

下游需求波动导致短期业绩承压，手机和汽车业务构筑第二增长极

核心观点

- 受疫情和下游市场需求波动影响，2022年公司前三季度实现营业收入16.5亿元，同比下降19%，归母净利润为-0.42亿元，同比下降113%。三季度单季营收同比下降19%至6.4亿元，归母净利润同比下降133%至-0.47亿元。
- **公司智慧安防业务受下游需求波动短期承压，长期成长底色鲜明。**受到全球疫情扩散和下游需求疲软等因素的影响，公司智慧安防领域CIS业务收入下滑。公司陆续推出首颗堆叠架构800万像素图像传感器产品SC850SL，以及第四代低照度下基于FSI工艺的微光级夜视全彩技术产品SC233A与SC223A，展现出卓越的创新能力。未来随着下游市场逐步回暖，叠加下半年安防市场传统旺季，公司智慧安防业务将持续扩大在核心客户的市场占有率，继续保持良好的成长趋势。
- **公司智能手机业务覆盖市场主流需求，未来提升空间广阔。**Counterpoint预计2022年智能手机将占据全球CIS市场总收入71%。公司的智能手机CIS业务处于新应用领域的快速扩张期，未来提升空间大。目前公司拥有从2MP到50MP分辨率的系列产品，被小米、三星、联想、荣耀等国内外品牌客户大规模使用。公司推出首颗50MP超高分辨率1.0μm像素尺寸图像传感器新品SC550XS，采用22nm HKMG堆叠工艺制程，搭载星光级夜视全彩技术以及SFCPixel®与PixGain HDR®专利技术。
- **智能驾驶催生车载摄像头需求，公司车载创新产品持续推出。**Yole预测2022年全球车载摄像头销量预计为2.2亿颗，到2026年销量将达到3.6亿颗。公司研发的CIS产品覆盖了广泛的汽车应用场景，例如：360度全景影像、行车记录仪、驾驶室舱内监控、电子后视镜、ADAS、电子后视镜等领域。公司已推出250万像素车规级图像传感器新品SC220AT，赋能360°环视应用的性能升级、自动泊车以及ADAS等智能车载影像类与感知类应用。公司目标在2022年内汽车电子CIS产品完成智能汽车系列化应用的产品全覆盖，预计车载CIS业务将持续快速增长。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司22-24年每股收益分别为0.55、1.22、1.62元（原22-24年预测为1.28、1.91、2.81元，主要下调了安防监控和机器视觉全局快门领域CMOS传感器的营收增速，并上调了汇兑损益等），根据可比公司23年平均38倍PE估值水平，对应目标价46.36元，维持买入评级。

风险提示

- 技术迭代风险、手机、车载等新领域拓展不及预期、毛利率波动风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,527	2,689	2,676	3,460	4,694
同比增长(%)	125%	76%	-1%	29%	36%
营业利润(百万元)	142	468	255	569	755
同比增长(%)	157%	228%	-45%	123%	33%
归属母公司净利润(百万元)	121	398	219	489	648
同比增长(%)	150%	229%	-45%	123%	33%
每股收益(元)	0.30	1.00	0.55	1.22	1.62
毛利率(%)	20.9%	29.1%	27.4%	28.4%	28.0%
净利率(%)	7.9%	14.8%	8.2%	14.1%	13.8%
净资产收益率(%)	10.9%	16.4%	6.6%	11.5%	13.4%
市盈率	131.8	40.0	72.8	32.6	24.6
市净率	7.2	6.1	4.0	3.5	3.1

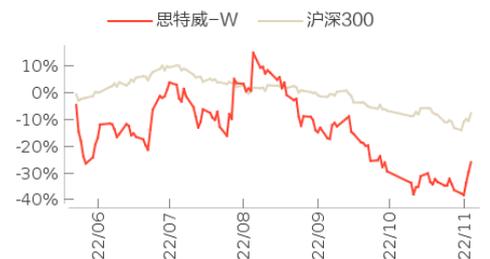
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年11月04日）	41.95元
目标价格	46.36元
52周最高价/最低价	65.2/34元
总股本/流通A股（万股）	40,001/3,013
A股市值（百万元）	16,780
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022年11月07日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	16.46	4.88	-26.55	
相对表现	10.08	5.87	-18.4	
沪深300	6.38	-0.99	-8.15	-22.63



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuajian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn

相关报告

全球安防CIS龙头，多领域布局拉动业绩 2022-06-20

投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.55、1.22、1.62 元（原 22-24 年预测为 1.28、1.91、2.81 元，主要下调了安防监控和机器视觉全局快门领域 CMOS 传感器的营收增速，并上调了汇兑损益等），根据可比公司 23 年平均 38 倍 PE 估值水平，对应目标价 46.36 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2022/11/4	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
韦尔股份	603501	81.64	3.78	2.61	3.82	4.79	21.60	31.25	21.37	17.04
格科微	688728	17.25	0.50	0.42	0.49	0.57	34.25	41.50	35.00	30.37
思瑞浦	688536	288.48	3.71	3.42	5.84	8.29	77.80	84.45	49.44	34.80
圣邦股份	300661	163.41	1.95	2.80	3.56	4.56	83.59	58.37	45.94	35.81
澜起科技	688008	65.51	0.73	1.20	1.74	2.46	89.57	54.81	37.75	26.66
艾为电子	688798	98.90	1.74	1.98	2.98	4.18	56.94	49.85	33.15	23.66
	最大值						89.57	84.45	49.44	35.81
	最小值						21.60	31.25	21.37	17.04
	平均数						60.62	53.37	37.11	28.06
	调整后平均						63.15	51.13	37.96	28.87

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

图 2：盈利预测调整前后对比表-主要财务信息

主要财务信息	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,940	5,743	8,079	2,676	3,460	4,694
变动幅度				-32.1%	-39.7%	-41.9%
营业利润(百万元)	595	891	1,311	255	569	755
变动幅度				-57.1%	-36.1%	-42.4%
归属母公司净利润(百万元)	511	766	1,126	219	489	648
变动幅度				-57.1%	-36.2%	-42.5%
每股收益(元)	1.28	1.91	2.81	0.55	1.22	1.62
变动幅度				-57.2%	-36.0%	-42.4%
毛利率(%)	28.4%	27.7%	27.6%	27.4%	28.4%	28.0%
变动幅度				-1.0%	0.7%	0.4%
净利率(%)	13.0%	13.3%	13.9%	8.2%	14.1%	13.8%
变动幅度				-4.8%	0.8%	-0.1%
汇兑损益	0	0	0	100	0	0
收入分类预测表	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
FSI-RS 系列						
销售收入(百万元)	1,648	1,960	2,197	1,222	1,314	1,431
变动幅度				-25.8%	-32.9%	-34.8%
毛利率	21.1%	19.1%	18.6%	21.1%	21.1%	19.1%
变动幅度				0.0%	2.0%	0.5%
BSI-RS 系列						
销售收入(百万元)	1,612	2,727	4,414	1,208	1,863	2,890
变动幅度				-25.1%	-31.7%	-34.5%
毛利率	32.7%	30.7%	29.2%	32.7%	32.7%	31.7%
变动幅度				0.0%	2.0%	2.5%
GS 系列						
销售收入(百万元)	681	1,056	1,468	245	283	373
变动幅度				-64.0%	-73.2%	-74.6%
毛利率	35.6%	36.1%	36.4%	33.1%	33.6%	33.9%
变动幅度				-2.5%	-2.5%	-2.5%
合计						
营业收入	3,940	5,743	8,079	2,676	3,460	4,694
变动幅度				-32.1%	-39.7%	-41.9%
综合毛利率	28.4%	27.7%	27.6%	27.4%	28.4%	28.0%
变动幅度				-1.0%	0.7%	0.4%

