业绩大幅提升，高像素助力新增长

——韦尔股份(603501)公司点评报告

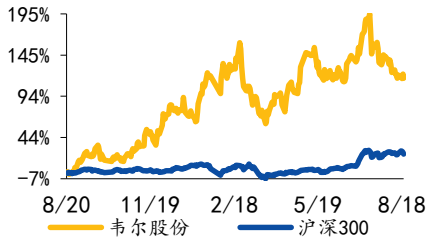
增持|维持

当前价：　183.00 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	249.7 / 83.39
A 股流通股（百万股）：	156.38
A 股总股本（百万股）：	863.58
流通市值（百万元）：	28617.35
总市值（百万元）：	158034.52

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师　贺茂飞

执业证书编号　S0020520060001

电话　021-51097188

邮箱　hemaofei@gyzq.com.cn

联系人　刘堃

电话　021-51097188

邮箱　liukun1@gyzq.com.cn

事件：

公司发布 2020 年半年度报告，上半年实现营业收入 80.43 亿元，同比增长 41.02%，第二季度营业收入 42.26 亿元，环比增长 10.72%；归母净利润为 9.90 亿元，同比增长 1206.17%。

- **公司盈利水平大幅上升，行业龙头地位继续巩固**

公司盈利水平大幅提升，原因在于手机摄像头市场的火爆以及自身盈利能力的不断加强。豪威的加入对公司的经营业绩情况带来较大改善，追溯调整后 2019 年上半年公司的整体毛利率为 27.41%，2020 年上半年则达到 32.34%，叠加各种费用率的降低，公司的营业净利率从 2019 年的 4.65%上升至 2020 年上半年的 12.14%，因此在营业收入同比增长 40%的情况下净利率可产生数倍的增长。伴随着公司 CMOS 图像业务的持续扩大，公司的盈利水平将持续提升，未来发展可期。

- **多领域交叉融合促发展，全方位技术革新赢先机**

上半年公司推出多款引领技术潮流的高端产品。手机端推出 48M 及 64M 的高像素传感器，并率先突破行业最小像素 0.7 微米的技术壁垒。同时，公司融合安防领域夜鹰技术及医疗领域晶圆级光学技术于一体，在车载领域推出最小级别车载摄像头。同时公司围绕 CIS 及 IoT 等领域开发出国际最高端的电源管理芯片。通过各领域的技术的交叉融合，公司有望在新产品的迭代过程中引领行业潮流，奠定公司腾飞基础。

- **手机需求不减，车载领域接力**

在目前的各项领域中，手机领域是图像传感器主要营收部分，而汽车领域具有高速爆发增长的趋势。**目前新上市手机摄像头数量与像素均继续提升，中低端手机快速向后置四摄方案发展，主摄像素以 48M 和 64M 为主流的趋势日益明显。**在汽车市场端，**根据 L3 级别自动驾驶对摄像头功能的需求统计，每辆车在未来有望搭载 15-18 个摄像头。**随着手机市场和汽车市场的发展，公司高端传感器的不断发力，作为图像传感器的龙头企业，韦尔股份将持续扩大市场占有率及行业地位，公司业绩将持续增长。

- **投资建议与盈利预测**

预计 2020-2022 营收 193.36/243.62/308.49 亿元，归母净利润 23.31/32.26/44.43 亿元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 68/49/36 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**

1）下游发展不及预期；2）技术研发不及预期；3）客户拓展不及预期。

附表：盈利预测

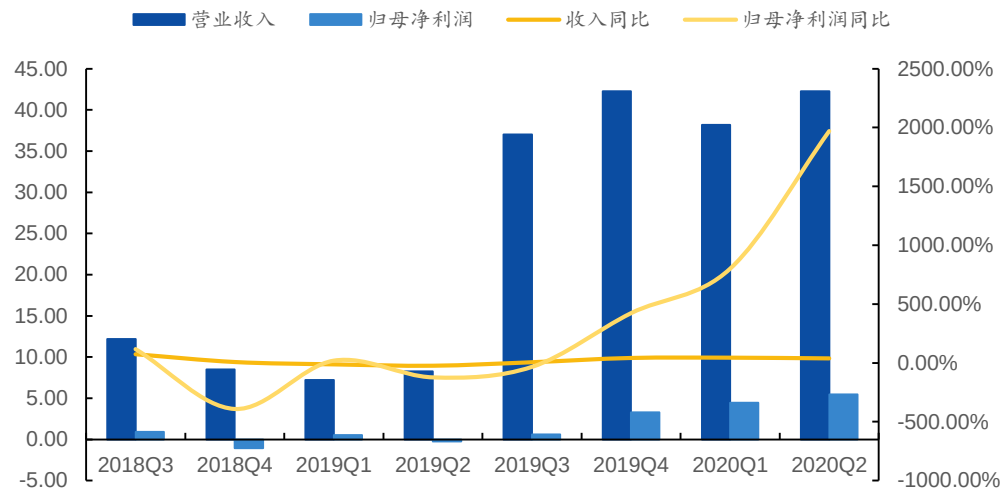
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9701.90	13631.67	19364.05	24362.33	30849.00
收入同比（%）	303.25	40.51	42.05	25.81	26.63
归母净利润(百万元)	144.99	465.63	2331.60	3226.19	4443.74
归母净利润同比(%)	5.71	221.14	400.74	38.37	37.74
ROE（%）	3.64	5.87	21.53	23.05	24.17
每股收益（元）	0.17	0.54	2.70	3.74	5.15
市盈率(P/E)	1090.06	339.43	67.79	48.99	35.57

资料来源：Wind,国元证券研究中心

1. 公司盈利水平大幅上升，行业龙头地位继续巩固

公司发布 2020 年半年度报告，上半年实现营业总收入 80.43 亿元，较 2019 年同期追溯后营业收入增长 41.02%，第二季度营业收入 42.26 亿元，较第一季度环比增长 10.72%；归母净利润为 9.90 亿元，同比增长 1206.17%。豪威的加入对公司的经营业绩情况带来较大改善，追溯调整后 2019 年上半年公司的整体毛利率为 27.41%，2020 年上半年则达到 32.34%，叠加各种费用率的降低，公司的营业净利率从 2019 年的 4.65%上升至 2020 年上半年的 12.14%，因此在营业收入同比增长 40%的情况下净利率可产生数倍的增长。伴随着公司 CMOS 图像业务的持续扩大，公司的盈利水平将持续提升，未来发展可期。

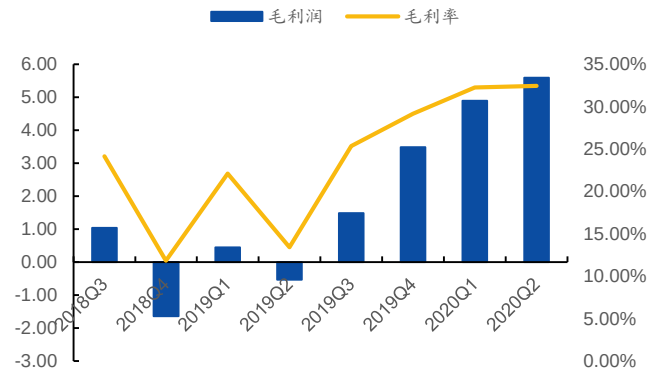
图 1：公司分季度营业收入、归母净利润（亿元）及同比增长率



资料来源：WIND，国元证券研究中心

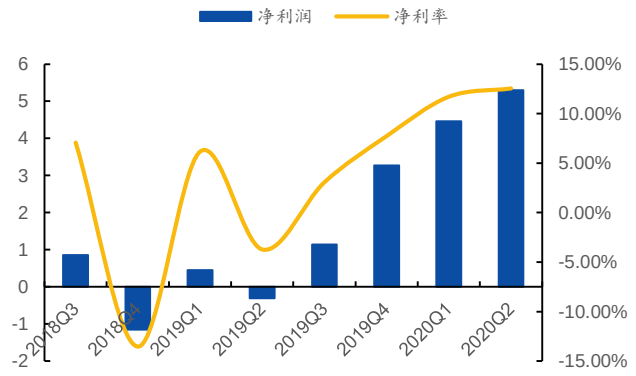
2020 年上半年公司毛利润和净利润分别为 10.48 亿元和 9.76 亿元，毛利率 32.34%，净利率 12.14%。其中第二季度毛利润为 5.59 亿元，相比一季度环比增加 14.3%；第二季度净利润为 5.30 亿元，相比第一季度环比增加 18.83%。整体来看，公司盈利能力稳步提升。由于上半年摄像头领域需求增速的增长，以及公司高端产品的推出，公司作为图像传感器几大领域中市场占有率均为前三的企业，将在各个领域的产品迭代中持续扩大市场占有率及盈利能力。

图 2：公司分季度毛利润（亿元）及毛利率水平



资料来源：WIND，国元证券研究中心

图 3：公司分季度净利润（亿元）及净利率水平



资料来源：WIND，国元证券研究中心

公司上半年继续加码研发，逐步推出了一系列的新产品，助力业绩增长：

- 图像传感器方面，继 2019 年突破 48M 技术发布 OV48B 产品后，公司 2020 年一季度发布了 48M 的 OV48C 以及旗下首款 6400 万像素 0.8 微米图像传感器 OV64C，并随后于 2020 年 4 月 29 日，再次发布的 64M 产品 OV64B，这是业内目前仅有的一款 0.7 微米小像素 CMOS 图像传感器，首次以 1/2 的光学尺寸实现 64M 像素分辨率。OV48C 已搭载在 8 月最新发布的小米 10 至尊纪念版上，伴随着高像素产品占比的提升，公司业绩仍有较大增长空间；
- 车载领域，公司发布了首款款 Nyxel 技术的图像传感器 OX03A2S。根据 L3 级别自动驾驶对摄像头功能的需求统计，每辆车在未来有望搭载 15-18 个摄像头，**随着自动驾驶的发展，**公司在汽车领域的多年的布局有望展现效果，成为公司下个业绩增长点；
- 在动态视觉传感器领域（Event-based Vision Sensor），公司子公司芯仑科技研发的 CeleX 系列产品处于同行业领先水平，在全球率先推出了 1M 分辨率传感器，同时具有动态信息与灰度信息时间一致性、可提供片上光流等特点，具有明显技术优势。目前，公司除了持续研发更高性能的动态视觉传感器芯片外，还与下游客户携手开发基于该芯片的应用，包括智能手机、家电、安防、AR/VR（手势识别、人体追踪），机器人/无人机（实时建图与定位），高级辅助驾驶（障碍物检测、车内监控）等；
- 在其他半导体芯片领域中，公司的技术研发也与 CMOS 图像传感器形成了良性互动及集群效应。在电源管理芯片 LDO 方向，韦尔率先开发出适用于超高像素 CIS 的电池管理芯片与适用于物联网领域中超低功耗 LDO，产品性能达到国际最高端水准。在过压保护领域中，公司开发出国内最优且面积最小的 OVPIC 芯片；在 TVS 领域中，公司开发出国际领先水平的静电保护芯片；在 TDDI 领域中，公司也于前半年推出针对低端手机的全面屏产品。伴随着韦尔本身的设计业务与豪威的设计能力不断加强融合，公司将通过各类先进技术在不同领域中的融合应用，进一步扩展产业优势及行业地位，在未来持续保证业绩增长。

2. 风险分析

1）下游发展不及预期；

2）技术研发不及预期；

3）客户拓展不及预期。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8825.23	10880.67	10541.13	16048.90	22034.26
现金	3004.23	3160.60	3418.90	8096.69	12098.26
应收账款	1483.04	2539.90	2669.03	2574.44	3259.90
其他应收款	9.20	25.74	193.64	267.99	308.49
预付账款	201.35	326.08	308.46	267.64	336.52
存货	3815.33	4366.45	3539.66	4414.96	5551.20
其他流动资产	312.09	461.90	411.44	427.18	479.88
非流动资产	6764.12	6595.56	10955.76	10446.66	9940.79
长期投资	24.62	24.38	0.00	0.00	0.00
固定资产	1467.37	1587.77	1494.85	1372.42	1233.71
无形资产	1349.17	1333.88	977.98	615.73	255.60
其他非流动资产	3922.96	3649.52	8482.93	8458.51	8451.49
资产总计	15589.36	17476.22	21496.89	26495.56	31975.05
流动负债	4542.09	7605.52	8604.69	9335.45	10426.37
短期借款	1599.70	1654.18	2200.00	1800.00	1800.00
应付账款	1295.43	1881.59	2457.13	3122.35	3889.70
其他流动负债	1646.95	4069.75	3947.56	4413.10	4736.68
非流动负债	3173.54	1915.33	2033.53	3135.25	3135.12
长期借款	2290.33	928.00	2028.00	3128.00	3128.00
其他非流动负债	883.21	987.33	5.53	7.25	7.12
负债合计	7715.63	9520.85	10638.22	12470.70	13561.50
少数股东权益	3889.78	28.98	28.98	28.98	28.98
股本	455.81	863.66	863.66	863.66	863.66
资本公积	3526.22	6649.54	6649.54	6649.54	6649.54
留存收益	668.01	1044.41	3315.55	6481.29	10864.57
归属母公司股东权益	3983.94	7926.39	10829.69	13995.88	18384.57
负债和股东权益	15589.36	17476.22	21496.89	26495.56	31975.05

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	790.01	805.34	3317.37	4303.09	4249.95
净利润	136.84	705.28	2331.60	3226.19	4443.74
折旧摊销	484.18	577.80	543.48	556.34	559.01
财务费用	126.59	274.48	255.69	266.07	193.78
投资损失	-2.88	-0.78	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-602.15	-1232.85	289.70	211.81	-1086.74
其他经营现金流	647.43	481.41	-103.10	42.68	140.16
投资活动现金流	-1630.27	-1727.84	-5022.50	-1.90	-2.61
资本支出	199.88	743.31	30.00	30.00	30.00
长期投资	1448.44	92.73	-27.87	1.16	-0.39
其他投资现金流	18.04	-891.80	-5020.37	29.27	27.00
筹资活动现金流	489.01	1120.11	1963.44	376.59	-245.76
短期借款	1110.32	54.48	545.82	-400.00	0.00
长期借款	2220.33	-1362.33	1100.00	1100.00	0.00
普通股增加	0.00	407.85	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2621.95	3123.32	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-5463.59	-1103.21	317.62	-323.41	-245.76
现金净增加额	-287.55	195.37	258.30	4677.79	4001.57

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9701.90	13631.67	19364.05	24362.33	30849.00
营业成本	7346.77	9897.71	13411.17	16727.52	21032.53
营业税金及附加	21.80	16.78	33.17	39.99	49.26
营业费用	266.99	401.51	561.69	704.27	895.62
管理费用	633.59	730.62	1161.84	1461.74	1850.94
研发费用	815.01	1282.48	1400.00	1400.00	1568.00
财务费用	126.59	274.48	255.69	266.07	193.78
资产减值损失	-276.09	-248.68	-262.39	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.67	60.54	40.13	46.94	44.67
投资净收益	2.88	0.78	0.00	0.00	0.00
营业利润	224.27	785.11	2849.01	3815.67	5309.54
营业外收入	4.38	5.55	5.16	5.29	5.25
营业外支出	22.11	6.20	11.50	9.73	10.32
利润总额	206.55	784.46	2842.66	3811.22	5304.46
所得税	69.70	79.18	511.07	585.03	860.72
净利润	136.84	705.28	2331.60	3226.19	4443.74
少数股东损益	-8.15	239.64	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	144.99	465.63	2331.60	3226.19	4443.74
EBITDA	835.04	1637.38	3648.18	4638.08	6062.33
EPS（元）	0.32	0.54	2.70	3.74	5.15

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	303.25	40.51	42.05	25.81	26.63
营业利润(%)	69.74	250.07	262.88	33.93	39.15
归属母公司净利润(%)	5.71	221.14	400.74	38.37	37.74
获利能力					
毛利率(%)	24.27	27.39	30.74	31.34	31.82
净利率(%)	1.49	3.42	12.04	13.24	14.40
ROE(%)	3.64	5.87	21.53	23.05	24.17
ROIC(%)	3.18	10.52	19.01	27.56	35.81
偿债能力					
资产负债率(%)	49.49	54.48	49.49	47.07	42.41
净负债比率(%)	50.60	52.82	62.74	59.14	54.38
流动比率	1.94	1.43	1.23	1.72	2.11
速动比率	1.09	0.78	0.76	1.18	1.51
营运能力					
总资产周转率	1.05	0.82	0.99	1.02	1.06
应收账款周转率	7.85	6.26	6.83	8.54	9.72
应付账款周转率	9.58	6.23	6.18	6.00	6.00
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.54	2.70	3.74	5.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.93	3.84	4.98	4.92
每股净资产(最新摊薄)	4.61	9.18	12.54	16.21	21.29
估值比率					
P/E	1090.06	339.43	67.79	48.99	35.57
P/B	39.67	19.94	14.59	11.29	8.60
EV/EBITDA	191.09	97.45	43.74	34.40	26.32

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188