

持续加大研发，新品布局广泛

核心观点

- 汇顶在 20 年实现营收 66.9 亿元，增长 3%，实现归母净利润 16.6 亿元，下滑 28%。20 年研发费用 17.5 亿元，增长 63%，研发费用率 26.2%，增长 9.6 个百分点，汇顶加大力度引进高端人才，在 20 年底研发人员超过 2000 人，一年间增加 500 多人。一季度营收和归母净利润分别为 14.2 和 1.6 亿元，分别同比增长 5%和-24%。
- **指纹产品持续升级：**汇顶引领了屏下光学指纹行业趋势，但在智能手机整体出货下滑，性能升级低于预期的背景下，2020 年屏下光学指纹发展低于预期，特别是部分客户受到国际形势冲击，减少了对高端光学指纹的需求。汇顶发明的超薄屏下光学指纹方案可以显著降低手机厚度，随着量产规模扩大和成本降低，以及心率等健康检测等差异化功能的整合，超薄屏下光学指纹将有望在旗舰机型获得广泛应用。汇顶也有望提升在三星等国际客户的市场份额。汇顶的电容指纹方案的市场占有率也持续提升，特别是在技术性能要求高的侧边电容指纹市场。汇顶的指纹方案也在商务笔记本、汽车等领域获得广泛商用。
- **新产品品种丰富：**1) 汇顶通过收购 NXP VAS 提供语音及音频解决方案，智能手机的音频性能持续提升，配备立体声的机型持续增加，带动智能音频放大器需求量相应提升；2) 汇顶的穿戴式产品的心率、血氧及 ECG 检测健康传感器在智能手表、手环、耳机等产品中广泛商用，20 年出货量超 1,000 万片；3) 汇顶在 LE Audio 蓝牙技术领先，主动降噪音频编解码器芯片 ANC Codec 已在国内顶尖客户旗舰 TWS 耳机上实现规模商用，出货已超百万颗，汇顶首创的人耳检测及触控二合一芯片已全面商用国内一线品牌，出货量超一千万片；4) 光学领域深入布局，汇顶的 ToF 技术成熟，有望在手机后置 ToF 和 AR 等市场增长中迎来机遇；汇顶也通过收购德国 DCT，拥有了全球领先的视觉处理技术和车规级 SoC 设计能力。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.72、3.72、5.29 元（原 21-22 年预测为 4.6、6.16 元，下调了收入预测），根据可比公司 21 年平均 55 倍 PE 估值水平，对应目标价为 149.36 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 指纹方案的价格压力加剧；ToF、LE Audio 蓝牙等新品放量缓慢

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,473	6,687	7,262	8,801	11,639
同比增长(%)	74%	3%	9%	21%	32%
营业利润(百万元)	2,524	1,641	1,343	1,849	2,631
同比增长(%)	237%	-35%	-18%	38%	42%
归属母公司净利润(百万元)	2,317	1,659	1,243	1,701	2,421
同比增长(%)	212%	-28%	-25%	37%	42%
每股收益(元)	5.06	3.62	2.72	3.72	5.29
毛利率(%)	60%	52%	50%	51%	51%
净利率(%)	36%	25%	17%	19%	21%
净资产收益率(%)	44%	23%	14%	17%	20%
市盈率	22	31	42	31	22
市净率	8	6	6	5	4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	113.8元
目标价格	149.36元
52周最高价/最低价	271.86/97.3元
总股本/流通A股(万股)	45,778/45,347
A股市值(百万元)	52,096
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年05月06日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.07	-2.08	-13.74	-51.66
相对表现	7.13	-0.07	-10.5	-66.73
沪深300	-2.06	-2.01	-3.24	15.07



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

香港证监会牌照：BPT856

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

营收和研发费用创单季新高	2020-10-31
研发投入加大，毛利率反弹可待	2020-05-04

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.72、3.72、5.29 元（原 21-22 年预测为 4.6、6.16 元，下调了收入预测），根据可比公司 21 年平均 55 倍 PE 估值水平，对应目标价为 149.36 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2021/4/30	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
兆易创新	603986	193.23	1.86	2.97	4.01	104.08	65.11	48.18
圣邦股份	300661	262.30	1.85	2.62	3.56	142.12	100.30	73.75
国科微	300672	64.49	0.39	1.33	1.90	164.14	48.46	33.92
全志科技	300458	41.81	0.62	0.97	1.50	67.59	43.19	27.80
三安光电	600703	25.10	0.23	0.50	0.71	110.62	50.57	35.27
	最大值					164.14	100.30	73.75
	最小值					67.59	43.19	27.80
	平均数					117.71	61.53	43.78
	调整后平均					118.94	54.71	39.12

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

盈利预测调整附加说明

- 光学屏下指纹芯片收入下调：**光学屏下指纹芯片市场竞争加剧，造成单价下降，21-23 年光学指纹芯片价格分别由 2.8、2.2、2.0 美元下调至 2.1、1.7、1.5 美元。
- 新产品收入下调：**主要下调了新产品中的 3D Sensing 收入预测，3D Sensing 产品推进进展低于我们之前的预期，因此调整了该部分业务未来收入贡献的节奏，汇顶 21-23 年在 3D Sensing 市场份额假设由 10%、13%、20%下调至 3%、6%、10%。

图 2：核心假设变动分析表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
光学屏下指纹						
销售收入	4,579	5,097		3,360	3,804	4,799
变动幅度				-27%	-25%	
毛利率	55%	55%		50%	50%	50%
变动幅度				-9%	-9%	
电容指纹						
销售收入	1,302	850		1,302	850	525
变动幅度				0%	0%	
毛利率	40%	40%		40%	40%	40%
变动幅度				0%	0%	
电容触控						
销售收入	1,080	1,132		1,049	1,099	1,141
变动幅度				-3%	-3%	
毛利率	58%	57%		58%	57%	57%
变动幅度				0%	0%	
新产品等						
销售收入	2,596	5,118		1,550	3,047	5,174
变动幅度				-40%	-40%	
毛利率	52%	52%		52%	52%	52%
变动幅度				0%	1%	
合计	9,558	12,197		7,262	8,801	11,639
变动幅度				-24%	-28%	
综合毛利率	52%	53%		50%	51%	51%
变动幅度				-5%	-4%	

数据来源：东方证券研究所

图 3：盈利预测变动分析表

人民币百万元	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,558	12,197		7,262	8,801	11,639
变动幅度				-24%	-28%	
营业利润	2,282	3,062		1,343	1,849	2,631
变动幅度				-41%	-40%	
归属母公司净利润	2,096	2,811		1,243	1,701	2,421
变动幅度				-41%	-39%	
每股收益（元）	4.6	6.16		2.72	3.72	5.29
变动幅度				-41%	-40%	
毛利率(%)	52%	53%		50%	51%	51%
变动幅度				-4%	-4%	
净利率(%)	22%	23%		17%	19%	21%
变动幅度				-23%	-17%	

数据来源：东方证券研究所

风险提示

指纹方案的价格压力加剧；ToF、LE Audio 蓝牙等新品放量缓慢

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,520	4,082	5,924	7,200	8,812	营业收入	6,473	6,687	7,262	8,801	11,639
应收票据及应收账款	691	704	1,017	1,232	1,629	营业成本	2,564	3,192	3,650	4,342	5,708
预付账款	32	62	67	81	108	营业税金及附加	67	41	75	91	119
存货	366	617	547	651	856	营业费用	528	577	595	704	908
其他	1,882	1,124	1,124	1,124	1,124	管理费用及研发费用	1,211	1,884	1,951	2,189	2,662
流动资产合计	6,491	6,588	8,679	10,288	12,529	财务费用	(6)	(46)	(23)	(39)	(53)
长期股权投资	0	83	83	83	83	资产减值损失	46	27	20	15	15
固定资产	246	391	465	584	830	公允价值变动收益	25	178	0	0	0
在建工程	120	68	74	87	143	投资净收益	93	59	50	50	50
无形资产	776	1,270	1,154	1,039	923	其他	343	390	300	300	300
其他	216	1,488	1,110	1,106	1,102	营业利润	2,524	1,641	1,343	1,849	2,631
非流动资产合计	1,358	3,300	2,885	2,899	3,082	营业外收入	4	3	8	0	0
资产总计	7,849	9,888	11,565	13,187	15,611	营业外支出	4	0	0	0	0
短期借款	0	425	425	425	425	利润总额	2,524	1,643	1,351	1,849	2,631
应付票据及应付账款	533	387	657	782	1,027	所得税	206	(16)	108	148	211
其他	848	985	1,110	1,156	1,254	净利润	2,317	1,659	1,243	1,701	2,421
流动负债合计	1,381	1,798	2,193	2,363	2,707	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2,317	1,659	1,243	1,701	2,421
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	5.06	3.62	2.72	3.72	5.29
其他	29	53	53	53	53	主要财务比率					
非流动负债合计	29	53	53	53	53		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1,409	1,851	2,246	2,416	2,760	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	74%	3%	9%	21%	32%
股本	456	458	458	458	458	营业利润	237%	-35%	-18%	38%	42%
资本公积	1,171	1,605	1,870	1,870	1,870	归属于母公司净利润	212%	-28%	-25%	37%	42%
留存收益	4,819	6,114	6,991	8,443	10,524	获利能力					
其他	(6)	(139)	0	0	0	毛利率	60.4%	52.3%	49.7%	50.7%	51.0%
股东权益合计	6,439	8,037	9,319	10,771	12,852	净利率	35.8%	24.8%	17.1%	19.3%	20.8%
负债和股东权益总计	7,849	9,888	11,565	13,187	15,611	ROE	43.9%	22.9%	14.3%	16.9%	20.5%
现金流量表						ROIC	43.8%	21.6%	13.3%	15.9%	19.4%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	2,317	1,659	1,243	1,701	2,421	资产负债率	18.0%	18.7%	19.4%	18.3%	17.7%
折旧摊销	88	186	170	187	216	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(6)	(46)	(23)	(39)	(53)	流动比率	4.70	3.66	3.96	4.35	4.63
投资损失	(93)	(59)	(50)	(50)	(50)	速动比率	4.31	3.26	3.66	4.03	4.26
营运资金变动	3,033	(367)	159	(182)	(321)	营运能力					
其它	(2,460)	(161)	501	19	37	应收账款周转率	8.8	10.9	11.0	11.0	11.4
经营活动现金流	2,880	1,212	2,000	1,636	2,249	存货周转率	4.6	5.1	5.3	6.1	6.4
资本支出	(831)	(623)	(130)	(200)	(400)	总资产周转率	1.0	0.8	0.7	0.7	0.8
长期投资	58	(83)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	1,079	(2,135)	50	50	50	每股收益	5.06	3.62	2.72	3.72	5.29
投资活动现金流	306	(2,842)	(80)	(150)	(350)	每股经营现金流	6.32	2.65	4.37	3.57	4.91
债权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	14.07	17.56	20.36	23.53	28.07
股权融资	183	436	265	0	0	估值比率					
其他	(444)	(192)	(343)	(210)	(287)	市盈率	22	31	42	31	22
筹资活动现金流	(261)	244	(78)	(210)	(287)	市净率	8	6	6	5	4
汇率变动影响	1	(46)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	18	26	32	24	17
现金净增加额	2,926	(1,432)	1,842	1,276	1,612	EV/EBIT	19	30	36	26	18

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn