

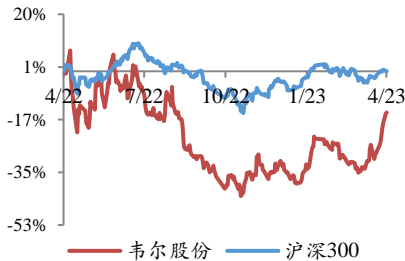
现金流边际改善，静待需求回暖

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-04-11

收盘价（元）	107.99
近12个月最高/最低（元）	134.85/71.70
总股本（百万股）	1,184
流通股本（百万股）	1,180
流通股比例（%）	99.68
总市值（亿元）	1,279
流通市值（亿元）	1,275

公司价格与沪深300走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

电话：15189021156

邮箱：huy@hazq.com

主要观点：

● 经营性现金流边际改善，静待需求回暖带动盈利水平改善

2022年公司全年营收200.8亿，yoy -16.7%；归母净利润9.9亿元，yoy -77.9%；扣非归母净利润0.96亿元，yoy -97.61%；全年毛利率下降3.74pct至30.75%。2022Q4单季度收入46.95亿元，yoy -18.89%，qoq +8.9%，降价去库存带来收入端环比改善，同时毛利率环比Q3下降3.87pct至24.56%。由于部分产品可变现净值低于存货成本，Q4公司计提资产减值损失9.39亿，带动Q4单季度归母净利润亏损11.59亿。存货角度，去库存策略逐步生效，Q4存货环比下降至121亿；随着公司控制采购节奏，Q4经营性净现金流环比改善并转正。

● 半导体设计类业务景气度承压，分销业务拖累综合毛利率

收入结构方面，CIS等相关业务（CIS+ASIC+LCOS+Camera Cube Chip）实现营业收入136.75亿元，yoy -19.49%，占主营业务收入68.47%，占比下降2.19pct，毛利率下滑0.98pct；触控与现实业务营收14.71亿，yoy -25.08%，占收入7%，毛利率回落到44%；模拟业务收入12.62亿，yoy -9.78%，占收入6%，提高2.62pct，毛利率则环比下降6pct至9.04%。

● 产品与技术持续突破，内功修炼迎接市场商机

报告期内公司推出高阶像素产品，其中OV50H采用PureCel®Plus-S晶片堆叠技术，H/V QPD自动对焦技术等，可实现优异的图像传感器性能，有望满足高端旗舰手机后置摄像头图像质量需求；OV50E结合了5000万像素分辨率和1.0微米像素尺寸，能为中高端智能手机主摄提供低光图像和高动态范围（HDR）能力等。汽车电子方面，公司研发的HALE组合算法，能够同时提供出色的HDR和LFM性能，DeepWell™双转换增益技术可以显著减少运动伪影。产品与算法等方面的持续突破为公司后续手机端CIS的盈利改善和汽车CIS的持续高增提供条件。

● 资本运作调整业务布局，未来业务生态完善可期

资本运作方面，公司携手北京君正已形成存储+模拟+传感的车载平台战略协同，收购思睿博半导体和剥离射频通信芯片业务调整业务布局；此外，韦豪创芯持续赋能，其投资资产如景略半导体、地平线、共达电声等，为公司未来受益AI及汽车电子市场发展提供条件。未来公司业务结构持续完善值得期待。

● 投资建议

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为19/30/38亿元，对应PE为65.76/42.67/33.75倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

CIS行业竞争压力超预期，公司库存减值压力超预期。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	201	238	275	317
收入同比 (%)	-16.7%	18.5%	15.4%	15.6%
归属母公司净利润	10	19	30	38
净利润同比 (%)	-77.9%	95.5%	54.1%	26.4%
毛利率 (%)	30.8%	26.6%	27.7%	28.8%
ROE (%)	5.5%	9.9%	13.3%	14.4%
每股收益 (元)	0.84	1.63	2.52	3.18
P/E	91.77	65.76	42.67	33.75
P/B	5.07	6.53	5.66	4.85
EV/EBITDA	1.98	1.52	1.54	0.37

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 CIS: 50M 产品有望填补手机主摄空白, 汽车需求保持旺盛.....	5
2 模拟业务: 持续推出车规级产品, 为打开汽车市场注入活力	6
风险提示:	7
财务报表与盈利预测	8

