

审慎推荐-A (维持)

汇顶科技 603160.SH

当前股价: 198.25 元

2019年10月25日

高速增长符合预期, 超薄及LCD新品将商用

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	45573
已上市流通股(万股)	44885
总市值(亿元)	903
流通市值(亿元)	890
每股净资产(MRQ)	12.6
ROE(TTM)	37.3
资产负债率	24.9%
主要股东	张帆
主要股东持股比例	47.23%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	58	159
相对表现	-10	62	138



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《汇顶科技(603160)一营收净利持续高增, 新品突破助力平台化战略》2019-08-30
- 《汇顶科技(603160)一拟收购恩智浦VAS业务, 打造平台型芯片公司, 全面布局交互入口》2019-08-21
- 《汇顶科技(603160)一营收净利超预期, 详解屏下指纹价量趋势》

郦凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

方竞

fangjing1@cmschina.com.cn
S1090519060001

事件:

汇顶科技发布2019年三季报, 前三季度实现营收46.78亿元, 同比增长97.77%。归母净利17.12亿, 同比增长437.22%。综合财报及业绩说明会, 我们点评如下。

点评:

公司业绩符合预期, 费用改善助力净利率提升: 汇顶科技前三季度实现营收46.78亿元, 对应Q3单季17.92亿元, 同比增长83.37%, 环比亦进一步提升了7.80%, 主要受屏下指纹产品持续放量推动。公司屏下指纹产品在三季度继续保持了90%以上的市占率, 典型机型包括华为Mate 30、小米9、vivo iQOO、OPPO Reno等(累计获85款机型商用), 预计单季度出货量在4000万以上。

毛利方面, 公司Q3毛利率60.79%, 环比微降1.15个百分点, 主要受IOT新品放量影响; 虽然毛利率有所下降, 但得益于费用率改善, 公司净利率仍环比提升了2.56个百分点。公司Q3单季销售费用率为7.37%, 环比降低2.00个百分点, 管理费用率1.92%, 环比降低0.61个百分点。凸显了公司在营收增速向好的同时, 还大力优化内部管理, 提升经营效率。

研发持续投入, 新品引领市场: 上市以来, 公司大力投入研发, 并于2018年推出业界领先的屏下指纹识别芯片, 助力今年业绩爆发。但公司并未止步于此, 2019年研发力度进一步加码, 前三季度研发费用高达7.21亿元, 对应单三季度研发费用2.63亿元, 同比增长45.26%, 环比进一步加速。得益于高强度研发投入, **公司新品取得进一步突破:** (1) 屏下指纹方面, 搭载公司超薄屏下指纹方案的机型将于Q4正式量产。同时公司在LCD屏下指纹方案上亦取得了突破, 有望在年内实现商用。这两款屏下指纹芯片将成为公司未来的新增长点。同时不断拉大公司与竞争对手的差距。(2) IOT产品方面, 小米于6月份推出了米家智能门锁, 采用了公司的指纹+安全MCU方案; 而vivo在9月份推出的TWS耳机, 则首发了公司的入耳检测+触控二合一的单芯片解决方案, 公司采用电容触控, 相比传统的光学触控, 具备无需开窗、外观限制小、结构易防水等优势。后续伴随着TWS耳机市场的爆发, 公司将深度受益。

维持“审慎推荐-A”评级: 汇顶科技主打产品屏下指纹芯片领先优势明显, 后续还将量产超薄、LCD屏下指纹新品, 不断强化其竞争优势。同时公司正积极推进平台化战略, 通过不断扩张新市场新产品, 平滑单一品类对公司业绩波动的影响, 还可为客户提供整套解决方案。前期汇顶科技公告拟收购NXP VAS业务, 如并购顺利落地, 汇顶科技还将获得全球领先的音频芯片及算法优质资产, 卡位音频交互入口。看好汇顶作为国内芯片设计龙头的长期发展。预计公司19/20/21年归母净利分别为22.09/24.02/27.37亿元; 对应EPS分别为4.84/5.26/5.99元, 对应当前股价分别为41.0/37.7/33.1倍, 维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示: 收购整合风险, 竞争加剧单价下降, 新品开发进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3682	3721	6229	8123	9693
同比增长	20%	1%	67%	30%	19%
营业利润(百万)	960	748	2521	2670	3041
同比增长	9%	-22%	237%	6%	14%
净利润(百万元)	887	742	2209	2402	2737
同比增长	4%	-16%	198%	9%	14%
每股收益(元)	1.95	1.63	4.84	5.26	5.99
P/E(倍)	101.5	121.9	41.0	37.7	33.1
P/B(倍)	25.8	22.0	14.3	11.2	9.0

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	571.29	817.17	977.01	1,355.	1,224.7	1,661.9	1,791.51
营业毛利	237.66	312.90	507.42	883.93	752.39	1,029.4	1,089.10
营业费用	61.06	66.88	94.70	99.47	91.87	155.64	131.97
管理费用	165.21	203.01	20.52	30.46	24.80	41.98	34.32
研发费用			180.84	324.33	214.61	243.86	262.70
财务费用	-1.63	-8.85	4.07	5.15	4.24	-6.70	-4.27
投资收益	6.60	18.55	20.64	19.01	8.14	25.33	21.65
营业利润	25.26	60.39	239.29	423.09	496.91	676.62	793.47
归属母公司净	19.36	92.87	206.51	423.76	414.21	602.63	695.47
EPS (元)	0.04	0.20	0.45	0.93	0.91	1.32	1.53
主要比率							
毛利率	41.6%	38.3%	51.9%	65.2%	61.4%	61.9%	60.8%
营业费用率	10.7%	8.2%	9.7%	7.3%	7.5%	9.4%	7.4%
管理费用率	28.9%	24.8%	2.1%	2.2%	2.0%	2.5%	1.9%
研发费用率			18.5%	23.9%	17.5%	14.7%	14.7%
财务费用率	-0.3%	-1.1%	0.4%	0.4%	0.3%	-0.4%	-0.2%
营业利润率	4.4%	7.4%	24.5%	31.2%	40.6%	40.7%	44.3%
净利率	3.4%	11.4%	21.1%	31.3%	33.8%	36.3%	38.8%
YoY							
收入	-21.9%	-26.1%	-4.0%	64.2%	114.4%	103.4%	83.4%
归属母公司净	-89.0%	-69.7%	-26.4%	240.9	2040.0	548.9%	236.8%

资料来源: 公司数据, 招商证券

附录: 汇顶科技 Q3 业绩说明会要点:

(1) 安全性方面: 指纹识别产品的核心参数主要有: 解锁成功率(FRR)和安全性(FAR), 我们对上述两大参数都很重视。

具体到技术路线, 目前在手机生物识别领域, 我们坚定看好光学技术。我们的光学屏下指纹产品有 85 款机型, 上亿用户在使用, 这一数字还在快速增加, 客户和市场都非常认可我们的产品安全性。

(2) 明年市场需求: 展望明年, OLED 的量会持续增长。目前几乎所有的 OLED 机型都采用了我们的屏下指纹识别技术。当然除 OLED 之外, 还有很多的 LCD 机型, LCD 屏下指纹产品将成为我们明年的新增长点。

5G 方面, 明年 5G 手机渗透率会显著提升, 公司的超薄方案在 5G 机型上也受到了客户的认可。事实上市场总量的多少, 我们并没有那么关心。我们更多关注市场的本质, 即如何给客户提供最合适的生物识别方案, 为客户带来价值。

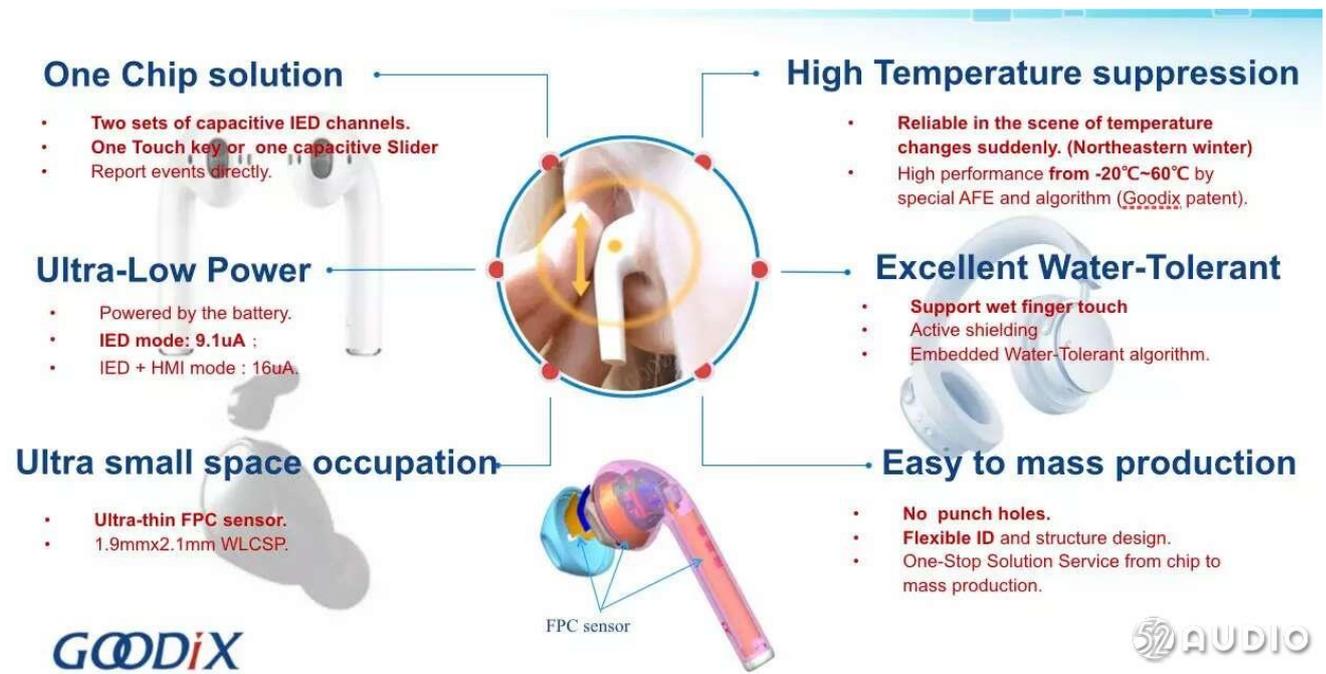
(3) 新品的进展: 超薄指纹方案已经较为成熟, 而且后续还有进一步升级的空间。比如说折叠屏手机方案对厚度的要求更加严苛, 那么我们也会开发新品, 通过技术创新, 为客户带来更多的体验提升。LCD 屏下指纹方面, 过去这块有一定技术问题, 但是我们找到了可能的解决方案, 希望可以在今年完成技术商用。

图 1: 汇顶科技屏下光学指纹已获 85 款品牌机型商用



资料来源: 汇顶科技, 招商证券

图 2: 汇顶科技入耳检测+触控二合一芯片方案简介



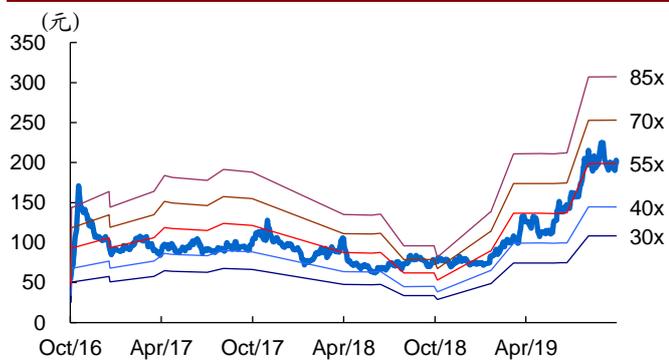
资料来源: 汇顶科技, 招商证券

图 3: 汇顶科技意在构建听觉、触觉、视觉交互的方案组合



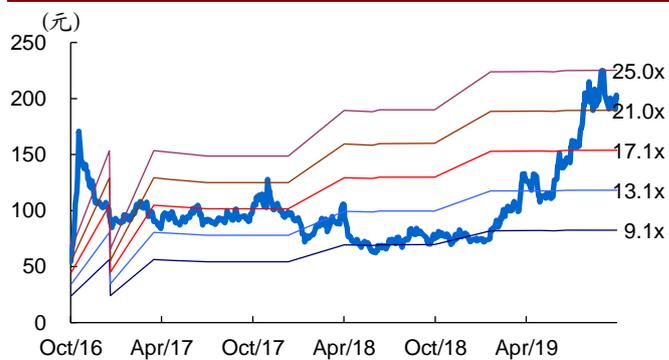
资料来源: 招商证券整理

图 4: 汇顶科技历史 PE Band



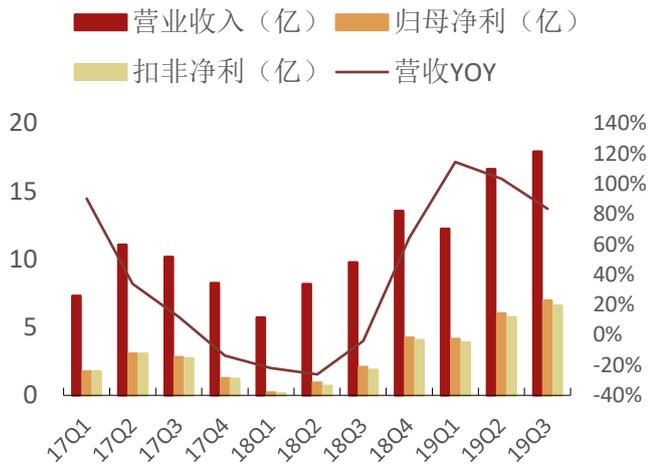
资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 汇顶科技历史 PB Band



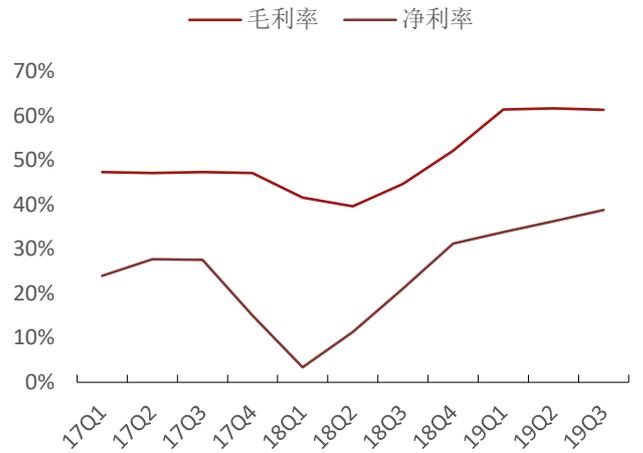
资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6 汇顶科技各季度营收及净利表现



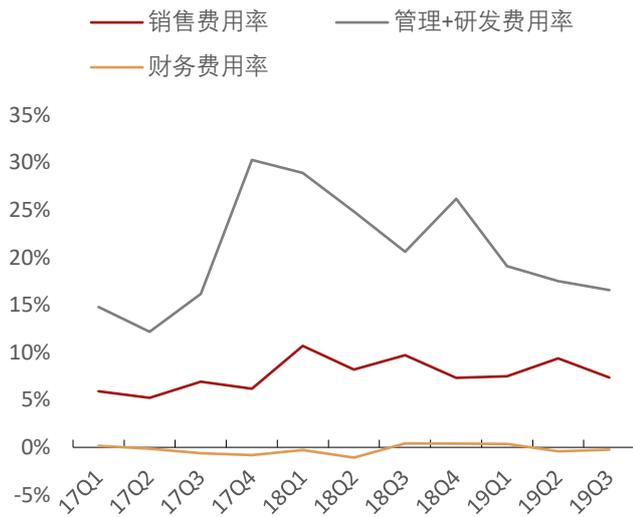
资料来源: Wind, 招商证券

图 7 汇顶科技毛利率及净利率



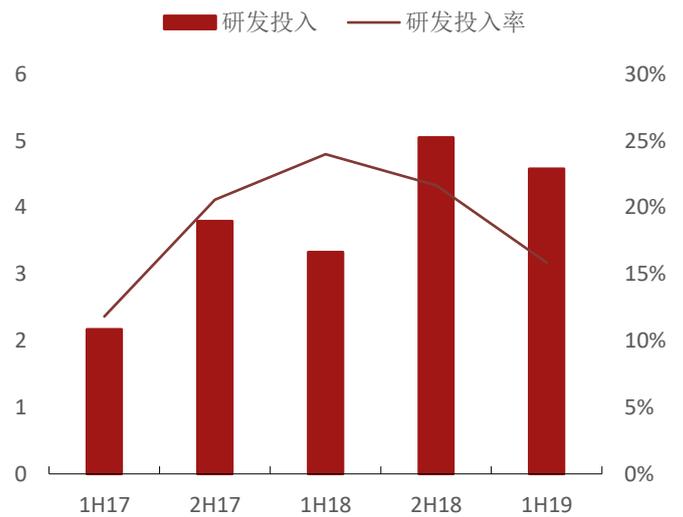
资料来源: Wind, 招商证券

图 8 汇顶科技各季度费用率表现



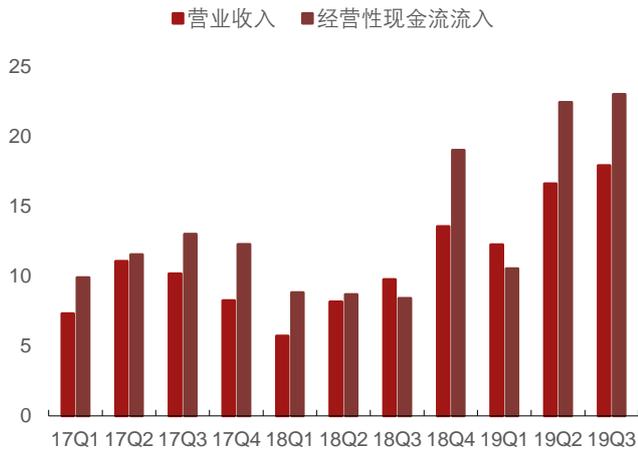
资料来源: Wind, 招商证券

图 9 汇顶科技研发投入 (亿元)



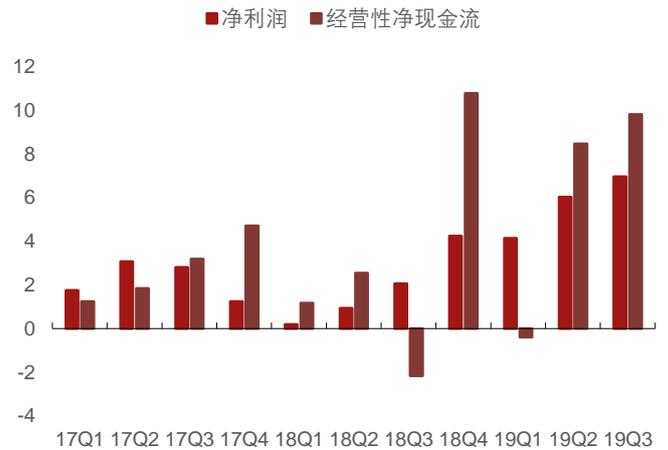
资料来源: Wind, 招商证券

图 10 汇顶科技营业收入及现金流流入对比 (亿元)



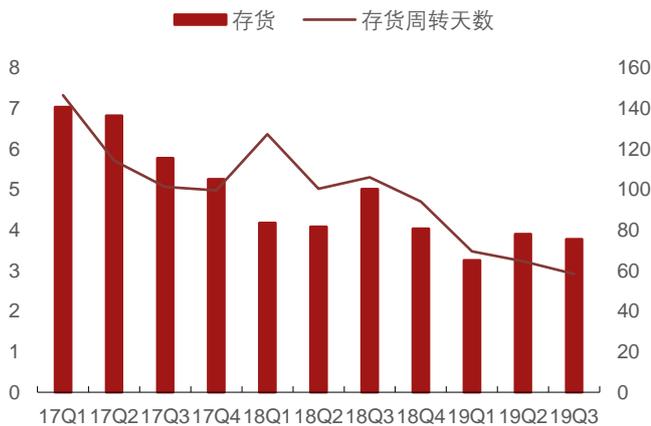
资料来源: Wind, 招商证券

图 11 汇顶科技净利润及净现金流对比 (亿元)



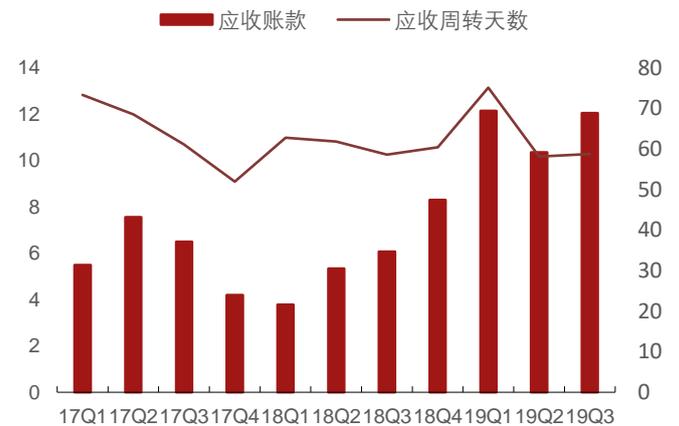
资料来源: Wind, 招商证券

图 12 汇顶科技存货及周转天数对比 (亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

图 13 汇顶科技应收及周转天数对比 (亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4058	4551	6813	8673	10700
现金	1241	583	1414	1496	2164
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	678	210	351	458	547
应收款项	419	830	1344	1751	2097
其它应收款	21	3	30	31	31
存货	526	403	549	859	991
其他	1174	2521	3125	4079	4870
非流动资产	360	794	938	1092	1256
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	160	169	273	386	507
无形资产	63	117	105	94	85
其他	137	508	560	612	665
资产总计	4418	5345	7750	9765	11956
流动负债	912	1208	1404	1679	1854
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	280	322	421	638	768
预收账款	0	0	0	0	0
其他	632	886	982	1042	1086
长期负债	20	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他	20	30	30	30	30
负债合计	932	1238	1434	1709	1884
股本	454	457	457	457	457
资本公积金	828	979	979	979	979
留存收益	2203	2672	4882	6621	8637
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3486	4107	6317	8056	10072
负债及权益合计	4418	5345	7750	9765	11956

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1100	1232	906	850	1496
净利润	887	742	2209	2402	2737
折旧摊销	27	36	36	49	64
财务费用	(2)	3	(14)	(20)	(26)
投资收益	0	(65)	(98)	(87)	(105)
营运资金变动	213	531	(1264)	(1525)	(1190)
其它	(26)	(15)	36	30	16
投资活动现金流	(1216)	(1711)	(89)	(125)	(133)
资本支出	(71)	(363)	(188)	(213)	(238)
其他投资	(1145)	(1348)	98	87	105
筹资活动现金流	263	(185)	14	(642)	(695)
借款变动	201	(335)	0	0	0
普通股增加	9	2	0	0	0
资本公积增加	33	150	0	0	0
股利分配	0	0	0	(663)	(721)
其他	20	(3)	14	20	26
现金净增加额	146	(664)	831	82	668

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3682	3721	6229	8123	9693
营业成本	1947	1779	2471	3864	4460
营业税金及附加	32	39	66	85	102
营业费用	223	322	504	650	775
管理费用	657	86	140	171	204
研发费用	0	838	1031	1300	1696
财务费用	(14)	(1)	(14)	(20)	(26)
资产减值损失	124	100	58	76	91
公允价值变动	0	0	33	3	3
投资收益	0	65	65	85	101
营业利润	960	748	2521	2670	3041
营业外收入	1	0	2	3	3
营业外支出	1	2	3	3	3
利润总额	961	746	2520	2669	3041
所得税	74	4	311	267	304
净利润	887	742	2209	2402	2737
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净	887	742	2209	2402	2737

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	20%	1%	67%	30%	19%
营业利润	9%	-22%	237%	6%	14%
净利润	4%	-16%	198%	9%	14%
获利能力					
毛利率	47.1%	52.2%	60.3%	52.4%	54.0%
净利率	24.1%	20.0%	35.5%	29.6%	28.2%
ROE	25.4%	18.1%	35.0%	29.8%	27.2%
ROIC	25.1%	18.1%	34.8%	29.6%	26.9%
偿债能力					
资产负债率	21.1%	23.2%	18.5%	17.5%	15.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.8	4.9	5.2	5.8
速动比率	3.9	3.4	4.5	4.7	5.2
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	3.6	3.8	5.2	5.5	4.8
应收帐款周转率	6.9	6.0	5.7	5.3	5.0
应付帐款周转率	6.7	5.9	6.6	7.3	6.3
每股资料 (元)					
EPS	1.95	1.63	4.84	5.26	5.99
每股经营现金	2.42	2.70	1.98	1.86	3.28
每股净资产	7.67	8.99	13.83	17.64	22.06
每股股利	0.00	0.00	1.45	1.58	1.80
估值比率					
PE	101.5	121.9	41.0	37.7	33.1
PB	25.8	22.0	14.3	11.2	9.0
EV/EBITDA	93.2	116.5	35.3	33.3	29.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，11年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加盟招商证券，任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16/17年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4/3名，11/12/14/15/16/17/18年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2名，10/14/15/16/17/18年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3名，2018年最具价值金牛分析师。

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。2017年在太平洋证券，2018年加入招商证券，任电子行业分析师。

王淑姬，北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017年4月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

张益敏，上海交通大学工学硕士，2018年在太平洋证券，2019年加入招商电子团队。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数520%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。