数据来源：东方证券研究所

风险提示

技术迭代风险、手机、车载等新领域拓展不及预期、毛利率波动风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,833	750	916	922	1,027	营业收入	1,527	2,689	2,676	3,460	4,694
应收票据、账款及款项融资	124	384	401	346	469	营业成本	1,208	1,906	1,941	2,479	3,378
预付账款	125	381	321	415	563	营业税金及附加	3	4	3	3	5
存货	451	1,252	1,165	1,239	1,351	销售费用	37	64	65	72	90
其他	75	154	208	219	234	管理费用及研发费用	151	260	341	399	518
流动资产合计	2,608	2,920	3,011	3,141	3,645	财务费用	(14)	(14)	117	(0)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	10	8	8	10
固定资产	43	721	954	1,241	1,495	公允价值变动收益	1	1	20	15	10
在建工程	13	11	529	692	737	投资净收益	0	1	15	30	20
无形资产	42	49	33	16	0	其他	1	7	20	25	25
其他	81	690	552	437	339	营业利润	142	468	255	569	755
非流动资产合计	179	1,470	2,067	2,386	2,572	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	2,787	4,390	5,078	5,527	6,217	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	77	823	200	100	100	利润总额	142	466	255	568	753
应付票据及应付账款	220	300	302	409	538	所得税	21	67	36	80	105
其他	224	298	314	367	380	净利润	121	398	219	489	648
流动负债合计	521	1,422	816	876	1,018	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	38	321	221	121	21	归属于母公司净利润	121	398	219	489	648
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.30	1.00	0.55	1.22	1.62
其他	6	19	19	19	19						
非流动负债合计	44	340	240	140	40	主要财务比率					
负债合计	565	1,762	1,056	1,016	1,058		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	360	360	400	400	400	营业收入	125%	76%	-1%	29%	36%
资本公积	1,962	1,979	3,114	3,114	3,114	营业利润	157%	228%	-45%	123%	33%
留存收益	(81)	318	537	1,025	1,673	归属于母公司净利润	150%	229%	-45%	123%	33%
其他	(20)	(29)	(29)	(29)	(29)	获利能力					
股东权益合计	2,221	2,628	4,022	4,511	5,159	毛利率	20.9%	29.1%	27.4%	28.4%	28.0%
负债和股东权益总计	2,787	4,390	5,078	5,527	6,217	净利率	7.9%	14.8%	8.2%	14.1%	13.8%
						ROE	10.9%	16.4%	6.6%	11.5%	13.4%
						ROIC	9.2%	12.6%	7.7%	10.6%	12.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	20.3%	40.1%	20.8%	18.4%	17.0%
净利润	121	398	219	489	648	净负债率	0.0%	16.2%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	34	74	163	217	281	流动比率	5.00	2.05	3.69	3.58	3.58
财务费用	(14)	(14)	117	(0)	(7)	速动比率	4.14	1.16	2.23	2.13	2.21
投资损失	0	(1)	(15)	(30)	(20)	营运能力					
营运资金变动	(576)	(1,256)	85	27	(267)	应收账款周转率	19.3	10.6	6.8	9.3	11.5
其它	458	(463)	99	81	70	存货周转率	4.2	2.2	1.6	2.0	2.5
经营活动现金流	23	(1,262)	667	784	706	总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.7	0.8
资本支出	(35)	(792)	(871)	(624)	(537)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.30	1.00	0.55	1.22	1.62
其他	(52)	(48)	35	45	30	每股经营现金流	0.06	-3.51	1.67	1.96	1.76
投资活动现金流	(87)	(840)	(836)	(579)	(507)	每股净资产	5.55	6.57	10.05	11.28	12.90
债权融资	45	281	(100)	(100)	(100)	估值比率					
股权融资	1,491	17	1,175	0	0	市盈率	131.8	40.0	72.8	32.6	24.6
其他	260	725	(740)	(100)	7	市净率	7.2	6.1	4.0	3.5	3.1
筹资活动现金流	1,796	1,023	335	(200)	(93)	EV/EBITDA	103.3	31.8	31.4	21.3	16.3
汇率变动影响	(8)	(7)	-0	-0	-0	EV/EBIT	130.3	37.0	45.1	29.5	22.4
现金净增加额	1,724	(1,085)	167	5	105						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn