

2017年08月31日

# 汇顶科技 (603160.SH)

## 动态分析

### 指纹产品市场显著放量，新品拓展未来潜力

#### 投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 18.4 亿元，同比上升 51.8%，毛利率 47.1%，与去年同期基本持平，归属于上市公司股东的净利润 4.82 亿元，同比上升 58.5%，每股收益 1.0831 元，较上期增长 42.5%。第二季度单季度实现销售收入 11.06 亿元，同比上升 33.9%，归属上市公司股东净利润 3.06 亿元，同比上升 31.1%。

#### ◆ 点评：

➢ **指纹识别芯片放量，营收高速增长**：上半年公司营收、净利双双高速增长，主要受益于公司主营的指纹识别芯片持续放量。随着指纹识别支付在支付市场份额的逐年上升，中低端手机品牌支付技术升级的需求增加，公司的指纹识别芯片以其国际领先的技术水准受到客户的广泛青睐，指纹支付芯片产品的营收占上半年营业收入的 83%，拉动营收高速增长。

➢ **研发优势突出，毛利率稳定不惧上游涨价**：公司上半年主营业务毛利率 47.1%，从季度数据看，过去 5 个季度的毛利率基本保持在 46%~48%之间，维持稳定的水平，尽管上游晶圆代工厂商由于原材料价格上涨而出现了涨价，但是公司的凭借市场地位，有效的转移的相关成本，维持了盈利能力的稳定。在公司研发持续投入既成为首个 CES 获奖的 IC 公司之后，公司又凭借全球首创并拥有自主知识产权的显示屏内指纹识别技术，实现了“屏幕即指纹识别”的技术革新，在 MWC 上斩获创新设计大奖。突出的技术研发优势，让公司在业内树立起较强的品牌影响力，市场份额不断提高。

➢ **受一线手机品牌青睐，服务体验稳步提升**：2017 上半年，公司持续的市场开放投入取得了效果，指纹芯片在一线品牌客户的旗舰机型上获得广泛采用，华为 P10& P10 Plus、小米 6、Vivo X9s plus，锤子坚果 Pro、魅族 Pro 7 等众多产品均搭载了汇顶指纹识别方案，同时，在笔记本电脑领域，已经有华为 Matebook X 和华硕 ZenBook Flip S 等机型采用公司的指纹识别技术。在服务体验方面，公司在芯片研发阶段实行为 DFM 和 DFT 两种模式，有效缩短了芯片产品的验证周期，帮助下游客户产品快速上市、抢占市场先机。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 2.50、3.04 和 3.52 元。净资产收益率分别为 30.7%、28.7%和 26.3%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 106.40 元，相当于 2017 年至 2019 年 42.6、35.0 和 30.2 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：传统指纹识别产品市场竞争加剧影响公司盈利能力；上游晶圆代工价格上涨推升公司成本；屏下及活体指纹识别市场推进不及预期。

电子元器件 | 电子设备 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 106.40 元

股价(2017-08-31) 91.07 元

#### 交易数据

总市值 (百万元) 41,369.31

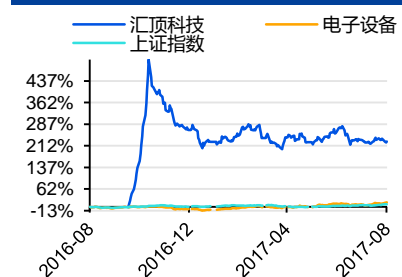
流通市值 (百万元) 4,098.15

总股本 (百万股) 454.26

流通股本 (百万股) 45.00

12 个月价格区间 23.30/178.00 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅% 1M 3M 12M

相对收益 -4.65 -6.75 -9.31

绝对收益 -1.34 1.31

#### 分析师

蔡景彦  
 SAC 执业证书编号：S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

#### 报告联系人

陈韵迷  
 chenyunmi@huajinsec.cn  
 021-20377060

#### 相关报告

汇顶科技：指纹识别芯片推动 2016 年业绩快速增长 2017-04-11

汇顶科技：指纹识别芯片市场需求大增驱动业绩快速增长 2017-01-23

汇顶科技：指纹识别芯片快速增长，引领生物识别市场 2016-11-10

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,119.6	3,079.3	4,311.9	5,610.0	6,638.9
同比增长(%)	31.1%	175.0%	40.0%	30.1%	18.3%
营业利润(百万元)	391.2	881.8	1,161.4	1,399.1	1,620.4
同比增长(%)	-4.4%	125.4%	31.7%	20.5%	15.8%
净利润(百万元)	378.4	856.8	1,111.3	1,350.7	1,567.5
同比增长(%)	-1.4%	126.5%	29.7%	21.5%	16.1%
每股收益(元)	0.83	1.89	2.50	3.04	3.52
PE	109.3	48.3	36.5	30.0	25.9
PB	35.3	15.1	11.2	8.6	6.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、季度业绩点评：指纹识别芯片放量，营收高速增长.....	4
二、经营状况点评：研发优势突出，市场竞争力增强 .....	5
（一）技术领先国际，研发团队功不可没.....	5
（二）客户资源丰富，服务体系优化.....	5
三、投资建议.....	6
四、风险提示.....	6

## 图表目录

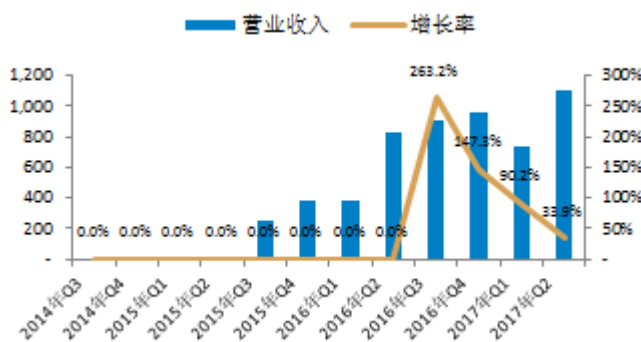
图 1：过往 12 个季度营业收入变动 .....	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动 .....	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4

## 一、季度业绩点评：指纹识别芯片放量，营收高速增长

公司 2017 年上半年销售收入实现 18.4 亿元，同比上升 51.8%，其中第二季度的销售收入为 11.1 亿元，同比上升 33.9%。指纹识别支付技术的出现，正在逐渐改变人们的支付习惯，受益于指纹识别支付在支付市场份额的逐年上升，中低端手机品牌支付技术升级的需求增加，公司主营的指纹识别芯片持续放量，指纹支付芯片产品的营收占上半年营业收入的 83%，拉动营收高速增长。

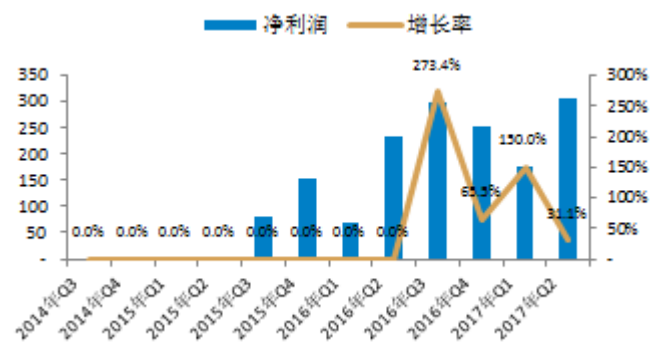
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 4.82 亿元，同比上升 58.5%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 3.06 亿元，同比上升 31.1%。公司处于集成电路行业上游，采取 fabless 模式生产经营，主要负责芯片的开发设计，在国内指纹识别芯片行业是龙头企业，并且在全球市场也有一定的竞争力，议价能力较强，在出货量持续提升的情况下盈利能力同步提升。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 12 个季度盈利变动

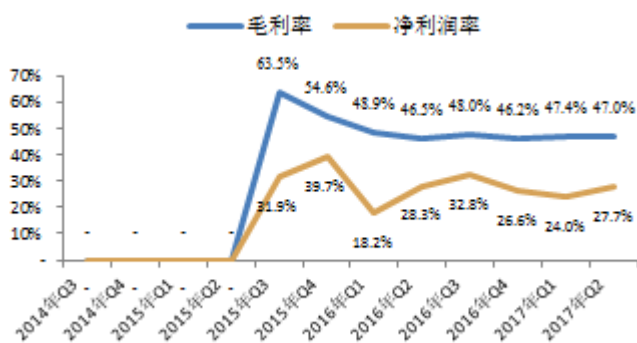


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 47.1%，与去年同期持平，其中第二季度的毛利率为 47.0%，较去年同期小幅提升 0.5 个百分点。公司的毛利率水平属于行业较高水准，随着产品出货量的持续放量，公司的毛利率也趋于稳定，并且由于出货量的增加上下游溢价能力提升，使得公司能够有效转嫁晶圆厂的价格提升。

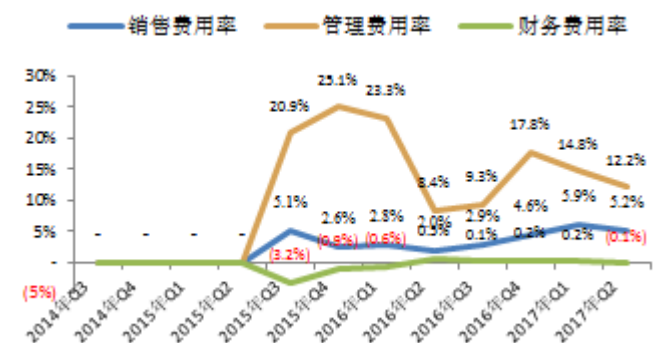
经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 5.5%、13.2%、0.0%，其中第二季度的分别为 5.2%、12.2%、-0.1%。上半年公司的销售费用较去年同期增长超过 5 倍，使得公司的三项费用率同比提升 3.1 个百分点，公司在产品市场持续开拓。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、经营状况点评：研发优势突出，市场竞争力增强

### （一）技术领先国际，研发团队功不可没

既成为首个 CES 获奖的 IC 公司之后，公司凭借全球首创并拥有完全自主知识产权的显示屏内指纹识别技术，实现了“屏幕即指纹识别”的技术革新。2017 年 2 月，在世界移动通信大会上，该技术与活体指纹识别技术在台北国际电脑展上双双斩获创新设计大奖。公司凭借卓越的科研技术、优质的产品，逐渐发展成为全球电容屏触控芯片和指纹识别芯片两大市场的主要竞争者，在业内树立起较强的品牌影响力，市场份额不断提高。

2017 上半年公司加大对技术支撑费用的投入，提供市场上具有竞争力的研发人员薪酬，致力于组建高端、高产的研发团队，截至 2017 年 6 月 30 日，公司研发人员达到 870 人，占员工总人数的 85.5%。多数核心技术人员在智能人机交互技术和芯片设计领域积累了丰富的研发经验，拥有领先的自主芯片和算法设计能力，在小 sensor 的设计，算法的匹配优化上有极大的竞争优势，未来仍将在电容式指纹技术保持产品和市场的强有力的竞争能力。专业、稳定的研发团队构成了公司近年来业绩快速发展的基础。

### （二）客户资源丰富，服务体系优化

2017 上半年，公司的指纹芯片不仅在手机市场的占有率持续提高，销售收入持续提升，而且指纹芯片产品一线品牌客户的旗舰机型上获得广泛采用，华为 P10& P10 Plus、小米 6、vivo X9s plus，锤子坚果 Pro、魅族 Pro 7 等众多产品均搭载了汇顶指纹识别方案，同时，公司将指纹识别应用市场拓展至笔记本电脑领域，已经有华为 Matebook X 和华硕 ZenBook Flip S 等机型采用。

在消费电子产品生命周期短、更新换代快的背景下，公司注重客户服务体系的优化。公司在芯片研发阶段实行为生产而设计（DFM，Design for Manufacturing）和为测试而设计（DFT，Design for Testing）两种模式，有效缩短芯片产品的验证周期，并结合高效的协作机制、全面的生产技术管理流程，极大的缩短了芯片产品的交付周期，帮助下游客户产品快速上市、抢占市场先机。在未来全面屏趋势下，公司预判指纹识别产品将主要应用于背面和侧面，针对玻璃后盖的设计普及，公司将设计主流的支持玻璃盖板的指纹识别方案，同时公司将推出适应侧面按键的超窄边指纹芯片，拓展设计应用的灵活性，走在指纹芯片行业发展前端，满足不同客户的技术需求。

### 三、投资建议

我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 2.50、3.04 和 3.52 元。净资产收益率分别为 30.7%、28.7%和 26.3%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 106.40 元，相当于 2017 年至 2019 年 42.6、35.0 和 30.2 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

传统指纹识别产品市场竞争加剧影响公司盈利能力；

上游晶元代工价格上涨推升公司成本；

屏下及活体指纹识别市场推进不及预期。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,119.6	3,079.3	4,311.9	5,610.0	6,638.9	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	471.9	1,627.6	2,350.0	3,134.6	3,724.1	营业收入增长率	31.1%	175.0%	40.0%	30.1%	18.3%
营业税费	11.0	25.1	43.4	52.5	61.0	营业利润增长率	-4.4%	125.4%	31.7%	20.5%	15.8%
销售费用	35.6	97.3	133.6	176.5	208.1	净利润增长率	-1.4%	126.5%	29.7%	21.5%	16.1%
管理费用	215.5	415.2	569.5	832.3	1,008.6	EBITDA 增长率	-5.2%	132.4%	29.8%	20.3%	15.3%
财务费用	-13.6	5.5	-14.6	-19.6	-26.7	EBIT 增长率	-6.5%	135.0%	29.3%	20.3%	15.5%
资产减值损失	8.1	26.9	68.6	34.5	43.3	NOPLAT 增长率	-6.0%	135.1%	26.5%	20.3%	15.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.8%	218.6%	-16.5%	83.0%	-16.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	31.5%	133.1%	32.5%	29.8%	26.6%
<b>营业利润</b>	391.2	881.8	1,161.4	1,399.1	1,620.4	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	44.5	105.0	145.6	189.3	223.3	毛利率	57.9%	47.1%	45.5%	44.1%	43.9%
<b>利润总额</b>	435.7	986.7	1,307.0	1,588.4	1,843.6	营业利润率	34.9%	28.6%	26.9%	24.9%	24.4%
减:所得税	57.6	130.0	196.0	238.3	276.5	净利润率	33.8%	27.8%	25.8%	24.1%	23.6%
<b>净利润</b>	378.4	856.8	1,111.3	1,350.7	1,567.5	EBITDA/营业收入	34.8%	29.4%	27.3%	25.2%	24.6%
						EBIT/营业收入	33.7%	28.8%	26.6%	24.6%	24.0%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	15.7%	14.9%	15.6%	14.0%	11.9%
货币资金	606.1	1,103.6	2,252.7	2,257.0	3,893.1	负债权益比	18.7%	17.5%	18.4%	16.3%	13.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	5.22	6.29	6.03	6.81	8.12
应收帐款	221.2	666.7	770.6	1,099.4	1,113.6	速动比率	4.56	5.10	5.06	5.65	7.01
应收票据	139.0	569.7	275.9	886.7	515.1	利息保障倍数	-27.67	162.21	-78.77	-70.52	-59.73
预付帐款	6.0	5.8	35.0	12.6	36.9	<b>营运能力</b>					
存货	142.2	550.4	640.5	879.5	879.8	固定资产周转天数	46	17	12	8	6
其他流动资产	-0.0	27.2	9.1	12.1	16.1	流动营业资本周转天数	77	96	101	103	106
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	306	236	288	293	315
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	53	52	60	60	60
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	40	40	50	49	48
投资性房地产	64.4	62.2	62.2	62.2	62.2	总资产周转天数	386	269	313	313	332
固定资产	145.7	149.5	131.3	113.1	94.8	投资资本周转天数	131	119	119	118	118
在建工程	-	11.6	11.6	11.6	11.6	<b>费用率</b>					
无形资产	50.0	50.3	89.2	122.5	128.0	销售费用率	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	18.3	18.1	14.1	12.6	11.7	管理费用率	19.2%	13.5%	13.2%	14.8%	15.2%
<b>资产总额</b>	1,392.9	3,215.2	4,292.2	5,469.2	6,763.0	财务费用率	-1.2%	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	21.2%	16.8%	16.0%	17.6%	17.9%
应付帐款	158.2	343.9	587.3	674.0	700.4	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	32.3%	31.3%	30.7%	28.7%	26.3%
其他流动负债	55.3	121.0	73.6	81.9	94.8	ROA	27.1%	26.6%	25.9%	24.7%	23.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	100.6%	157.9%	62.7%	90.4%	57.0%
其他非流动负债	5.6	13.8	6.8	8.7	9.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	219.0	478.7	667.7	764.7	804.9	DPS(元)	-	0.39	0.50	0.61	0.70
少数股东权益	1.9	1.9	1.6	1.0	0.6	分红比率	0.0%	20.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	400.0	445.0	445.0	445.0	445.0	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%
留存收益	771.8	2,289.0	3,178.0	4,258.5	5,512.5						
<b>股东权益</b>	1,173.9	2,736.5	3,624.5	4,704.6	5,958.1						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	378.1	856.7	1,111.3	1,350.7	1,567.5	EPS(元)	0.83	1.89	2.50	3.04	3.52
加:折旧和摊销	12.9	21.0	29.4	34.9	37.7	BVPS(元)	2.58	6.02	8.14	10.57	13.39
资产减值准备	8.1	26.9	-	-	-	PE(X)	109.3	48.3	36.5	30.0	25.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	35.3	15.1	11.2	8.6	6.8
财务费用	-	-0.5	-14.6	-19.6	-26.7	P/FCF	191.4	-197.4	29.6	148.2	20.8
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	37.0	13.4	9.4	7.2	6.1
少数股东损益	-0.3	-0.1	-0.3	-0.5	-0.4	EV/EBITDA	-	49.2	32.5	27.0	22.4
营运资金的变动	-150.7	-1,031.0	281.7	-1,060.7	369.8	CAGR(%)	52.9%	22.3%	42.5%	52.9%	22.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	228.5	-182.5	1,407.5	304.8	1,947.9	PEG	2.1	2.2	0.9	0.6	1.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-29.0	-21.0	-50.0	-50.0	-25.0	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	-101.6	691.5	-208.3	-250.6	-286.8						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn