2020 年 08 月 18 日
证券研究报告•2020 年半年报点评
虹软科技（688088）

持有（首次）
当前价：69.10 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

屏下指纹放量在即，智能汽车势头可期

投资要点

- **业绩总结：**2020H1，公司实现营收 3.2 亿元，同比增长 14.5%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 23.7%；归母扣非净利润为 0.9 亿元，同比下降 2.7%
- **智能驾驶和 IOT 业务表现亮眼，下半年或将实现加速放量。**2020H1，公司智能驾驶和 IOT 业务在疫情影响下表现亮眼，实现收入 0.36 亿元，较上年全年来看已经实现倍增（该业务 Q1 单季度收入已超过上年全年），营收占比增至 11.5%。智能驾驶视觉业务发展态势良好，受疫情影响上半年车载视觉解决方案需求有所积压，预计下半年随着疫情的缓解需求有望加速释放，驱动公司收入实现高增长。公司智能车载业务已有 DMS、ADAS 等多种方案，产品逐步量产上线，行业地位和业务项目持续稳步提升，目前正与客户定点开发的项目超过 20 个。未来公司将持续加大在智能驾驶业务的投入，力争成为车载视觉一站式解决方案供应商。
- **智能手机视觉业务发展势头良好，多轮驱动下有望维持高增长。**据 IDC 统计，受疫情影响，2020H1 全球智能手机整体出货量约为 5.5 亿台，同比下滑约 13.9%。在智能手机景气度下行的情况下，公司上半年的智能手机业务实现收入 2.7 亿元（达到去年智能手机业务全年收入的 1/2），可谓相当不易。报告期内，公司针对高端旗舰机的多项新技术成功落地，同时扩大了在已出货高中低端智能手机中的产品覆盖，市场渗透率得到进一步提升，目前，双摄、多摄和深摄渗透率提高、5G 加速应用带动换机需求增长、全面屏市场加速发展，多因素驱动公司智能手机视觉业务持续实现高增长。
- **屏下指纹和亮度传感器业务放量在即，为公司打开新的增量空间。**公司发力布局屏下指纹和亮度传感器业务，目前解决方案正在与客户深度整合，已具备量产能力，今年有望实现放量。据 CINNO Research 统计，2019 年全球屏下指纹手机出货量约为 2 亿台，预计至 2024 年有望达到 11.8 亿台，可见屏下指纹市场仍有很大市场空间，这就为公司提供新的增量市场。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.64 元、0.79 元、0.96 元，未来三年归母净利润保持超 22%的复合增速。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**疫情导致手机出货量和销量大幅下滑；双摄及多摄渗透不达预期；募投项目进度或不达预期；技术升级迭代的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	564.48	725.12	998.22	1353.81
增长率	23.23%	28.46%	37.66%	35.62%
归属母公司净利润（百万元）	210.37	261.74	319.98	388.48
增长率	33.52%	24.42%	22.25%	21.41%
每股收益 EPS（元）	0.52	0.64	0.79	0.96
净资产收益率 ROE	8.42%	9.57%	10.57%	11.51%
PE	133	107	88	72
PB	11.23	10.25	9.27	8.31

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.06
流通 A 股(亿股)	2.64
52 周内股价区间(元)	34.79-109.73
总市值(亿元)	281.00
总资产(亿元)	28.97
每股净资产(元)	6.38

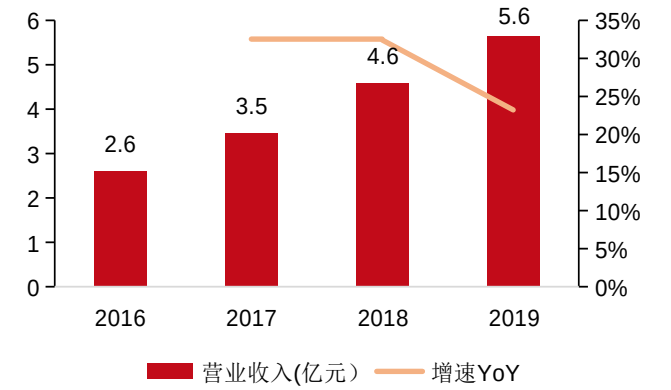
相关研究

1 公司是智能手机 AI 视觉解决方案领军者

虹软科技成立于 2003 年，是国内视觉人工智能产业的先行者。公司是全球最早的影像软件公司之一，在视觉人工智能行业深耕 20 余年，目前已经成长为全球智能手机视觉人工智能算法以及延伸应用技术最大供应商之一。近些年，公司一方面持续深耕智能手机 AI 解决方案领域，扩充其解决方案矩阵，提升技术水平；另一方面，依托视觉算法的底层通用技术，积极进行跨行业拓展，将视觉技术拓展到智能汽车、智能家居、IoT 领域。目前，公司算法产品已经广泛覆盖了主流安卓手机品牌，在高中低端产品中均有大量出货记录，基于与客户的长期合作和对客户需求的深刻理解，公司的市场地位较为稳固。

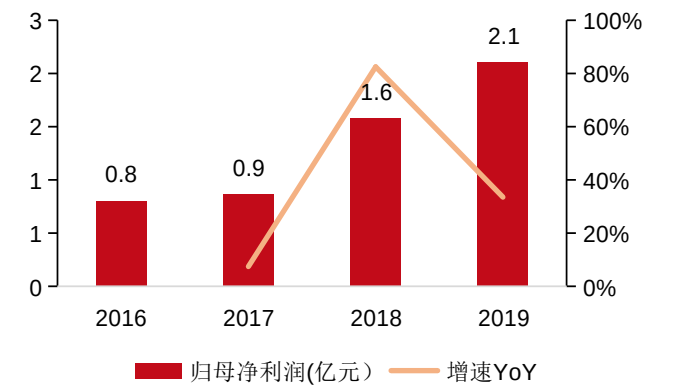
公司营收及净利润均呈稳步增长态势。回顾公司过去几年的业绩情况：2016-2019 年，公司营业收入由 2.6 亿元增长至 5.6 亿元，五年内复合增长率约 21%；其中，2019 年同比增长 23.2%，主要因为公司在单一智能手机客户的产品渗透率稳步提升，智能手机视觉解决方案业务规模持续扩大，以及智能驾驶业务同比实现高增长。同期内，公司归母净利润由 0.8 亿元增长至 2.1 亿元，五年内复合增长率约为 27%；其中，2019 年同比增长 33.5%。再看 2020H1，公司实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 14.5%，主要因为报告期内公司智能驾驶视觉解决方案业务高速发展，销售规模大幅提升；实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 23.7%，主要因为报告期内公司对联营企业登虹科技确认的长期股权投资损失大幅减少（减少 0.13 亿元），以及利用闲置资金投资取得银行理财收益 0.24 亿元。

图 1：公司近五年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司近五年净利润及增速

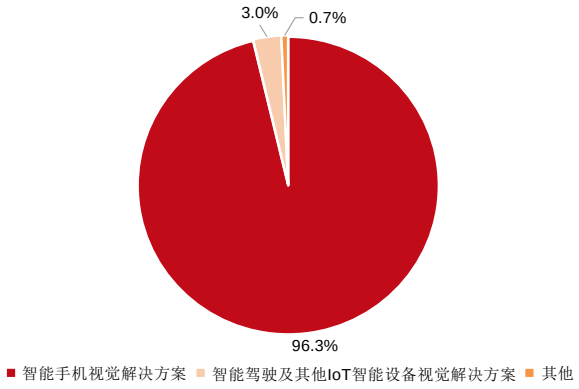


数据来源：公司公告，西南证券整理

从营收结构来看，根据应用场景的不同，公司主营业务主要分为智能手机视觉解决方案，智能驾驶视觉解决方案以及其他 IoT 智能设备视觉解决方案。2019 年，公司智能手机视觉解决方案业务实现收入 5.4 亿元，同比增长 24%，占总营收的 96.3%，是营业收入的主要来源；智能驾驶视以及其他 IoT 智能设备视觉解决方案实现收入 0.2 亿元，同比增长 364%，占总营收的 3%。2020H1，公司智能手机视觉解决方案业务实现收入 2.7 亿元，收入占比为 85.7%；智能驾驶业务在疫情影响下，仍保持稳定快速的市场开拓，实现收入 0.36 亿元，较上年全年来看已实现倍增，营收占比增至 11.5%。

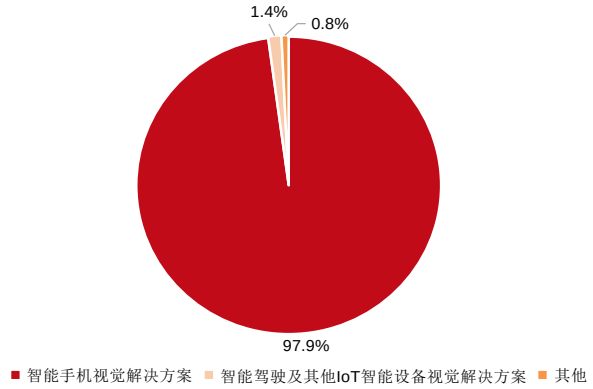
从毛利结构来看，2019 年公司智能手机视觉解决方案业务毛利率为 94.8%，毛利占比约 98%；智能驾驶视以及其他 IoT 智能设备视觉解决方案毛利率为 43.2%，毛利占比约 1.4%。2020H1，公司两大主营业务毛利率相对稳定。由于智能驾驶业务的快速发展，公司智能驾驶视以及其他 IoT 智能设备视觉解决方案毛利占比大幅增长，增至 5.5%。

图 3：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

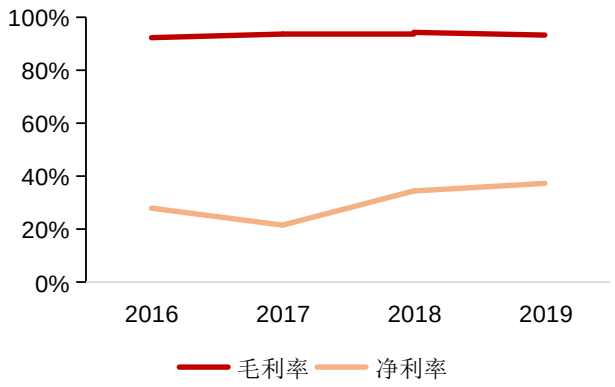
图 4：公司 2019 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

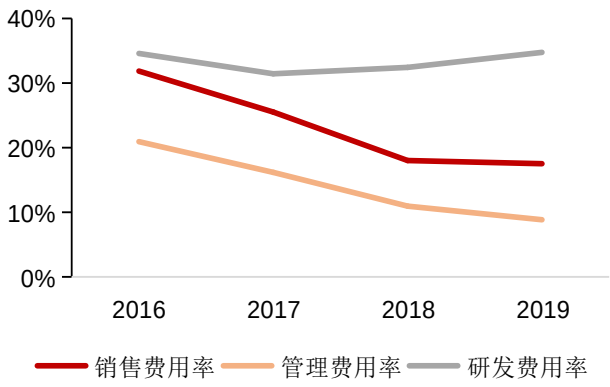
公司整体盈利能力较强，研发投入持续增长。1）利润率方面：公司毛利率常年居于高水平区间，2019 年毛利率为 93%，较去年同期下降 1pp；净利率为 37%，同比增长 2.9pp。整体来看，近四年来公司综合毛利率浮动不大，盈利水平较为稳定。2020H1，公司毛利率为 88.9%，同比下降 5.8pp，主要由低毛利业务占比扩大导致；净利率为 37.5%，同比增长 2.8pp。**2）费用率方面：**2019 年，公司销售费用率为 17.5%，同比下降 0.5pp；管理费用率为 8.8%，同比下降 2pp；研发费用率为 34.8%，同比增长 2.3pp。2020H1，公司销售费用率为 13.2%，同比下降 4.3pp，主要系受新冠疫情影响，报告期内广告宣传费用、销售人员差旅费用减少所致；管理费用率为 11%，同比增长 2.2pp，主要因为报告期内律师、税务咨询等中介机构费增加；研发费用率则较为稳定，变化较小。

图 5：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着手机产业的升级，双摄、多摄和深摄渗透率提升、5G 加速应用带动换机需求增长、全面屏市场加速发展，多因素驱动公司智能手机业务持续实现高增长。基于多因素驱动，参照该业务往年增速，我们预计未来三年公司智能手机视觉业务订单将保持 20%左右的增速。

假设 2：公司在智能汽车领域进行了提前布局，目前汽车等 IoT 领域产品业务营收规模虽小，但未来几年有望进入收获期，实现高速增长。结合 2020H1 智能驾驶及其他 IoT 智能设备视觉业务收入较上年全年翻倍增长，我们预计未来三年该业务占比有望持续增长，有望实现 3%到 30%的跨越。

假设 3：智能驾驶及其他 IoT 智能设备视觉解决方案毛利率相对较低，我们预计未来几年该业务毛利率有所上涨，但仍远低于智能手机视觉业务。基于假设 2，低毛利业务占比增长将导致公司整体毛利率下降。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务营业收入如下：

表 1：公司分产品营收预测

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
智能手机视觉解决方案	收入	543.3	652.0	782.4	923.2
	增速	23.8%	20.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	94.8%	94.9%	95.0%	95.1%
智能驾驶及其他 IoT 智能设备视觉解决方案	收入	17.1	71.7	215.1	430.2
	增速	364.0%	320.0%	200.0%	100.0%
	毛利率	43.2%	52.0%	55.0%	57.0%
其他主营业务	收入	4.1	1.4	0.7	0.4
	增速	-65.7%	-65.0%	-50.0%	-50.0%
	毛利率	97.0%	97.0%	97.0%	97.0%
其他业务	收入	0.0	0.0	0.0	0.0
	增速	-99.8%	-60.0%	-60.0%	-60.0%
	毛利率	67.3%	67.0%	67.0%	67.0%
合计	收入	564.5	725.1	998.2	1353.8
	增速	23.2%	28.5%	37.7%	35.6%
	毛利率	93.3%	90.6%	86.4%	83.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们从虹软科技所在相关领域中选取五家主流可比公司。根据万得一致预期，五家公司 2019 年平均 PE 为 74 倍，2020 年平均 PE 为 93 倍。预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.64 元、0.79 元、0.96 元，未来三年归母净利润保持 22%左右的复合增速。考虑到公司为国内视觉人工智能龙头企业，且由手机向汽车、IoT 领域拓展将打开公司成长空间，我们长期看好公司发展，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002230.SZ	科大讯飞	39.00	0.37	0.51	0.69	0.91	92.54	76.83	56.70	42.87
002405.SZ	四维图新	18.71	0.17	0.17	0.26	0.33	93.11	109.01	72.26	56.55
603039.SH	泛微网络	96.07	0.92	0.86	1.12	1.46	63.48	111.17	85.50	65.91
600588.SH	用友网络	44.92	0.47	0.33	0.42	0.55	60.11	136.48	107.19	81.70
600728.SH	佳都科技	10.40	0.41	0.18	0.34	0.47	58.46	30.59	22.16	58.46
平均值							73.54	92.82	68.76	61.10

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.17 收盘）

3 风险提示

疫情导致手机出货量和销量大幅下滑；双摄及多摄渗透不达预期；募投项目进度或不达预期；技术升级迭代的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	564.48	725.12	998.22	1353.81
营业成本	37.98	67.98	135.94	230.25
营业税金及附加	3.88	4.98	6.85	9.30
销售费用	98.88	124.12	168.37	224.96
管理费用	49.91	311.75	422.17	563.08
财务费用	-23.43	-0.03	1.85	0.38
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-17.14	7.90	5.92	2.76
公允价值变动损益	3.06	40.00	48.00	58.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	224.01	264.23	316.95	386.61
其他非经营损益	21.12	40.12	55.12	65.12
利润总额	245.14	304.35	372.07	451.73
所得税	34.77	42.61	52.09	63.24
净利润	210.37	261.74	319.98	388.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	210.37	261.74	319.98	388.48

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	210.37	261.74	319.98	388.48
折旧与摊销	5.08	4.70	4.70	4.70
财务费用	-23.43	-0.03	1.85	0.38
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	10.81	52.84	114.38	133.78
其他	6.12	-47.90	-51.92	-61.76
经营活动现金流净额	208.94	271.35	388.99	465.58
资本支出	-11.76	0.00	0.00	0.00
其他	-1564.76	43.83	49.43	55.93
投资活动现金流净额	-1576.52	43.83	49.43	55.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1254.86	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-21.04	-30.54	-40.00
其他	2.65	-7.93	-5.63	-6.87
筹资活动现金流净额	1257.51	-28.96	-36.16	-46.86
现金流量净额	-102.48	286.22	402.26	474.64

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1617.59	1903.81	2306.07	2780.72
应收和预付款项	95.50	119.45	167.67	243.29
存货	15.67	10.68	22.06	43.44
其他流动资产	956.07	957.78	960.69	964.48
长期股权投资	11.64	11.64	11.64	11.64
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	18.85	15.19	11.53	7.87
无形资产和开发支出	13.17	12.20	11.24	10.28
其他非流动资产	20.09	24.09	28.50	33.26
资产总计	2748.58	3054.84	3519.41	4094.97
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	229.29	286.99	430.04	613.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	20.03	32.07	63.06	106.15
负债合计	249.32	319.05	493.10	720.01
股本	406.00	406.00	406.00	406.00
资本公积	1871.12	1871.12	1871.12	1871.12
留存收益	236.57	477.27	766.72	1115.20
归属母公司股东权益	2499.26	2735.79	3026.31	3374.95
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2499.26	2735.79	3026.31	3374.95
负债和股东权益合计	2748.58	3054.84	3519.41	4094.97

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	23.23%	28.46%	37.66%	35.62%
营业利润增长率	8.24%	17.95%	19.95%	21.98%
净利润增长率	33.52%	24.42%	22.25%	21.41%
EBITDA 增长率	4.27%	30.75%	20.31%	21.08%
获利能力				
毛利率	93.27%	90.63%	86.38%	82.99%
三费率	22.21%	60.11%	59.34%	58.24%
净利率	37.27%	36.10%	32.06%	28.70%
ROE	8.42%	9.57%	10.57%	11.51%
ROA	7.65%	8.57%	9.09%	9.49%
ROIC	-286.63%	-368.15%	-219.42%	-153.38%
EBITDA/销售收入	36.43%	37.08%	32.41%	28.93%
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.25	0.30	0.36
固定资产周转率	39.96	52.44	98.18	208.07
应收账款周转率	9.08	7.85	8.46	8.42
存货周转率	4.34	5.16	7.82	6.72
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.67%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	9.07%	10.44%	14.01%	17.58%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	10.77	9.27	6.89	5.48
速动比率	10.71	9.23	6.85	5.42
股利支付率	0.00%	8.04%	9.54%	10.30%
每股指标				
每股收益	0.52	0.64	0.79	0.96
每股净资产	6.16	6.74	7.45	8.31
每股经营现金	0.51	0.67	0.96	1.15
每股股利	0.00	0.05	0.08	0.10

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	205.66	268.90	323.51	391.69
PE	133.36	107.18	87.68	72.22
PB	11.23	10.25	9.27	8.31
PS	49.70	38.69	28.10	20.72
EV/EBITDA	123.83	93.63	76.57	62.02
股息率	0.00%	0.07%	0.11%	0.14%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn