

20Q4 业绩大超预期，手机 CIS 高景气且汽车 CIS 高增长

——韦尔股份(603501.SH)跟踪报告之五

买入（维持）

当前价：314.60 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

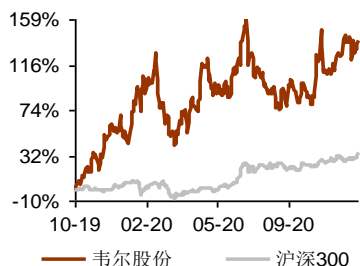
联系人：栾玉民

luanyumin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.68
总市值(亿元)：	2481.34
一年最低/最高(元)：	132.01/314.70
近3月换手率：	73.91%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	24.65	58.75	35.12
绝对	35.02	74.80	66.96

资料来源：Wind

相关研报

内外兼修，君临天下——韦尔股份(603501.SH)投资价值分析报告

2020-12-14

股权激励彰显信心，CIS 龙头未来可期——韦尔股份(603501.SH)跟踪报告之三

2020-9-13

20Q1 再次交出靓丽成绩单，OV 王者归来——韦尔股份(603501.SH)动态跟踪报告

2020-04-23

要点

事件：

2021年1月18日，韦尔股份发布2020年业绩预增公告：公司2020年业绩预期为24.5-29.5亿元，同比增长426%-533%；20年扣非净利润为20.0-25.0亿元，同比增长500%-649%。20Q4扣非净利润为4.14-9.14亿元，同比增长52%-236%，Q4扣非中值为6.64亿元，同比增长144%。

点评：

◆业绩大超预期，半导体景气度持续高企。

韦尔股份2020年业绩预期为24.5-29.5亿元，同比增长426%-533%，均值为27亿元，同比增长479%，4季度单季度7.4-12.4亿净利润，环比增长0.54%-68.48%，均值为10亿元净利润，环比增长35.87%。20年扣非净利润为20.0-25.0亿元，同比增长500%-649%，非经常损益4.5亿元，公司业绩大超预期，半导体高景气度持续。公司2020年非经常性损益增加主要为对产业链上下游以获取技术、原料或渠道为目的的产业投资获取的收益。

◆韦尔股份并购豪威成为全球领先的CIS厂商，内生外延并举卡位A股半导体设计第一龙头。

韦尔成立于2007年，2017年上市。公司早期从事半导体设计和分销业务，2014~2018年陆续并购数字电视SoC、射频前端等公司，并于2019年完成对豪威(OV)的收购，切入CIS赛道；2020年并购Synaptics的TDDI业务，外延战略卡位半导体设计龙头公司。豪威是全球领先的CIS提供商，2019年豪威收入约98亿元/14亿美元，全球市占率约为8%，净利润约11亿元。我们预计韦尔股份2020年收入约206亿元/30亿美元，其中OV贡献收入约23亿美元。

◆手机CIS业务：48M产品之后，豪威的64M产品在手机CIS领域具备极强竞争力。

豪威2020年推出3款64M像素产品，其中OV64B为0.7微米制程具有成本优势，且该产品推出时间领先于竞争对手三星，具有先发优势。随着在2021年手机像素由48M向64M切换，公司在1500-4000元中端手机的主摄渗透率有望不断提升。公司主要客户为国内手机大厂，OPPO、VIVO、小米、H公司均为公司大客户，我们预计公司2021年64M出货量将超过8000万颗，贡献2021年主要收入增量。

◆汽车CIS、VRAR和安防CIS业务成长空间广阔。

汽车CIS是继手机CIS后另一增长点，主要由量价份额三大逻辑支撑。1) 量：数量大幅提升，传统车用量平均2颗，新能源车用量8-16颗左右，单车CIS用量大幅提升；2) 价：传统汽车CIS约2.5美金/颗，未来单颗价值量有望增加30%-50%到数倍，CIS价格大幅增长。3) 份额：韦尔汽车CIS 2020年全球市占率第二，未来有望成为汽车CIS第一龙头，主要系豪威是欧洲汽车CIS的第一龙头，前装认证壁垒高企下很难被其他厂商超越，且豪威拥有大小像素结合技术、在新能源趋势下更适用在车用CIS上，在中国市场和美国市场不断抢占安森美份额，未来有望成为汽车CIS全球第一龙头。

根据Frost&Sullivan, 2024年其它消费电子和安防市场规模约19和8.6亿美元。1) 其它消费电子CIS：OV在全球知名VR大客户获得突破，有望在未来VR/AR的浪潮中深度受益。2) 安防CIS：OV目前在中高端CIS领域，不断抢占索尼的市场份额，在海康、大华中的供货占比也不断提升。

盈利预测、估值与评级：韦尔股份收购豪威后，成为全球领先的 CIS 龙头企业。光学赛道创新不断，量价齐升趋势确定，CIS 行业将保持长期增长，公司不断升级自身技术实力，在手机 CIS 和汽车 CIS 领域持续取得新突破，公司市占率和盈利能力亦不断提升，半导体高景气下，公司业绩有望持续高增长，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别为 28.03、41.10、53.12 亿元，当前市值对应 PE 分别为 97、66、51 倍，维持 ‘买入’ 评级。

风险提示：中美贸易摩擦加剧风险、行业竞争加剧风险。

表 1：韦尔股份盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,964	13,632	20,619	26,014	32,598
营业收入增长率	64.74%	243.93%	51.26%	26.16%	25.31%
净利润 (百万元)	139	466	2,803	4,110	5,312
净利润增长率	1.20%	235.46%	502.02%	46.62%	29.24%
EPS (元)	0.30	0.54	3.25	4.76	6.15
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.49%	5.87%	26.27%	28.35%	27.38%
P/E	1,033	584	97	66	51
P/B	88	34	25	19	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-18

韦尔股份历史报告汇总

公司深度报告

- 1、《韦尔股份 (603501.SH) 投资价值分析报告：内外兼修，王者归来》2020-12-14
- 2、《韦尔股份 (603501.SH) 动态跟踪报告：豪威科技 (OV) 突破 48M 技术，王者归来重塑格局》2019-09-03

公司点评与跟踪

- 3、《48M 王者归来，64M 君临天下——韦尔股份 (603501.SH) 跟踪报告之四》2020-11-24
- 4、《股权激励彰显信心，CIS 龙头未来可期——韦尔股份 (603501.SH) 跟踪报告之三》2020-10-12
- 5、《韦尔股份 (603501.SH) 动态跟踪报告：20Q1 再次交出靓丽成绩单，OV 王者归来》2020-04-23
- 6、《韦尔股份 (603501.SH) 动态跟踪报告：靓丽成绩单的背后，OV 王者归来》2020-04-11
- 7、《H 公司 Mate 30 系列手机发布会点评：多项创新超出预期，H 公司引领 5G 手机换机浪潮》2019-09-19
- 8、《韦尔股份 (603501.SH) 2018 年报和 2019 年一季报点评：价格波动&股权激励费用影响业绩，拟收购豪威科技值得期待》2019-04-28

行业深度报告

- 9、《电子行业 2020 年下半年投资策略：一个世界两套系统，创新重启加速替代》2020-06-23
- 10、《电子行业 2019 年年报和 2020 年一季报总结：半导体、AirPods 和光学业绩靓丽》2020-05-02
- 11、《半导体行业景气周期专题报告：多重创新周期叠加，恰逢 2020》2019-12-05
- 12、《电子行业 2020 年投资策略：涅槃：国产替代进行时》2019-11-26
- 13、《电子行业 2019 年下半年投资策略：美日半导体之战启示，下半年看好半导体和 5G》2019-06-03
- 14、《电子行业 2019 年投资策略破晓：5G、IC、IOT 曙光明朗》2018-12-25
- 15、《大模拟行业深度报告：紧抓黄金发展机遇，国产厂商销售研发并购三力齐发》2018-10-26
- 16、《电子行业 2018 年下半年投资策略：核心技术，关键机遇，大陆电子产业由大变强》2018-06-06

行业点评与跟踪

- 17、《光大证券电子行业周报 (20190901)：2019 年中报梳理，持续推荐 5G 和半导体》2020-09-01
- 18、《光大证券电子行业周报 (20190818)：半导体设计国产替代万花齐放，制造主体集中是趋势》2019-08-18
- 19、《光大证券电子行业周报 (20190810)：H 公司发布鸿蒙 OS 操作系统，科技突围进入攻坚区》2019-08-10
- 20、《光大证券电子行业周报 (20190728)：5G 手机产业链迎来投资机会，半导体值得长期配置》2019-07-28
- 21、《电子行业周报 (20190713)：业绩快报验证半导体国产替代加速，苹果产业链结构性机会值得关注》2019-07-14
- 22、《电子行业科创板估值专题报告：科创板点燃电子产业新引擎，重塑估值新体系》2019-03-20

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,964	13,632	20,619	26,014	32,598
营业成本	3,036	9,898	14,219	17,333	21,647
折旧和摊销	40	544	246	255	267
税金及附加	12	17	21	26	33
销售费用	86	402	571	679	864
管理费用	445	731	1,237	1,445	1,799
财务费用	53	274	225	208	153
研发费用	127	1,282	2,062	2,211	2,934
投资收益	3	1	1	1	1
营业利润	121	785	3,191	4,676	6,041
利润总额	123	784	3,191	4,676	6,042
所得税	7	79	383	561	725
净利润	116	705	2,808	4,115	5,317
少数股东损益	-23	240	5	5	5
归属母公司净利润	139	466	2,803	4,110	5,312
EPS(按最新股本计, 元)	0.30	0.54	3.25	4.76	6.15

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5	805	2,732	4,024	4,777
净利润	139	466	2,803	4,110	5,312
折旧摊销	40	544	246	255	267
净营运资金增加	696	5,784	2,161	1,901	2,604
其他	-869	-5,989	-2,477	-2,242	-3,405
投资活动产生现金流	-1,546	-1,728	-138	-254	-219
净资本支出	-85	-727	-223	-230	-220
长期投资变化	576	24	0	0	0
其他资产变化	-2,037	-1,026	85	-24	1
融资活动现金流	1,163	1,120	-600	-2,422	-1,318
股本变化	0	408	0	0	0
债务净变化	1,096	3,373	-314	-1,933	-754
无息负债变化	225	3,192	925	202	1,049
净现金流	-381	195	1,994	1,349	3,240

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	23.4%	27.4%	31.0%	33.4%	33.6%
EBITDA 率	5.3%	15.7%	12.1%	20.1%	20.1%
EBIT 率	4.3%	11.5%	10.9%	19.1%	19.3%
税前净利润率	3.1%	5.8%	15.5%	18.0%	18.5%
归母净利润率	3.5%	3.4%	13.6%	15.8%	16.3%
ROA	2.5%	4.0%	13.5%	17.9%	18.9%
ROE (摊薄)	8.5%	5.9%	26.3%	28.3%	27.4%
经营性 ROIC	5.0%	10.9%	13.0%	25.7%	28.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	64%	54%	49%	37%	31%
流动比率	0.89	1.43	1.74	2.57	3.30
速动比率	0.57	0.86	1.22	1.98	2.64
归母权益/有息债务	0.99	1.58	2.26	5.21	9.57
有形资产/有息债务	2.60	2.61	3.49	6.68	11.73

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	4,600	17,476	20,835	22,938	28,139
货币资金	441	3,161	5,155	6,503	9,744
交易性金融资产	13	12	12	12	12
应收帐款	883	2,540	3,789	4,781	5,991
应收票据	96	11	0	0	0
其他应收款 (合计)	9	26	41	52	65
存货	919	4,366	4,266	3,813	4,329
其他流动资产	100	282	415	517	643
流动资产合计	2,584	10,881	14,303	16,407	21,654
其他权益工具	0	117	117	117	117
长期股权投资	576	24	24	24	24
固定资产	215	1,588	1,511	1,400	1,292
在建工程	0	92	174	235	282
无形资产	75	1,334	1,307	1,281	1,255
商誉	75	2,249	2,249	2,249	2,249
其他非流动资产	864	176	176	176	176
非流动资产合计	2,016	6,596	6,532	6,532	6,485
总负债	2,955	9,521	10,132	8,401	8,696
短期借款	1,600	1,654	2,087	854	0
应付账款	280	1,882	3,270	3,293	4,113
应付票据	100	0	0	0	0
预收账款	9	128	196	247	310
其他流动负债	0	-887	-1,516	-1,516	-1,516
流动负债合计	2,908	7,606	8,206	6,375	6,570
长期借款	42	928	1,028	1,128	1,228
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	896	896	896	896
非流动负债合计	47	1,915	1,926	2,026	2,126
股东权益	1,644	7,955	10,703	14,537	19,442
股本	456	864	864	864	864
公积金	1,195	6,692	6,972	7,081	7,081
未分配利润	620	1,002	3,465	7,184	12,085
归属母公司权益	1,636	7,926	10,669	14,498	19,399
少数股东权益	9	29	34	39	44

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	11%	5%	6%	6%	6%
财务费用率	1%	2%	1%	1%	0%
研发费用率	3%	9%	10%	9%	9%
所得税率	6%	10%	12%	12%	12%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.18	0.07	0.33	0.48	0.62
每股经营现金流	0.01	0.93	3.16	4.66	5.53
每股净资产	3.59	9.18	12.35	16.79	22.46
每股销售收入	8.70	15.78	23.87	30.12	37.74

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	1033	584	97	66	51
PB	87.7	34.3	25.5	18.7	14.0
EV/EBITDA	690	131	111	52	41
股息率	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