

业绩高速增长，产品持续升级



核心观点

- **业绩高速增长:**上半年,公司实现营收 80.4 亿元,同口径同比增长超过 40%,其中半导体设计营收 68.9 亿元,同口径同比增长 43%;实现归母净利润为 9.9 亿元,同口径同比增长 12 倍以上;剔除两次股票/股权激励影响后,归母净利润为 10.8 亿元,同比增长 566%。公司上半年研发投入近 10 亿元,半导体设计业务研发投入占该业务营收比例超过 14%。二季度单季营收和归母净利润分别为 42.2 和 5.4 亿元,毛利率维持在 32.4%的较高水平。
- **摄像头产品持续升级,国内龙头受益显著:**1)手机摄像头持续升级,高端机型已开始采用后置五摄,主摄像素基本在 40M 以上,双主摄也已用于华为、Oppo 的旗舰机型。公司推出的 0.7um 小像素 64M 的 OV64B 具有手机设计纤薄、性价比高等突出优势,有望在中高端安卓手机上获得广泛应用。2)公司持续升级 Nyxel 技术,实现 CIS 在低光甚至无光的情况下运行,940nm 波长的近红外成像量子效率达 50%,发布了汽车首款 Nyxel 技术的图像传感器,具有 2.5M 像素和 3.2 微米像素尺寸,提高了弱光环境下的安全性能。3)韦尔也通过子公司芯仑布局了动态视觉传感器,有望在手机、家电、AR/VR 人体追踪、机器人、ADAS 等领域广泛应用。4)公司拟发行 30 亿元可转换债,主要用于:a)晶圆测试与重构生产线项目将新增 12 寸晶圆测试 42 万片和晶圆重构 36 万片的年产能,缓解市场高景气时的产能瓶颈。b)CIS 产品升级项目将分别投入 6.3 和 5.7 亿元用于汽车和安防 CIS 的研发,有望形成年均 19 亿元的营收。
- **其它芯片业务健康发展:**在电源管理芯片领域,公司在国内率先开发出各种高性能 LDO,用于超高像素手机摄像头 CIS 供电、IoT 等领域,实现高端产品的进口替代,并实现稳定量产。过压保护芯片在面积、性能和成本等方面优势突出。在 TVS 领域,公司的超低电容静电保护芯片能实现对国外 SemTech、安森美等公司的进口替代,消费类的出货量稳居国内第一。在信号接口领域,模拟开关和数字开关种类丰富,可用于 USB、eDP、HDMI、Thunderbolt 等高速接口、HiFi 音频等。在触控和显示驱动集成芯片(TDDI)领域,上半年公司的特殊技术实现低端手机的全面屏设计,已开始量产。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 2.65/3.75/4.84 元,参考可比公司 21 年 65 倍估值,上调目标价至 243.5 元(原目标价为 221.25 元),维持买入评级。

风险提示

- 高端 CIS 研发不及预期;手机 CIS 市占率下滑;疫情带来的不确定性;功率器件研发不及预期。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,964	13,632	19,361	24,814	30,093
同比增长(%)	64.7%	243.9%	42.0%	28.2%	21.3%
营业利润(百万元)	121	785	2,500	3,551	4,600
同比增长(%)	-8.6%	549.8%	218.4%	42.1%	29.5%
归属母公司净利润(百万元)	139	466	2,291	3,236	4,178
同比增长(%)	1.2%	235.5%	391.9%	41.3%	29.1%
每股收益(元)	0.16	0.54	2.65	3.75	4.84
毛利率(%)	23.4%	27.4%	30.3%	30.4%	30.5%
净利率(%)	3.5%	3.4%	11.8%	13.0%	13.9%
净资产收益率(%)	9.9%	9.7%	24.5%	26.4%	26.9%
市盈率	1,138.5	339.4	69.0	48.8	37.8
市净率	96.6	19.9	14.6	11.5	9.1

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月20日)	183元
目标价格	243.5元
52周最高价/最低价	249.7/83.39元
总股本/流通A股(万股)	86,358/15,638
A股市值(百万元)	158,035
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2020年08月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.02	-15.94	-3.17	116.34
相对表现	-0.92	-15.92	-22.07	92.81
沪深300	0.94	-0.02	18.90	23.53



资料来源:WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuajian@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514050005

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888*6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人

李庭旭

litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

一季度同比高增长,毛利率大幅提升: 2020-04-24

豪威突破高端有望重塑手机 CIS 格局,韦 2020-04-17

尔设计与分销协同性高:

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 2.65/3.75/4.84 元，参考可比公司 21 年 65 倍估值，上调目标价至 243.5 元（原目标价为 221.25 元），维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2020/8/20	每股收益(元)			市盈率		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
兆易创新	603986	205.90	1.29	2.23	2.84	159.71	92.26	72.44
卓胜微	300782	380.00	2.76	4.42	6.16	137.58	86.02	61.70
澜起科技	688008	85.11	0.83	1.04	1.39	103.08	82.06	61.19
圣邦股份	300661	303.66	1.13	1.80	2.53	268.11	168.40	119.85
汇顶科技	603160	190.10	5.07	5.36	6.50	37.48	35.47	29.24
华润微	688396	50.20	0.33	0.63	0.75	152.31	80.03	66.53
	最大值					268.11	168.40	119.85
	最小值					37.48	35.47	29.24
	平均数					143.04	90.71	68.49
	调整后平均					138.17	85.09	65.46

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

高端 CIS 研发不及预期；手机 CIS 市占率下滑；疫情带来的不确定性；功率器件研发不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	441	3,161	3,175	3,810	5,408	营业收入	3,964	13,632	19,361	24,814	30,093
应收票据及应收账款	978	2,551	3,623	4,643	5,631	营业成本	3,036	9,898	13,500	17,282	20,918
预付账款	125	326	463	594	720	营业税金及附加	12	17	41	53	64
存货	919	4,366	4,455	5,703	6,903	销售费用	86	402	542	694	842
其他	121	477	488	498	508	管理费用及研发费用	572	2,013	2,465	2,898	3,373
流动资产合计	2,584	10,881	12,204	15,248	19,170	财务费用	53	274	261	254	219
长期股权投资	576	24	24	24	24	资产减值损失	90	312	63	93	89
固定资产	215	1,588	1,954	2,244	2,309	公允价值变动收益	(1)	61	0	0	0
在建工程	0	92	552	656	457	投资净收益	3	1	1	1	1
无形资产	75	1,334	1,067	800	534	其他	5	8	11	11	11
其他	1,149	3,558	3,018	2,996	2,974	营业利润	121	785	2,500	3,551	4,600
非流动资产合计	2,016	6,596	6,616	6,720	6,298	营业外收入	3	6	50	50	50
资产总计	4,600	17,476	18,820	21,968	25,468	营业外支出	1	6	2	2	2
短期借款	1,600	1,654	1,300	1,100	900	利润总额	123	784	2,548	3,599	4,648
应付票据及应付账款	380	1,882	1,350	1,728	2,092	所得税	7	79	257	363	469
其他	928	4,070	3,782	3,526	3,269	净利润	116	705	2,291	3,236	4,178
流动负债合计	2,908	7,606	6,432	6,354	6,261	少数股东损益	(23)	240	0	0	0
长期借款	42	928	1,553	1,887	1,787	归属于母公司净利润	139	466	2,291	3,236	4,178
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.16	0.54	2.65	3.75	4.84
其他	5	987	0	0	0						
非流动负债合计	47	1,915	1,553	1,887	1,787	主要财务比率					
负债合计	2,955	9,521	7,985	8,241	8,048		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	9	29	29	29	29	成长能力					
股本	456	864	864	864	864	营业收入	64.7%	243.9%	42.0%	28.2%	21.3%
资本公积	502	6,000	6,650	6,650	6,650	营业利润	-8.6%	549.8%	218.4%	42.1%	29.5%
留存收益	662	1,044	3,275	6,167	9,860	归属于母公司净利润	1.2%	235.5%	391.9%	41.3%	29.1%
其他	16	18	18	18	18	获利能力					
股东权益合计	1,644	7,955	10,835	13,727	17,420	毛利率	23.4%	27.4%	30.3%	30.4%	30.5%
负债和股东权益总计	4,600	17,476	18,820	21,968	25,468	净利率	3.5%	3.4%	11.8%	13.0%	13.9%
						ROE	9.9%	9.7%	24.5%	26.4%	26.9%
						ROIC	6.5%	11.7%	17.2%	19.9%	21.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	64.3%	54.5%	42.4%	37.5%	31.6%
净利润	116	705	2,291	3,236	4,178	净负债率	73.9%	23.5%	16.8%	7.5%	0.0%
折旧摊销	38	949	347	447	540	流动比率	0.89	1.43	1.90	2.40	3.06
财务费用	53	274	261	254	219	速动比率	0.55	0.78	1.10	1.38	1.82
投资损失	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	(352)	(3,572)	(1,934)	(2,080)	(2,007)	应收账款周转率	4.7	8.0	6.3	6.0	5.9
其它	153	2,450	(407)	93	89	存货周转率	3.9	3.3	2.7	3.0	2.9
经营活动现金流	5	805	556	1,949	3,020	总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
资本支出	(73)	(3,457)	(829)	(540)	(106)	每股指标(元)					
长期投资	(576)	461	0	0	0	每股收益	0.16	0.54	2.65	3.75	4.84
其他	(896)	1,268	(11)	(11)	(11)	每股经营现金流	0.01	0.93	0.64	2.26	3.50
投资活动现金流	(1,546)	(1,728)	(839)	(551)	(117)	每股净资产	1.89	9.18	12.51	15.86	20.14
债权融资	(10)	3,330	325	34	(400)	估值比率					
股权融资	321	5,906	649	0	0	市盈率	1,138.5	339.4	69.0	48.8	37.8
其他	852	(8,116)	(676)	(797)	(905)	市净率	96.6	19.9	14.6	11.5	9.1
筹资活动现金流	1,163	1,120	298	(763)	(1,305)	EV/EBITDA	753.7	79.5	51.4	37.5	29.8
汇率变动影响	(3)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	919.2	150.7	57.8	42.0	33.1
现金净增加额	(381)	195	15	635	1,597						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

