2020 年 08 月 24 日

证券研究报告•2020 年中报点评

韦尔股份（603501）电子

买入（首次）

当前价：188.65 元

目标价：243.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

CIS 带动业绩增长，持续开拓下游应用市场

投资要点

- **业绩总结：**公司披露 2020 年中报业绩，公司 2020H1 营收 80.4 亿元，同比增长 41.0%（追溯调整后）；归母净利润 9.9 亿元，同比增长 1206.2%；归母扣非净利润 9.3 亿元，同比增长 5984.3%。
- **2020H1 半导体设计业务快速增长，综合毛利率稳步提升。**公司 2020H1 半导体设计业务营收 68.9 亿元，占比 85.9%，半导体设计业务营收大幅增长系主要系受豪威并表影响，预期将伴随公司产品量产投放而进一步增长。公司 2020H1 综合毛利率超过 30%,其中 Q2 单季为 32.34%，环比提升 0.11pp，远超去年全年毛利率水平。
- **深度布局图像传感器领域，2020H1 公司持续推出新品。**2020H1 公司在手机端推出 OV64B，0.7um 64MP CMOS 支持实时拜耳输出，可使高端机设计支持 64MP 像素的同时更为纤薄；在汽车端推出 Nyxel 技术的 OX03A2S,为外置成像应用设计，能够在弱光环境下检测和识别其他图像传感线无法捕捉的物体。
- **本部芯片设计业务中，积极开发新品，进入网通、安防、物联网及智能家居市场。**MOSFET 产品逐渐进入网通、安防市场；射频方面，公司在 LNA 产品上重新设计研发高低端两款方案，以应对市场差异化需求；物联网及智能家居领域，公司开发了手机、智能音箱、TWS 耳机、智能机器人领域的硅麦产品，其中 TWS 耳机领域公司开发的小尺寸低功耗产品居于国内领先水平；公司产品综合竞争力持续提高。
- **受益下游旺盛需求，光学景气度持续维持高位，看好公司 CMOS 产品国产替代。智能手机端：**多摄发展趋势明确，摄像头数量增长直接带动需求提升；单颗摄像头功能持续升级，当前公司 CMOS 产品 OV48C 已成为小米 10 至尊纪念版的主摄像头，看好公司高端镜头陆续切入客户高端旗舰产品供货，高端镜头结构占比持续渗透提升。**安防及汽车领域：**同时受益功能提升及智能汽车发展趋势下传感器数量及单科价值量提升。在芯片国产替代的趋势下，龙头企业尽享 CIS 行业红利，持续看好公司国产替代之路。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.45 元、3.47 元、4.53 元，未来三年归母净利润 CAGR 将保持 203.2%，由于 2019 年利润基数较低，受豪威并表影响 2020 年利润有大幅增长，但预期公司 2021-2022 年归母净利润仍有 36.0%的复合增速，参考海外半导体企业的成长路径，公司作为国内泛模拟芯片全面布局的“光电龙头”，长期看好公司发展，给予公司 2021 年 70 倍 PE 估值，目标价 243 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**贸易摩擦影响下 3C 需求下滑及订单递延风险；光学赛道技术突破低于预期、行业竞争加速导致产品价格下滑。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13631.67	19476.21	24548.31	29080.56
增长率	243.93%	42.87%	26.04%	18.46%
归属母公司净利润（百万元）	465.63	2112.32	3000.70	3909.61
增长率	235.46%	353.64%	42.06%	30.29%
每股收益 EPS（元）	0.54	2.45	3.47	4.53
净资产收益率 ROE	8.87%	29.19%	29.92%	28.65%
PE	350	77	54	42
PB	20.56	16.35	12.88	10.11

