

2017年08月31日

富瀚微 (300613.SZ)

动态分析

行业市场利好收入增长，新产品开拓期待未来

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 1.94 亿元，同比上升 31.0%，毛利率为 52.6%，同比下降 4.9 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 5,780 万元，同比上升 5.3%，每股收益 1.42 元，同比下降 13.9%。第二季度单季度实现销售收入 1.10 亿元，同比上升 45.7%，归属上市公司股东净利润 3,049 万元，同比下降 0.4%。

◆ 点评：

➢ **营收增速受益安防行业发展快速提升**：2017 年上半年度公司销售收入同比显著增长 31.0%，尤其是我们可以看到前两个季度的营收增速是环比持续放大的。公司为安防视频监控行业的核心芯片供应商之一，受益于安防行业在反恐、公安、交通等领域内的持续扩张，产品需求量持续增加。另外一方面，公司除了在其竞争力较强份额较大的模拟高清产品线上获得提升外，在数字高清产品线上产品和市场渠道的扩张也在持续积极推进中，并且取得了不错的效果。下游市场方面，除了安防行业之外，智能家居、智能汽车、智慧城市中各个领域内运营视频监控类产品需求增加也是公司成长的重要因素。

➢ **毛利率下降费用率提升，盈利能力有所下滑**：公司 2017 年上半年综合毛利率同比下降了 4.9 个百分点到 52.6%，如前所述公司在积极开拓数字高清等新产品和市场渠道的拓张，在前期投放阶段产品的毛利率会受到一些影响。费用率方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 1.1%、19.9%、1.5%，三项费用率合计同比上升 1.9 个百分点，产品和市场开拓持续投入以及由于产品美元计价而导致的汇兑损失，使得净利润增速显著低于收入增速。

➢ **新产品带来未来增量潜力**：公司未对前三季度的盈利给出预期，但是从产品方面看，我们认为新产品将会是未来成长重要驱动力，其中包含两层含义：1) 公司在数字高清产品线方面持续开拓，从收入端看环比收入规模持续放大，尽管短期盈利受到影响的，但是作为 IC 设计企业规模的有效扩大将会帮助公司在成本控制方面提供有力的支持；2) 公司在包含视频、音频、机器视觉等智能化的产品方面也在持续推动的自主 Smart 265 的 IP 研发，这符合下游安防行业的发展趋势，也使得公司能够在未来的竞争中占据一席之地。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 3.74、4.64 和 5.54 元。净资产收益率分别为 16.3%、17.4%和 17.8%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 162.50 元，相当于 2017 年至 2019 年 43.4、35.0 和 29.3 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：国内市场竞争加剧影响公司盈利水平；数字高清类新产品及解决方案投放市场力度不及预期；智能产皮研发进度不及预期。

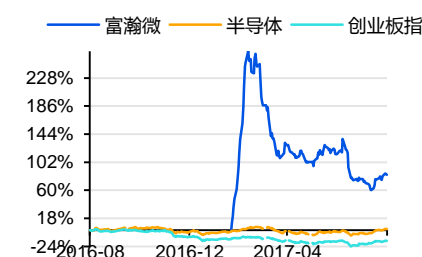
电子元器件 | 半导体 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	162.50 元
股价(2017-08-30)	146.01 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,489.39
流通市值 (百万元)	1,622.39
总股本 (百万股)	44.44
流通股本 (百万股)	11.11
12 个月价格区间	66.77/304.88 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.62	-14.08	16.26
绝对收益	3.41	-9.59	

分析师

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

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsc.cn
 021-20377060

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	181.6	321.7	472.7	599.0	719.6
同比增长(%)	3.8%	77.1%	46.9%	26.7%	20.1%
营业利润(百万元)	40.8	114.6	171.5	214.4	260.1
同比增长(%)	-2.8%	180.7%	49.6%	25.0%	21.3%
净利润(百万元)	37.4	111.8	166.1	206.3	246.0
同比增长(%)	-1.2%	199.4%	48.6%	24.2%	19.2%
每股收益(元)	0.84	2.52	3.74	4.64	5.54
PE	173.7	58.0	39.1	31.5	26.4
PB	42.6	23.9	6.4	5.5	4.7

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：营收显著上升，新产品消耗盈利增速	4
二、经营状况点评：国内增长，海外增利	5
（一）视频监控多媒体处理芯片增收不增利	5
（三）业绩指导：新产品投入开拓持续	5
三、投资建议	6
四、风险提示	6

图表目录

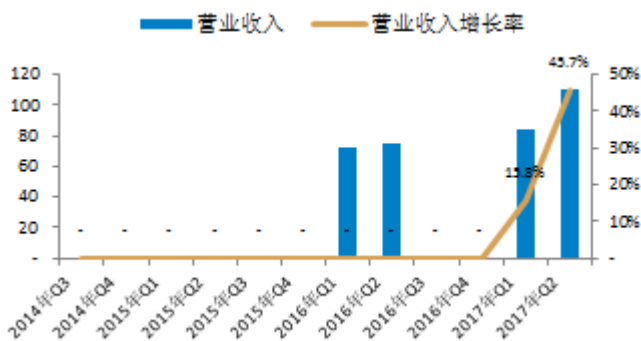
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4
图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：营收显著上升，新产品消耗盈利增速

公司 2017 年上半年销售收入实现 1.94 亿元，同比上升 31.0%，其中第二季度的销售收入为 1.10 亿元，同比上升 45.7%。公司下游主要客户均为国内重要的安防设备厂商，在反恐和国家安全需求持续提升的情况下，主要安防企业的出货量较为理想，作为上游的核心芯片的供应商之一，公司在模拟高清产品线方面拥有较高的市场竞争力和份额，而在数字高清产品线上也持续推出新品，份额获得提升，从而推动产品收入的大幅度增加。

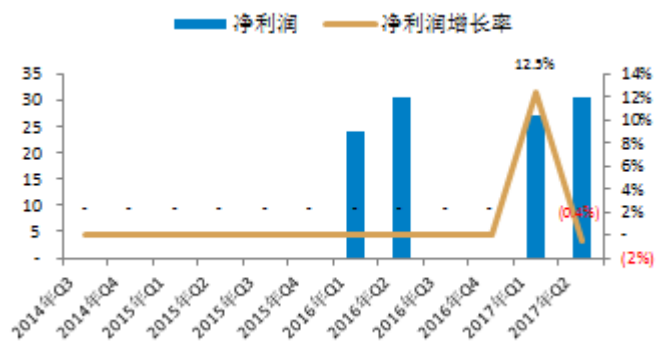
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 5,780 万元，同比上升 5.3%，新产品的持续投放以及在研发方面的持续投入，使得公司净利润增长速度低于收入增速，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 3,049 万元，同比下降 0.4%。

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

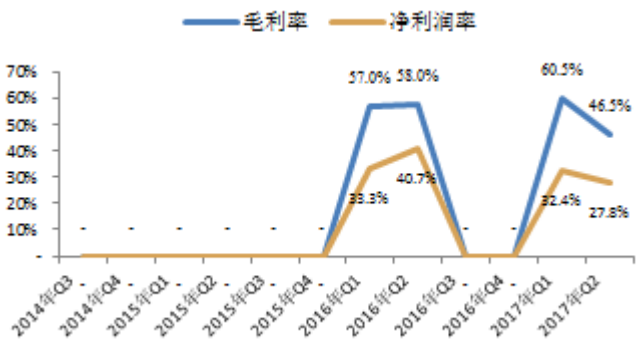
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

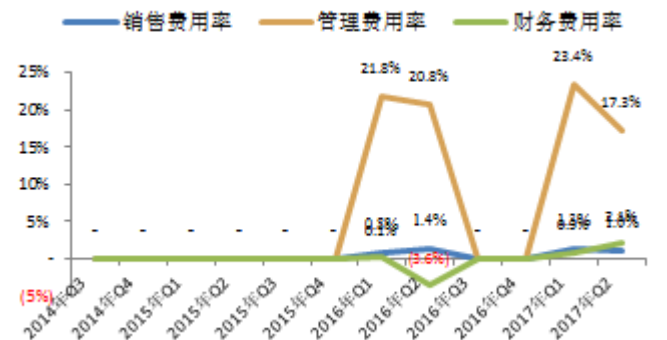
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 52.6%，同比下降 4.9 个百分点，其中第二季度的毛利率为 46.5%，同比下降 11.5 个百分点，公司在新产品方面的持续推向市场前期需要通过降低利润来打开市场，因此毛利率略有下降。经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 1.1%、19.9%、1.5%，其中第二季度的分别为 1.0%、17.3%、2.1%，公司上半年三费较去年同期小幅上升 1.9 个百分点。公司在新产品研发投入方面的持续增加，并且由于公司产品为美元结算，因此上半年出现了汇兑损失，进而导致财务费用率上升。

