

投资评级 优于大市 维持

短期或有压力，等待库存去化

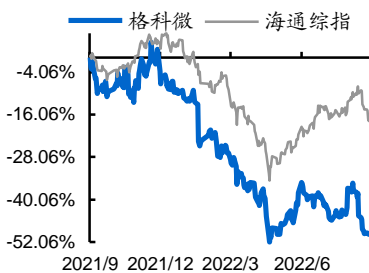
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 09月05日收盘价(元) | 16.92 |
| 52周股价波动(元) | 15.59-35.42 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 2499/762 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 42281/12894 |

相关研究

《聚焦 CIS 与 DDI，走向“Fab-Lite”模式》
2021.11.04

市场表现



| 指标 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|-------|-------|-------|
| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
| 绝对涨幅 (%) | -20.1 | -13.3 | -18.3 |
| 相对涨幅 (%) | -16.7 | -2.7 | -16.5 |

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

联系人:李潇

Tel:(010)58067830

Email:lx13920@htsec.com

投资要点:

- **事件:** 1H22 公司实现营业收入 32.94 亿元 (YoY-10.63%)，实现归母净利润 5.14 亿元 (YoY-20.23%)，扣非归母净利润 5.09 亿元 (YoY-19.50%)。拆分看，2Q22 实现收入 15.60 亿元 (YoY-10.81%)；归母净利润 2.72 亿元 (YoY-22.62%)。
- **财务:** 毛利率下降，管理费增，研发人员增，存货累积。受到海内外疫情、通货膨胀、地缘政治等宏观因素影响，智能手机市场出货量下滑。公司 2Q22 毛利率为 31.4%，同比减少 2.5pct，环比减少 2.4pct；同时因格科半导体工厂建设开办费计入管理费，导致管理费大增至 1.01 亿元 (同比+137.2%)；研发人员 562 人，同比增长 30.39%；公司存货 37.2 亿元 (同比+46.7%，环比年初+6.7%)。
- **CMOS (手机): 中高端产品有突破。** 尽管产品出货量有所减少，公司传统优势产品 200-800 万像素手机 CMOS 图像传感器依然依托市占率优势，毛利率水平保持在 30% 以上；1300-1600 万像素产品采用具有特色的工艺路线，已获得品牌认可，并逐步在国内供应链量产；3200 万及以上像素产品取得突破性进展，公司克服疫情对研发测试工作的不利影响，于近日正式发布全球首款单芯片 3200 万像素 CMOS 图像传感器——GC32E1。
- **CMOS (非手机): 积极布局。** 公司加强在智慧城市、汽车电子、笔记本电脑、物联网等非手机领域 CMOS 图像传感器的推广，连续推出 3 颗基于自有知识产权 65nm+CIS 工艺平台和 FPPI 专利技术的智慧城市/汽车电子系列新品。
- **显示驱动芯片: 业务迅速发展。** 2022 年上半年产品销售额突破 4 亿元。同时，公司积极研发新产品，随着 HD 和 FHD 分辨率的 TDDI 产品问世，迅速与国际知名手机品牌建立合作，已获得品牌客户订单，目前正在积极进 AMOLED 驱动芯片的研发。
- **投资建议。** 展望未来，我们认为公司将在产品定位方面实现从高性价比产品向高性能产品的拓展，在产品应用方面实现从副摄向主摄的拓展，在经营模式方面实现从 Fabless 向 Fab-Lite 的转变。随着募投项目推进，预计公司实现生产步骤的逐步自主可控，并且品牌客户资源、技术上的核心优势将为公司提升市场地位和综合竞争力，我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.43/0.50/0.57 元/每股，考虑可比公司估值水平，给予 22 年 PE 估值区间 36-43x，对应合理价值区间 15.48-18.49 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 技术升级的产品迭代风险；经营模式转变的风险；下游终端应用市场景气波动风险。

主要财务数据及预测

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6456 | 7001 | 6892 | 7960 | 9193 |
| (+/-)YoY(%) | 74.9% | 8.4% | -1.6% | 15.5% | 15.5% |
| 净利润(百万元) | 773 | 1258 | 1062 | 1255 | 1424 |
| (+/-)YoY(%) | 115.2% | 62.8% | -15.6% | 18.1% | 13.4% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.31 | 0.50 | 0.43 | 0.50 | 0.57 |
| 毛利率(%) | 28.4% | 33.7% | 29.8% | 29.8% | 29.8% |
| 净资产收益率(%) | 28.4% | 16.7% | 8.7% | 9.4% | 9.6% |

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

表 1 公司主营产品收入预测(百万元)

| 项目 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入 | 7000.56 | 6891.75 | 7959.63 | 9193.04 |
| YOY | 8.44% | -1.55% | 15.50% | 15.50% |
| 总毛利率 | 33.71% | 29.79% | 29.79% | 29.79% |
| CMOS 图像传感器 | | | | |
| 收入 | 5936.53 | 6130.17 | 7080.35 | 8177.80 |
| YOY | 1.24% | 3.26% | 15.50% | 15.50% |
| 毛利率 | 29.68% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 显示驱动芯片 | | | | |
| 收入 | 1061.87 | 759.43 | 877.14 | 1013.09 |
| YOY | 79.53% | -28.48% | 15.50% | 15.50% |
| 毛利率 | 56.11% | 28.00% | 28.00% | 28.00% |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 | 2.15 | 2.15 | 2.15 | 2.15 |
| YOY | 497.22% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 97.30% | 70.00% | 70.00% | 70.00% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 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 | 1.96 | 3.04 | 4.12 | 78.7 | 50.9 | 37.5 |
| 300782 | 卓胜微 | 4.00 | 3.74 | 4.70 | 24.7 | 26.4 | 21.0 |
| 603160 | 汇顶科技 | 1.88 | 1.35 | 1.97 | 29.6 | 40.9 | 28.1 |
| 603986 | 兆易创新 | 3.50 | 4.54 | 5.61 | 31.8 | 24.5 | 19.8 |
| 603501 | 韦尔股份 | 3.78 | 4.17 | 5.37 | 23.4 | 21.3 | 16.5 |
| | 均值 | | | | 37.6 | 32.8 | 24.6 |
| 688728 | 格科微 | 0.50 | 0.43 | 0.50 | 33.6 | 39.8 | 33.7 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 除格科微外, 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 | 7001 | 6892 | 7960 | 9193 |
| 每股收益 | 0.50 | 0.43 | 0.50 | 0.57 | 营业成本 | 4641 | 4839 | 5588 | 6455 |
| 每股净资产 | 3.02 | 4.87 | 5.37 | 5.94 | 毛利率% | 33.7% | 29.8% | 29.8% | 29.8% |
| 每股经营现金流 | 0.18 | 1.27 | 0.58 | 0.61 | 营业税金及附加 | 11 | 13 | 14 | 17 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 132 | 125 | 147 | 168 |
| P/E | 33.60 | 39.80 | 33.68 | 29.70 | 营业费用率% | 1.9% | 1.8% | 1.8% | 1.8% |
| P/B | 5.60 | 3.48 | 3.15 | 2.85 | 管理费用 | 124 | 119 | 139 | 160 |
| P/S | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 管理费用率% | 1.8% | 1.7% | 1.8% | 1.7% |
| EV/EBITDA | -0.29 | 28.64 | 24.19 | 20.40 | EBIT | 1572 | 1210 | 1394 | 1612 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 137 | 41 | 14 | 61 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 2.0% | 0.6% | 0.2% | 0.7% |
| 毛利率 | 33.7% | 29.8% | 29.8% | 29.8% | 资产减值损失 | 79 | 8 | 1 | 1 |
