

寻找安防行业的“展讯”与“英伟达”

- 2017年有望成为公司进入安防IPC芯片的拐点。公司收入由用于模拟摄像机的ISP芯片和用于网络摄像机的IPC芯片构成。2016年ISP芯片收入2.24亿元，是公司最主要收入来源；IPC芯片收入仅0.67亿元，主要是消费级较低端IPC芯片，专业安防行业贡献极少。根据公司招股说明书，全高清网络摄像机SoC芯片项目已流片，预计2017年量产。根据公司2017年中报，基于公司自主的Smart264编码技术，公司已经推出了智能高清网络摄像机SoC芯片及解决方案，并协助关键客户完成产品开发，公司IPC SoC市场份额得到进一步提升。
- IPC市场规模和增速都远远大于ISP市场。根据公司招股说明书引用IHS报告，预计2018年国内使用IPC芯片的专业安防网络摄像机市场总量为0.98亿台，2013年-2018年的复合增长率为76.6%，预计2018年国内使用ISP芯片的模拟高清摄像机市场总量预计为0.3亿台，模拟标清摄像机为0.38亿台，两者2013年-2018年的复合增长率分别为29.6%、-15.2%。根据公司招股说明书，2016年公司销售的IPC芯片平均价格是ISP芯片的两倍以上。
- 全球安防龙头海康威视与公司关系日趋紧密。公司董事龚虹嘉先生是海康威视第二大股东，副董事长，龚虹嘉先生妻子陈春梅女士持有公司13.47%股份，兄弟龚传军持有公司2.52%股份。公司创始人杨小奇早在1995年就与海康威视大股东五十二所联营企业进行过良好合作从而建立紧密联系，在发展过程中通过与海康合作成功把握ISP芯片机遇，充分证明公司自身研发和市场能力。根据公司公告，2016年公司全年来自海康关联收入1.3亿元，而2017年截止8月4日公司与海康关联交易金额就达到1.03亿元。
- 将智能识别类算法固化为IP嵌入IPC芯片更有可能成为智能摄像头通用方案。目前智能摄像头有两类芯片解决方案：1、采用较为通用的视觉处理器，如海康威视深眸摄像头用Movidius、英伟达Jetson系列芯片，能够运行各类神经网络算法，但价格相对较高，主要针对高端市场（英伟达Jetson TX2官方建议价为399美元），一般客户难以承受其高价；2、将较为通用的智能识别类算法直接固化为IP，嵌入到视频监控SOC芯片中，优点是因为是专用芯片（ASIC），量产后功耗、价格等都极具优势，缺点是功能拓展性有限。安防芯片龙头企业华为海思最新IPC芯片Hi3519即是选择第二种方案，将智能算法场景中最消耗CPU资源的复杂计算硬件化；而公司招股说明书透露2015年公司关联方海康威视已经将视频智能分析技术及人脸图像的检索系统及方法专利授权给公司，用于新一代IPC芯片中，使得公司拿到为数不多的安防智能芯片“入场券”。
- 公司在IPC市场有望复制“展讯奇迹”。2008年联发科在手机低端GMS芯片市场份额曾一度高达90%（iSuppli数据），类似于目前华为海思在安防IPC芯片市场地位。2009年后展讯在李力游的带领下，借助6600芯片方案以性价比和营销服务优势实现2G业务扭转，并成功抓住移动TD-SCDMA的技术变革机遇（2009年5月获中国移动价值9000万人民币的TD-SCDMA研

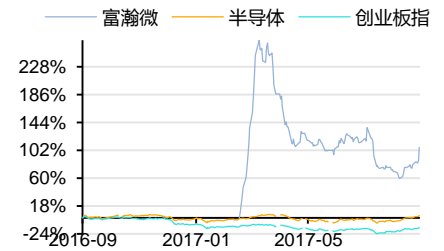
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**180.00元**
股价（2017-09-01）**164.79元**

交易数据

总市值(百万元)	7,324.06
流通市值(百万元)	1,831.06
总股本(百万股)	44.44
流通股本(百万股)	11.11
12个月价格区间	80.12/294.50元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.43	-1.51	14.08
绝对收益	19.57	5.32	

胡又文

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

吕伟

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516080010
lvwei@essence.com.cn
021-35082935

相关报告

富瀚微：掌握图像处理芯片核心技术，切入安防大市场/孙远峰 2017-06-12

发合同)。根据 iSuppli, 2011 年展讯通信 TD 市场份额由 2009 年的 15% 左右提升至 55%，而市场容量增长了近 20 倍（出货量）。公司目前在 IPC 市场与华为海思竞争和当年手机市场的展讯与联发科相似，主要借助性价比和服务优势，也面临智能化的技术升级机遇和大客户的支持，我们期待其复制“展讯奇迹”之路。

- **投资建议：**公司是 A 股稀缺的视频监控芯片设计公司，背靠全球安防龙头海康威视的紧密关系，2017 年有望成为公司进入规模更大、增速更高的安防 IPC 芯片市场的关键拐点，公司有望借助智能化浪潮复制“展讯奇迹”，我们预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 3.16 元、4.6 元，首次覆盖给予买入-A 评级，6 个月目标价 180 元。
- **风险提示：**IPC 芯片市场推广不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	181.6	321.7	466.5	676.4	980.7
净利润	37.4	111.8	140.3	204.5	291.6
每股收益(元)	0.84	2.52	3.16	4.60	6.56
每股净资产(元)	3.43	6.12	9.66	14.06	20.23
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	196.0	65.5	52.2	35.8	25.1
市净率(倍)	48.1	26.9	17.1	11.7	8.1
净利润率	20.6%	34.8%	30.1%	30.2%	29.7%
净资产收益率	24.5%	41.1%	32.7%	32.7%	32.4%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
ROIC	99.3%	206.2%	163.4%	193.8%	162.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

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
营业收入	181.6	321.7	466.5	676.4	980.7	成长性					
减:营业成本	80.0	138.5	214.6	317.9	465.8	营业收入增长率	3.8%	77.1%	45.0%	45.0%	45.0%
营业税费	0.4	0.8	3.3	2.7	4.4	营业利润增长率	-2.8%	180.7%	32.9%	47.0%	43.3%
销售费用	4.6	5.9	7.5	10.1	14.7	净利润增长率	-1.2%	199.4%	25.4%	45.8%	42.6%
管理费用	54.5	71.4	88.6	121.7	176.5	EBITDA 增长率	-7.3%	169.8%	39.5%	44.5%	40.7%
财务费用	-3.1	-9.7	-1.4	-2.0	-2.9	EBIT 增长率	-9.0%	178.2%	43.8%	47.0%	43.3%
资产减值损失	4.5	0.2	1.6	2.1	1.3	NOPLAT 增长率	-10.6%	196.0%	40.0%	47.0%	43.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.6%	76.7%	23.9%	71.2%	42.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	46.8%	74.8%	57.1%	45.2%	43.7%
营业利润	40.8	114.6	152.3	223.9	320.8	利润率					
加:营业外净收支	1.7	4.6	4.0	3.9	3.9	毛利率	56.0%	57.0%	54.0%	53.0%	52.5%
利润总额	42.5	119.2	156.2	227.8	324.8	营业利润率	22.5%	35.6%	32.6%	33.1%	32.7%
减:所得税	5.7	9.3	16.0	23.3	33.2	净利润率	20.6%	34.8%	30.1%	30.2%	29.7%
净利润	37.4	111.8	140.3	204.5	291.6	EBITDA/营业收入	22.9%	34.9%	33.6%	33.5%	32.5%
						EBIT/营业收入	20.8%	32.6%	32.4%	32.8%	32.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	13	12	8	4	2
						流动资产周转天数	71	64	67	74	79
						流动营业资本周转天数	332	286	323	330	325
						流动资产周转天数	332	286	323	330	325
						应收帐款周转天数	51	51	50	50	50
						存货周转天数	47	37	41	42	43
						总资产周转天数	354	302	333	335	327
						投资资本周转天数	79	73	72	74	78
						投资回报率					
						ROE	24.5%	41.1%	32.7%	32.7%	32.4%
						ROA	17.9%	32.9%	26.5%	28.1%	27.6%
						ROIC	99.3%	206.2%	163.4%	193.8%	162.2%
						费用率					
						销售费用率	2.5%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%
						管理费用率	30.0%	22.2%	19.0%	18.0%	18.0%
						财务费用率	-1.7%	-3.0%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
						三费/营业收入	30.8%	21.0%	20.3%	19.2%	19.2%
						偿债能力					
						资产负债率	23.8%	17.7%	18.4%	13.8%	14.5%
						负债权益比	31.2%	21.5%	22.5%	15.9%	17.0%
						流动比率	4.57	6.18	5.74	7.77	7.19
						速动比率	3.93	5.42	4.99	6.79	6.22
						利息保障倍数	-12.17	-10.88	-110.85	-108.79	-110.29
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.25	0.11	0.20	0.39
						分红比率	0.0%	10.0%	3.3%	4.5%	5.9%
						股息收益率	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%

现金流量表

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	36.9	109.9	140.3	204.5	291.6	EPS(元)	0.84	2.52	3.16	4.60	6.56
加:折旧和摊销	3.9	7.4	5.9	4.8	0.9	BVPS(元)	3.43	6.12	9.66	14.06	20.23
资产减值准备	4.5	0.2	-	-	-	PE(X)	196.0	65.5	52.2	35.8	25.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	48.1	26.9	17.1	11.7	8.1
财务费用	-1.8	-8.9	-1.4	-2.0	-2.9	P/FCF	313.7	96.6	60.8	55.7	33.7
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	40.3	22.8	15.7	10.8	7.5
少数股东损益	-0.5	-2.0	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	44.6	30.3	20.9
营运资金的变动	-5.4	-19.4	-26.3	-77.7	-74.9	CAGR(%)	77.0%	38.4%	54.8%	77.0%	38.4%
经营活动产生现金流量	41.9	84.7	118.5	129.6	214.7	PEG	2.5	1.7	1.0	0.5	0.7
投资活动产生现金流量	-6.7	-11.7	-	-	-	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-	-	18.2	-7.1	-14.4	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、吕伟声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034