

投资评级 优于大市 维持

智慧视觉芯片龙头，专业安防、智能硬件、汽车电子多点开花

股票数据

09月05日收盘价(元)	62.30
52周股价波动(元)	58.28-215.46
总股本/流通A股(百万股)	229/216
总市值/流通市值(百万元)	14279/13456

相关研究

 《安防芯片老牌厂商，新市场新应用新增长》
 2022.06.01

 《视频监控芯片龙头，受益安防智能化浪潮》
 2017.09.12

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-21.0	-22.4	-2.4
相对涨幅(%)	-17.6	-11.8	-0.6

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:** 1H22 公司实现营业收入 11.64 亿元 (YoY+62.15%)，实现归母净利润 2.42 亿元 (YoY+74.64%)，扣非归母净利润 2.27 亿元 (YoY+68.05%)。拆分看，2Q22 实现收入 6.49 亿元 (YoY+28.34%)；归母净利润 1.41 亿元 (YoY+35.19%)；扣非归母净利润 1.32 亿元 (YoY+31.57%)。
- 财务:** 毛利率增，研发持续投入，净利率改善。公司 2Q22 创营收、净利润的历史新高，进一步巩固并提升了公司的市场地位。盈利能力来看，2Q22 公司毛利率 39.00%，环比增长 1.29pct；2Q22 公司净利率 20.36%，环比增长 2.27pct；1H22 公司研发投入 1.52 亿元，同比增长 22.41%，主要投向高性能人工智能边缘计算系列芯片项目、新一代全高清网络摄像机 SoC 芯片项目、车用图像信号处理及传输链路芯片组项目、车规高动态图像信号处理器芯片项目高性能智能网络摄像机 SoC 芯片项目等项目的开发。管理费用 5438 万元 (YoY+75.07%)，主要因并购眸芯科技产生的无形资产评估增值摊销。
- 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，为客户提供高性能视频编解码及 AI SoC 芯片、图像信号处理器 ISP 芯片及完整的产品解决方案以及专业技术服务。产品主要为视觉芯片，包括智慧安防、智慧物联、智慧车行三大领域的前后端芯片产品及解决方案，如图像处理芯片、网络摄像机芯片、视频链路芯片、网络录像机芯片、智能显示芯片以及车载图像处理芯片、车载视频链路芯片、车载录像机芯片等。拆分来看，1H22 公司专业安防业务实现收入 7.80 亿元 (+70.38%)，对应毛利率 38.20%，同比下滑 6.29pct；智能硬件业务实现收入 2.25 亿元 (+47.44%)，对应毛利率 34.22%，同比增长 1.16pct；汽车电子业务实现收入 1.33 亿元 (+34.46%)，对应毛利率 39.50%，同比下滑 5.08pct。除此之外，主要子公司中眸芯科技主营 DVR/NVR 等 SoC 芯片，1H22 营业收入 1.03 亿，净利润-326.8 万元，在 21 年供应链紧张情况下，眸芯相关产品产能得到较好保障，给下游客户供货充足，大客户安全库存已经建立，故 1H22 客户提货有所减缓。目前，眸芯科技持续高研发投入，推出的新产品已导入客户并开始量产。
- 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。除传统应用外，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；车载系列图像处理和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。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	610	1717	2631	3507	4413
(+/-)YoY(%)	16.9%	181.4%	53.2%	33.3%	25.8%
净利润(百万元)	88	364	552	757	977
(+/-)YoY(%)	7.3%	315.0%	51.6%	37.1%	29.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.38	1.59	2.41	3.30	4.26
毛利率(%)	39.7%	42.4%	40.5%	41.1%	41.7%
净资产收益率(%)	6.6%	19.8%	22.1%	23.3%	23.1%

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

- 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 2.41、3.30、4.26 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 77.12-96.40 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。

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	1.98	2.80	55.1	40.1	28.4
688099	晶晨股份	1.97	2.93	3.85	42.3	28.5	21.7
300458	全志科技	0.78	0.84	0.91	28.8	27.0	24.8
	均值				42.1	31.9	24.9
300613	富瀚微	1.59	2.41	3.30	39.2	25.9	18.9

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 9 月 5 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	2631	3507	4413
每股收益	1.59	2.41	3.30	4.26	营业成本	988	1565	2065	2573
每股净资产	8.01	10.88	14.19	18.45	毛利率%	42.4%	40.5%	41.1%	41.7%
每股经营现金流	-0.08	2.72	2.38	3.40	营业税金及附加	6	9	11	13
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	18	42	49
P/E	39.24	25.88	18.87	14.62	营业费用率%	0.7%	0.7%	1.2%	1.1%
P/B	7.78	5.72	4.39	3.38	管理费用	89	137	140	172
P/S	4.36	5.43	4.07	3.24	管理费用率%	5.2%	5.2%	4.0%	3.9%
EV/EBITDA	39.65	25.63	17.75	13.20	EBIT	372	519	738	963
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	-13	-19	-27
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
毛利率	42.4%	40.5%	41.1%	41.7%	资产减值损失	1	0	0	0
净利润率	21.2%	21.0%	21.6%	22.1%	投资收益	3	2	5	6
净资产收益率	19.8%	22.1%	23.3%	23.1%	营业利润	392	565	792	1027
资产回报率	12.5%	14.9%	16.5%	17.0%	营业外收支	15	30	35	40
投资回报率	20.8%	23.8%	25.9%	27.8%	利润总额	407	595	827	1067
盈利增长 (%)					EBITDA	487	534	763	993
营业收入增长率	181.4%	53.2%	33.3%	25.8%	所得税	25	37	51	66
EBIT 增长率	299.7%	39.5%	42.1%	30.5%	有效所得税率%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
净利润增长率	315.0%	51.6%	37.1%	29.1%	少数股东损益	18	6	20	24
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	364	552	757	977
资产负债率	28.1%	25.4%	23.1%	20.8%					
流动比率	7.1	5.8	5.4	5.5	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	5.2	4.5	4.1	4.2	货币资金	799	1126	1305	1754
现金比率	3.0	2.9	2.6	2.7	应收账款及应收票据	460	470	626	788
经营效率指标					存货	448	429	566	705
应收帐款周转天数	65.2	65.2	65.2	65.2	其它流动资产	193	227	258	290
存货周转天数	96.5	100.0	100.0	100.0	流动资产合计	1900	2252	2755	3538
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	长期股权投资	39	39	39	39
固定资产周转率	8.4	8.9	8.8	9.9	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	3697	4595	5728
净利润	364	552	757	977	短期借款	23	50	80	100
少数股东损益	18	6	20	24	应付票据及应付账款	123	144	182	231
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	196	249	312
营运资金变动	-587	69	-232	-222	流动负债合计	268	389	511	643
经营活动现金流	-18	624	545	780	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	937	1059	1191
投资活动现金流	-522	-417	-379	-333	实收资本	120	229	229	229
债权募资	581	27	30	20	归属于母公司所有者权益	1835	2495	3251	4228
股权募资	16	109	0	0	少数股东权益	258	265	284	309
其他	-26	-17	-17	-17	负债和所有者权益合计	2910	3697	4595	5728
融资活动现金流	572	120	13	3					
现金净流量	31	327	179	449					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 05 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,京北方,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,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;	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。