec.com

证书:S0850519070001

投资要点:

- 事件:** 2022年前三季度公司实现营业收入17.22亿元(YoY+34.55%),实现归母净利润3.47亿元(YoY+29.07%),扣非归母净利润3.29亿元(YoY+24.26%)。拆分看,3Q22实现收入5.58亿元(YoY-0.71%);归母净利润1.05亿元(YoY-19.38%);扣非归母净利润1.02亿元(YoY-21.21%)。
- 财务:** 毛利率降,研发费率升,短期压力凸显。3Q22公司毛利率37.64%,环比减少1.36pct;研发费用率14.80%,环比增长0.84pct;3Q22公司净利率15.66%,环比减少4.70pct。
- 业务:** 智慧视觉芯片龙头,专业安防、智能硬件、汽车电子多点开花。公司是以视频为中心的行业领军完整芯片和解决方案提供商,其业绩增长驱动力主要来自:在专业音视频处理硬件产品线拓广、对客户份额提升;同时基于产品力优势和产品线优势,客户份额预计还会有较好的增长空间。具体分产品来看,后端新产品方面,高端NVR SoC从3Q22量产,4Q22爬坡至平稳出货,有望维持高位;前端新产品方面,高端SoC回片测试进展良好,已提供给大客户,预期1Q23会贡献增长;此外大客户也持续开发新机型,老产品也在不断设计导入,预期后期也会带来份额提升。随着市场竞争加剧,上游原材料成本有所下降,产品价格将有一定回落,总体有望实现良好增长。
- 展望:** 一站式、前后端协同的产品布局,为客户提供高性价比视觉芯片及解决方案。近年来公司将优势拓展至AIoT和车载视觉领域,公司能够为客户提供算力、算法、AI产品解决方案,在推进普惠AI中引领市场;车载系列图像处理 and 链路传输芯片已获得了多个头部Tier1部件商的产品导入,在多个整车厂产品量产,成功替代了进口方案。
- 盈利预测和投资建议。** 公司作为国内领先的安防芯片龙头,收购眸芯科技后,能为客户提供从前端到后端、全系列、多层次的视频处理芯片产品,同时公司可转债项目积极布局汽车电子和AI NVR和AI IPC主控芯片,新升级新应用打开新一轮增长引擎。我们预计富瀚微2022年至2024年EPS分别为2.06、2.89、3.83元。结合可比公司估值,给予富瀚微2022年32-40倍PE估值,对应合理价值区间为65.92-82.40元,给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 产品研发不及预期、关联方风险、原材料价格波动、国际贸易摩擦风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	610	1717	2459	3276	4122
(+/-)YoY(%)	16.9%	181.4%	43.2%	33.2%	25.8%
净利润(百万元)	88	364	472	664	880
(+/-)YoY(%)	7.3%	315.0%	29.7%	40.7%	32.5%
全面摊薄EPS(元)	0.38	1.59	2.06	2.89	3.83
毛利率(%)	39.7%	42.4%	38.5%	39.6%	40.8%
净资产收益率(%)	6.6%	19.8%	19.5%	21.6%	22.2%

资料来源:公司年报(2020-2021),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603893	瑞芯微	1.44	1.60	2.33	54.3	48.9	33.6
688099	晶晨股份	1.96	2.77	3.66	33.2	23.5	17.8
300458	全志科技	0.78	0.60	0.68	27.6	35.9	31.6
	均值				38.4	36.1	27.7
300613	富瀚微	1.59	2.06	2.89	35.5	27.4	19.4

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除富瀚微外, 其余公司为 wind 一致预期, PE 对应股价为 2022 年 11 月 4 日。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1717	2459	3276	4122
每股收益	1.59	2.06	2.89	3.83	营业成本	988	1513	1980	2441
每股净资产	8.00	10.52	13.41	17.25	毛利率%	42.4%	38.5%	39.6%	40.8%
每股经营现金流	-0.08	2.53	2.02	3.04	营业税金及附加	6	8	10	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	11	16	39	45
P/E	35.47	27.35	19.44	14.67	营业费用率%	0.7%	0.7%	1.2%	1.1%
P/B	7.03	5.34	4.19	3.26	管理费用	89	128	131	161
P/S	3.94	5.25	3.94	3.13	管理费用率%	5.2%	5.2%	4.0%	3.9%
EV/EBITDA	39.65	27.48	18.51	13.39	EBIT	372	435	639	862
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	-12	-16	-22
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
毛利率	42.4%	38.5%	39.6%	40.8%	资产减值损失	1	0	0	0
净利润率	21.2%	19.2%	20.3%	21.3%	投资收益	3	2	5	6
净资产收益率	19.8%	19.5%	21.6%	22.2%	营业利润	392	478	691	921
资产回报率	12.5%	13.1%	15.1%	16.2%	营业外收支	15	30	35	40
投资回报率	20.8%	20.3%	22.9%	25.4%	利润总额	407	508	726	961
盈利增长 (%)					EBITDA	487	450	664	892
营业收入增长率	181.4%	43.2%	33.2%	25.8%	所得税	25	31	45	59
EBIT 增长率	299.7%	16.9%	46.9%	34.9%	有效所得税率%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
净利润增长率	315.0%	29.7%	40.7%	32.5%	少数股东损益	18	5	17	22
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	364	472	664	880
资产负债率	28.1%	25.7%	23.7%	21.4%					
流动比率	7.1	5.7	5.2	5.3	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	5.2	4.4	3.9	4.0	货币资金	799	1082	1181	1548
现金比率	3.0	2.9	2.4	2.5	应收账款及应收票据	460	439	585	736
经营效率指标					存货	448	415	542	669
应收帐款周转天数	65.2	65.2	65.2	65.2	其它流动资产	193	223	252	282
存货周转天数	96.5	100.0	100.0	100.0	流动资产合计	1900	2159	2561	3235
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	长期股权投资	39	39	39	39
固定资产周转率	8.4	8.3	8.2	9.2	固定资产	227	362	437	457
					在建工程	0	200	400	600
					无形资产	454	454	454	454
					非流动资产合计	1010	1445	1840	2190
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	2910	3604	4401	5425
净利润	364	472	664	880	短期借款	23	50	80	100
少数股东损益	18	5	17	22	应付票据及应付账款	123	139	174	219
非现金支出	120	15	25	30	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	67	-17	-24	-30	其它流动负债	123	189	238	296
营运资金变动	-587	106	-217	-205	流动负债合计	268	378	493	615
经营活动现金流	-18	581	465	697	长期借款	0	0	0	0
资产	-83	-319	-264	-209	其它长期负债	548	548	548	548
投资	-440	-100	-120	-130	非流动负债合计	548	548	548	548
其他	0	2	5	6	负债总计	816	926	1041	1163
投资活动现金流	-522	-417	-379	-333	实收资本	120	230	230	230
债权募资	581	27	30	20	归属于母公司所有者权益	1835	2415	3079	3959
股权募资	16	109	0	0	少数股东权益	258	264	281	303
其他	-26	-17	-17	-17	负债和所有者权益合计	2910	3604	4401	5425
融资活动现金流	572	120	13	3					
现金净流量	31	283	99	367					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业、电子行业
李轩 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 利亚德,易华录,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,浪潮国际,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,骏成科技,晶赛科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。