

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2021年01月18日

市场数据

目前股价	314.6
总市值（亿元）	2,729.47
流通市值（亿元）	2,467.94
总股本（万股）	86,760
流通股本（万股）	78,447
12个月最高/最低	314.60/131.97

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

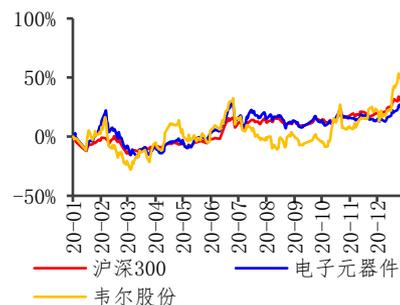
☎ 021-31829706

✉ zoulanlan@cgws.com

联系人（研究助理）：郭旺 S1070119070022

☎ 021-31829735

✉ guowang@cgws.com

股价表现


数据来源：wind

相关报告

《双轮驱动业绩亮眼，收购豪威跻身 CIS 领域龙头》 2018年10月29日

《分销业务带动业绩高增长，收购豪威成就 CMOS 龙头》 2019年04月01日

《北京豪威开始并表，CMOS 龙头开启新征程》 2019年10月31日

《需求旺盛带动业绩高增长，CIS 龙头占据行业最佳发力点》 2020年04月09日

Q4 业绩超预期增长，高像素产品持续发力

——韦尔股份（603501）业绩预告点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3964	13632	20630	27435	32889
(+/-%)	64.7%	243.9%	51.3%	33.0%	19.9%
净利润（百万元）	139	466	2755	3993	4987
(+/-%)	1.2%	235.5%	491.7%	44.9%	24.9%
摊薄 EPS（元/每股）	0.16	0.54	3.18	4.60	5.75
PE	1966	586	99	68	55

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司发布 2020 年度业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 24.5-29.5 亿元，同比增长 426.17% 到 533.55%；实现扣非归母净利润 20-25 亿元，同比增加 498.44% 到 648.05%。2020 年业绩预告对应 Q4 单季度预计实现归母净利润 7.23-12.23 亿元，同比提高 118.88% 到 270.17%，环比变动 -1.77% 到 66.12%；实现扣非归母净利润 4.14-9.14 亿元，同比提高 51.85% 到 235.33%，环比变动 -37.16% 到 38.78%。
- Q4 业绩超预期增长，高像素产品持续发力：**公司预计 2020 年归母净利润 24.5-29.5 亿元，同比增长 426.17% 到 533.55%，业绩同比大增主要由于合并了豪威以及豪威在手机 CIS 中的份额相比 2019 年有大幅提高。从 Q4 单季度来看，Q4 单季度预计实现归母净利润 7.23-12.23 亿元，同比提高 118.88% 到 270.17%，环比变动 -1.77% 到 66.12%，Q4 业绩延续 Q3 高增长态势，同比大幅提高，环比预计也将实现高增长。公司 Q4 业绩环比提升主要原因为 CIS 市场需求向好，公司的主打的 0.7um 产品 64B 拉货动能强劲以及产生了一些非经常性损益。展望 2021 年，公司高端产品持续发力，在手机 CIS 中的份额有望进一步提升，车载 CIS 市场有望增添新成长动能，公司业绩高成长可期。
- 发行可转债募投 CIS 封测项目，强化供应链掌控力度：**公司发行可转债 24.4 亿元，初始转股价格为 222.83 元，其中 13 亿用于晶圆测试及晶圆重构生产线项目（二期），8 亿用于 cmos 传感器研发升级。目前豪威科技的晶圆测试以及晶圆重构封装业务采用委外加工，而且是单一供应商，因此存在潜在的问题与风险，晶圆测试及晶圆重构生产线项目投产后，豪威科技将自行进行高像素图像显示芯片的晶圆测试与晶圆重构封装，大幅降低加工成本，降低供应链风险。公司预计此项目将新增 12 英寸晶圆测试量 42 万片/年，12 英寸晶圆重构量 36 万片/年，达产后预计项目能实现年均销售收入 74,189.81 万元，年均净利润 20,516.49 万元。
- 多摄带动手机 CIS 市场增长，车载打开 CIS 新空间：**在手机 CIS 市场上，

多摄渗透率的提升将持续带动 CIS 市场规模成长，2020 年 Q3 在全球智能手机出货量同比下滑 3.4% 的情况下，全球智能手机摄像头 CIS 出货量约为 15.9 亿颗，创历史新高，同比增长约 19%，预计 2021 年手机 CIS 市场将在出货量整体复苏以及多摄渗透率提升的带动下继续增长。在汽车 CIS 领域，新能源车相比传统车配置的摄像头数量大幅提升，近期蔚来发布新款汽车 ET7 搭载了 11 个 800 万像素的高清摄像头(其中 4 个前向，3 个后向，4 个环视)，搭载的摄像头数量和像素均较以往大幅提升。目前平均每辆汽车搭载 2 个 CIS 摄像头，未来最多可以搭载 14-15 个摄像头。另外，单颗车载 CIS 价值量相比手机 CIS 价值量有大幅提升，未来随着新能源渗透率大幅提升，车载 CIS 市场规模有望迎来爆发式增长。

- **维持“推荐”评级：**我们看好 CIS 芯片未来广阔的市场空间，公司在 CMOS 芯片深厚的技术积累，以及在国产替代背景下有望带动公司份额持续提高，上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 27.55 亿元、39.93 亿元、49.87 亿元，EPS 分别为 3.87 元、4.60 元、5.75 元，对应 PE 分别 99.07X、68.36X、54.73X。
- **风险提示：**国产化进度不及预期，CMOS 需求不及预期，代工厂涨价超预期，新产品推出进度不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3963.51	13631.6	20630.06	27435.04	32888.83	成长性					
营业成本	3035.62	9897.71	14367.90	18911.27	22599.64	营业收入增长	64.7%	243.9%	51.3%	33.0%	19.9%
销售费用	86.42	401.51	366.57	446.54	529.93	营业成本增长	58.8%	226.1%	45.2%	31.6%	19.5%
管理费用	445.00	730.62	723.98	870.15	1015.93	营业利润增长	-8.6%	549.8%	287.7%	45.3%	25.0%
研发费用	127.34	1282.48	1687.32	2040.70	2430.84	利润总额增长	-15.5%	538.9%	289.0%	45.2%	25.0%
财务费用	52.87	274.48	308.46	360.67	394.17	净利润增长	1.2%	235.5%	491.7%	44.9%	24.9%
其他收益	3.73	10.51	20.00	20.00	20.00	盈利能力					
投资净收益	2.79	0.78	0.00	0.00	0.00	毛利率	23.4%	27.4%	30.4%	31.1%	31.3%
营业利润	120.82	785.11	3043.47	4423.27	5527.96	销售净利率	2.9%	5.2%	13.3%	14.5%	15.1%
营业外收支	1.96	-0.65	8.15	6.44	7.93	ROE	7.0%	8.9%	25.8%	27.3%	25.6%
利润总额	122.78	784.46	3051.61	4429.71	5535.89	ROIC	14.8%	8.3%	29.8%	32.1%	41.1%
所得税	7.10	79.18	306.69	444.01	553.85	营运效率					
少数股东损益	-23.12	239.64	-10.16	-6.84	-5.23	销售费用/营业收入	2.2%	2.9%	1.8%	1.6%	1.6%
净利润	138.80	465.63	2755.08	3992.54	4987.27	管理费用/营业收入	11.2%	5.4%	3.5%	3.2%	3.1%
资产负债表						研发费用/营业收入	3.2%	9.4%	8.2%	7.4%	7.4%
						财务费用/营业收入	1.3%	2.0%	1.5%	1.3%	1.2%
流动资产	2583.82	10880.6	15592.69	22645.02	23976.17	投资收益/营业利润	2.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
货币资金	440.74	3160.60	7627.28	10141.78	12154.89	所得税/利润总额	5.8%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%
应收账款	978.44	2550.89	4656.41	4928.27	6561.74	应收账款周转率	4.24	7.72	5.72	5.72	5.72
应收票据	8.83	25.74	26.59	43.01	40.42	存货周转率	4.14	3.75	4.20	4.20	4.20
存货	918.75	4366.45	2475.41	6529.96	4231.77	流动资产周转率	1.59	2.02	1.56	1.43	1.41
非流动资产	2016.05	6595.56	6439.83	6247.15	5896.57	总资产周转率	1.07	1.23	1.04	1.08	1.12
固定资产	215.36	1587.77	1983.33	2350.37	2571.03	偿债能力					
资产总计	4599.87	17476.2	22032.52	28892.17	29872.74	资产负债率	64.3%	54.5%	51.7%	49.5%	34.8%
流动负债	2908.20	7605.52	9744.92	12871.01	9149.18	流动比率	0.89	1.43	1.60	1.76	2.62
短期借款	1599.70	1654.18	5415.60	6963.12	3036.26	速动比率	0.50	0.76	1.26	1.18	2.05
应付款项	380.20	1881.59	1949.85	3093.15	2933.42	每股指标 (元)					
非流动负债	47.29	1915.33	1637.60	1442.60	1237.68	EPS	0.16	0.54	3.18	4.60	5.75
长期借款	42.00	928.00	837.53	642.52	437.61	每股净资产	1.89	9.14	12.24	16.77	22.43
负债合计	2955.49	9520.85	11382.52	14313.61	10386.86	每股经营现金流	-0.19	-2.23	4.34	2.36	8.14
股东权益	1644.38	7955.38	10650.00	14578.55	19485.84	每股经营现金/EPS	-1.22	-4.16	1.37	0.51	1.42
股本	455.81	863.66	867.60	867.60	867.60	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	661.82	1044.41	3191.98	6093.48	9567.73	PE	1966.41	586.19	99.07	68.36	54.73
少数股东权益	8.83	28.98	28.98	28.98	28.98	PEG	829.17	7.81	0.55	0.30	0.60
负债和权益总计	4599.87	17476.2	22032.52	28892.17	29872.74	PB	166.88	34.44	25.70	18.76	14.03
现金流量表						EV/EBITDA	1098.79	192.34	74.02	51.80	41.85
						EV/SALES	69.17	20.16	13.18	9.87	8.04
经营活动现金流	5.40	805.34	3762.40	2046.15	7058.57	EV/IC	83.28	21.20	15.90	12.10	11.42
其中营运资本减少	-306.90	-3367.39	369.83	-2962.86	884.98	ROIC/WACC	1.70	0.95	3.44	3.65	4.20
投资活动现金流	-1545.82	-1727.84	-183.46	-469.95	-446.79	REP	48.94	22.21	4.63	3.32	2.72
其中资本支出	87.68	743.31	583.62	359.42	201.51						
融资活动现金流	1163.07	1120.11	-2879.89	-616.07	-677.06						
净现金总变化	-380.63	195.37	699.05	960.13	5934.72						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>