

2019年10月31日

# 新品持续落地，CIS 龙头业绩逐步兑现

## 韦尔股份(603501)

### 事件概述

公司发布 2019 年前三季度业绩报告，本次报告合并收购 OV 财务数据（同一控制下企业合并追溯调整），2019 年前三季度实现营收 94.06 亿元，同比增加 39.93%，实现净利润 3.79 亿元，实现归属于上市公司股东净利润 1.35 亿元，两者差距较大主要系会计核算影响。费用端来看，2019 年前三季度研发费用为 9.33 亿元相比去年同期 4.3 亿元（不包含 OV 1-4 月份数据）有较大幅度提升，计提 2.24 亿元减值损失，同时三费大幅度提升。

### ► 光学赛道下，CIS 国产龙头迎快速增长

光学行业景气度持续，依据 IHS Markit 统计数据，预计 2019 年镜头出货量为 44.62 亿颗，2020 年和 2021 年增长率分别为 15.0%、10.1%，分别为 51.31 亿颗、56.50 亿颗。我们认为在行业处于明显上升通道情况下优质龙头标的有望迎快速的增长。IC Insights 数据指出，OV 切入全球 O-S-D（光电传感分立器件）领域前十，OV 此前作为 CMOS 图像传感器领域的集大成者，预计未来将依托本土供应链、在新产品/新客户驱动下再次成为 CIS 领域的领头羊，于黄金赛道中获得技术产品市场份额的突破。

### ► 新品如期发布，业绩逐步兑现

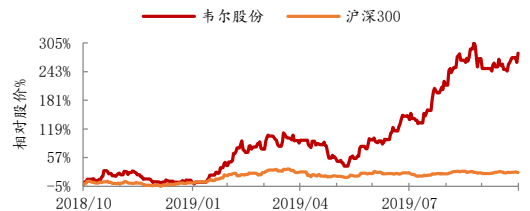
公司持续不断的推出创新性的产品（32M/48M），在手机/汽车/安防等多个领域内不断发力，伴随着新产品及技术的突破，公司有望逐渐提升自身的市场占有率及公司的核心竞争力和产业话语权，在手机领域内提升高像素产品的比例。我们认为在进口替代加速的大环境背景下，公司作为 CIS 芯片设计领域的龙头企业有望充分受益，持续坚定看好公司的长期投资价值！

### ► 韦尔半导体聚焦功率与模拟 IC，受益国产替代

韦尔自研业务，包含了功率半导体（包括 TVS/MOSFET/肖特基二极管等）、模拟 IC（包括 LDO/DC-DC/led 背光驱动/开关等）、直播芯片、射频、硅麦等，2007 年公司创办开始一直深耕于半导体设计业务，在分立器件、模拟 IC 中的 LDO 产品等，公司均处于行业领先地位，TVS 系列产品具备国际竞争力。我们认为，在国产替代趋势下韦尔半导体本部业务有望迎来新一轮的发展机遇。

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	155.0
最新收盘价:	107.45
股票代码:	603501
52 周最高价/最低价:	113.6/28.16
总市值(亿)	928.00
自由流通市值(亿)	151.01
自由流通股数(百万)	140.54



分析师: 孙远峰  
邮箱: sunyf@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080005

分析师: 王海维  
邮箱: wanghw1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519090003

### 相关研究

1. 光学黄金赛道下 CIS 龙头谋快速突破

2019.10.09

### 投资建议

此前模型营收及净利润预测数据尚未考虑合并 0V，三季度公司报表体现合并，我们预计 2019~2021 年韦尔股份（本部+0V）整体营收分别由 161.2 亿元、213.5 亿元、284.8 亿元调整至 161.2 亿元、213.6 亿元、276.7 亿元（考虑本部分销业务营收影响），同比增长 306.66%、32.50%、29.54%；新产品陆续出货增强盈利能力、同时不考虑会计核算因素影响，预计实现归属于母公司股东净利润（本部+0V）由 10.67 亿元、17.21 亿元、24.1 亿元调整为 11.1 亿元、20.6 亿元、28.2 亿元，对应 2019~2021 年 PE 分别为 83.78 倍、45.0 倍、32.96 倍。根据 wind 最新数据统计，2020 年国内领先 IC 设计公司平均相对 PE 为 67 倍，我们给予目标公司 2020 年相对 EPS 70 倍 PE 调整至 65 倍 PE，对应目标总市值由 1204 亿元上调至为 1339 亿元，按照增发后总股本 8.64 亿股计算，目标价由 139.4 元上调至 155.0 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

光学赛道创新低于预期、智能终端出货低于预期、新产品突破低于预期、半导体新品突破低于预期、客户拓展低于预期、行业竞争加剧带来价格压力等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2405.92	3963.51	16118.00	21357.00	27666.00
YoY	11.35%	64.74%	306.66%	32.50%	29.54%
归母净利润(百万元)	137.16	138.80	1107.73	2062.20	2815.61
YoY	-3.20%	1.20%	698.05%	86.17%	36.53%
毛利率	20.54%	23.41%	26.40%	26.20%	25.60%
每股收益(元)	0.16	0.16	1.28	2.39	3.26
ROE	11.63%	8.49%	35.76%	39.68%	35.14%
市盈率	676.60	668.57	83.78	45.00	32.96

数据来源：wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3963.51	16118.00	21357.00	27666.00	净利润	115.68	1582.47	2170.74	2963.80
YoY (%)	64.74%	306.66%	32.50%	29.54%	折旧和摊销	40.23	428.19	447.82	474.22
营业成本	3035.62	11862.85	15761.47	20583.50	营运资金变动	-229.54	-4989.03	-1622.53	-1272.11
营业税金及附加	12.10	17.73	23.49	30.43	经营活动现金流	5.40	-2582.46	1460.49	2567.19
销售费用	86.42	451.30	555.28	719.32	资本开支	-85.18	-5455.98	-33.50	-92.50
管理费用	445.00	644.72	961.07	1244.97	投资	-1448.44	497.29	0.00	0.00
财务费用	52.87	196.15	334.36	269.00	投资活动现金流	-1545.82	-4868.69	-33.50	-92.50
资产减值损失	90.10	248.74	55.64	46.53	股权募资	9.25	408.00	0.00	0.00
投资收益	2.79	0.00	0.00	0.00	债务募资	1089.37	8678.78	-596.11	-2607.06
营业利润	120.82	1660.75	2279.99	3114.79	筹资活动现金流	1163.07	8788.76	-975.14	-2969.31
营业外收支	1.96	5.00	5.00	5.00	现金净流量	-377.35	1337.61	451.85	-494.63
利润总额	122.78	1665.75	2284.99	3119.79					
所得税	7.10	83.29	114.25	155.99	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	115.68	1582.47	2170.74	2963.80	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	138.80	1107.73	2062.20	2815.61	营业收入增长率	64.74%	306.66%	32.50%	29.54%
YoY (%)	1.20%	698.05%	86.17%	36.53%	净利润增长率	1.20%	698.05%	86.17%	36.53%
每股收益	0.16	1.28	2.39	3.26	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	23.41%	26.40%	26.20%	25.60%
					净利率	2.92%	9.82%	10.16%	10.71%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	总资产收益率 ROA	3.02%	6.91%	11.46%	15.04%
货币资金	440.74	1778.35	2230.20	1735.57	净资产收益率 ROE	8.49%	35.76%	39.68%	35.14%
预付款项	124.68	481.49	662.42	851.93	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	918.75	3900.11	4318.21	4793.42	流动比率	<b>0.89</b>	<b>0.83</b>	<b>1.17</b>	<b>1.87</b>
其他流动资产	1099.64	3319.17	4633.11	5568.08	速动比率	0.53	0.45	0.68	1.06
流动资产合计	2583.82	9479.13	11843.94	12949.01	现金比率	0.15	0.16	0.22	0.25
长期股权投资	576.47	26.47	26.47	26.47	资产负债率	64.25%	77.66%	67.82%	53.25%
固定资产	215.36	1555.74	1574.02	1572.19	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	75.32	1006.75	740.66	468.27	总资产周转率	1.07	1.56	1.26	1.51
非流动资产合计	2016.05	6554.04	6147.23	5773.01	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	4599.87	16033.17	17991.17	18722.02	每股收益	0.16	1.28	2.39	3.26
短期借款	1599.70	9278.48	7682.37	4075.31	每股净资产	1.89	3.59	6.02	9.28
应付账款及票据	380.20	1625.05	1943.19	2142.94	每股经营现金流	0.01	-2.99	1.69	2.97
其他流动负债	928.29	500.85	528.78	703.15	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2908.20	11404.38	10154.35	6921.40	<b>估值分析</b>				
长期借款	42.00	1042.00	2042.00	3042.00	PE	668.57	83.78	45.00	32.96
其他长期负债	5.29	5.29	5.29	5.29	PB	15.52	29.96	17.86	11.58
非流动负债合计	47.29	1047.29	2047.29	3047.29					
负债合计	2955.49	12451.67	12201.64	9968.69					
股本	455.81	863.81	863.81	863.81					
少数股东权益	8.83	483.57	592.10	740.29					
股东权益合计	1644.38	3581.50	5789.53	8753.33					
负债和股东权益合计	4599.87	16033.17	17991.17	18722.02					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

王海维：华西证券研究所电子行业分析师，华东师范大学硕士，曾就职于安信证券，2019年8月加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。