

富瀚微：安防芯片龙头的三层预期差

买入|维持

报告要点：

● 预期差一：巨大的供需差

安防芯片市场主要参与者有海思、富瀚微、星宸科技、北京君正、联咏科技、瑞芯微、安霸等企业。海思占据安防芯片市场约七成份额，退出市场后将形成巨大供需剪刀差。站在下游安防系统厂商角度看，供应份额的重新分配核心考虑因素在于产品力及供应链安全。

产品力有两层内涵，第一产品线齐全，具备提供 IPC 及 DVR/NVR 的完整解决方案能力；第二产品线的关键性能参数及性价比处于行业最优水平。

供应链安全有三层内涵，第一能够确保业务所需的芯片持续稳定供应，保障业务连续性是核心考量因素。

第二能够形成芯片端的差异化竞争优势。安防系统成品的竞争核心要素之一在于芯片供应链的竞争。建立差异化的供应链，有助于系统厂商形成领先的竞争优势。安防系统市场呈现出海康、大华寡占格局。海康、大华、华为安防系统业务的竞争要素之一即芯片供应链的竞争。现阶段，海康与富瀚微紧密合作，大华与星宸科技紧密合作。在人工智能安防应用逐渐渗透的趋势下，下游系统厂商与芯片厂商之间的合作将愈来愈紧密。

第三要求能够全力配合安防智能化升级。在人工智能时代，安防全面从“看得清”到“看得懂”升级。人工智能安防方案的落地需要系统厂商与上游芯片供应链的紧密合作，在 AI 算法的优化、底层硬件加速等方面更加紧密的合作，才能实现业务向智能安防全面升级。当前安防芯片市场的供需差，短期看体现在供应的缺口，中长期看体现在人工智能时代安防芯片的创新呈现出加速趋势。系统厂商需要越来越多的芯片端创新，需要芯片企业提前数年在产品定义阶段参与协同研发，我们认为系统厂商与芯片厂商之间的配合将较以往更加的紧密。

综合以上五个因素，我们认为富瀚微是填补安防芯片供需差的最优企业之一，是下游核心大客户选择芯片供应商的最优企业之一，将成长为安防芯片领域的龙头企业。

● 预期差二：明确的景气度向上趋势

随着新冠疫苗的出现，预期全球疫情将逐渐缓解，2020 年延期的一些安防项目有望在 2021 年迎来落地潮。自今年一季度开始，下游安防系统厂商开启芯片备货潮，安防芯片需求明显复苏。当前，安防芯片行业景气度趋势向上，包括 IPC、DVR、NVR 在内的安防芯片供不应求。在分销市场，部分安防芯片出现大幅涨价情形。在供给端，由于晶圆及封测产能偏紧，安防芯片供不应求的状况预计持续数月。我们认为，由于产能问题，中小安防芯片厂商的市场份额将受到挤占，龙头芯片企业的份额将有所扩大。

● 预期差三：大幅提高的产品力

公司持续推出芯片新品，相比以往产品力大幅提高。

第一，产品线齐全。收购眸芯，补齐后端芯片能力。至此公司拥有完整的 IPC、DVR/NVR 产品组合，具备前后端芯片一站式供应能力。眸芯 DVR/NVR 芯片自 2020 年在核心大客户量产供应，已经突破第一个一百万片的量产出货，预计在今年将进入加速成长阶段。在人工智能时代，前端芯

基本数据

52 周最高/最低价（元）：199.04 / 95.53

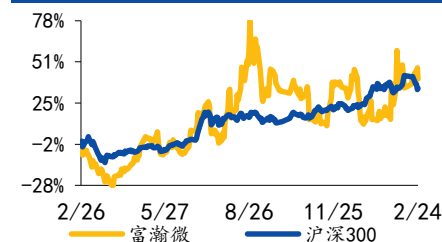
A 股流通股（百万股）：75.41

A 股总股本（百万股）：80.00

流通市值（百万元）：10984.51

总市值（百万元）：11652.89

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-富瀚微(300613)：业绩符合预期，迎安防格局变化新机遇》2020.10.30

《国元证券公司研究-富瀚微(300613)：安防芯片格局重塑，公司迎来历史性发展机遇》2020.08.31

报告作者

分析师 贺茂飞

执业证书编号 S0020520060001

电话 021-51097188-1937

邮箱 hemaofei@gyzq.com.cn

联系人 李雪峰

电话 021-68869125

邮箱 lixuefeng@gyzq.com.cn

片、后端芯片均将配置 AI 算力，前后端芯片产品线齐全有助于下游人工智能方案的前后端协同优化。

第二，中高端 IPC 芯片的持续推出。公司的 IPC 产品线将全面覆盖竞品的市场，已形成低端、中高端全产品线组合，仅仅最高端 IPC 芯片产品暂未布局。在已覆盖的领域，公司产品性能指标不输于对标竞品。

第三，持续布局汽车芯片新品。在后装市场，公司是汽车摄像头 ISP 芯片的领导者。在前装市场，已经进入国内一线品牌车企。在汽车 ISP 芯片以外，公司布局汽车 RX 芯片，进一步拓宽产品线，打开未来成长空间。

● 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 实现营收 5.35、16.13、25.31 亿元，实现归母净利润 0.81、3.06、5.09 亿元，对应 PE 分别为 139、37、22 倍。综合来看，公司存在巨大预期差，其一巨大的供需差，其二确定的景气度向上趋势，其三大幅提高的产品力。我们坚定看好公司当前面临的历史性机遇，认为公司将成长为安防芯片领域的绝对龙头。维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 安防需求回暖不及预期；2) 新产品研发不及预期；3) 客户拓展不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	412.00	522.08	535.12	1613.44	2531.30
收入同比(%)	-8.28	26.72	2.50	201.51	56.89
归母净利润(百万元)	54.50	81.67	80.88	306.45	508.81
归母净利润同比(%)	-48.62	49.86	-0.97	278.88	66.04
ROE(%)	5.29	7.17	6.68	20.30	25.60
每股收益(元)	0.68	1.02	1.01	3.83	6.36
市盈率(P/E)	206.24	137.62	138.97	36.68	22.09

