

2018年08月27日

富瀚微 (300613.SZ)

动态分析

短期业务拓展过程业绩影响不改长期向好趋势

电子元器件 | 半导体 III

投资评级

增持-A(维持)

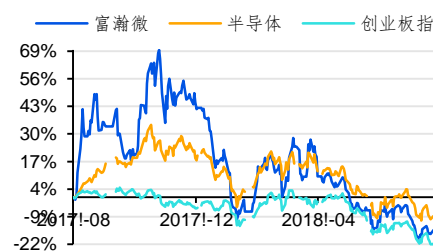
股价(2018-08-24)

125.20 元

交易数据

总市值(百万元)	5,673.55
流通市值(百万元)	1,620.65
总股本(百万股)	45.32
流通股本(百万股)	12.94
12个月价格区间	116.66/263.00 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.59	-1.12	9.21
绝对收益	-11.31	-20.76	-10.8

分析师

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

报告联系人

 陈韵谜
 chenyunmi@huajinsc.cn
 021-20377060

相关报告

富瀚微: 行业市场利好收入增长, 新产品开拓期待未来 2017-08-31

投资要点

◆ **公司动态:** 公司发布 2018 年中期业绩报告, 上半年实现营业收入 2.04 亿元, 同比增长 5.4%, 毛利率 42.3%, 同比下降 10.2 个百分点, 归属于上市公司股东的净利润 3,846 万元, 同比下降 33.5%, 每股收益 0.85 元, 同比下降 40.2%。第二季度单季度实现销售收入 1.18 亿元, 同比上升 7.7%, 归属上市公司股东净利润 2,323 万元, 同比下降 23.8%。

◆ 点评:

➢ **视频监控多媒体处理芯片收入持续成长:** 公司上半年和第二季度的销售收入分别提升 5.4% 和 7.7%, 规模持续保持快速增长。从产品的情况看, 视频监控多媒体处理芯片是收入的主要来源, 上半年合计的销售收入占比为 94.9%。公司核心的下游行业是安防视频监控产业, 尽管行业需求的增长有所放缓, 但是公司一方面在安防产业中积极开拓数字信号处理的 IPC 相关产品市场, 另外一方面也在人工智能、汽车电子、机器视觉等新兴应用市场中积极开拓客户空间, 因此获得了稳健的业务拓展。

➢ **产品结构变化影响公司毛利率:** 随着产品结构的变化, 公司的整体毛利率水平也出现下降。公司视频监控多媒体处理芯片的毛利率同比下降 8.3 个百分点, 综合毛利率同比下降 10.2 个百分点, 如前所述, 在业务渠道拓展的过程中, 公司在价格和成本方面的控制较大规模订单量产会面临更多的压力, 因此毛利率出现了小幅度的下降。经营费用率方面, 研发投入依然是未来发展的重要保障, 因此随着研发投入力度的加大, 公司的管理费用出现了显著的提升, 管理费用率同比上升 11.1 个百分点, 使得公司的净利润有所下滑。

➢ **产品创新拓展引领公司未来业务发展:** 公司并未披露前三季度的业绩指引, 但是我们认为公司的未来发展前景值得期待主要来源于三个方面: 1) 公司在视解码芯片方面的长期技术和市场的积累, 下游安防产业仍然是我们国家重要的发展领域, 因此未来行业前景依然可观; 2) 公司在产品应用市场的持续开拓, 使得公司对于单一应用的依赖将会逐步减轻, 进而获得多元化发展的机遇; 3) 公司对于研发投入方面的持续推进是未来成长的重要保障, 作为智慧密集型的 IC 设计公司, 优秀的人才开发团队和持续的研发投入是公司长期立足的核心保障。

◆ **投资建议:** 我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 2.76、3.32 和 3.85 元。净资产收益率分别为 10.9%、11.6% 和 11.8%, 给予增持-A 建议。

◆ **风险提示:** 安防行业市场终端需求量不及预期; 产品市场竞争加剧影响公司盈利水平; 公司创新产品业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	321.7	449.2	568.6	711.4	852.9
同比增长(%)	77.1%	39.6%	26.6%	25.1%	19.9%
营业利润(百万元)	114.6	101.5	128.4	156.0	181.9
同比增长(%)	180.7%	-11.4%	26.5%	21.5%	16.6%
净利润(百万元)	111.8	106.1	124.9	150.6	174.3
同比增长(%)	199.4%	-5.2%	17.8%	20.6%	15.7%
每股收益(元)	2.47	2.34	2.76	3.32	3.85
PE	50.4	53.2	45.2	37.4	32.4
PB	20.7	6.0	4.9	4.3	3.8

