

投资评级 中性 调低

业绩承压，关注新品

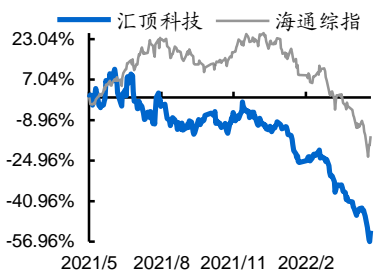
股票数据

04月29日收盘价(元)	56.49
52周股价波动(元)	49.50-134.14
总股本/流通A股(百万股)	459/457
总市值/流通市值(百万元)	25911/25840

相关研究

《重视研发，静待拐点》2021.10.28
《1H21 业绩承压，关注新品扩张》2021.09.01
《短期营收净利润承压，高比例的研发投入增强创新成长驱动力》2020.11.02

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-20.7	-37.9	-36.2
相对涨幅 (%)	-17.8	-25.5	-24.2

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:** 汇顶科技 2021 年实现营业收入 57.13 亿元 (-14.57%) (括号表示同比,下同), 归母净利润 8.60 亿元 (-48.17%), 扣非后归母净利润 7.21 亿元 (-47.51%)。1Q22 年实现营业收入 8.74 亿元 (-38.39%), 归母净利润-0.51 亿元 (-132.26%), 扣非后归母净利润-0.30 亿元 (-123.29%)。
- 内生增长动力发生结构性变化。** 1) 产品结构在向更加均衡的方向变化, 指纹产品和触控产品继续保持了领先市场占有率, 新产品营收占比同比增加, 2021 年新产品营收占比 16.24%, 同比增加 7.95 个 pct; 2) 客户群体和应用市场在向更加均衡的方向发展, 对单一市场和客户依赖的风险降低, 客户群体从手机, 逐渐拓展到 PC、可穿戴、IoT、汽车等新市场领域; 3) 国际市场的拓展不断取得突破, 市场领先的超薄屏下光学指纹产品成功打入国际知名客户, 2021 年海外营收占比为 37.21%, 同比增加 17.19 个 pct。
- 战略方向: 围绕“传感、计算、连接、安全”四大领域, 打造基于多产品线的综合型 IC 设计公司。** 公司 2021 年研发费用为 16.92 亿元, 较 2020 年基本持平, 研发费用占营业收入比重为 29.62%。目前公司全球员工人数超 2100 人, 其中研发人员占比超过 90%, 公司致力于打造硬件、软件与算法为一体的系统级整体解决方案, 覆盖模拟、射频、数字、系统、后端、应用等, 在智能终端、物联网和汽车电子等行业/领域均有业务布局。
- 传感领域:** 屏下光学指纹、电容指纹拥有成熟且雄厚的技术储备, 持续处于业界领先地位; 超薄屏下光学指纹方案在高端手机市场一枝独秀, 保持了遥遥领先的全球市场份额; 同时全力拓展传感产品广度, 并已取得丰硕成果。公司第一代高精度、低功耗屏下光线传感器成功量产, 获得客户的高度认可; 健康传感器出货量持续增长, 冲进全球腕式穿戴设备健康传感器前三名; 多功能交互传感器渗透率持续提升, 成为主流品牌客户旗舰耳机的首选方案, 同时新增压力感应和温度检测的新一代传感器产品规模商用, 带来更智能便捷的使用体验; 深入布局的 ToF 传感器已成功 Design-In 国内知名品牌客户, 将继续在智能家居、手机、AR 等市场中深挖客户机会, 加快商用进程。
- 触控领域:** 触摸屏控制芯片在 OLED 手机市场保持高速增长之外, 触摸板控制芯片在笔记本电脑市场实现突破, 并成功打入国际知名客户; 折叠屏 OLED 触控芯片的成功上市, 打破该市场一度的产品单一化格局, 超前的产品定位为后续更大更薄的折叠/卷曲手机及主动笔应用提前做好解决方案; 主动笔出货量显著增长; 车规级触控方案收获更多知名汽车品牌客户青睐, 渗透率持续提升。公司将面向更广阔的消费、汽车和工业市场, 持续投入创新, 拓展多样化应用场景, 进一步赢得市场份额。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6687	5713	5927	7829	10189
(+/-)YoY(%)	3.3%	-14.6%	3.7%	32.1%	30.1%
净利润(百万元)	1659	860	876	1143	1473
(+/-)YoY(%)	-28.4%	-48.2%	1.9%	30.4%	28.9%
全面摊薄 EPS(元)	3.62	1.87	1.91	2.49	3.21
毛利率(%)	52.3%	48.2%	48.9%	49.3%	49.4%
净资产收益率(%)	20.6%	9.9%	9.3%	11.1%	12.9%

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

无线连接领域: BLE 产品凭借低功耗、高性能、卓越射频等产品优势,出货量显著增长,不仅收获了知名终端品牌的商用,并在大众市场“开疆拓土”,成功拓展了电子货架标签、游戏手柄、遥控器等多个细分市场应用;首次发布的系统级 NB-IoT 单芯片方案,凭借超低的系统功耗、稳定的通信性能和丰富 MCU 资源,已成功在多个客户项目上 Design-In,进展良好。目前,公司在连接领域的布局已打下坚实基础,伴随着市场的不断开拓,2022 年将迈入高速成长的轨道。

音频领域: 智能音频放大器实现出货量大幅增长,市场领先优势不断扩大;性能优异的语音和音频软件方案组合收获智能终端、可穿戴设备等全球更多领域客户商用; CarVoice 软件方案收获多个商用项目,涵盖日产、广汽、现代、一汽、上汽等知名厂商;高性能主动降噪音频编解码芯片 (ANC Codec) 持续获得客户认可,并拓展至智能手表市场。不仅如此,公司将基于现有的技术积累,加速推进 TWS SoC 在客户端的量产,为客户提供便捷且有差异化价值的创新解决方案。

安全领域: 公司在安全产品上已耕耘多年,积累了丰厚的技术基础及产品化经验。2021 年安全产品的开发工作进展顺利, NFC 芯片、eSE 芯片以及整体解决方案均已通过国内外各项安全认证,即将迈入商业化阶段。

盈利预测和投资建议。 我们认为,中长期看,公司完成芯片设计端的声、光、电全领域布局,作为国内领先的综合型 IC 设计公司,下游客户从手机逐步拓展至可穿戴、智能家居、汽车等新市场,有望逐步提供基于全产品线的完整芯片解决方案。我们预计汇顶科技 2022 年至 2024 年 EPS 分别为 1.91、2.49、3.21 元。结合可比公司估值,给予汇顶科技 2022 年 32-35 倍 PE 估值,对应合理价值区间为 61.12-66.85 元,下调至“中性”评级。

风险提示。 新产品开发可能需要大笔研发投入支撑,代工厂产能短缺,市场竞争加剧。

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
300661	圣邦股份	2.95	4.25	5.78	94.8	65.9	48.5
300782	卓胜微	6.40	7.42	9.38	29.0	25.0	19.8
688536	思瑞浦	5.53	6.67	10.93	88.1	73.0	44.6
603986	兆易创新	3.50	4.51	5.70	35.6	27.7	21.9
	均值				61.9	47.9	33.7
603160	汇顶科技	1.87	1.91	2.49	30.2	29.6	22.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 上述公司为 wind 一致预期, PE 对应股价为 2022 年 4 月 29 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	5713	5927	7829	10189
每股收益	1.87	1.91	2.49	3.21	营业成本	2960	3026	3973	5153
每股净资产	18.95	20.47	22.43	24.92	毛利率%	48.2%	48.9%	49.3%	49.4%
每股经营现金流	0.70	4.47	2.57	3.44	营业税金及附加	30	38	47	61
每股股利	0.45	0.57	0.75	0.96	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	341	354	468	609
P/E	30.13	29.57	22.67	17.59	营业费用率%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
P/B	2.98	2.76	2.52	2.27	管理费用	169	146	199	264
P/S	4.53	4.37	3.31	2.54	管理费用率%	3.0%	2.5%	2.5%	2.6%
EV/EBITDA	57.90	33.33	24.18	17.60	EBIT	520	607	824	1085
股息率%	0.8%	1.0%	1.3%	1.7%	财务费用	-48	-5	-17	-22
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.8%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
毛利率	48.2%	48.9%	49.3%	49.4%	资产减值损失	-67	-50	-65	-85
净利润率	15.1%	14.8%	14.6%	14.5%	投资收益	30	47	56	72
净资产收益率	9.9%	9.3%	11.1%	12.9%	营业利润	804	951	1240	1597
资产回报率	8.0%	7.6%	8.8%	10.0%	营业外收支	-1	2	2	4
投资回报率	5.9%	5.5%	6.8%	8.1%	利润总额	803	953	1242	1601
盈利增长 (%)					EBITDA	820	661	877	1140
营业收入增长率	-14.6%	3.7%	32.1%	30.1%	所得税	-57	76	99	128
EBIT 增长率	-47.7%	16.8%	35.6%	31.7%	有效所得税率%	-7.1%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润增长率	-48.2%	1.9%	30.4%	28.9%	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	860	876	1143	1473
资产负债率	19.0%	18.8%	20.5%	22.2%					
流动比率	4.27	4.42	4.02	3.72	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.62	4.14	3.75	3.45	货币资金	2712	4590	5518	6766
现金比率	1.69	2.63	2.48	2.39	应收账款及应收票据	1123	639	804	968
经营效率指标					存货	975	414	501	621
应收帐款周转天数	70.61	36.00	34.00	32.00	其它流动资产	2061	2065	2114	2175
存货周转天数	120.17	50.00	46.00	44.00	流动资产合计	6870	7709	8937	10530
总资产周转率	0.53	0.51	0.61	0.69	长期股权投资	124	124	124	124
固定资产周转率	14.59	12.50	14.23	15.91	固定资产	392	474	550	640
					在建工程	114	140	159	185
					无形资产	1418	1452	1482	1510
					非流动资产合计	3858	3852	3999	4154
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	10727	11561	12936	14684
净利润	860	876	1143	1473	短期借款	340	300	400	500
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	460	510	654	854
非现金支出	367	104	118	140	预收账款	0	1	1	1
非经营收益	-154	-95	-96	-109	其它流动负债	807	933	1169	1474
营运资金变动	-751	1166	15	76	流动负债合计	1607	1744	2223	2829
经营活动现金流	322	2051	1179	1579	长期借款	240	240	240	240
资产	-598	48	-93	-80	其它长期负债	186	186	186	186
投资	-423	0	0	0	非流动负债合计	426	426	426	426
其他	104	113	116	127	负债总计	2033	2170	2649	3255
投资活动现金流	-917	161	23	48	实收资本	459	459	459	459
债权募资	643	-40	100	100	归属于母公司所有者权益	8694	9391	10287	11429
股权募资	251	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-1219	-293	-375	-479	负债和所有者权益合计	10727	11561	12936	14684
融资活动现金流	-325	-333	-275	-379					
现金净流量	-937	1878	928	1248					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 29 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,闻泰科技,浪潮国际,创业慧康,视源股份,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,京北方,晶赛科技,盈建科,品茗股份,广联达,用友网络,银江技术,长川科技,芯朋微,芯原股份-U,N 汉鑫,三利谱,瑞芯微,能科科技,炬光科技

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。