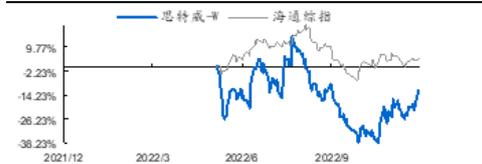


投资评级 **优于大市** 首次覆盖
股票数据

12月14日收盘价(元)	46.95
52周股价波动(元)	34.00-65.20
总股本/流通A股(百万股)	400/32
总市值/流通市值(百万元)	18780/1503

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.7	20.4	-9.1
相对涨幅(%)	7.4	17.5	-6.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@haitong.com

证书: S0850516050002

分析师: 李轩

Tel: (021) 23154652

Email: lx12671@haitong.com

证书: S0850519070001

联系人: 文灿

Tel: (021) 23154401

Email: wc13799@haitong.com

安防 CIS 龙头, 智能手机+车载 CIS 快速成长

投资要点:

- 安防 CIS 龙头, 拓展多应用领域。** 思特威主营高性能 CIS 的研发、设计和销售, 2017 年起家安防 CIS, 2018、2020、2021 年分别拓展至机器视觉、汽车电子、智能手机的 CIS 应用。根据公司招股书援引 Frost&Sullivan, 2020 年公司 CIS 出货量排名全球第六, 安防监控 CIS 出货量排名全球第一 (占比 35%)。2021 年, 公司实现营收 26.89 亿元 (同比+76.10%)、归母净利润达 3.98 亿元 (同比+229.23%), 分业务来看, 22H1 智慧安防、智能手机、汽车电子 CIS 分别占营收的 77%、16.5%、6.5%。22 年 Q1-Q3 实现营收 16.54 亿元 (同比-19.00%)、归母净利润-0.42 亿元 (同比-113.00%), 主要受市场需求波动、新业务拓展初期毛利较低、研发投入加大及汇兑损失增加的影响。
- 安防 CIS: 加码高端市场、客户份额提升。** 安防 CIS 为公司基本盘业务, 我们认为公司安防 CIS 的长期增长将得益于: 1) 高端市场渗透率的提升: 智能安防对 CIS 成像清晰度要求将持续提升, 未来 400-500 万像素、800 万像素安防 CIS 行业出货占比有望快速增加, 公司积极推动高端 CIS 国产替代, 中高端产品在安防监控营收占比从 18 年 16.41% 提升至 2021 年前三季度的 71.78%; 2) 客户份额提升: 公司产品在以大华为代表的行业龙头客户中的渗透率持续提升, 且新客户开发顺利, 2021 年起向海康威视和萤石网络大批量供货, 同时家用安防品牌及运营商家用摄像头应用在公司占比提高。
- 智能手机 CIS: 市场空间广阔, 从低端市场向高端市场延伸。** 根据 Counterpoint 预测数据, 智能手机 CIS 2022 年市场规模将达到 156 亿美金, 占 CIS 市场规模的 71.4%。公司积极切入智能手机广阔市场, 智能手机 CIS 自 2021 年起规模生产, 22 年客户群规模继续扩大, 产品已规模应用于小米、三星、联想、荣耀等品牌厂商。公司在产品覆盖 2MP-13MP 像素等低分辨率产品的同时, 推出首款 50MP 超高分辨率 CIS 新品, 可满足旗舰级智能手机主摄的功能, 有望实现高端市场突破。
- 车载 CIS: 1) 摄像头单车搭载量提升拉动 CIS 需求:** 根据高工智能汽车公众号, 今年 1-8 月中国市场乘用车新车标配交付摄像头合计为 3329.86 万颗, 同比增长 23.35%, 单车搭载摄像头颗数为 2.67 颗 (去年同期为 2.05 颗), 预计 25 年提升至 7-8 颗。 **2) 从环视、舱内切入, 产品矩阵不断丰富:** 公司 2021 年推出车规级前装系列片上 ISP 二合一图像传感器 SC120AT, 覆盖车载 360° 环视及行车记录仪等智能车载应用, 已实现整车项目的批量出货, 同时公司研发产品覆盖驾驶室舱内监控、ADAS、电子后视镜等, 预计在今年完成智能汽车应用场景产品的全覆盖。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1527	2689	2420	4220	6820
(+/-)YoY(%)	124.9%	76.1%	-10.0%	74.3%	61.6%
净利润(百万元)	121	398	11	433	834
(+/-)YoY(%)	150.0%	229.2%	-97.2%	3814.4%	92.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.30	1.00	0.03	1.08	2.08
毛利率(%)	20.9%	29.1%	26.0%	27.0%	28.0%
净资产收益率(%)	5.4%	15.2%	0.4%	13.9%	21.1%

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

- 携手晶合推出高端 BSI 平台。**2021 年公司新增合肥晶合作为晶圆代工厂，并与晶合集成合作推出国产自研高端 BSI 平台，通过晶圆键合技术、晶圆减薄技术以及硅表面钝化技术等三大关键工艺，在感光度、噪声控制、色彩表现以及高温性能等方面实现进一步提升，赋能智慧安防、车载电子、机器视觉以及智能手机等四大应用领域。
- 盈利预测。**我们看好公司在安防低端市场地位稳固的同时，在高端市场国产替代进程的推进，同时智能手机、车载 CIS 业务也有望为公司业绩增长创造新动能，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 24.20 亿元/42.20 亿元/68.20 亿元，2022-2024 年归母净利润分别为 0.11/4.33/8.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.03/1.08/2.08 元/每股，考虑到可比公司估值水平及公司在安防高端市场、智能手机、车载业务的成长性，给予 23 年 PE 估值区间 35x-45x，对应合理价值区间 37.80-48.60 元，对应 PS 3.58x-4.61x，首次覆盖给予“优于大市”评级。

■ 核心假设:

- FSI-RS:** 我们预计公司 FSI-RS 产品营收在 2022 年受消费电子、安防市场需求疲软的影响，同比下滑 10%；2023 年预计受益消费电子、安防市场需求回暖及公司在智能手机、车载新业务的成长，营收 YOY 达 60%；公司在智能手机、车载市场客户份额的提升也有望在 2024 年继续支撑该业务的增长，预计 2024 年营收 YOY 为 50%；
- BSI-RS:** 我们预计公司 BSI-RS 产品营收在 2022 年受消费电子、安防市场需求疲软的影响，同比下滑 10%，2023 年一方面受益于消费电子、安防市场需求回暖，另一方面公司在中高端安防、智能手机、车载市场的突破也将成为驱动因素，营收 YOY 预计达到 100%，2024 年预计中高端市场增长延续，营收 YOY 达 80%。
- GS:** 我们预计公司 GS 产品营收在 2022 年受机器视觉下游消费电子需求疲软的影响，同比下滑 10%，2023 年受益于消费电子需求回暖，营收 YOY 达 50%，2024 年预计营收稳健增长，YOY 达 35%。
- 毛利率:** 我们认为，公司毛利率在 2022 年受新应用拓展初期毛利率较低的影响，将同比下滑，预计 2022 年毛利率为 26%，2023 年、2024 年预计随公司新应用市场产品规模效应显现、高端市场布局深化及与供应链国产化推进，毛利率将平稳上行，分别为 27%、28%。

表 1 公司营业收入预测 (亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	26.89	24.20	42.20	68.20
YOY	76.10%	-10.00%	74.34%	61.62%
毛利率	29.12%	26.00%	27.00%	28.00%
FSI-RS	11.62	10.46	16.73	25.09
YOY	31.94%	-10.00%	60.00%	50.00%
占比	43.20%	43.20%	38.49%	35.44%
BSI-RS	10.77	9.69	19.39	34.90
YOY	127.76%	-10.00%	100.00%	80.00%
占比	92.72%	40.05%	47.58%	52.58%
GS	4.51	4.06	6.08	8.21
YOY	159.27%	-10.00%	50.00%	35.00%
占比	38.79%	16.75%	14.41%	12.04%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元/每股)			PE (倍)			PS (倍)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603501.SH	韦尔股份	5.16	3.27	4.42	22.38	25.83	19.13	4.16	4.23	3.42
688728.SH	格科微	0.54	0.41	0.49	39.52	48.08	40.40	7.12	7.52	6.28
	均值				30.95	36.96	29.76	5.64	5.88	4.85
688213.SH	思特威	1.00	0.03	1.08	47.15	1698	43.37	6.28	7.76	4.45

注：收盘价为 2022 年 12 月 14 日价格，可比公司 EPS 为 wind 一致预期，思特威 EPS 为海通证券预测值
资料来源：Wind, 海通证券研究所

- **风险提示。** 终端需求复苏不及预期的风险；新市场业务拓展不及预期的风险

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	2689	2420	4220	6820
每股收益	1.00	0.03	1.08	2.08	营业成本	1906	1791	3080	4910
每股净资产	6.57	6.70	7.78	9.87	毛利率%	29.1%	26.0%	27.0%	28.0%
每股经营现金流	-3.15	-4.07	1.72	-0.24	营业税金及附加	4	3	6	10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	64	68	112	171
P/E	47.15	1698	43.37	22.53	营业费用率%	2.4%	2.8%	2.7%	2.5%
P/B	7.15	7.01	6.03	4.76	管理费用	55	73	127	205
P/S	6.28	7.76	4.45	2.75	管理费用率%	2.1%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	0.82	62.67	32.99	18.66	EBIT	460	255	524	990
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-14	242	18	16
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	10.0%	0.4%	0.2%
毛利率	29.1%	26.0%	27.0%	28.0%	资产减值损失	-8	-16	0	0
净利润率	14.8%	0.5%	10.3%	12.2%	投资收益	1	11	0	0
净资产收益率	15.2%	0.4%	13.9%	21.1%	营业利润	468	13	506	975
资产回报率	9.1%	0.2%	8.0%	12.3%	营业外收支	-2	-1	0	0
投资回报率	10.3%	4.5%	9.4%	14.8%	利润总额	466	13	506	975
盈利增长 (%)					EBITDA	527	326	604	1080
营业收入增长率	76.1%	-10.0%	74.3%	61.6%	所得税	67	2	73	141
EBIT 增长率	259.6%	-44.6%	105.5%	89.0%	有效所得税率%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润增长率	229.2%	-97.2%	3814.4%	92.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	398	11	433	834
资产负债率	40.1%	49.8%	42.7%	41.7%					
流动比率	2.05	2.03	2.43	2.46	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.91	0.59	0.66	0.57	货币资金	750	550	500	400
现金比率	0.53	0.26	0.28	0.17	应收账款及应收票据	384	530	520	747
经营效率指标					存货	1252	2585	2532	3363
应收账款周转天数	52.11	80.00	45.00	40.00	其它流动资产	534	601	780	1139
存货周转天数	239.70	530.00	300.00	250.00	流动资产合计	2920	4266	4332	5650
总资产周转率	0.61	0.45	0.78	1.01	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.73	3.30	5.64	8.92	固定资产	721	734	749	764
					在建工程	11	6	4	2
					无形资产	37	31	24	15
					非流动资产合计	1470	1072	1097	1122
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	4390	5338	5429	6772
净利润	398	11	433	834	短期借款	823	1655	1075	1210
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	300	196	338	538
非现金支出	77	87	80	90	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	3	-12	27	24	其它流动负债	298	252	373	546
营运资金变动	-1741	-1712	147	-1044	流动负债合计	1422	2103	1785	2295
经营活动现金流	-1262	-1627	687	-97	长期借款	321	521	521	521
资产	-829	-77	-85	-95	其它长期负债	19	35	11	11
投资	-12	0	0	0	非流动负债合计	340	556	532	532
其他	1	441	-20	-20	负债总计	1762	2659	2317	2826
投资活动现金流	-840	363	-105	-115	实收资本	360	400	400	400
债权募资	1027	1034	-581	136	归属于母公司所有者权益	2628	2679	3112	3946
股权募资	0	40	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-3	-10	-51	-24	负债和所有者权益合计	4390	5338	5429	6772
融资活动现金流	1023	1064	-632	111					
现金净流量	-1085	-200	-50	-100					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 14 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 电子行业、计算机行业
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,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,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,拉卡拉,三利谱

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;	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。
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。	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。