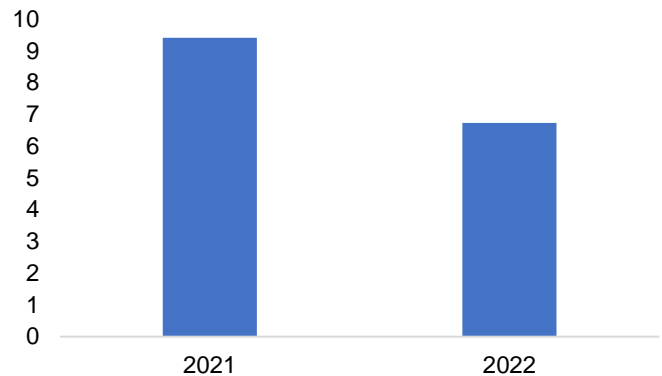
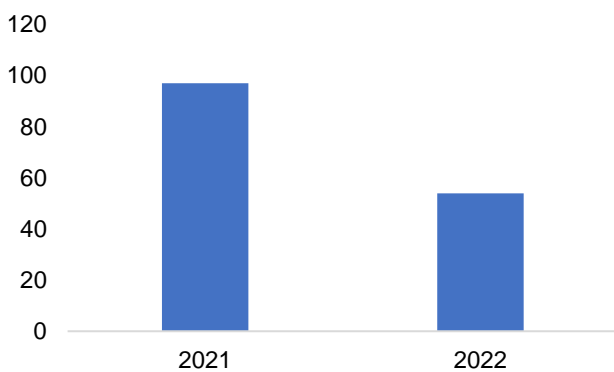
图表目录

图表 1 公司来自手机市场的图像传感器收入 (单位: 亿元)	5
图表 2 公司来自笔记本电脑的图像传感器收入 (单位: 亿元)	5
图表 3 手机 50M 主要由海外企业占据	6
图表 4 车载 CIS 竞争格局	6

1 CIS: 50M 产品有望填补手机主摄空白, 汽车需求保持旺盛

消费需求疲软, 公司相关业务承压。公司作为全球 CIS 头部企业, 手机 CIS 业务对公司影响较大。2022 年, 由于受到宏观经济形势带来的巨大压力, 以智能手机、计算机为代表的消费电子领域市场规模收到了较强的冲击, 也对公司手机与笔记本电脑用图像传感器业务造成影响。2022 年, 公司来源于手机市场的图像传感器业务收入降至 53.97 亿元 (2021 年相关收入为 97.08 亿元); 公司来源于笔记本电脑市场的图像传感器业务收入降至 6.73 亿元 (2021 年相关收入为 9.41 亿元)。

图表 1 公司来自手机市场的图像传感器收入(单位: 亿元) 图表 2 公司来自笔记本电脑的图像传感器收入(单位: 亿元)

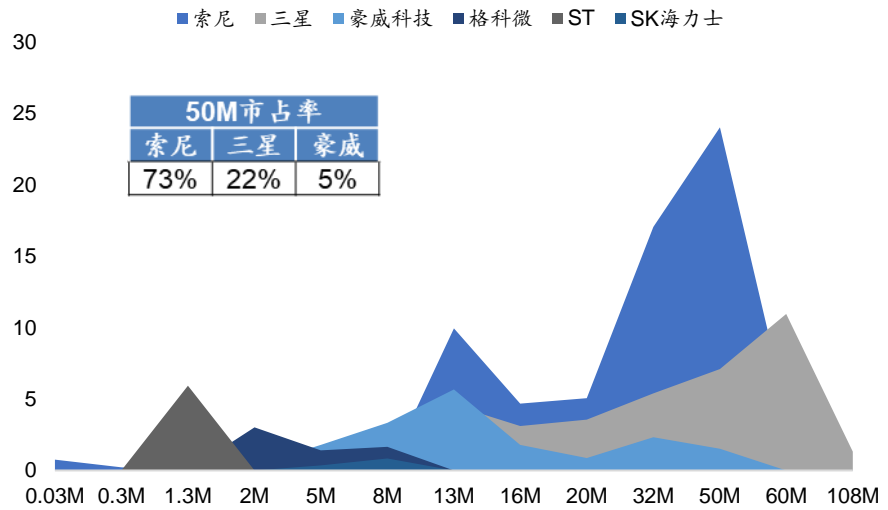


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

积极布局手机 50M 产品, 填补国产替代空白, 助力未来手机业务增长。2022 年, 公司推出了 OV50H, 采用豪威集团的首项 H/V QPD 自动对焦技术。QPD 在传感器的整个图像阵列中可实现 2x2 相位检测自动对焦 (PDAF) 功能, 而 H/V 模式可确保水平和垂直方向都在同一帧内, 覆盖率达到 100%, 该功能能够改进距离计算, 实现更快的自动对焦, 并提升弱光性能。此外, 公司 OV50E 结合了 50M 与 0.1um, 具有低噪声、100%相位检测和单次曝光高动态范围支持功能, 可实现卓越的静态图像和视频拍摄, 能为中高端智能手机的后置主摄提供业界领先的低光图像和高动态范围 (HDR) 视频捕捉能力。目前, 手机 50M 市场由索尼/三星占据主要市场份额, 公司有望受国产替代风潮而对海外企业进行替代, 从而实现手机业务的增长。

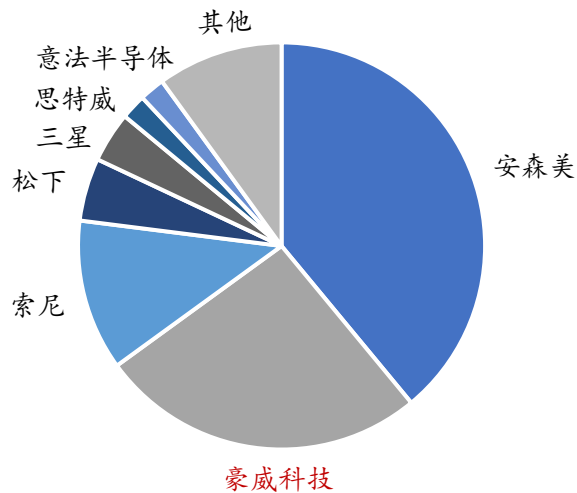
图表 3 手机 50M 主要由海外企业占据



资料来源: yole, 华安证券研究所

车载 CIS 头部企业, 持续扩充新品。随着车联网、智能汽车、自动驾驶等应用的逐步普及, 汽车上摄像头的数量迅速增加, 应用领域从传统的倒车雷达影像、前置行车记录仪逐渐延伸至电子后视镜、360 度全景成像、线路检测、障碍物检测、自动驾驶、驾驶员监控等应用。公司研发的 HALE (HDR 和 LFM 引擎) 组合算法, 能够同时提供出色的 HDR 和 LFM 功能, 且通过与国际领先的汽车视觉技术公司开展方案合作, 公司也为后视镜摄像头、环景显示系统 (SVS) 和电子后视镜提供了更高星际比的高品质图像解决方案。2022 年, 公司推出了升级版 300 万像素产品与 500 万像素产品, 进一步丰富了公司在车载高端产品中的布局。

图表 4 车载 CIS 竞争格局



资料来源: yole, 华安证券研究所

2 模拟业务: 持续推出车规级产品, 为打开汽车市场注入活力

推出新款 ASIL-B 等级 PMIC，丰富车规产品线。产品公司研发的模拟产品主要包括电源管理 IC、LED 背光驱动器和模拟开关，以及分立半导体等产品。公司电源 IC 产品组合已覆盖消费电子产品和物联网的多种应用。同时，公司也在积极发力车规市场，推出了新款车规级 PMIC 产品，配合公司图像传感器产品为客户提供更为系统的解决方案。公司于报告期内推出的 ORX1210（一款 ASIL-B 功能安全等级的 PMIC）可满足现有和新兴车用摄像头的不同电源要求，有助于简化车用摄像头的电源设计过程。

持续加大对汽车市场的研发投入，为公司全面打开汽车市场注入活力。报告期内，公司紧跟汽车电动化、智能化带来的产品需求，加大对于模拟解决方案的研发投入，丰富公司车规级产品版图，有序稳步推进公司在电源管理芯片、接口类芯片、微控制器、中高压 MOSFET 等产品的研发及测试工作，为公司全面打开汽车市场注入新的活力。

风险提示：

下游需求恢复不及预期、市场竞争加剧

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。