



买入（维持）

所属行业：电子/半导体
当前价格(元)：45.55

证券分析师

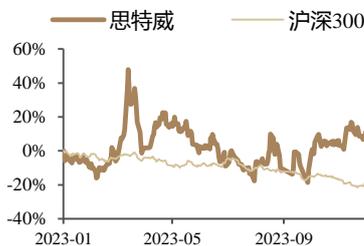
陈海进

资格编号：S0120521120001
邮箱：chenhj3@tebon.com.cn

陈蓉芳

资格编号：S0120522060001
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.60	-12.07	2.13
相对涨幅(%)	-12.36	-5.97	9.38

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《思特威-W (688213.SH)：国产安防 CIS 龙头，机器视觉&车载&消费电子协同发展》，2023.11.6

思特威 (688213.SH)：预告全年业绩扭亏为盈，手机业务勾勒成长新曲线

2023 年年度业绩预盈点评

投资要点

- 事件：**1月29日晚，公司发布2023年年度业绩预盈公告。根据公司财务部门初步测算，预计2023年实现归母净利润1,100-1,600万元，实现扣非净利润20-320万元，2022年公司实现归母净利润-8,275万元，扣非净利润-11,598万元，公司将达成全年业绩扭亏为盈。
- 全平台研发开花结果，2023年预计扭亏为盈。**2023Q4，公司预计实现归母净利润7,647.46-8,147.46万元，环比增长8748.11%-9326.62%，同比扭亏；实现扣非净利润6,012.42-6,312.42万元，环比增长1376.38%-1450.05%，同比扭亏。公司基于智慧安防，开拓消费电子和汽车电子两个新领域并取得了良好的市场反馈和客户认可，形成三大业务共同发展的格局。2023年全年，公司新业务收入增长较快，助力归母净利扭亏为盈。**(1) 在消费电子领域**，公司与现有客户在中低阶产品领域的合作不断深入，市场占有率持续提升；同时高阶5000万像素产品量产出货顺利，该类产品的应用主要应用于高端旗舰手机的主摄、广角、长焦等摄像头，单价较高，为公司的消费电子领域营收开辟出第二条增长曲线。**(2) 在应用于机器视觉的智慧安防领域**，公司发布多颗专业级CIS产品，产品矩阵的不断扩展支撑公司机器视觉业务呈现出强劲增长态势。
- 手机高端CIS芯片新品迭出，为公司手机业务长期增长赋予充足动力。**智能手机是CIS最大的下游应用领域，占比超过70%，智能手机CIS业务将为公司带来坚实的成长动力。**在技术方面**，公司在智能手机CIS方面积累SFCPixel®专利技术、PDAF技术等先进技术，应用于安防的暗光性能和HDR等可以跨领域叠加于智能手机。**在产品方面**，公司研发并量产了200-1600万像素的多款系列产品，并推出两款不同性能的5000万像素超高分辨率的CIS新品。**在客户方面**，公司入门级产品已在三星、小米、联想、荣耀等手机主流品牌处实现大规模出货，而高端旗舰5000万像素产品也开始与相关品牌厂商展开合作，量产出货顺利。
- 机器视觉产品定位高端，全局快门技术突破领先行业。**公司2020年安防CIS出货量达到1.46亿颗，出货量位居全球第一，已推出100-800万像素的多场景、高中低端全覆盖产品矩阵。公司基于独特的BSI技术所研发推出的堆栈式GS产品具备高感光度、高量子效率、低噪声的特性，在结合CMOS与全局快门优点的同时还解决了全局快门下HDR的技术难题，实现了单帧HDR功能。凭借安防领域的多年积累，公司与大华股份、海康威视、萤石网络等安防行业头部客户形成了良好的合作关系。
- 投资建议：**我们看好公司在安防CIS领域的领先地位，在拓展消费电子、汽车电子领域时所取得的积极进展，以及持续增长的业绩表现，预计公司23-25年实现收入28.65/42.51/56.38亿元，实现归母净利润0.13/2.94/4.93亿元，以1月29日市值对应PE分别为1374/62/37倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**安防行业复苏未达预期风险；技术迭代风险；竞争加剧风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	400.01		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	319.61	营业收入(百万元)	2,689	2,483	2,865	4,251	5,638
52 周内股价区间(元):	40.70-74.00	(+/-)YOY(%)	76.1%	-7.7%	15.4%	48.4%	32.6%
总市值(百万元):	18,220.46	净利润(百万元)	398	-83	13	294	493
总资产(百万元):	5,394.76	(+/-)YOY(%)	229.2%	-120.8%	116.0%	2115.5%	67.8%
每股净资产(元):	9.22	全面摊薄 EPS(元)	1.00	-0.21	0.03	0.73	1.23
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	29.1%	22.1%	20.4%	24.6%	26.0%
		净资产收益率(%)	15.2%	-2.2%	0.4%	7.3%	11.0%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.22	0.03	0.73	1.23
每股净资产	9.33	9.29	10.02	11.25
每股经营现金流	-3.81	3.34	1.85	4.22
每股股利	0.00	0.32	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	1,373.94	62.02	36.95
P/B	4.16	4.90	4.55	4.05
P/S	7.34	6.35	4.28	3.23
EV/EBITDA	109.92	104.09	33.02	21.37
股息率%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	22.1%	20.4%	24.6%	26.0%
净利润率	-3.3%	0.5%	6.9%	8.7%
净资产收益率	-2.2%	0.4%	7.3%	11.0%
资产回报率	-1.4%	0.2%	4.5%	6.9%
投资回报率	0.4%	-0.5%	6.0%	8.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.7%	15.4%	48.4%	32.6%
EBIT 增长率	-90.4%	30.6%	618.9%	51.9%
净利润增长率	-120.8%	116.0%	2115.5%	67.8%
偿债能力指标				
资产负债率	38.4%	39.4%	38.6%	37.1%
流动比率	2.8	2.7	2.8	3.0
速动比率	0.9	1.4	1.7	2.2
现金比率	0.4	1.0	1.3	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	91.3	100.0	65.0	45.0
存货周转天数	389.6	420.0	250.0	150.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8
固定资产周转率	3.5	4.5	7.4	11.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-83	13	294	493
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	171	175	139	134
非经营收益	96	98	92	91
营运资金变动	-1,708	1,049	216	969
经营活动现金流	-1,524	1,336	741	1,688
资产	-119	-47	-46	-46
投资	0	-43	1	1
其他	17	-1	4	4
投资活动现金流	-102	-91	-41	-40
债权募资	524	0	1	1
股权募资	1,198	-30	0	0
其他	-76	-94	-94	-94
融资活动现金流	1,646	-124	-93	-93
现金净流量	44	1,120	608	1,555

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,483	2,865	4,251	5,638
营业成本	1,933	2,280	3,205	4,174
毛利率%	22.1%	20.4%	24.6%	26.0%
营业税金及附加	5	9	9	11
营业税金率%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	77	95	115	152
营业费用率%	3.1%	3.3%	2.7%	2.7%
管理费用	76	83	115	152
管理费用率%	3.1%	2.9%	2.7%	2.7%
研发费用	307	344	404	536
研发费用率%	12.4%	12.0%	9.5%	9.5%
EBIT	44	57	409	621
财务费用	205	28	56	44
财务费用率%	8.3%	1.0%	1.3%	0.8%
资产减值损失	-58	-60	-20	-10
投资收益	17	-3	2	3
营业利润	-144	-29	342	577
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	-145	-29	342	577
EBITDA	151	174	532	749
所得税	-62	-43	48	84
有效所得税率%	42.8%	145.0%	14.0%	14.5%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-83	13	294	493

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	793	1,914	2,521	4,076
应收账款及应收票据	875	718	820	592
存货	2,932	2,329	2,043	1,405
其它流动资产	413	197	259	278
流动资产合计	5,013	5,157	5,644	6,351
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	706	642	574	501
在建工程	8	6	5	4
无形资产	30	24	17	9
非流动资产合计	1,041	968	890	807
资产总计	6,054	6,126	6,534	7,157
短期借款	1,308	1,308	1,308	1,308
应付票据及应付账款	124	193	252	328
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	381	400	455	511
流动负债合计	1,813	1,901	2,015	2,146
长期借款	476	476	476	476
其它长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	510	510	510	510
负债总计	2,323	2,411	2,525	2,656
实收资本	400	399	399	399
普通股股东权益	3,731	3,715	4,009	4,502
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	6,054	6,126	6,534	7,157

信息披露

分析师与研究助理简介

陈海进，电子行业首席分析师，6年以上电子行业研究经验，曾任职于民生证券、方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士。电子行业全领域覆盖。

陈蓉芳，电子行业分析师，曾任职于民生证券、国金证券，香港中文大学硕士，覆盖汽车电子、车载半导体等领域。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。