资料来源：Wind, 国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	927.27	1005.72	1092.18	1679.29	2235.30
现金	386.21	591.48	614.19	545.86	538.26
应收账款	124.00	161.54	159.35	487.56	764.25
其他应收款	4.51	1.23	2.83	8.54	12.16
预付账款	0.43	1.01	0.87	3.11	4.83
存货	53.90	110.35	98.61	347.05	540.98
其他流动资产	358.23	140.12	216.32	287.17	374.82
非流动资产	262.77	274.72	251.86	229.00	206.14
长期投资	0.00	32.58	32.58	32.58	32.58
固定资产	186.93	176.43	153.58	130.72	107.86
无形资产	32.31	27.02	27.02	27.02	27.02
其他非流动资产	43.53	38.68	38.68	38.68	38.68
资产总计	1190.04	1280.43	1344.03	1908.29	2441.44
流动负债	147.60	123.47	122.37	387.03	442.90
短期借款	0.00	0.00	0.00	115.69	31.65
应付账款	31.21	28.53	28.65	96.85	152.99
其他流动负债	116.39	94.93	93.72	174.49	258.27
非流动负债	7.56	19.55	12.40	13.52	13.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	7.56	19.55	12.40	13.52	13.14
负债合计	155.16	143.02	134.77	400.54	456.04
少数股东权益	3.76	-2.21	-2.21	-2.21	-2.21
股本	45.32	44.44	80.00	80.00	80.00
资本公积	713.22	665.94	630.38	630.38	630.38
留存收益	348.98	425.36	498.02	796.24	1273.98
归属母公司股东权益	1031.12	1139.63	1211.47	1509.96	1987.61
负债和股东权益	1190.04	1280.43	1344.03	1908.29	2441.44

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	102.90	50.94	6.74	-195.78	90.63
净利润	46.26	72.60	80.88	306.45	508.81
折旧摊销	24.07	33.29	22.86	22.86	22.86
财务费用	-26.33	-15.96	-24.96	-19.69	-16.94
投资损失	-9.90	-36.58	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	8.92	-49.97	-64.74	-512.01	-428.25
其他经营现金流	59.88	47.55	-7.31	6.61	4.15
投资活动现金流	-376.81	180.08	0.05	0.03	0.04
资本支出	125.52	24.30	0.00	0.00	0.00
长期投资	262.00	-240.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	10.71	-35.62	0.05	0.03	0.04
筹资活动现金流	-15.82	-29.92	15.92	127.42	-98.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	115.69	-84.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	-0.87	35.56	0.00	0.00
资本公积增加	41.76	-47.28	-35.56	0.00	0.00
其他筹资现金流	-57.58	18.23	15.92	11.73	-14.23
现金净增加额	-279.52	205.26	22.71	-68.32	-7.60

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	412.00	522.08	535.12	1613.44	2531.30
营业成本	239.19	328.06	329.46	1113.52	1758.98
营业税金及附加	1.69	1.93	2.05	6.10	9.61
营业费用	8.77	10.24	10.79	32.24	50.74
管理费用	36.54	36.19	34.78	64.54	101.25
研发费用	119.20	134.55	110.00	110.00	110.00
财务费用	-26.33	-15.96	-24.96	-19.69	-16.94
资产减值损失	0.56	-0.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.90	36.58	0.00	0.00	0.00
营业利润	42.54	62.86	73.12	306.83	517.75
营业外收入	9.94	13.22	12.13	12.49	12.37
营业外支出	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10
利润总额	52.37	75.98	85.14	319.22	530.01
所得税	6.11	3.38	4.26	12.77	21.20
净利润	46.26	72.60	80.88	306.45	508.81
少数股东损益	-8.23	-9.07	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	54.50	81.67	80.88	306.45	508.81
EBITDA	40.28	80.20	71.02	309.99	523.67
EPS (元)	1.20	1.84	1.01	3.83	6.36

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-8.28	26.72	2.50	201.51	56.89
营业利润(%)	-58.09	47.76	16.32	319.65	68.74
归属母公司净利润(%)	-48.62	49.86	-0.97	278.88	66.04
获利能力					
毛利率(%)	41.94	37.16	38.43	30.98	30.51
净利率(%)	13.23	15.64	15.11	18.99	20.10
ROE(%)	5.29	7.17	6.68	20.30	25.60
ROIC(%)	2.28	8.94	8.42	26.84	33.67
偿债能力					
资产负债率(%)	13.04	11.17	10.03	20.99	18.68
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	28.88	6.94
流动比率	6.28	8.15	8.92	4.34	5.05
速动比率	5.92	7.25	8.11	3.44	3.82
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.42	0.41	0.99	1.16
应收账款周转率	3.40	3.61	3.30	4.93	4.00
应付账款周转率	10.43	10.98	11.52	17.75	14.08
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.02	1.01	3.83	6.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	0.64	0.08	-2.45	1.13
每股净资产(最新摊薄)	12.89	14.25	15.14	18.87	24.84
估值比率					
P/E	206.24	137.62	138.97	36.68	22.09
P/B	10.90	9.86	9.28	7.44	5.66
EV/EBITDA	262.66	131.91	148.96	34.13	20.20

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188