

# 韦尔股份 (603501.SH)

## 盈利能力环比向上，龙头开启新征程！

韦尔股份发布 2021 年一季报，营收持续增长，业绩贴近指引上限，公司持续投入研发，不断推出新产品，各业务协同效应凸显，平台型布局开花结果。

公司 2021Q1 实现营收 62.12 亿元，同比增长 62.76%。实现归母净利润 10.41 亿元，同比大幅增长 133.84%，贴近指引上限（yoy 102.29%~142.75%）。一季度扣非净利润 9.44 亿元，同比增长 116.56%（指引 88.47%-129.78%）。

**高效研发转化，盈利能力创新高。**公司 2020Q1 毛利率净利率均创历史新高，一季度毛利率 32.4%，较 2020Q4 提升 2.5%。净利率达到 16.8%，环比增长 3.1%。较去年同期手机 CIS 低端产品火热，当前上涨动力来源于中端产品。公司手机业务市占率持续提升，同时加大高像素、先进制程布局，顺应主摄像头提升及双主摄趋势。TDDI 自去年 Q3 开始涨价，一季度景气持续。

**汽车业务门槛高，公司深耕汽车 15 年，进入过去几年 design win 收获期。**跟现有竞争对手相比，韦尔产业链拥有巨大优势，在竞争对手代工遇到问题情况下，有能力承接其大客户订单。技术上，凭借消费类产品快速迭代优势，可复用到车载产品。

**韦尔 2021 年智能手机 CIS 出货量或超 9 亿颗，智能汽车打开广阔新空间。**2021 年全球智能手机有望重返正增长，疫情积压需求及 5G 换机潮是主旋律。行业多摄趋势不变，2021 年 CIS 市场有望创新高。我们根据 IDC 全球智能手机出货量及各主要厂商市占率进行估算，预计韦尔 2021 年智能手机 CIS 出货量超过 9 亿颗，其中 16M 以下占比超 75%。自动驾驶商业化加速落地，车用 CIS 市场有望成为手机外的另一大 CIS 应用市场。随自动驾驶技术等级升高，我们预计未来单车摄像头数量或达到 11-15 目，推算全球汽车图像传感器或未来五年冲击百亿美元市场空间！韦尔深耕汽车 CIS 超 15 年，位居全球 TOP2 供应商，最有望充分受益行业成长红利，开启新征程。

**韦尔核心在于平台化持续扩张。**公司持续加大研发投入，与头部客户合作研发模式接近国外领先产业链，业务协同效应越发凸显。全年产能有望继续扩张。原有产品线（分立、模拟、射频等）3-5 年有望大幅增长。公司多点布局、多路并进，不断进行重大产品布局拓宽成长空间，马太效应体现，平台型布局逐步开花结果。考虑公司近年业绩持续高增长，CIS 光学赛道持续高景气、行业供不应求、龙头集中、供应链全力支持扩张。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 50.0/65.0/87.8 亿元，对应 PE 为 51.2x/39.4x/29.2x，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，新品研发进展不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,632	19,824	28,923	37,137	46,607
增长率 yoy (%)	243.9	45.4	45.9	28.4	25.5
归母净利润 (百万元)	466	2,706	5,003	6,502	8,784
增长率 yoy (%)	235.5	481.2	84.9	30.0	35.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.54	3.12	5.76	7.49	10.12
净资产收益率 (%)	8.9	23.3	30.7	28.6	28.2
P/E (倍)	550.4	94.7	51.2	39.4	29.2
P/B (倍)	32.3	22.8	16.0	11.5	8.3

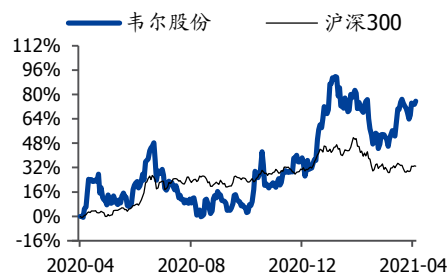
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
04 月 22 日收盘价	295.20
总市值(百万元)	256,272.66
总股本(百万股)	868.13
其中自由流通股(%)	90.42
30 日均成交量(百万股)	3.53

#### 股价走势



#### 作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号：S0680520010001

邮箱：shelingxing@gszq.com

#### 相关研究

- 《韦尔股份 (603501.SH)：业绩持续高速增长，平台化布局开花结果》2021-04-16
- 《韦尔股份 (603501.SH)：科技龙头平台多点开花，再度大超预期》2021-04-07
- 《韦尔股份 (603501.SH)：平台型龙头超预期，Q1 景气继续上行》2021-03-09



财务报表和主要财务比率

资产负债表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10881	13913	22953	26168	35223
现金	3161	5456	9123	11713	14700
应收票据及应收账款	2551	2538	4887	4647	7318
其他应收款	26	45	58	74	92
预付账款	326	151	545	349	773
存货	4366	5274	7891	8935	11890
其他流动资产	451	449	449	449	449
<b>非流动资产</b>	6596	8735	9389	9888	10405
长期投资	24	40	56	72	85
固定资产	1588	1871	2484	2979	3530
无形资产	1711	1989	1955	1911	1853
其他非流动资产	3273	4834	4895	4926	4937
<b>资产总计</b>	17476	22648	32342	36056	45628
<b>流动负债</b>	7606	6845	12393	10332	11798
短期借款	1654	2511	5238	3689	2241
应付票据及应付账款	1882	1559	3140	2866	4567
其他流动负债	4070	2774	4016	3777	4989
<b>非流动负债</b>	1915	4278	3721	3136	2536
长期借款	928	3182	2624	2040	1439
其他非流动负债	987	1096	1096	1096	1096
<b>负债合计</b>	9521	11123	16114	13469	14333
少数股东权益	29	286	259	222	272
股本	864	868	868	868	868
资本公积	6650	7248	7248	7248	7248
留存收益	1044	3962	7971	12929	19556
归属母公司股东权益	7926	11239	15969	22365	31023
<b>负债和股东权益</b>	17476	22648	32342	36056	45628

现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	805	3345	3360	6567	7008
净利润	705	2683	4975	6466	8834
折旧摊销	578	765	669	831	1013
财务费用	274	275	430	477	400
投资损失	-1	-21	-1	-1	-6
营运资金变动	-1233	-691	-2677	-1155	-3173
其他经营现金流	481	333	-36	-49	-60
<b>投资活动现金流</b>	-1728	-2631	-1286	-1279	-1463
资本支出	743	1133	638	483	503
长期投资	-93	-373	-16	-16	-13
其他投资现金流	-1077	-1872	-664	-812	-973
<b>筹资活动现金流</b>	1120	1835	-1571	-1073	-1075
短期借款	54	857	-438	76	35
长期借款	886	2254	-557	-584	-601
普通股增加	408	4	1	0	0
资本公积增加	5496	598	0	0	0
其他筹资现金流	-5725	-1878	-576	-565	-509
<b>现金净增加额</b>	195	2306	503	4215	4470

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	13632	19824	28923	37137	46607
营业成本	9898	13894	18974	24251	30015
营业税金及附加	17	19	58	74	93
营业费用	402	371	550	706	932
管理费用	731	776	1157	1485	1911
研发费用	1282	1727	2458	3194	3868
财务费用	274	275	430	477	400
资产减值损失	-249	-283	-145	-149	-326
其他收益	11	27	0	0	0
公允价值变动收益	61	451	36	49	60
投资净收益	1	21	1	1	6
资产处置收益	-2	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	785	2956	5478	7150	9780
营业外收入	6	44	56	40	42
营业外支出	6	9	6	6	6
<b>利润总额</b>	784	2991	5528	7184	9816
所得税	79	308	553	718	982
<b>净利润</b>	705	2683	4975	6466	8834
少数股东损益	240	-23	-28	-36	49
<b>归属母公司净利润</b>	466	2706	5003	6502	8784
EBITDA	1429	3955	6309	8050	10669
EPS(元)	0.54	3.12	5.76	7.49	10.12

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	243.9	45.4	45.9	28.4	25.5
营业利润(%)	549.8	276.5	85.3	30.5	36.8
归属于母公司净利润(%)	235.5	481.2	84.9	30.0	35.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.4	29.9	34.4	34.7	35.6
净利率(%)	3.4	13.7	17.3	17.5	18.8
ROE(%)	8.9	23.3	30.7	28.6	28.2
ROIC(%)	5.9	16.4	20.7	22.6	24.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.5	49.1	49.8	37.4	31.4
净负债比率(%)	23.6	6.9	-3.6	-23.4	-32.9
流动比率	1.4	2.0	1.9	2.5	3.0
速动比率	0.8	1.2	1.1	1.6	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	7.7	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	8.8	8.1	8.1	8.1	8.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.54	3.12	5.76	7.49	10.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	3.85	3.87	7.56	8.07
每股净资产(最新摊薄)	9.13	12.95	18.39	25.76	35.73
<b>估值比率</b>					
P/E	550.4	94.7	51.2	39.4	29.2
P/B	32.3	22.8	16.0	11.5	8.3
EV/EBITDA	180.7	65.1	40.6	31.2	23.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

## 内容目录

一季度业绩贴指引上限，盈利水平创新高 .....	4
投资建议 .....	7
风险提示 .....	8

## 图表目录

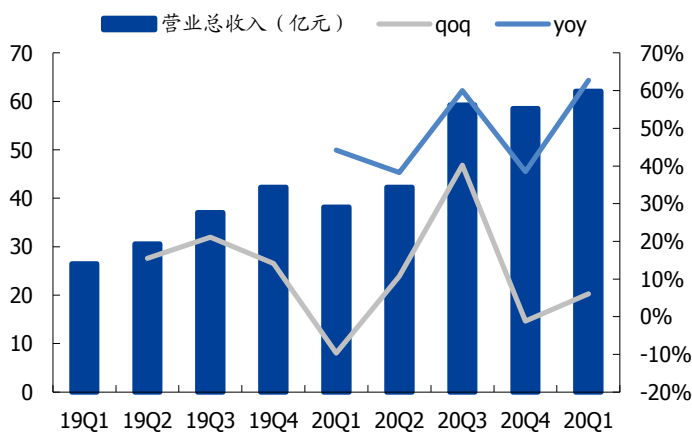
图表 1: 公司季度营收及增速 .....	4
图表 2: 公司季度归母净利润及增速 .....	4
图表 3: 公司毛利率及净利率情况 .....	4
图表 4: CIS 毛利率情况 .....	4
图表 5: 韦尔研发费用情况 .....	5
图表 6: 韦尔研发投入及人均效率 .....	5
图表 7: 公司分产品营收及毛利率情况 (亿元) .....	6
图表 8: 汽车 CIS 市场空间预测 .....	6
图表 9: 2019 年-2023 年不同分辨率车用 CIS 出货量 (万只) .....	6
图表 10: 韦尔打造平台型龙头 .....	7

## 一季度业绩贴指引上限，盈利水平创新高

韦尔股份发布 2021 年一季报，营收持续增长，业绩贴近指引上限，公司持续投入研发，不断推出新产品，各业务协同效应凸显，平台型布局开花结果。

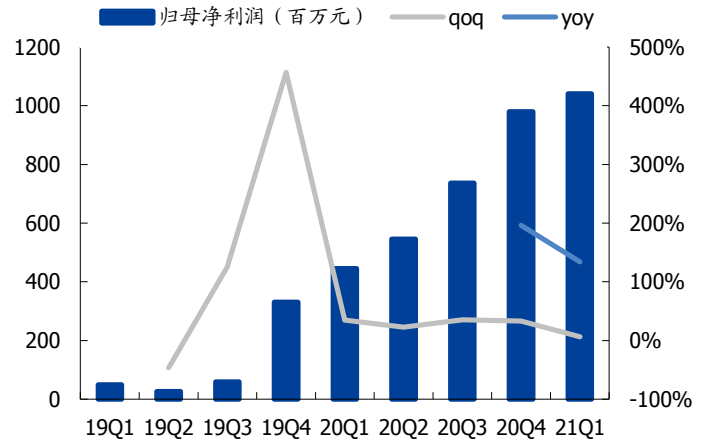
公司 2021Q1 实现营收 62.12 亿元，同比增长 62.76%。实现归母净利润 10.41 亿元，同比大幅增长 133.84%，贴近指引上限（yoy 102.29%~142.75%）。一季度扣非净利润 9.44 亿元，同比增长 116.56%（指引 88.47%-129.78%）。

图表 1: 公司季度营收及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

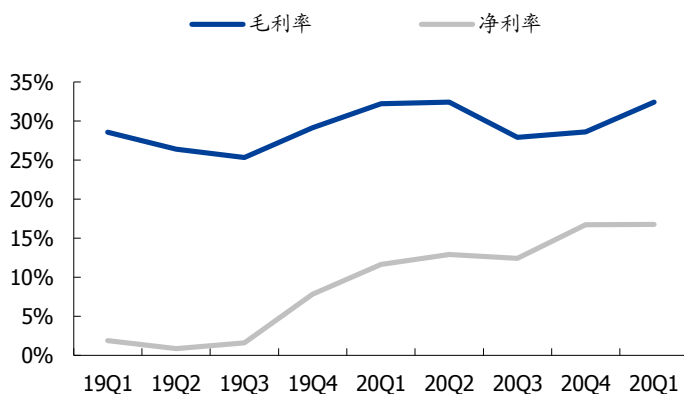
图表 2: 公司季度归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

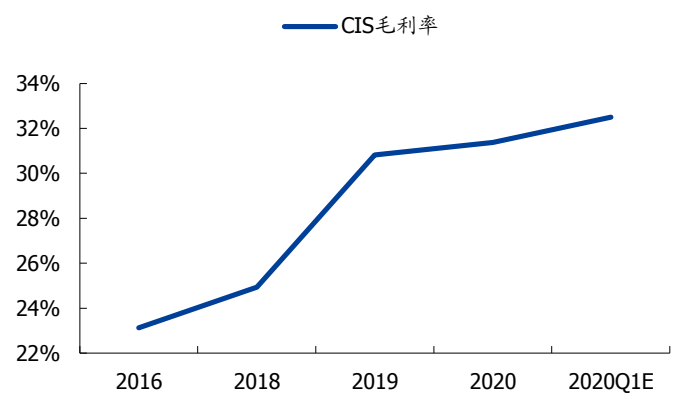
**高效研发转化，盈利能力创新高。**公司 2020Q1 毛利率净利率均创历史新高，一季度毛利率 32.4%，较 2020Q4 提升 2.5%。净利率达到 16.8%，环比增长 3.1%。较去年同期手机 CIS 低端产品火热，当前上涨动力来源于中端产品。公司手机业务市占率持续提升，同时加大高像素、先进制程布局，顺应主摄像头提升及双主摄趋势。TDDI 自去年 Q3 开始涨价，一季度景气持续。

图表 3: 公司毛利率及净利率情况



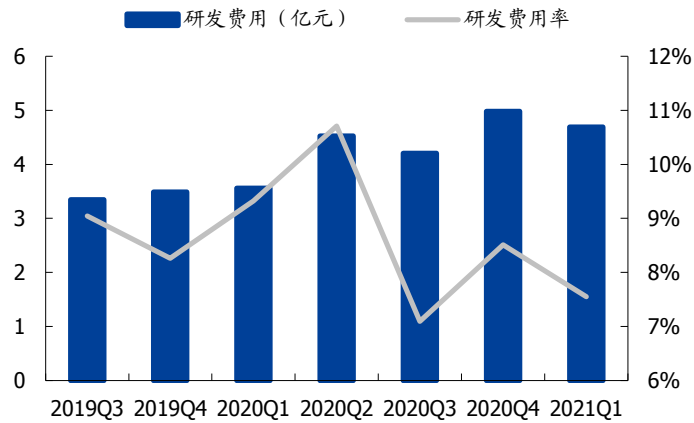
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: CIS 毛利率情况



资料来源: 公司年报及之前收购报告, 2021Q1 为国盛电子预测, 国盛证券研究所

图表 5: 韦尔研发费用情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 韦尔研发投入及人均效率

	2018	2019	2020
研发费用 (亿元)	8.15	12.82	17.27
YOY		57.4%	34.7%
研发费用率	8.40%	9.41%	8.71%
研发投入 (亿元)	1.67	16.94	20.99
研发人员数量 (人)	339	1476	1644
研发人员数量占公司总人数的比例 (%)	36.93%	51.52%	49.95%
营业收入 (亿元)	97.02	136.32	198.24
净利润 (亿元)	1.45	4.66	27.06
人均创收 (万元)	1056.91	475.82	602.32
人均创利 (万元)	15.80	16.25	82.22

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们将韦尔一季度营收进行拆分, 按 2020 年年报及过去营收、毛利率情况进行估计, 预计一季度豪威+思比科, 整体 CIS 营收约 48 亿, 创造历史新高。CIS 毛利率相比四季度继续上提到 32.4%, 我们认为二季度公司 CIS 业务毛利率有望继续提升: 1. 预计二季度产能有望继续增长; 2. 全球代工产能紧张背景下, 一季度成本提升, 二季度公司作为行业龙头, 有望通过提价转嫁成本。

**展望 Q2**, 相比去年同期低端产品火热, 我们预计今年二季度中低像素产品销量有望大幅增长, 估计增幅约为 2-3%。我们估计分销一季度营收约 7 亿元, 公司各业务协同优势逐步体现, 二季度毛利率还有进一步上提空间。估计 TDDI 一季度营收约为 3 亿元, 毛利率超过 60%, 当前全球进一步紧张, 台积电显示驱动缺货 (转到汽车), 因此 TDDI 二季度成长动能更加明显, Q2 TDDI 的利润会进一步体现。

图表7: 公司分产品营收及毛利率情况 (亿元)

	2019 营收	2020 营收	2020 yoy	2020 毛利率	20 较 19 毛 利率变化	2021Q1 营收	2021Q1 毛利率
CIS	97.8	147.0	50.3%	31.4%	0.6%	总约 48 亿	约 32.5%
特定用途集成电路产品 (ASIC)	4.3	3.7	-14.2%	42.3%	8.6%		
微型影像模组封装 (CameraCubeChip)	1.7	1.8	7.1%	64.3%	45.8%		
TDDI		7.4		24.0%		3 亿+	60%+
TVS	4.2	5.0	19.5%	35.4%	-3.1%		
MOS	1.2	1.7	39.6%	30.2%	-6.7%		
电源 IC	2.4	3.8	62.0%	33.9%	1.8%		
射频及微传感	0.9	1.3	37.4%	4.0%	-1.7%		
其他	1.1	1.0	-12.4%	59.4%		其他综合 约 3 亿	其他综合 约 35%
半导体分销	22.3	24.9	11.2%	15.8%	7.4%	约 7 亿	

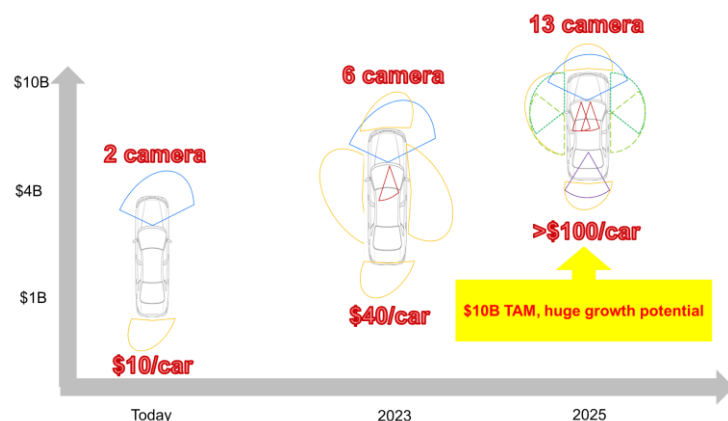
资料来源: 公司公告, 国盛电子预测, 国盛证券研究所

汽车业务门槛高, 公司深耕汽车 15 年, 进入过去几年 **design win** 收获期。跟现有竞争对手相比, 韦尔产业链拥有巨大优势, 在竞争对手代工遇到问题情况下, 有能力承接其客户订单。技术上, 凭借消费类产品快速迭代优势, 可复用到车载产品。

华为布局智能汽车解决方案, 自动驾驶再加速。目前韦尔汽车 CIS 市占率近 30%, 2020 年切入英伟达/Mobileye 平台, 智能驾驶迅速上量 (关键 LFM 技术行业领先), 或受益造车新势力及互联网企业加速智能汽车布局。

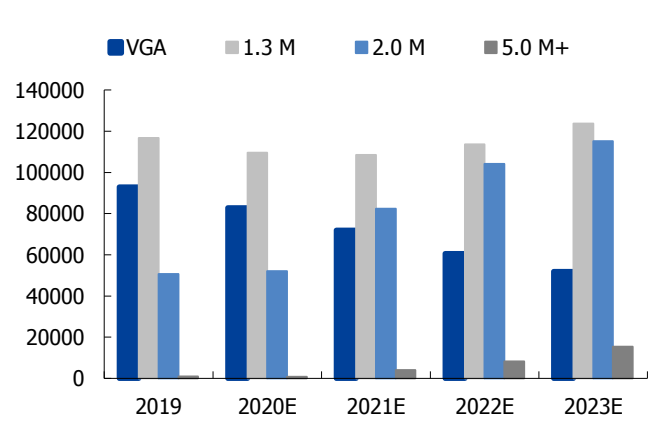
长期来看, 自动驾驶为汽车行业发展大趋势且应用推广不断加速, 车载 CIS 为潜在百亿美元大市场。目前汽车图像传感器均价约为 4-5 美元, 类比手机市场发展趋势, 我们认为未来车载摄像头高端化也将能带动 CIS 价值量逐渐提升, 我们假设每年全球汽车产量在 8000 万到 1 亿辆之间, 未来汽车平均搭载 13 个摄像头的情况下, CIS 单车价值量有望超过 100 美元, 推算下来, **全球汽车图像传感器市场空间将达到近 100 亿美元!**

图表8: 汽车 CIS 市场空间预测



资料来源: 公司官网, 国盛电子测算, 国盛证券研究所

图表9: 2019年-2023年不同分辨率车用CIS出货量(万只)



资料来源: TSR, 国盛证券研究所



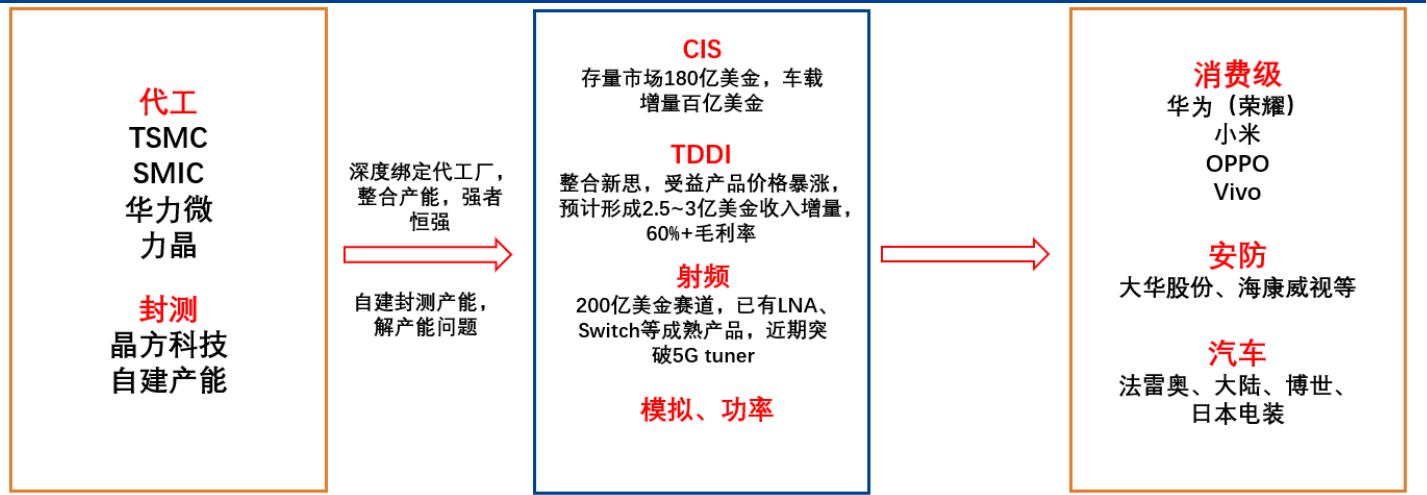
**ARVR 方面**，公司亦有布局且在行业内处于领先地位，有望充分受益行业放量。

**韦尔核心在于平台化的持续扩张。**供给端，公司拥有高效供应链，需求端具备优质终端客户（汽车、手机、安防、医疗等）。公司以 CIS 为核心，平台不断扩张，在 TDDI、模拟、射频领域同样具备龙头竞争力。

- 从 2020 年的经营业绩可以看到，公司 TDDI 业务整合顺利，全年实现超过 7 亿元的营收。当前 8 寸新增产能吃紧，TDDI 价格或开启上涨模式，盈利水平有望提升。根据 Omdia 预测，韦尔占全球 TDDI 市场 8% 份额，我们判断 2021 年韦尔 TDDI 业务有望受惠份额提升迎来高业绩弹性。
- **入股吉迪思，打通传感-触控-显示整条渠道，完善业务版图。**2021 年 1 月 8 日吉迪思变更工商信息，系韦尔股份此前通过现金收购原股东所持有的 65.77% 股权成为公司第一大股东。吉迪思成立于 2015 年，是国内领先且最早研发柔性 AMOLED、AR 及相关智能设备显示主控芯片的设计公司，2016 年于国内率先实现 AMOLED 显示主控芯片量产，2018 年 9 月联手 SMIC 再次率先实现 40nm AMOLED 智能手机显示主控芯片的量产突破。收购 TDDI、入股吉迪思，韦尔将迅速打通传感-触控-显示整条渠道，完善业务版图。
- **不断丰富自研产品类型，射频、模拟、分立器件等赛道多点开花，平台型布局渐显成效。**公司研发体系成熟，在分立器件、电源管理 IC、射频器件及 IC、MEMS 麦克风传感器等领域不断通过内生研发提高技术竞争力，并持续向高端产品布局。

我们认为，公司除了 **CIS**，在 **TDDI**、**模拟**、**射频**等领域均具备龙头实力。公司持续加大研发投入，与头部客户合作研发模式接近国外领先产业链，业务协同效应越发凸显。全年产能有望继续扩张。原有产品线（分立、模拟、射频等）**3-5 年**有望大幅增长。公司多点布局、多路并进，不断进行重大产品布局拓宽成长空间，马太效应体现，平台型布局逐步开花结果。

图表 10: 韦尔打造平台型龙头



资料来源：国盛电子，国盛证券研究所

## 投资建议

考虑到公司近年业绩持续高增长，CIS 光学赛道持续高景气、行业供不应求、龙头集中、供应链全力支持扩张，估值处于历史低位。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 50.0/65.0/87.8 亿元，对应 PE 为 51.2x/39.4x/29.2x，维持“买入”评级。

## 风险提示

**下游需求不及预期:** 韦尔股份（豪威科技）在移动通信领域的产品销售占较大，若该领域的细分市场需求不达预期，将对公司的业绩产生不利影响。

**新品研发进展不及预期:** 新品持续迭代是芯片公司核心竞争力，若公司新产品进展不达预期，有可能会对后续订单、盈利状况产生负面影响。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com