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



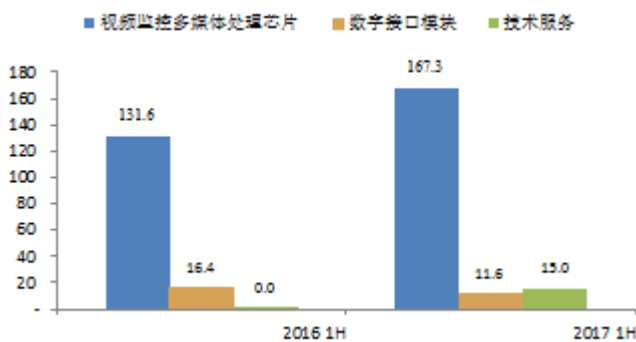
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：国内增长，海外增利

（一）视频监控多媒体处理芯片增收不增利

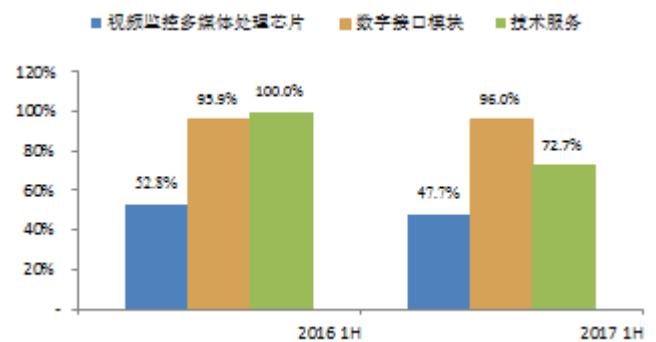
2017 年上半年，公司主要产品依然是视频监控多媒体处理芯片，销售收入达到 1.67 亿元，同比上升 27.1%，占总收入比例达到了 86.3%。在下游安防行业受益于国内外反恐、防止群体性事件以及日常的监控需求持续增加的情况下，公司在作为模拟高清和数字高清图像编解码产品的供应商，充分受益于下游行业市场的增长。数字接口模块收入同比下降 28.9% 至 1,163 万元，主要是由于季节性因素有所下降。技术服务逐步展开，使得营收规模显著提升。

图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

毛利率方面，公司主要产品视频监控多媒体处理芯片的毛利率同比下降 5.1 个百分点 47.7%，在传统模拟高清领域公司拥有较强的竞争力，但是随着公司逐步向数字高清领域渗透，以及终端产品方面向消费电子市场扩展，使得公司毛利率略有下降。数字接口模块产品毛利率基本保持稳定。

（三）业绩指导：新产品投入开拓持续

公司未披露前三季度的净利润变动范围，从公司的状况看，短期内公司在数字高清领域内已经共有自主开发的 Smart 264 芯片，并且推出了 SoC 的整体解决方案，下一代 Smart 265 的核心 IP 开发也已经启动，在融合了视频、音频、机器视觉和机器学习方面多项技术的人工智能产品方向，公司也已经跟上了行业的步伐。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 3.74、4.64 和 5.54 元。净资产收益率分别为 16.3%、17.4%和 17.8%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 162.50 元，相当于 2017 年至 2019 年 43.4、35.0 和 29.3 倍的动态市盈率。

四、风险提示

- 国内市场竞争加剧影响公司盈利水平；
- 数字高清类新产品及解决方案投放市场力度不及预期；
- 智能产皮研发进度不及预期。

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
营业收入	181.6	321.7	472.7	599.0	719.6	年增长率					
减:营业成本	80.0	138.5	201.3	261.2	316.6	营业收入增长率	3.8%	77.1%	46.9%	26.7%	20.1%
营业税费	0.4	0.8	1.3	1.5	1.9	营业利润增长率	-2.8%	180.7%	49.6%	25.0%	21.3%
销售费用	4.6	5.9	7.1	9.0	10.8	净利润增长率	-1.2%	199.4%	48.6%	24.2%	19.2%
管理费用	54.5	71.4	92.9	116.1	135.1	EBITDA 增长率	-7.3%	169.8%	60.3%	29.3%	20.9%
财务费用	-3.1	-9.7	-3.0	-5.3	-6.2	EBIT 增长率	-9.0%	178.2%	60.5%	24.1%	21.5%
资产减值损失	4.5	0.2	1.6	2.1	1.3	NOPLAT 增长率	-10.6%	196.0%	56.7%	24.1%	21.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.6%	76.7%	39.8%	29.3%	8.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	46.8%	74.8%	271.5%	15.8%	16.3%
营业利润	40.8	114.6	171.5	214.4	260.1						
加:营业外净收支	1.7	4.6	9.8	10.8	8.4	盈利能力					
利润总额	42.5	119.2	181.3	225.2	268.5	毛利率	56.0%	57.0%	57.4%	56.4%	56.0%
减:所得税	5.7	9.3	18.1	22.5	26.9	营业利润率	22.5%	35.6%	36.3%	35.8%	36.1%
净利润	37.4	111.8	166.1	206.3	246.0	净利润率	20.6%	34.8%	35.1%	34.4%	34.2%
						EBITDA/营业收入	22.9%	34.9%	38.1%	38.9%	39.2%
						EBIT/营业收入	20.8%	32.6%	35.6%	34.9%	35.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	23.8%	17.7%	8.7%	6.8%	7.6%
货币资金	110.2	192.1	905.2	1,033.0	1,212.4	负债权益比	31.2%	21.5%	9.6%	7.3%	8.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.57	6.18	12.18	15.93	13.99
应收帐款	40.9	49.9	68.3	81.5	98.4	速动比率	3.93	5.42	11.54	14.93	13.25
应收票据	12.8	33.0	62.5	58.3	72.7	利息保障倍数	-12.17	-10.88	-55.83	-39.23	-41.12
预付帐款	1.2	2.9	9.8	1.6	12.8	营运能力					
存货	27.1	39.2	57.6	78.0	78.1	固定资产周转天数	13	12	9	5	3
其他流动资产	0.5	1.1	1.1	0.9	1.0	流动营业资本周转天数	71	64	70	75	75
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	332	286	542	709	683
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	51	51	45	45	45
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	47	37	37	41	39
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	354	302	554	718	690
固定资产	8.4	12.7	9.9	7.1	4.3	投资资本周转天数	79	73	76	80	78
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	5.0	3.3	4.4	8.3	8.3	销售费用率	2.5%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	0.2	0.0	0.6	0.3	0.3	管理费用率	30.0%	22.2%	19.7%	19.4%	18.8%
资产总额	206.3	334.2	1,119.4	1,269.0	1,488.3	财务费用率	-1.7%	-3.0%	-0.6%	-0.9%	-0.9%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	30.8%	21.0%	20.5%	20.0%	19.4%
应付帐款	11.8	8.4	25.8	22.8	30.1	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	24.5%	41.1%	16.3%	17.4%	17.8%
其他流动负债	30.4	43.1	64.9	55.9	75.4	ROA	17.9%	32.9%	14.6%	16.0%	16.2%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	99.3%	206.2%	182.9%	162.4%	152.5%
其他非流动负债	6.9	7.7	6.9	7.2	7.3	分红指标					
负债总额	49.0	59.2	97.7	85.9	112.7	DPS(元)	-	0.25	0.75	0.93	1.11
少数股东权益	5.0	3.0	0.0	-3.6	-8.0	分红比率	0.0%	10.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	33.3	33.3	44.4	44.4	44.4	股息收益率	0.0%	0.2%	0.5%	0.6%	0.8%
留存收益	118.3	237.2	977.2	1,142.3	1,339.1						
股东权益	157.3	275.0	1,021.7	1,183.1	1,375.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	36.9	109.9	166.1	206.3	246.0	EPS(元)	0.84	2.52	3.74	4.64	5.54
加:折旧和摊销	3.9	7.4	11.7	23.9	27.8	BVPS(元)	3.43	6.12	22.99	26.70	31.13
资产减值准备	4.5	0.2	-	-	-	PE(X)	173.7	58.0	39.1	31.5	26.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	42.6	23.9	6.4	5.5	4.7
财务费用	-1.8	-8.9	-3.0	-5.3	-6.2	P/FCF	277.9	85.6	48.7	37.6	27.9
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	35.7	20.2	13.7	10.8	9.0
少数股东损益	-0.5	-2.0	-2.9	-3.7	-4.4	EV/EBITDA	-	-	31.0	23.4	18.7
营运资金的变动	-5.4	-19.4	-35.2	-32.5	-15.8	CAGR(%)	76.5%	30.1%	62.8%	76.5%	30.1%
经营活动产生现金流量	41.9	84.7	136.7	188.7	247.4	PEG	2.3	1.9	0.6	0.4	0.9
投资活动产生现金流量	-6.7	-11.7	-10.0	-25.0	-25.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-	-	586.5	-35.9	-43.0						

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