新时代证券-研究所晨报（20200618）

● 公司研究

韦尔股份：进军 CIS 初战告捷，半导体巨头开启光学新征程

公司成功收购北京豪威和思比科，进军成长赛道 CIS 市场给公司带来估值和利润的双重弹性。多因素驱动市场爆发式增长，CIS 行业市场空间广阔。豪威科技与思比科主营业务均为 CIS 研发和销售，并购完成后，IC 设计成为公司核心业务。随着高端产品占比的逐步提升，公司正在迎来业绩和行业竞争力的拐点。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入别为 192.83/246.67/297.57 亿元，归母净利润分别为 22/30/37 亿元，按 6 月 15 日收盘价对应 2020-2022 年 PE 分别 68.4/51.7/41.5 倍。维持“强烈推荐”评级。

中文在线：立足数字内容受益免费阅读发展，出海业务及有声内容为新增长点

中文在线成立 20 载，深耕数字版权内容，营收主要由文化与教育业务构成。品牌、产品、价格、渠道重塑，市场成长路径逐步清晰。网文行业发展迅速，公司旗下创作平台优质，输出海量内容资源。海外互动阅读 Chapters 表现亮眼，战略投资英文网文平台。有声市场持续高速增长，公司为国内最大内容提供商。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 0.81/1.19/1.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.11/0.16/0.24 元，当前股价对应 2020 年-2022 年 PE 分别为 67、46 和 31 倍。首次覆盖给予“推荐”评级首次覆盖予以“推荐”评级。

● 行业研究

电动车产业链技术研究专题系列二：硅基负极，高能量密度锂离子电池首选

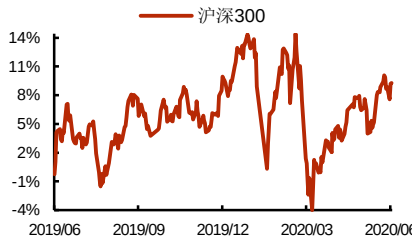
石墨负极潜力挖掘完全，硅基负极材料最具商业化前景。目前，碳包覆氧化亚硅、纳米硅碳是商业化程度最高的两种硅基负极材料。量产企业有国内的贝特瑞、天目先导、杉杉等。硅基负极材料产业化时间短；国际上日企领先，国内贝特瑞领先。贝瑞特于 2017 年实现量产出货，现已成功进入松下-特斯拉供应链。

风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

张美慧（联系人）
zhangmeihui@xsdzq.cn
证书编号：S0280117090011

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
医药生物	2.38%	休闲服务	-1.7%
钢铁	2.36%	电气设备	-0.75%
国防军工	1.61%	家用电器	-0.51%
农林牧渔	1.1%	建筑材料	-0.5%
传媒	0.87%	房地产	-0.48%

相关报告

《进军 CIS 初战告捷，半导体巨头开启光学新征程》2020-06-16

《立足数字内容受益免费阅读发展，出海业务及有声内容为新增长点》2020-06-17

《硅基负极，高能量密度锂离子电池首选》2020-06-17

内容目录

1、 公司研究 3
1.1、 韦尔股份：进军 CIS 初战告捷，半导体巨头开启光学新征程 3
1.2、 中文在线：立足数字内容受益免费阅读发展，出海业务及有声内容为新增长点 3
2、 行业研究 4
2.1、 电动车产业链技术研究专题系列二：硅基负极，高能量密度锂离子电池首选 4

1、 公司研究

1.1、 韦尔股份：进军 CIS 初战告捷，半导体巨头开启光学新征程

并购完成，公司切入 CIS 市场，维持“强烈推荐”评级。公司成功收购北京豪威和思比科，进军成长赛道 CIS 市场给公司带来估值和利润的双重弹性。我们认为在手机多摄渗透率提升和应用场景增多的背景下，豪威作为 CIS 领先厂商，将充分受益于光学产业大发展浪潮。公司原有 IC 设计业务也将与豪威形成协同，看好公司未来发展前景。考虑到新业务并表，预计公司 2020-2022 年营业收入别为 192.83 亿元、246.67 亿元、297.57 亿元，归母净利润分别为 22/30/37 亿元，按 6 月 15 日收盘价对应 2020-2022 年 PE 分别 68.4/51.7/41.5 倍。维持“强烈推荐”评级。

多因素驱动市场爆发式增长，CIS 行业市场空间广阔。CIS 是光学模组成本最高的核心部件，占摄像头模组整体成本的 52%。CIS 下游行业应用广泛，市场需求持续爆发，据 ICInsights 数据，2018 年 CIS 销售额为 142 亿美元，2013-2018 年复合增长率为 13.9%，预计到 2023 年全球 CIS 销售额将到 215 亿美元，2018-2023 年复合增长率为 8.7%。CIS 具有手机、计算机、安防、汽车、工业等丰富应用场景，其中手机是 CIS 最大终端用户市场。我们认为手机多摄和汽车、安防、工业等新应用将是未来 5 年 CIS 市场增长的主要推动力，预计到 2023 年汽车、安防、工业 CIS 销售额分别为 32/20/18 亿美元，5 年复合增长率分别为 29.7%/19.5%/16.1%。公司作为行业领先厂商将充分受益于行业需求的增长。

产品体系完备，高阶产品量产助力 CIS 龙头再起航。豪威科技与思比科主营业务均为 CIS 研发和销售，并购完成后，IC 设计成为公司核心业务。豪威科技是位于索尼、三星之后的全球第三大 CIS 供应商，技术水平全球领先。通过并购公司实现了在 CIS 领域高中低端产品全体系覆盖：豪威已先后实现了 48M/64M 的多款产品量产，与头部厂商技术差距正在逐步缩小，随着高阶的产品量产出货和品牌客户的导入，公司产品结构显著改善，利润率水平大幅改善。随着高端产品占比的逐步提升，我们认为公司正在迎来业绩和行业竞争力的拐点。

风险提示：国产化进度不及预期；CIS 下游发展不及预期；竞争加剧风险。

1.2、 中文在线：立足数字内容受益免费阅读发展，出海业务及有声内容为新增长点

立足数字内容，文学+教育双翼飞翔。中文在线成立 20 载，深耕数字版权内容，营收主要由文化与教育业务构成，文化占比约 90%。2018、2019 游戏业务资产减值拖累业绩，2020Q1 首次一季度盈利，业绩显现拐点。品牌、产品、价格、渠道重塑，市场成长路径逐步清晰。

网文行业发展迅速，公司旗下创作平台优质，输出海量内容资源。网文发展迅速，2020 年市场规模超 200 亿元，版权收入大幅增加。2018 年以来免费阅读规模迅速增长，截至 2019Q4 用户规模达到 2.5 亿人。公司原创平台包括 17K 小说网、汤圆创作、四月天文学网，持续产出优秀作品。首创“全媒体出版”模式，向多终端、全媒体分发数字阅读产品，渠道覆盖三大电信运营商及众多主流阅读平台，为免费阅读提供大量优质内容。

海外互动阅读 Chapters 表现亮眼，战略投资英文网文平台。Wuxiaworld 公司旗下 Chapters 互动阅读平台聚焦海外女性用户，2019 年注册用户数超 1500 万，实现收入 2.97 亿元，同比增长 155.99%，已成为中文在线重要增长引擎。2018 年公

司战略投资海外最大的中国网文网站 Wuxiaworld，持股 30%。Wuxiaworld2019 年实现营收 3663.33 万元，同比增长 59.15%，实现净利润 1167.89 万元，同比增长 74.8%。

有声市场持续高速增长，公司为国内最大内容提供商。2019 年网络音频行业市场规模达 175.8 亿元，保持 30%以上增速。网络文学在有声书作品中占比七成左右，占据市场头部。公司旗下鸿达以太为国内最大有声内容提供商，目前拥有 123 万部（集），28 万小时有声书资源。

看好公司自有平台持续产出优质网文，作为内容供应商受益免费阅读发展，互动阅读、网文出海表现亮眼，网文有声值得期待，给予“推荐”评级。公司旗下 17K 等网文平台持续产出优质作品，通过版权分发向各类阅读平台输出版权，充分受益免费阅读的快速发展。海外互动阅读 Chapters 及网文出海 Wuxiaworld 表现亮眼，网文有声发展迅速，公司旗下鸿达以太为国内最大有声内容提供商。预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 0.81/1.19/1.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.11/0.16/0.24 元，当前股价对应 2020 年-2022 年 PE 分别为 67、46 和 31 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：免费阅读发展不及预期，有声市场增速放缓，海外互动阅读竞争加剧，网文出海需求增速下降等。

2、 行业研究

2.1、 电动车产业链技术研究专题系列二：硅基负极，高能量密度锂离子电池首选

石墨负极潜力挖掘完全。电芯能量密度和负极材料的克容量成正相关关系。目前，高端石墨克容量已经达到 360-365mAh/g，接近理论克容量 372mAh/g。因此从负极材料角度看，电芯能量密度的提升需要开发出具有更高克容量的负极材料。

硅基负极材料最具商业化前景。硅基负极材料中 Si 与 Li+产生合金化反应，最高克容量可达 4200mAh/g，是石墨的 10 倍多。且硅还具有较低的电化学嵌锂电位（约 0.4Vvs.Li/Li+），不存在析锂问题、储量丰富等优点，是非常具有潜力的下一代高能量密度锂离子电池负极材料。

硅基负极材料产业化关键点：体积剧烈变化和不稳定的 SEI 膜。在充放电过程中，硅锂合金的生成与分解伴随着巨大的体积变化，最大膨胀可达 320%，而碳材料只有 16%。剧烈的体积变化导致如下的挑战：硅颗粒破裂粉化、负极活性物质从电极片上脱落、因粉化和脱落引起固相电解质层（SEI 膜）持续形成。目前，主要通过材料设计（硅的纳米化、对硅进行碳包覆、加入氧化亚硅等）和电池体系优化（选用电解液添加剂 FEC 和 VC 等、负极材料粘接剂 CMC-SBR 和聚丙烯酸锂等、导电剂的优化）等来应对。

碳包覆氧化亚硅、纳米硅碳商业化程度高。硅基负极材料制备方法多，且较石墨的制备工艺更复杂，产品尚未达到标准化。目前，碳包覆氧化亚硅、纳米硅碳是商业化程度最高的两种硅基负极材料。量产企业有国内的贝特瑞、天目先导、杉杉等，海外的日本信越化学、大阪钛业、日立化成、昭和电工和韩国大洲等。

硅基负极材料产业化时间短；国际上日企领先，国内贝特瑞领先。日本日立、汤浅等企业从 2015 年开始陆续将硅基负极应用到消费电池和动力电池中，促进了硅基负极材料产业化应用。国内方面，根据高工锂电的调研，能够量产硅基负极材

料的企业不超过 3 家，其中，贝特瑞国内领先，于 2017 年实现量产出货，现已成功进入松下-特斯拉供应链。

投资建议：受益公司有负极材料龙头、硅基负极领域领先的贝特瑞，开启硅基负极产业化的杉杉股份，人造石墨龙头、推进硅基负极产业化的璞泰来。

风险提示：疫情对新能源汽车需求的影响，硅基负极产业化应用不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/