

韦尔股份(603501)/电子

业绩预增超预期，智能驾驶 CIS 打开长期空间

评级：买入(维持)

市场价格：321

分析师：张欣

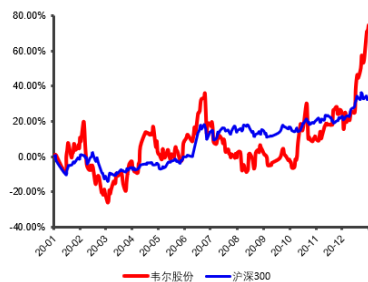
执业证书编号：S0740518070001

Email: zhangxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	868
流通股本(百万股)	784
市价(元)	321.00
市值(百万元)	278499
流通市值(百万元)	251814

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《Q3 业绩超预期，48&64M 新品拉动量价齐升》2020-11-02

《豪威高增速兑现业绩，64M 新品值得期待》2020-04-23

《年报点评：豪威并表，CIS 新品助力格局和业绩共振》2020-04-10

《分销拖累业绩，豪威 48M 主摄重回主战场》2019-09-01

《分销拖累 Q1 业绩，收购豪威稳步推进》2019-04-26

《韦尔股份深度：IC 分销和设计并举，收购豪威进军 CIS 更大市场》

2019-04-15

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,964	13,632	19,156	26,389	31,778
增长率 yoy%	64.74%	243.93%	40.53%	37.76%	20.42%
归母净利润	139	466	2,708	4,086	5,384
增长率 yoy%	1.20%	235.46%	481.58%	50.87%	31.78%
每股收益(元)	0.16	0.54	3.14	4.73	6.23
每股现金流量	0.01	0.93	15.79	3.11	18.19
净资产收益率	8.49%	5.87%	25.25%	21.88%	23.43%
P/E	2,006	598	102	68	51
PEG	8.83	6.21	0.57	0.30	0.53
P/B	170.28	35.14	25.85	14.85	12.06

备注：股价 2021 年 1 月 20 日

投资要点

■ **业绩预告事件**：2021 年 1 月 18 日，公司发布 2020 年年度业绩预增公告，其中 2020 年归母净利润为 24.5-29.5 亿，同比增加 426%到 534%，扣非净利润 20-25 亿元，同比增加 498%到 648%；其中 Q4 单季度实现净利润 7.2 -12.2 亿元，实现扣非净利润 4.14 亿-9.14 亿元。

点评如下：

■ **手机 CIS 受益新品迭代叠加非经营带来业绩超预期**。2021 年 1 月 18 日，公司发布 2020 年年度业绩预增公告，其中 2020 年归母净利润为 24.5-29.5 亿，同比增加 426%-534%，扣非净利润 20-25 亿元，同比增加 498%到 648%；业绩超市场预期，其中非经常性损益增加主要来自于产业链上下游投资所得，而经营性业务快速增长主要是手机 CIS 方面，公司 2020 年发布的 0.7 um 规格 OV64-ABC 系列在 Q4 导入顺利，凭借产品、价格、国产替代等优势实现在手机中低端主摄战场加快渗透，缩小和索尼、三星等国际厂商的差距同时带来量价齐升，业绩迎高速增长。

■ **智能驾驶摄像头超市场预期，豪威 CIS 产品率先卡位**。2021 年 1 月，蔚来及智己汽车陆续发布旗舰智能驾驶汽车方案，其中超感系统包含 11-15 个摄像头数目超预期（特斯拉 Autopilot 8 个摄像头）、800 万像素高清超预期（特斯拉 120 万像素），量&价超预期有望带来汽车 CIS 市场未来 3-5 年随着智能网联 L4 /15 渗透迎来高速爆发。根据 BDO 数据，目前豪威科技在汽车领域市占率约为 29%，仅次于安森美，尤其倒车后视镜摄像头全球第一，公司在 2019 年领先行业发布 800 万像素前向摄像头 OX08A 和 OX08B，具备优异的清晰度、动态范围以及集成的 ASIL-C 功能安全，对 ADAS 和 Level 3+ 级自动驾驶等前视车载应用较为关键，2021 年公司将继续重点布局智能驾驶 CMOS 800M 新产品，深度卡位智能驾驶 CMOS 享受未来 3-5 年行业成长红利。

■ **盈利预测与投资建议**：看好公司在手机领域 64M/48M 产品份额和毛利率提升，以及公司深度卡位智能驾驶 CIS 未来成长等中长期业绩的高增速，由于 2020 年 Q4 业绩预增超预期，我们上调公司 2020/2021 年营收分别为 191 亿、264 亿（上调 2.3%），归母净利润 27.08（上调 15.8%）、40.86 亿（上调 15.7%），同比增长 482%、51%，对应 PE 102/68x，维持“买入”评级。

■ **风险提示事件**：市场规模测算偏差，国产替代不及预期，下游需求放缓风险

图表 1: 韦尔股份财务模型预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,964	13,632	19,156	26,389	31,778	货币资金	441	3,161	15,325	21,111	30,394
增长率	64.7%	243.9%	40.5%	37.8%	20.4%	应收款项	987	2,576	2,895	4,642	4,434
营业成本	-3,036	-9,898	-13,341	-17,985	-21,336	存货	919	4,366	2,304	5,690	3,793
%销售收入	76.6%	72.6%	69.6%	68.2%	67.1%	其他流动资产	237	777	733	989	885
毛利	928	3,734	5,816	8,404	10,442	流动资产	2,584	10,881	21,256	32,432	39,507
%销售收入	23.4%	27.4%	30.4%	31.8%	32.9%	%总资产	56.2%	62.3%	75.5%	83.2%	86.4%
营业税金及附加	-12	-17	-19	-21	-19	长期投资	639	178	220	277	352
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	215	1,588	1,571	1,553	1,531
营业费用	-86	-402	-479	-528	-477	%总资产	4.7%	9.1%	5.6%	4.0%	3.3%
%销售收入	2.2%	2.9%	2.5%	2.0%	1.5%	无形资产	112	1,711	2,003	1,665	1,304
管理费用+研发	-445	-731	-2,395	-3,219	-3,718	非流动资产	2,016	6,596	6,880	6,546	6,243
%销售收入	11.2%	5.4%	12.5%	12.2%	11.7%	%总资产	43.8%	37.7%	24.5%	16.8%	13.6%
息税前利润 (EBIT)	384	2,585	2,923	4,636	6,228	资产总计	4,600	17,476	28,136	38,977	45,750
%销售收入	9.7%	19.0%	15.3%	17.6%	19.6%	短期借款	1,600	1,654	1,815	2,788	0
财务费用	-53	-274	-250	-156	-183	应付款项	1,233	3,139	11,026	12,976	19,037
%销售收入	1.3%	2.0%	1.3%	0.6%	0.6%	其他流动负债	75	2,812	2,812	2,812	2,812
资产减值损失	90	-249	310	220	150	流动负债	2,908	7,606	15,653	18,576	21,849
公允价值变动收益	-1	61	120	80	60	长期贷款	42	928	764	764	0
投资收益	3	1	450	200	100	其他长期负债	5	987	987	987	987
%税前利润	0.7%	0.0%	12.5%	4.0%	1.6%	负债	2,955	9,521	17,405	20,328	22,836
营业利润	424	2,123	3,553	4,979	6,355	普通股股东权益	1,636	7,926	10,724	18,674	22,982
营业利润率	10.7%	15.6%	18.5%	18.9%	20.0%	少数股东权益	9	29	7	-25	-68
营业外收支	2	-1	52	15	15	负债股东权益合计	4,600	17,476	28,136	38,977	45,750
税前利润	426	2,123	3,605	4,994	6,370	比率分析					
利润率	10.7%	15.6%	18.8%	18.9%	20.0%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-7	-79	-299	-501	-728	每股指标					
所得税率	1.7%	3.7%	8.3%	10.0%	11.4%	每股收益 (元)	0.16	0.54	3.14	4.73	6.23
净利润	116	705	2,687	4,053	5,341	每股净资产 (元)	1.89	9.14	12.42	21.62	26.61
少数股东损益	-23	240	-21	-32	-43	每股经营现金净流 (元)	0.01	0.93	15.79	3.11	18.19
归属于母公司的净利润	139	466	2,708	4,086	5,384	每股股利 (元)	0.09	0.09	0.63	0.95	1.25
净利率	3.5%	3.4%	14.1%	15.5%	16.9%	回报率					
						净资产收益率	8.49%	5.87%	25.25%	21.88%	23.43%
现金流量表 (人民币百万元)						总资产收益率	2.51%	4.04%	9.55%	10.40%	11.67%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	投入资本收益率	19.02%	52.66%	32.84%	-646.50%	222.60%
净利润	116	705	2,687	4,053	5,341	增长率					
加: 折旧和摊销	40	578	1,353	1,986	2,010	营业总收入增长率	64.74%	243.93%	40.53%	37.76%	20.42%
资产减值准备	90	312	0	0	0	EBIT增长率	71.91%	876.80%	9.95%	47.52%	32.85%
公允价值变动损失	1	-61	120	80	60	净利润增长率	1.20%	235.46%	481.58%	50.87%	31.78%
财务费用	59	305	250	156	183	总资产增长率	62.83%	279.93%	61.00%	38.53%	17.38%
投资收益	-3	-1	-450	-200	-100	资产管理能力					
少数股东损益	-23	240	-21	-32	-43	应收账款周转天数	78.1	45.6	50.0	50.0	50.0
营运资金的变动	-1,445	203	9,740	-3,376	8,285	存货周转天数	66.6	69.8	62.7	54.5	53.7
经营活动现金净流	5	805	13,699	2,700	15,780	应付账款周转天数	30.7	39.3	35.0	37.2	36.1
固定资本投资	-25	-1,464	-60	-60	-50	固定资产周转天数	18.4	23.8	29.7	21.3	17.5
投资活动现金净流	-1,546	-1,728	-1,371	-1,595	-1,684	偿债能力					
股利分配	-82	-82	-542	-817	-1,077	净负债/股东权益	-91.52%	-129.42%	-149.89%	-130.81%	-125.00%
其他	1,245	1,202	378	5,499	-3,736	EBIT利息保障倍数	5.6	10.5	12.7	30.0	34.0
筹资活动现金净流	1,163	1,120	-164	4,682	-4,813	资产负债率	64.25%	54.48%	61.86%	52.15%	49.92%
现金净流量	-377	198	12,164	5,786	9,283						

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。