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：营收稳步增长.....	4
二、经营状况点评：核心芯片业务拓展过程毛利率受影响.....	5
（一）视频监控多媒体处理芯片收入持续成长.....	5
三、盈利预测及投资建议.....	6
四、风险提示.....	7

图表目录

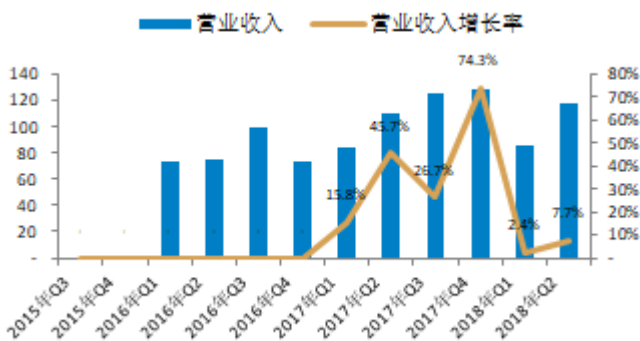
图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
图 6：毛利率按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）	5
表 1：富瀚微营业收入毛利率预测	6

一、季度业绩点评：营收稳步增长

公司发布 2018 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 2.04 亿元，同比增长 5.4%，归属于上市公司股东的净利润 3,846 万元，同比降低 33.5%，每股收益 0.85 元，同比下降 40.2%。第二季度单季度实现销售收入 1.18 亿元，同比上升 7.7%，归属上市公司股东净利润 2,323 万元，同比下降 23.8%。

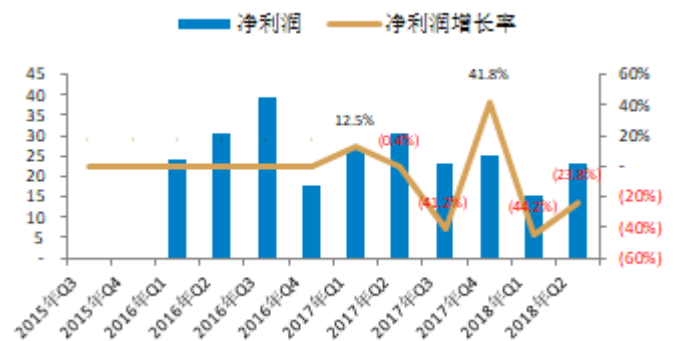
公司营收实现增长的主要原因是公司积极谋求在创新业务市场的发展，丰富了产品线、拓宽了产品应用市场；并且通过参加国际、国内安防展等渠道进行产品推广，拓展市场机会。公司净利润出现负增长的主要原因是产品结构调整导致营业成本增速远高于营业收入。此外，随着研发投入力度的加大，公司的管理费用出现了显著的上涨。

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

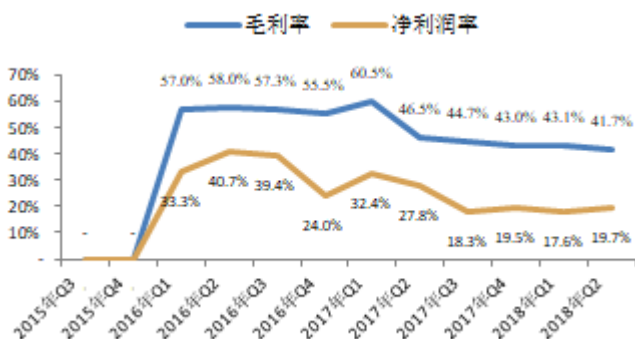


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2018 年上半年主营业务毛利率为 42.3%，同比下降 10.2 个百分点，其中第二季度的毛利率为 41.7%，同比下降 4.8 个百分点。产品结构调整影响了综合毛利率的水平，视频监控多媒体处理芯片的收入规模快速增长的同时，其盈利能力出现下滑。

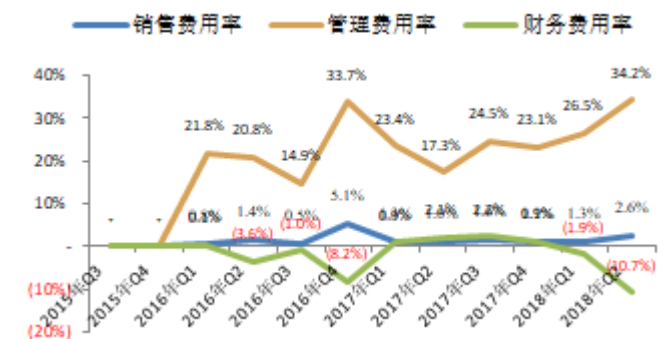
经营费用方面，2018 年上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.0%、31.0% 和 -0.7%，其中第二季度分别为 2.6%、34.2% 和 -0.7%。

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

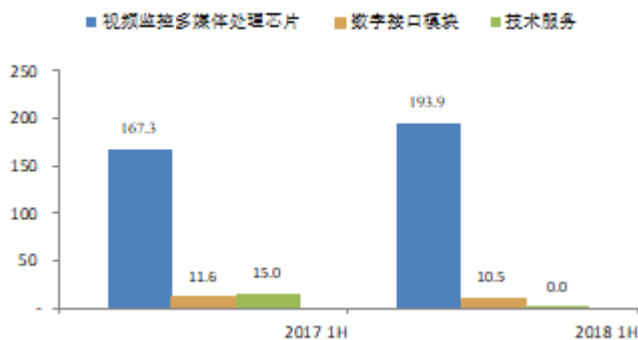
二、经营状况点评：核心芯片业务拓展过程毛利率受影响

2018年上半年，公司视频监控多媒体处理芯片收入规模增长稳健，达到了15.9%，但是盈利能力方面则由于市场竞争的原因出现了毛利率下降。

（一）视频监控多媒体处理芯片收入持续成长

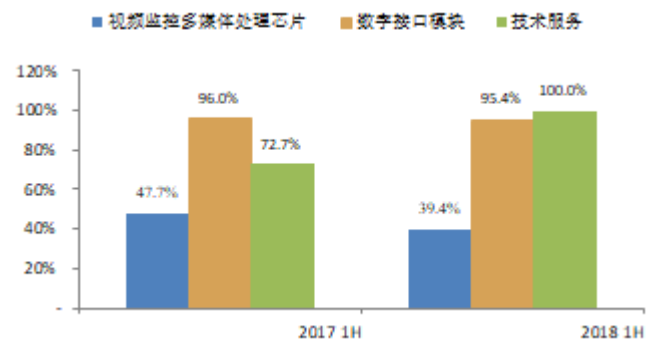
产品细分看，视频监控多媒体处理芯片是公司的主要产品，收入规模同比上升15.9%，达到了1.94亿元，占收入比例为94.9%。对于数字模块和技术服务业务而言，公司继续维持现有客户需求，未来将会进一步降低份额。

图 5：收入按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按产品细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

盈利能力看，视频监控多媒体处理芯片的毛利率出现了8.3个百分点的下降。产品结构调整导致业务的盈利能力出现下降，一方面在传统安防领域内积极拓展数字信号处理的IPC产品模块，以获得更多的市场份额，另外一方面也在积极开拓包括AI、汽车、机器视觉等新兴应用领域的业务规模，因此在渠道拓展过程中毛利率水平有所下降。

三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 2.76、3.32 和 3.85 元。净资产收益率分别为 10.9%、11.6%和 11.8%，，尽管公司短期内面临业绩的挑战，但是随着产品拓展的持续推进，我们仍然看好公司未来的发展空间，因此维持增持-A 投资建议。

盈利预测主要基于如下假设：

收入方面，1) 公司的 ISP 出货量保持稳健成长，价格按年度小幅度下降；2) IPC 芯片的出货量预计在 2 年内大幅度增加的，之后的增速将会有所放缓，价格按年度小幅度下降；3) 其他业务芯片业务保持稳定。

毛利率，我们预计公司在主要业务板块的毛利率水平 2018 年将会有所下降，但是到 2019 年后分部的毛利率基本保持稳定，综合毛利率继续保持下行趋势，产品结构是主要因素。

外延收购方面，由于公司目前仅公布相关的预案，未来存在较多的不确定性，因此当前盈利预测不考虑相关的影响。

表 1：富瀚微营业收入毛利率预测

收入（按产品分布） 单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	321.7	449.2	568.6	711.4	852.9
YtoY	77.1%	39.6%	26.6%	25.1%	19.9%
视频监控多媒体处理芯片	292.3	416.8	534.1	671.6	815.3
数字接口模块	29.2	17.3	17.0	19.8	14.5
技术服务	0.0	15.1	17.4	20.0	23.0
毛利率	57.0%	47.6%	47.3%	46.5%	44.9%
视频监控多媒体处理芯片	53.1%	44.8%	45.1%	44.0%	42.9%
数字接口模块	96.0%	94.1%	90.0%	90.0%	90.0%
技术服务	100.0%	72.9%	75.0%	90.0%	90.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

费用方面，公司整体的研发投入依然会持续增加，但是随着收入规模的增加，费用率比例将会有所下降。

四、风险提示

安防行业市场终端需求量不及预期；
产品市场竞争加剧影响公司盈利水平；
公司创新产品业务拓展不及预期。

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.com