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

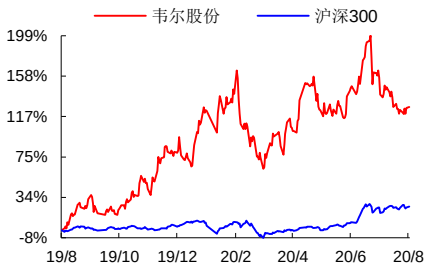
分析师：常潇雅

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：聚源数据

基础数据

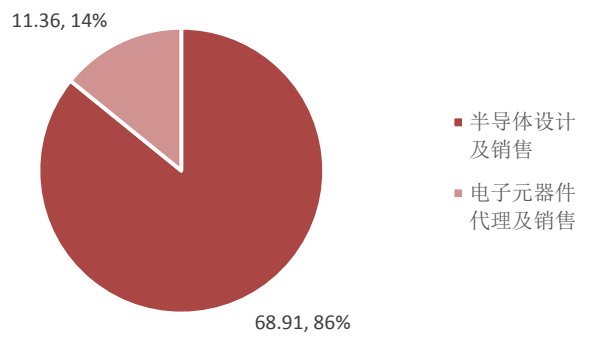
总股本(亿股)	8.64
流通 A 股(亿股)	1.56
52 周内股价区间(元)	85.05-249.7
总市值(亿元)	1629.14
总资产(亿元)	216.11
每股净资产(元)	11.09

相关研究

1 公司为泛模拟芯片全面布局的“光电龙头”

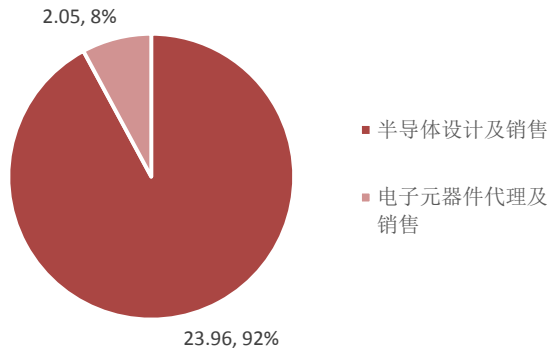
公司成立于 2007 年，总部位于上海张江高科技园区，2017 年于上海证券交易所挂牌上市，自设立之初一直从事半导体产业设计业务和半导体产品分销业务。2019 年公司完成了收购北京豪威及思比科的重大资产重组事项，实现业务涉及“功率+电源+射频+传感”四大领域，业务覆盖半导体设计及销售，在光电领域领先优势显著。

图 1：2020H1 公司各业务营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

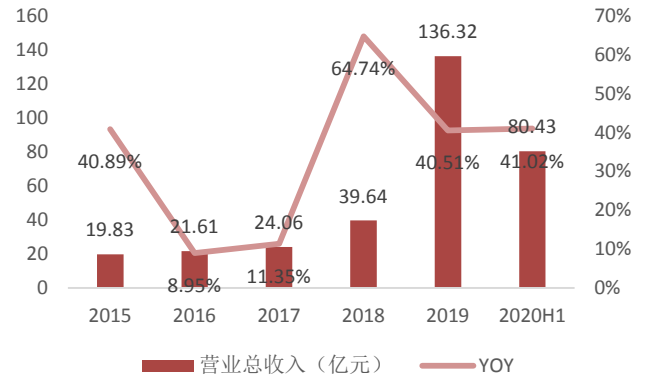
图 2：公司 2020H1 各业务毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

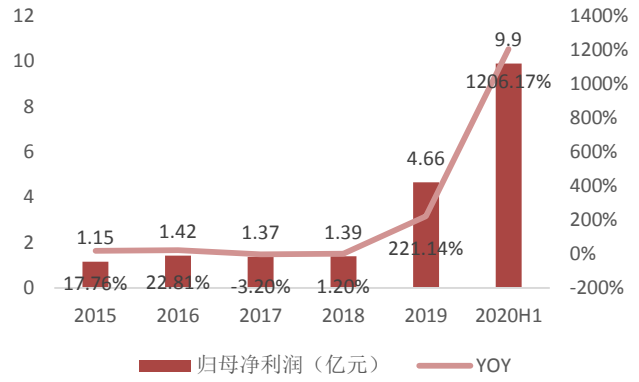
公司业务结构：公司当前营收主要为两块：半导体设计及销售、电子元器件代理及销售。营收结构：2020H1 公司半导体设计及销售业务收入为 68.9 亿元，同比增长 42.7%，占总营收 85.9%%，为公司当前营收的主要来源；电子元器件代理及销售收入为 11.4 亿元，同比增长 32.5%，营收占比为 14.1%；**毛利占比：**公司半导体设计及销售业务毛利为 24.0 亿元，毛利占比 92.1%，为公司毛利大头；电子元器件代理及销售毛利为 2.0 亿元。占比 7.9%，由于半导体设计设计及销售毛利率水平较高，为 34.7%，毛利占比较营收占比进一步提升。

图 3：公司 2015 年至今营收增长情况（亿元）



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：公司 2015 年至今归母净利润增长情况（亿元）



数据来源：Wind、西南证券整理

公司业绩情况：2015 以来，公司营收及归母净利润整体保持增长态势，2019 年营收和归母净利润增速开始加快，主要系公司 2019 年完成对北京豪威、思比科的收购业绩并表。公司营收自 2015 年的 19.8 亿到 2019 年的 136.3 亿，CAGR 达到 62.0%，公司外延式收购扩张带来营收规模的迅速扩大。公司归母净利润从 2015 年的 1.2 亿元到 2019 年的 4.7 亿元，CAGR 为 41.9%，公司收购并表带来的归母净利润增长也十分显著。

2 盈利预测及估值

关键假设：

假设 1：半导体设计及销售：公司半导体设计及销售业务主要分为两块：图像传感器领域及其他半导体芯片领域。

1） 图像传感器领域：该业务主要以收购北京豪威及思比科而成为公司当前的主营业务，伴随新品的不断突破（例如：64M），逐渐向各大品牌商实现供货，且在手机摄像头数量向多摄发展的明确趋势下，预期 2020-2021 年将迎来放量增长，2022 年将依旧保持较好增长。预期 2020-2022 年订单额增长分别为 55%/30%/20%,受益高端产品占比结构渗透率持续提升，毛利率水平分别为 33%/35%/37%。

2） 其他半导体芯片领域：公司当前此块较为重要的产品为电源 IC、TVS 及 MOSFET，预期公司产品伴随国产替代，仍将保持稳定增长，预期 2020-2022 年订单额均按 15%增速增长，毛利率水平保持 33%左右。

假设 2：电子元器件代理及销售：假设业务保持稳定增长，2020H1 毛利率水平为 12.02%，2020-2022 年订单额均保持 10%的增速增长，毛利率水平保持稳定 12%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
半导体设计及销售：CMOS	收入	9778.85	15157.22	19704.38	23645.26
	增速	-	55.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	30.82%	33.00%	35.00%	37.00%
半导体设计及销售：其他	收入	1617.86	1860.54	2139.62	2460.56
	增速	-	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	33.02%	33.00%	33.00%	33.00%
电子元器件代理及销售	收入	2234.96	2458.46	2704.30	2974.73
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	8.32%	12.00%	12.00%	12.00%
合计	收入	13,631.67	19,476.21	24,548.30	29,080.55
	增速	40.51%	42.87%	26.04%	18.46%
	毛利率	8.32%	12.00%	12.00%	12.00%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取同为半导体行业的卓胜微、兆易创新、澜起科技作为可比公司，可比公司 20 年平均 PE 为 86 倍，21 年平均 PE 为 64 倍，我们认为公司当前具有一定的估值优势。

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 2.45 元、3.47 元、4.53 元，对应 PE 分别为 77、54、42 倍，未来三年归母净利润将保持 203.2%的复合增长率。由于 2019 年公司利润基数较低，受豪威并表影响，公司 2020 年利润有大幅增长，但预期公司 2021-2022 年归母净利润仍有 36.0%的复合增速，参考海外半导体企业的成长路径，长赛道优质公司长期发展良好，

公司作为国内泛模拟芯片全面布局的“光电龙头”，长期看好公司发展，给予公司 2021 年 70 倍 PE 估值，目标价 243 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（取 8 月 20 日公司收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300782	卓胜微	379.50	4.97	4.45	6.31	82	85	60
603986	兆易创新	205.90	1.89	2.28	2.99	108	90	69
688008	澜起科技	85.11	0.83	1.02	1.35	86	83	63
平均							86	64

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司数据取 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13631.67	19476.21	24548.31	29080.56
营业成本	9897.71	13565.34	16621.18	19162.86
营业税金及附加	16.78	23.37	29.46	34.90
销售费用	401.51	1168.57	1472.90	1744.83
管理费用	730.62	973.81	1227.42	1454.03
财务费用	274.48	144.32	77.96	10.85
资产减值损失	-248.68	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.78	20.00	20.00	20.00
公允价值变动损益	60.54	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	785.11	3620.80	5139.39	6693.09
其他非经营损益	-0.65	-10.00	-10.00	-10.00
利润总额	784.46	3610.80	5129.39	6683.09
所得税	79.18	361.08	512.94	668.31
净利润	705.28	3249.72	4616.45	6014.78
少数股东损益	239.64	1137.40	1615.76	2105.17
归属母公司股东净利润	465.63	2112.32	3000.70	3909.61

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	705.28	3249.72	4616.45	6014.78
折旧与摊销	577.80	296.68	298.23	299.01
财务费用	274.48	144.32	77.96	10.85
资产减值损失	-248.68	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-3868.56	193.69	-928.53	-537.18
其他	3365.02	-194.42	38.14	-39.38
经营活动现金流净额	805.34	3689.99	4102.25	5748.08
资本支出	-4016.10	-300.00	-300.00	-300.00
其他	2288.26	243.05	2.50	4.37
投资活动现金流净额	-1727.84	-56.95	-297.50	-295.63
短期借款	54.48	-1653.18	1.00	1.00
长期借款	886.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	5904.26	0.00	0.00	0.00
支付股利	-82.02	-55.88	-316.85	-450.10
其他	-5642.61	-208.06	-2476.96	-9.45
筹资活动现金流净额	1120.11	-1917.11	-2792.81	-458.56
现金流量净额	195.37	1715.92	1011.94	4993.89

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3160.60	4876.52	5888.46	10882.35
应收和预付款项	2902.44	4224.43	4998.15	5589.18
存货	4366.45	5139.54	6168.09	7204.13
其他流动资产	451.18	275.09	295.67	366.95
长期股权投资	24.38	24.38	24.38	24.38
投资性房地产	153.61	77.13	84.71	90.31
固定资产和在建工程	1679.74	1579.15	1477.01	1374.09
无形资产和开发支出	3959.86	4078.17	4196.47	4314.77
其他非流动资产	777.97	773.58	769.18	764.79
资产总计	17476.22	21047.98	23902.12	30610.96
短期借款	1654.18	1.00	2.00	3.00
应付和预收款项	2359.22	3288.32	4022.93	4661.59
长期借款	928.00	928.00	928.00	928.00
其他负债	4579.44	5699.50	3518.41	4022.92
负债合计	9520.85	9916.82	8471.34	9615.51
股本	863.66	863.66	863.66	863.66
资本公积	6649.54	6649.54	6649.54	6649.54
留存收益	1044.41	3100.85	5784.70	9244.20
归属母公司股东权益	7926.39	9964.78	12648.63	16108.13
少数股东权益	28.98	1166.38	2782.14	4887.32
股东权益合计	7955.38	11131.17	15430.77	20995.45
负债和股东权益合计	17476.22	21047.98	23902.12	30610.96

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	243.93%	42.87%	26.04%	18.46%
营业利润增长率	549.80%	361.19%	41.94%	30.23%
净利润增长率	509.67%	360.77%	42.06%	30.29%
EBITDA 增长率	665.39%	148.07%	35.79%	26.97%
获利能力				
毛利率	27.39%	30.35%	32.29%	34.10%
三费率	10.32%	11.74%	11.32%	11.04%
净利率	5.17%	16.69%	18.81%	20.68%
ROE	8.87%	29.19%	29.92%	28.65%
ROA	4.04%	15.44%	19.31%	19.65%
ROIC	16.09%	32.28%	40.88%	47.53%
EBITDA/销售收入	12.01%	20.86%	22.47%	24.08%
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.01	1.09	1.07
固定资产周转率	15.12	12.48	16.44	20.65
应收账款周转率	7.97	6.44	6.39	6.59
存货周转率	3.32	2.58	2.72	2.68
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.86%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	54.48%	47.12%	35.44%	31.41%
带息债务/总负债	27.12%	9.38%	11.00%	9.72%
流动比率	1.43	1.81	2.65	3.12
速动比率	0.86	1.17	1.71	2.19
股利支付率	17.62%	2.65%	10.56%	11.51%
每股指标				
每股收益	0.54	2.45	3.47	4.53
每股净资产	9.18	11.54	14.65	18.65
每股经营现金	0.93	4.27	4.75	6.66
每股股利	0.09	0.06	0.37	0.52

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1637.38	4061.80	5515.58	7002.95
PE	349.91	77.13	54.30	41.67
PB	20.56	16.35	12.88	10.11
PS	11.95	8.37	6.64	5.60
EV/EBITDA	99.97	39.51	28.47	21.71
股息率	0.05%	0.03%	0.19%	0.28%

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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@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