

中信证券研究部



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



胡叶倩雯
电子分析师
S1010517100004



梁楠
电子分析师
S1010520090005

核心观点

公司发布 2020 年业绩预增公告，报告期内预计实现归母净利润 24-29 亿元，同比提升 426%-533%，预计实现扣非归母净利润 20-25 亿元，同比提升 498%-648%。展望未来，公司图像传感器产品有望受益手机多摄渗透+高像素提升+国产化渗透，同时在汽车业务、ARVR 的布局料将助力公司长期增长。预测公司 2020/21/22 年 EPS 预测为 3.11/4.68/5.94 元，维持“买入”评级。

■ **全年业绩基本符合预期，Q4 归母净利润环比增量主要来自投资收益。**分季度看，公司预计 2020Q4 归母净利润为 7-12 亿元（中值 9.5 亿元），环比 0%-63%（中值环比增长 32%），扣非归母净利润 4.1-9.1 亿元（中值 6.6 亿元），环比下滑 37%至增长 38%（中值环比持平）。公司 Q4 实现 2.89 亿元非经收益（前三季度合计 1.5 亿元），主要系公司参与恒玄科技、中芯国际战配等获得的投资收益。全年来看，公司实现归母净利润 24-29 亿元，扣除 Q4 大额非经收益后为 21.4-26.4 亿元（中值 23.9 亿元），基本符合预期。

■ **手机业务：多摄渗透+国产替代+高端产品突破核心驱动业务成长。**（1）我们预计 2021 年光学行业回暖，终端品牌对于手机光学创新持积极态度，我们预计三摄及以上 2020/2021 年渗透率达到 42%/56%；同时随着高阶产品需求提升，预计 64M 产品将进一步替代 48M 成为中高阶机型主摄方案；（2）公司高阶产品研发顺利，2020 年迭代数款 48M、64M 产品，同时逐步切入国内安卓客户，近期发布的华为 nova、oppo reno 等产品均采用公司 64M 主摄，同时 13M 超广角产品亦切入小米 11 旗舰机中。另外，公司在 OPPO、小米等品牌中的份额有提升趋势，我们预计公司 2020/2021 年手机业务收入达 92/144 亿元，同比 +50%/+56%。

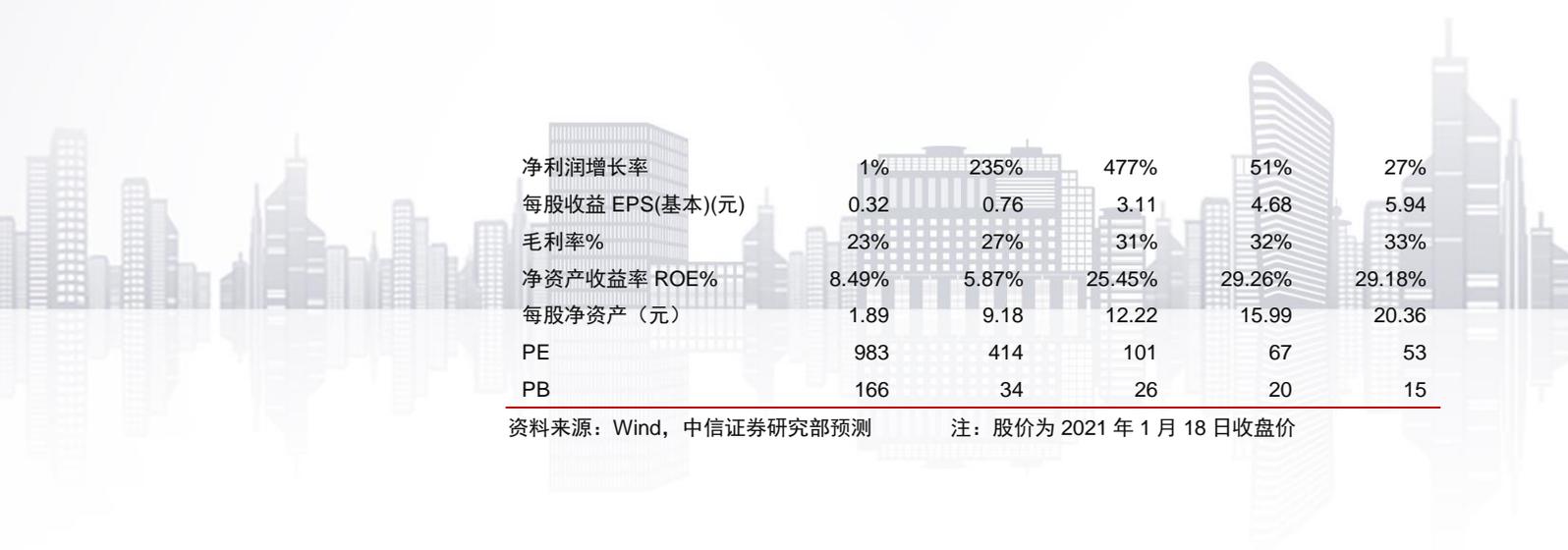
■ **汽车业务：前瞻布局+技术迭代，未来有望占据优势份额。**行业端而言，根据 yole 的数据，2019 年全球汽车图像传感器芯片约 10 亿美元市场，未来平均单车配置将从 1-2 个提升至 10-15 个，长期空间有望接近手机市场。公司目前市占率第二（约 20%），典型客户包括奔驰、宝马、奥迪等传统主流车厂，同时亦供应特斯拉座舱内图像传感器产品。后续凭借消费级市场的技术迭代，公司有望在汽车级市场实现份额扩张，继手机市场之后接棒贡献成长。

■ **风险因素。**cis 市场竞争加剧；疫情导致下游需求不及预期；代工厂产能短缺等。

■ **盈利预测及估值。**公司为国内图像传感器龙头企业，中短期看，手机端多摄+高像素渗透+国产化加速料将驱动公司成长；中长期看，ADAS 趋势下汽车业务将接棒，同时公司在 ARVR 方面的布局也有望迎来收获。我们持续看好公司在国内图像传感器领域的发展前景，根据业绩公告上调 2020 年 EPS 预测至 3.11 元，考虑到汽车业务逐步起量，小幅上调 2021/2022 年 EPS 预测至 4.68/5.94 元（原 2020/2021/2022 年 EPS 预测为 2.75/4.53/5.32 元），维持“买入”评级。

韦尔股份	603501
评级	买入（维持）
当前价	314.60 元
总股本	868 百万股
流通股本	784 百万股
52 周最高/最低价	314.6/136.0 元
近 1 月绝对涨幅	29.78%
近 6 月绝对涨幅	42.10%
近 12 月绝对涨幅	76.86%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,963.51	13,631.67	18,185.67	25,357.12	30,356.72
营业收入增长率	65%	244%	33%	39%	20%
净利润(百万元)	138.80	465.63	2,684.69	4,042.23	5,129.29



净利润增长率	1%	235%	477%	51%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.32	0.76	3.11	4.68	5.94
毛利率%	23%	27%	31%	32%	33%
净资产收益率 ROE%	8.49%	5.87%	25.45%	29.26%	29.18%
每股净资产 (元)	1.89	9.18	12.22	15.99	20.36
PE	983	414	101	67	53
PB	166	34	26	20	15

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2021 年 1 月 18 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,964	13,632	18,186	25,357	30,357
营业成本	3,036	9,898	12,557	17,187	20,395
毛利率	23.41%	27.39%	30.95%	32.22%	32.82%
营业税金及附加	12	17	39	54	56
销售费用	86	402	436	629	753
营业费用率	2.18%	2.95%	2.40%	2.48%	2.48%
管理费用	445	731	691	964	1,154
管理费用率	11.23%	5.36%	3.80%	3.80%	3.80%
财务费用	53	274	280	226	124
财务费用率	1.33%	2.01%	1.54%	0.89%	0.41%
投资收益	3	1	1	2	1
营业利润	121	785	2,952	4,449	5,647
营业利润率	3.05%	5.76%	16.23%	17.55%	18.60%
营业外收入	3	6	8	6	6
营业外支出	1	6	3	3	4
利润总额	123	784	2,957	4,452	5,649
所得税	7	79	298	449	570
所得税率	5.78%	10.09%	10.09%	10.09%	10.09%
少数股东损益	(23)	240	(27)	(40)	(51)
归属于母公司股东的净利润	139	466	2,685	4,042	5,129
净利率	3.50%	3.42%	14.76%	15.94%	16.90%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	441	3,161	6,832	9,486	11,597
存货	919	4,366	3,541	4,039	4,793
应收账款	978	2,551	2,632	2,434	2,914
其他流动资产	246	803	1,035	1,175	1,280
流动资产	2,584	10,881	14,040	17,134	20,584
固定资产	215	1,588	2,391	2,728	3,008
长期股权投资	576	24	24	24	24
无形资产	75	1,334	1,334	1,334	1,334
其他长期资产	1,149	3,650	3,650	3,650	3,650
非流动资产	2,016	6,596	7,399	7,736	8,016
资产总计	4,600	17,476	21,439	24,870	28,600
短期借款	1,600	1,654	0	0	0
应付账款	380	0	1,154	1,244	1,117
其他流动负债	928	5,951	5,717	5,834	5,975
流动负债	2,908	7,606	6,871	7,078	7,092
长期借款	42	928	3,028	3,028	3,028
其他长期负债	5	987	987	987	987
非流动性负债	47	1,915	4,015	4,015	4,015
负债合计	2,955	9,521	10,886	11,093	11,107
股本	456	864	864	864	864
资本公积	1,153	6,650	6,650	6,650	6,650
归属于母公司所有者权益合计	1,636	7,926	10,551	13,814	17,581
少数股东权益	9	29	2	-38	-88
股东权益合计	1,644	7,955	10,553	13,776	17,492
负债股东权益总计	4,600	17,476	21,439	24,870	28,600

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	123	784	2,957	4,452	5,649
所得税支出	-7	-79	-298	-449	-570
折旧和摊销	40	578	236	293	350
营运资金的变化	-485	-1,233	1,183	-270	-1,393
其他经营现金流	334	755	507	236	155
经营现金流合计	5	805	4,585	4,262	4,190
资本支出	-88	-743	-1,040	-630	-630
投资收益	3	1	1	2	1
其他投资现金流	-1,461	-985	20	27	36
投资现金流合计	-1,546	-1,728	-1,019	-602	-593
发行股票	9	380	0	0	0
负债变化	3,533	6,127	446	0	0
股息支出	-82	-60	-60	-779	-1,362
其他融资现金流	-2,297	-5,327	-280	-226	-124
融资现金流合计	1,163	1,120	105	-1,005	-1,486
现金及现金等价物净增加额	-377	198	3,671	2,654	2,111

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	64.74%	243.93%	33.41%	39.43%	19.72%
营业利润增长率	-8.56%	549.80%	275.96%	50.74%	26.90%
净利润增长率	1.20%	235.46%	476.57%	50.57%	26.89%
毛利率	23.41%	27.39%	30.95%	32.22%	32.82%
EBITDA Margin	5.42%	11.83%	19.24%	19.76%	20.34%
净利率	3.50%	3.42%	14.76%	15.94%	16.90%
净资产收益率	8.49%	5.87%	25.45%	29.26%	29.18%
总资产收益率	3.02%	2.66%	12.52%	16.25%	17.93%
资产负债率	64.25%	54.48%	50.78%	44.61%	38.84%
所得税率	5.78%	10.09%	10.09%	10.09%	10.09%
股利支付率	59.11%	12.98%	29.02%	33.70%	25.23%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。