太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-04-12

公司点评报告

增持/首次覆盖

韦尔股份(603501)

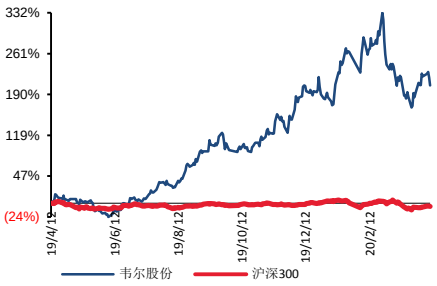
目标价：187

昨收盘：155.5

信息技术 半导体与半导体生产设备

图像传感大赛道，国产龙头显锋芒

■ **走势比较**



■ **股票数据**

总股本/流通(百万股)	864/156
总市值/流通(百万元)	134,286/24,317
12 个月最高/最低(元)	220.02/39.00

相关研究报告：

证券分析师：王凌涛

电话：021-58502206

E-MAIL：wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519110001

联系人：杨钟

电话：021-58502206-8026

E-MAIL：yangzhong@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190120020005

事件：韦尔股份发布 2019 年年度报告显示，2019 年实现营业收入 136.32 亿元，较 2018 年增加 343.93%，较 2018 年度经追溯调整后的增加 40.51%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.66 亿元，同比增长 221.14%。

韦尔+豪威+思比科，设计、分销、图像传感协同共振。如不考虑财务报表追溯调整影响，2019 年度公司半导体设计业务收入占比主营业务收入的比例 83.56%，相比于 2018 年 20.99%大幅提升，此外 CIS 销量同比增长 78.93%。2019 年，韦尔股份成功实现对豪威及思比科的收购，在半导体棋盘再落两子。得益于此前多年的“设计+分销”模式，韦尔已积累丰富的电子行业供应链资源，而豪威及思比科加入之后，既可将公司业务拓展至广阔的 CIS 芯片市场，又可利用韦尔强大的供应链资源为豪威开疆拓土，2019 年 CIS 及 IC 设计的靓丽表现便是这一协同效应的最佳佐证。

手机、安防、汽车多轮驱动，CIS 快速增长。随着电子产品进入智能化时代，图像传感器（CIS 芯片）作为设备的“眼睛”，正呈现快速增长态势，IHS Market 预计，2020 年与 2021 年全球摄像头需求分别为 51.31/56.50 亿颗，同比增长 14.99%/10.11%。而 2019 年下半年以来，CIS 芯片需求在手机多摄、汽车摄像、安防监控的驱动下持续向好，豪威科技作为 CIS 芯片国内龙头，显著受益于次一轮景气周期。如不考虑当前疫情对全球需求端的影响，在过去几个季度需求端正常时，我们看到的是产业链 CIS 芯片的供应一直处在紧张状态，易见，如疫情在 2020 年中逐步受控，公司相关业务将依旧紧俏，持续高增长值得期待。

供应链本地化加速，韦尔豪威生逢其时。自华为实体名单事件发生以来，以华为为代表的国内手机、安防等终端客户，出于供应链安全角度，开始重新审视并重构其供应链体系，其重要手段便是打破海外垄断，扩大国产占比。在此背景下，韦尔及豪威的模拟、射频、CIS 芯片在此一轮国产化浪潮中可谓勇立涛头、占尽先机。未来随着公司新产品不断推出，国产份额进一步提升，增长动力亦将得到更多加成。

AR/VR 潜力无限，LCOS 蓄势待发。随着 5G 渐行渐近，其大带宽和低时延特点可完美适配 VR/AR 高清画面和内容交互需求，使其在教育、

医疗、地产、游戏等多个领域有更深入的应用，从而带来 AR/VR 产业快速成长。IDC 数据显示：2020 年全球 VR/AR 出货量将达到 710 万台，比 2019 年增长 23.6%，到 2024 年出货量将增长到 7670 万台，复合年增长率为 81.5%。豪威科技的 LCOS 产品在 AR/VR 显示供应链中具备较佳行业地位，可为微型投影系统提供高解析度、外观小巧、低功耗和低成本的微型显示器解决方案，未来有望受益于 AR/VR 市场的快速成长。

盈利预测和投资评级：首次覆盖，给与增持评级。韦尔与豪威思比科顺利结合，不仅扩宽了公司业务范围，做大业绩规模，且双方互为借力，对原有的手机、汽车、安防等业务进行精细化深耕，为彼此注入新的活力。2019 年华为事件，又对国产替代逻辑进行了进一步的催化与加速。当下能见度较高的 CIS 景气周期，是公司最明确的业绩压舱石，而初露锋芒的 LCOS，又为公司在 AR/VR 此类长期赛道中奠定坚实基础。预计公司 2020-2022 年实现净利润 20.16、26.96、37.03 亿元，当前市值对应 PE 分别为 66.61、49.82、36.27 倍，给与公司增持评级。

风险提示：

1）全球疫情蔓延超预期；2）消费电子出货不及预期；3）半导体国产替代不及预期；4）CIS 景气度不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13632	18125	24883	31825
(+/-%)	243.90%	32.96%	37.29%	27.90%
净利润(百万元)	466	2016	2696	3703
(+/-%)	235.46%	332.95%	33.71%	37.37%
摊薄每股收益(元)	0.54	2.33	3.12	4.29
市盈率(PE)	288.40	66.61	49.82	36.27

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	441	3,161	1,813	2,488	3,183
应收和预付款项	1,112	3,081	4,100	5,060	6,650
存货	919	4,366	5,445	6,437	7,564
其他流动资产	112	273	222	235	278
流动资产合计	2,584	10,881	11,580	14,220	17,675
长期股权投资	576	24	24	24	24
投资性房地产	26	154	154	154	154
固定资产	215	1,588	1,641	1,481	1,407
在建工程	0	92	150	350	500
无形资产	186	3,960	3,922	3,885	3,847
长期待摊费用	9	144	72	0	0
其他非流动资产	1,003	634	750	1,150	1,430
资产总计	4,600	17,476	18,292	21,264	25,036
短期借款	1,600	1,654	355	1,126	1,177
应付和预收款项	1,294	3,505	4,365	4,913	5,369
长期借款	42	928	928	928	928
其他负债	19	3,434	2,787	1,897	1,667
负债合计	2,955	9,521	8,435	8,864	9,141
股本	456	864	864	864	864
资本公积	502	6,000	6,000	6,000	6,000
留存收益	678	1,062	2,979	5,542	9,062
归母公司股东权益	1,636	7,926	9,843	12,406	15,926
少数股东权益	9	29	14	(6)	(31)
股东权益合计	1,644	7,955	9,857	12,400	15,895
负债和股东权益	4,600	17,476	18,292	21,264	25,036

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	6	830	365	674	1,438
投资性现金流	(1,546)	(1,728)	(264)	(592)	(561)
融资性现金流	1,163	1,120	(1,449)	594	(183)
现金增加额	(380)	220	(1,348)	676	694

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,964	13,632	18,125	24,883	31,825
营业成本	3,036	9,898	12,959	17,543	22,278
营业税金及附加	12	17	39	53	68
销售费用	86	402	450	650	750
管理费用	445	731	2,212	3,327	4,187
财务费用	53	274	114	131	161
资产减值损失	90	(249)	30	150	200
投资收益	3	1	0	0	0
公允价值变动	(1)	61	0	0	0
营业利润	120	787	2,221	2,972	4,085
其他非经营损益	3	(3)	2	1	2
利润总额	123	784	2,223	2,973	4,087
所得税	7	79	222	297	409
净利润	116	705	2,001	2,676	3,678
少数股东损益	(23)	240	(15)	(20)	(25)
归母股东净利润	139	466	2,016	2,696	3,703

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	23.41%	27.39%	28.50%	29.50%	30.00%
销售净利率	2.92%	5.17%	11.04%	10.75%	11.56%
销售收入增长率	64.74%	243.93%	32.96%	37.29%	27.90%
EBIT 增长率	0.65%	492.19%	119.87%	32.67%	37.13%
净利润增长率	-6.26%	235.46%	332.95%	33.71%	37.37%
ROE	0.08	0.06	0.20	0.22	0.23
ROA	0.04	0.06	0.12	0.14	0.17
ROIC	0.14	0.27	0.23	0.24	0.26
EPS(X)	0.16	0.54	2.33	3.12	4.29
PE(X)	967.45	288.40	66.61	49.82	36.27
PB(X)	82.10	16.94	13.64	10.82	8.43
PS(X)	33.88	9.85	7.41	5.40	4.22
EV/EBITDA(X)	337.07	83.80	56.66	43.47	32.47

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。