| 净利润率 | 18.0% | 15.4% | 15.8% | 15.5% | 投资收益 | 18 | 20 | 20 | 40 |
| 净资产收益率 | 16.7% | 8.7% | 9.4% | 9.6% | 营业利润 | 1428 | 1202 | 1420 | 1611 |
| 资产回报率 | 9.5% | 5.8% | 6.0% | 5.8% | 营业外收支 | -4 | 0 | 1 | 0 |
| 投资回报率 | 19.7% | 19.5% | 20.9% | 21.9% | 利润总额 | 1424 | 1202 | 1421 | 1611 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 1654 | 1243 | 1437 | 1664 |
| 营业收入增长率 | 8.4% | -1.6% | 15.5% | 15.5% | 所得税 | 166 | 140 | 165 | 188 |
| EBIT 增长率 | 56.9% | -23.1% | 15.2% | 15.6% | 有效所得税率% | 11.6% | 11.6% | 11.6% | 11.6% |
| 净利润增长率 | 62.8% | -15.6% | 18.1% | 13.4% | 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 | 1258 | 1062 | 1255 | 1424 |
| 资产负债率 | 43.2% | 33.3% | 36.4% | 39.2% | | | | | |
| 流动比率 | 1.8 | 3.1 | 3.3 | 3.6 | 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 速动比率 | 1.1 | 2.8 | 2.9 | 3.2 | 货币资金 | 4511 | 10958 | 13089 | 15617 |
| 现金比率 | 0.9 | 2.6 | 2.7 | 2.9 | 应收账款及应收票据 | 540 | 775 | 895 | 1033 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 3484 | 1326 | 1531 | 1768 |
| 应收帐款周转天数 | 41.0 | 41.0 | 41.0 | 41.0 | 其它流动资产 | 403 | 446 | 482 | 534 |
| 存货周转天数 | 218.7 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 流动资产合计 | 8938 | 13504 | 15997 | 18953 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 27.1 | 23.6 | 23.1 | 23.4 | 固定资产 | 269 | 316 | 373 | 411 |
| | | | | | 在建工程 | 1245 | 1445 | 1645 | 1845 |
| | | | | | 无形资产 | 248 | 248 | 248 | 248 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 4365 | 4713 | 5090 | 5458 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 资产总计 | 13303 | 18217 | 21087 | 24411 |
| 净利润 | 1258 | 1062 | 1255 | 1424 | 短期借款 | 3253 | 2500 | 2800 | 3000 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 635 | 906 | 1015 | 1191 |
| 非现金支出 | 156 | 41 | 44 | 53 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | 101 | 150 | 205 | 276 | 其它流动负债 | 1096 | 881 | 1086 | 1112 |
| 营运资金变动 | -1076 | 1931 | -48 | -229 | 流动负债合计 | 4983 | 4287 | 4902 | 5303 |
| 经营活动现金流 | 439 | 3183 | 1456 | 1524 | 长期借款 | 352 | 1352 | 2352 | 3852 |
| 资产 | -3816 | -279 | -299 | -289 | 其它长期负债 | 419 | 419 | 419 | 419 |
| 投资 | -82 | -100 | -120 | -130 | 非流动负债合计 | 771 | 1771 | 2771 | 4271 |
| 其他 | 0 | 20 | 20 | 40 | 负债总计 | 5754 | 6058 | 7673 | 9574 |
| 投资活动现金流 | -3898 | -359 | -399 | -379 | 实收资本 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 2299 | -753 | 300 | 1700 | 归属于母公司所有者权益 | 7550 | 12158 | 13413 | 14837 |
| 股权募资 | 3539 | 3538 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -166 | 838 | 774 | -318 | 负债和所有者权益合计 | 13303 | 18217 | 21087 | 24411 |
| 融资活动现金流 | 5672 | 3623 | 1074 | 1382 | | | | | |
| 现金净流量 | 2214 | 6447 | 2131 | 2528 | | | | | |

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。