

韦尔股份 (603501.SH)

CIS 龙头再超预期

事件: 韦尔股份发布 2020 年业绩预告, 2020 年归母净利润同比增长 426%-535%至 24.5-29.5 亿元, 扣非净利润 20~25 亿元, 同比增长 498.44%~648.05%。单四季度归母净利润 7.23~12.23 亿元, 单季同比增速 118.88%~270.17%。

公司研发转化率行业领先, 新产品盈利能力高, 市场份额加速提升, 叠加行业供需紧张加剧驱动 ASP 持续上行, 业绩具备高弹性。我们判断 **21Q1** 公司有望受益行业景气度提速, 延续四季度高成长趋势, 再超预期!

智能汽车开启车载 CIS 千亿大赛道, 汽车业务有望迎来五年高速增长、加速份额抢夺, 开启发展新征程。汽车 CIS 赛道未来将有 10 倍以上空间, 随着新能源车智能化的倒逼, 行业增速可能更快; 韦尔股份目前车载 CIS 芯片市占率 29%位居全球第二, 拥有从环视到 ADAS 以及自动驾驶等车载应用所需的全套成像解决方案, 基于多年 HDR、Nyxel[®]夜鹰、OmniBSI[™]、OmniPixel[®]3、LCOS (液晶覆硅) 等技术积淀, 公司车载 CIS 产品具备雄厚的竞争实力。我们认为公司未来有望逐步突破关键客户, 实现未来两年市场份额的加速扩张。

手机、汽车、安防三大业务技术平台的共享, 研发效率远优于行业对手。我们认为未来至少两年公司由于产品的提前布局, 将在 0.7um 拉开与 Sony、三星的差距, 中高端主摄份额进一步提升, 话语权加大, 未来产品迭代及工艺的不断突破将有望帮助公司进一步加强统治力, 进而延续业绩高增。

除了 CIS, 在 TDDI、模拟、射频等领域均具备龙头实力, 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。

盈利预测及投资建议: 考虑到公司近年业绩持续高成长, 展望未来 CIS 光学赛道持续高景气, 公司盈利能力、市场份额及技术实力不断攀升, 同时平台型布局卓有成效预计将进一步拓宽成长空间, 我们预计公司 2020-2022 年实现营收 180.86 亿元、273.28 亿元、348.16 亿元, 实现归母净利润 27.59 亿元、42.93 亿元、56.86 亿元, 对应 2020-2022 年 PE 为 100.5x、64.6x、48.8x, 维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求不达预期、新品研发进展不达预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,964	13,632	18,086	27,328	34,816
增长率 yoy (%)	64.7	243.9	32.7	51.1	27.4
归母净利润 (百万元)	139	466	2,759	4,293	5,686
增长率 yoy (%)	1.2	235.5	492.5	55.6	32.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.16	0.54	3.18	4.95	6.55
净资产收益率 (%)	7.0	8.9	25.7	29.0	28.0
P/E (倍)	1997.7	595.5	100.5	64.6	48.8
P/B (倍)	169.5	35.0	26.1	18.7	13.6

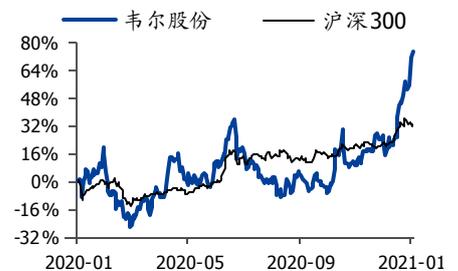
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
最新收盘价	319.60
总市值(百万元)	278,499.40
总股本(百万股)	867.60
其中自由流通股(%)	90.42
30 日日均成交量(百万股)	7.72

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

研究助理 侯文佳

邮箱: houwenjia@gszq.com

相关研究

- 1、《韦尔股份 (603501.SH): 智能汽车开启车载千亿赛道》2021-01-11
- 2、《韦尔股份 (603501.SH): 转债募资封测后道, 强化 CIS 龙头地位》2020-12-24
- 3、《韦尔股份 (603501.SH): Q3 营收利润高速增长, 高端产品需求远超预期》2020-10-31



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2584	10881	11650	23738	22807
现金	441	3161	6681	10096	12862
应收票据及应收账款	978	2551	2132	4944	4070
其他应收款	9	26	20	49	39
预付账款	125	326	272	632	520
存货	919	4366	2094	7567	4865
其他流动资产	112	451	451	451	451
非流动资产	2016	6596	6252	6264	6074
长期投资	576	24	-528	-1080	-1632
固定资产	215	1588	1799	2369	2747
无形资产	112	1711	1713	1714	1715
其他非流动资产	1112	3273	3268	3261	3245
资产总计	4600	17476	17901	30002	28881
流动负债	2908	7606	5535	13535	6918
短期借款	1600	1654	2782	7171	1843
应付票据及应付账款	380	1882	883	3251	2069
其他流动负债	928	4070	1870	3114	3007
非流动负债	47	1915	1743	1596	1429
长期借款	42	928	755	609	442
其他非流动负债	5	987	987	987	987
负债合计	2955	9521	7277	15132	8348
少数股东权益	9	29	-5	13	70
股本	456	864	868	868	868
资本公积	1153	6650	6650	6650	6650
留存收益	662	1044	3176	6314	10320
归属母公司股东权益	1636	7926	10629	14858	20464
负债和股东权益	4600	17476	17901	30002	28881

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5	805	5326	327	9357
净利润	116	705	2725	4310	5744
折旧摊销	40	578	531	655	805
财务费用	53	274	275	455	434
投资损失	-3	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-485	-1233	1811	-5073	2400
其他经营现金流	284	481	-15	-19	-23
投资活动现金流	-1546	-1728	-171	-647	-590
资本支出	88	743	208	565	363
长期投资	-1448	-93	552	552	552
其他投资现金流	-2907	-1077	589	470	325
筹资活动现金流	1163	1120	-2974	-558	-685
短期借款	1110	54	-212	97	-13
长期借款	-28	886	-173	-147	-167
普通股增加	0	408	4	0	0
资本公积增加	249	5496	0	0	0
其他筹资现金流	-168	-5725	-2593	-508	-505
现金净增加额	-381	195	2181	-878	8081

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3964	13632	18086	27328	34816
营业成本	3036	9898	12098	18091	23282
营业税金及附加	12	17	36	49	63
营业费用	86	402	416	574	662
管理费用	445	731	760	1175	1427
研发费用	127	1282	1508	2376	2855
财务费用	53	274	275	455	434
资产减值损失	90	-249	0	-137	-174
其他收益	4	11	0	0	0
公允价值变动收益	-1	61	15	19	23
投资净收益	3	1	1	1	1
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	121	785	3010	4764	6293
营业外收入	3	6	8	8	6
营业外支出	1	6	4	4	4
利润总额	123	784	3014	4767	6295
所得税	7	79	289	457	552
净利润	116	705	2725	4310	5744
少数股东损益	-23	240	-34	17	57
归属母公司净利润	139	466	2759	4293	5686
EBITDA	250	1429	3560	5494	7046
EPS (元)	0.16	0.54	3.18	4.95	6.55

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	64.7	243.9	32.7	51.1	27.4
营业利润(%)	-8.6	549.8	283.3	58.3	32.1
归属于母公司净利润(%)	1.2	235.5	492.5	55.6	32.5
获利能力					
毛利率(%)	23.4	27.4	33.1	33.8	33.1
净利率(%)	3.5	3.4	15.3	15.7	16.3
ROE(%)	7.0	8.9	25.7	29.0	28.0
ROIC(%)	6.0	5.9	19.1	19.2	24.8
偿债能力					
资产负债率(%)	64.3	54.5	40.7	50.4	28.9
净负债比率(%)	73.9	23.6	-27.7	-14.2	-50.5
流动比率	0.9	1.4	2.1	1.8	3.3
速动比率	0.5	0.8	1.6	1.1	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	4.2	7.7	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	9.1	8.8	8.8	8.8	8.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.54	3.18	4.95	6.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.93	6.14	0.38	10.78
每股净资产(最新摊薄)	1.89	9.14	12.25	17.12	23.58
估值比率					
P/E	1997.7	595.5	100.5	64.6	48.8
P/B	169.5	35.0	26.1	18.7	13.6
EV/EBITDA	1116.2	195.4	77.1	50.1	37.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、全年业绩再超预期，CIS 景气持续上攻.....	4
二、多维延展，平台型布局逐步开花结果	6
三、投资建议	7
四、风险提示	7

图表目录

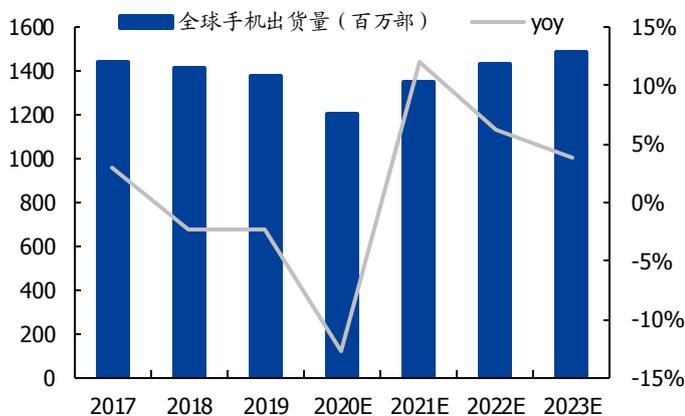
图表 1: 全球手机出货量预测.....	4
图表 2: 多摄渗透驱动手机配置摄像头数量持续上升	4
图表 3: 全球手机摄像头出货量预测.....	4
图表 4: 全球 CIS 产能分布.....	5
图表 5: 汽车 CIS 市场空间预测	5
图表 6: 2019 年全球汽车用 CIS 市场份额 (按收入)	5
图表 7: 全球 AMOLED 显示驱动芯片市场格局	6
图表 8: 2021 年大陆在全球 OLED 产能占比达 26% (按面积)	6

一、全年业绩再超预期，CIS景气持续上攻

事件：韦尔股份发布 2020 年业绩预告，2020 年归母净利润同比增长 426%-535%至 24.5-29.5 亿元，扣非净利润 20~25 亿元，同比增长 498.44%~648.05%。单四季度归母净利润 7.23~12.23 亿元，单季同比增速 118.88%~270.17%。

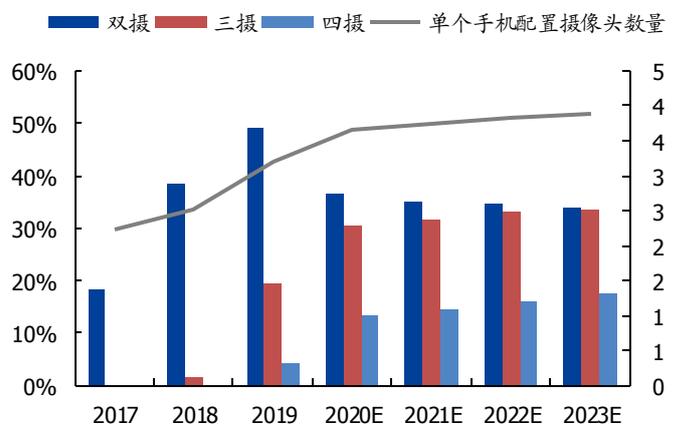
公司研发转化率行业领先，新产品盈利能力高，市场份额加速提升，叠加行业供需紧张加剧驱动 ASP 持续上行，业绩具备高弹性。我们判断 21Q1 公司有望受益行业景气度提速，延续四季度高成长趋势，再超预期！

图表 1: 全球手机出货量预测



资料来源: Omdia, 国盛证券研究所

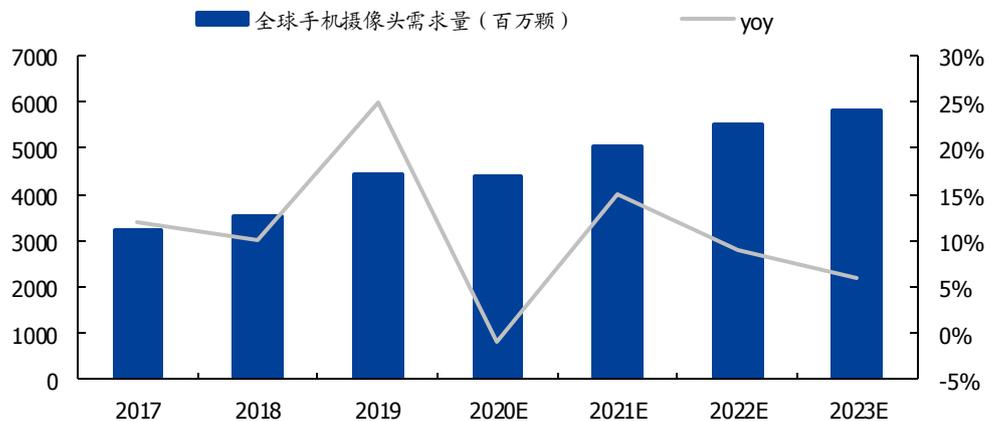
图表 2: 多摄渗透驱动手机配置摄像头数量持续上升



资料来源: Omdia, 国盛证券研究所

CIS 高景气源于全球智能手机市场加速回暖反弹，多摄进一步加深渗透，2021 年手机摄像头需求量有望突破 50 亿颗。根据台积电最新法说会口径，预计今年全球智能手机出货量将实现同比增长 10%，Omdia 预计全球手机出货量将实现 12% 增速来到 13.5 亿部。多摄渗透步履不停，基于 Omdia 预测数据估算，2021 年手机平均配置摄像头数将进一步提升至约 3.74 颗。在以上双重因素驱动之下，2021 年全球智能手机摄像头需求量有望实现同增 15% 至 50.5 亿颗。若再考虑车载、安防及工控等非手机新兴市场兴起带来的对 CIS 需求的大规模增加，我们判断 2021 年 CIS 市场将继续迎接高景气年。

图表 3: 全球手机摄像头出货量预测



资料来源: Omdia, 国盛证券研究所

产能掣制，供需缺口难纾解驱动 ASP 上行，稳定的产能供应将成为今年 CIS 供应商追逐赛决胜密钥。晶圆代工产能需求量大增，但上游供给有限，导致产能供不应求。根据 Omdia 统计，目前全球三大 CIS 供应商中，三星和 Sony 均为 IDM 模式，产能主要来源于自有产线，豪威产能则主要分布在 TSMC、SMIC、HLMC 等国内代工厂。目前 CIS 全线产能紧张之下，考虑到新增产能开出周期约为 1-3 年而难解近忧，我们认为至少 2021 年供需缺口或将持续，直至各家新增供给显著开出。我们认为豪威多年跟与其主要的晶圆厂、封测厂商紧密合作，建立起工艺设计与工艺制造的整合能力，能够有能力且尽全力保证产能供应，从而把握行业量价齐升红利实现规模、份额、盈利能力三重增长。

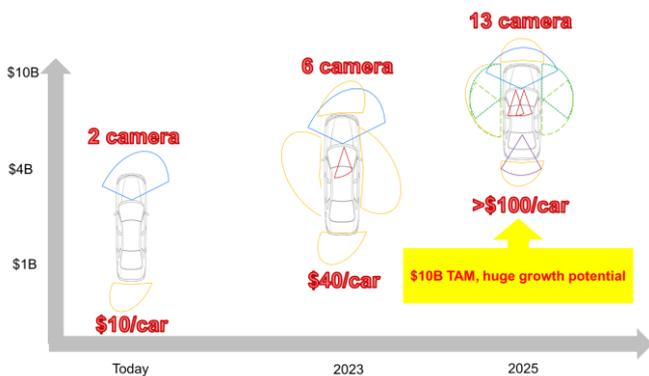
图表 4: 全球 CIS 产能分布

	8寸晶圆 千片/月				12寸晶圆 千片/月							
	TSMC	三星	SMIC	海力士	TSMC	三星	SMIC	海力士	Sony	HLMC	XMC	Powerchip
GalaxyCore		25-30	20		8							
豪威科技	20				20		14			20	15	5
三星		50-60				65						
Sony									133			
SK海力士				30				10				

资料来源: Omdia, 国盛证券研究所

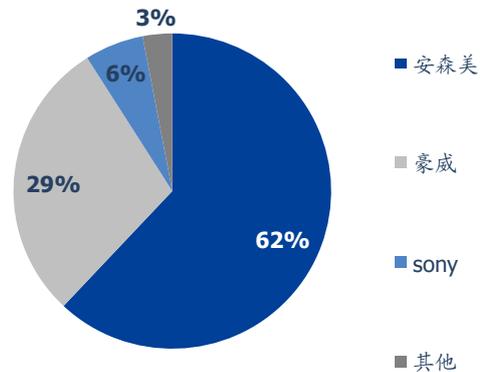
智能汽车开启车载 CIS 千亿大赛道，汽车业务有望迎来五年高速增长、加速份额抢夺，开启发展新征程。随着新能源车智能化的倒逼，行业增速可能更快；韦尔股份目前车载 CIS 芯片市占率 29% 位居全球第二，拥有从环视到 ADAS 以及自动驾驶等车载应用所需的全套成像解决方案，基于多年 HDR、Nyxel[®]夜鹰、OmniBSI[™]、OmniPixel[®]3、LCOS（液晶覆硅）等技术积淀，公司车载 CIS 产品具备雄厚的竞争实力。我们认为公司未来有望逐步突破关键客户，实现未来两年市场份额的加速扩张。

图表 5: 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 6: 2019 年全球汽车用 CIS 市场份额 (按收入)



资料来源: BDO, 国盛证券研究所

手机、汽车、安防三大业务技术平台的共享，研发效率远优于行业对手。我们认为未来至少两年公司由于产品的提前布局，将在 0.7um 拉开与 Sony、三星的差距，中高端主摄份额进一步提升，话语权加大，未来产品迭代及工艺的不断突破将有望帮助公司进一步加强统治力，进而延续业绩高增。

二、多维延展，平台型布局逐步开花结果

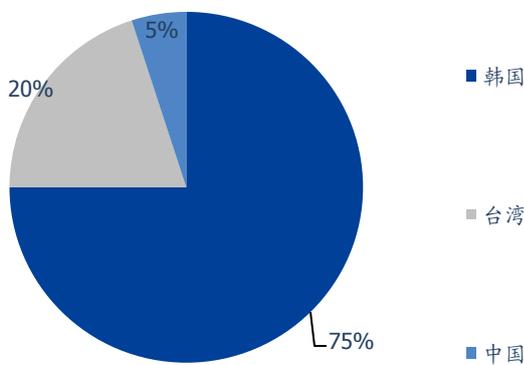
除了 CIS，公司在 TDDI、模拟、射频同样具备龙头竞争力，不断有重大产品布局。

韦尔收购新思 TDDI 业务，强势进军屏下光学。2020 年 4 月 14 日公告现金增资 Creative Legend Investment，交易完成后将合计持有其 70% 股权，并通过标的公司拟以 1.2 亿美金对价收购新思 (Synaptics) 基于亚洲地区的 TDDI (触控显示) 业务。截至 2020 年第三季度韦尔 TDDI 业务实现出货 4715 万颗，累计销售额达 5.17 亿元。

需求端加速回暖，供给端产能紧张，TDDI 迎来涨价潮。根据 CINNO Research，2019 年全球 TDDI 驱动芯片出货规模超 7 亿颗，产值在 10 亿美元左右，Omdia 预计 2020 年出货量将攀升至 8.73 亿颗。我们认为 2021 年安卓市场有望回暖，TDDI 需求量将继续冲击新高，而 8 寸新增产能有限，目前稼动率高位维持，产能全面吃紧，TDDI 价格开启上涨模式。根据 Omdia 统计预测，韦尔占据全球 TDDI 市场 8% 份额，我们判断 2021 年韦尔 TDDI 业务有望受惠迎来高业绩弹性。

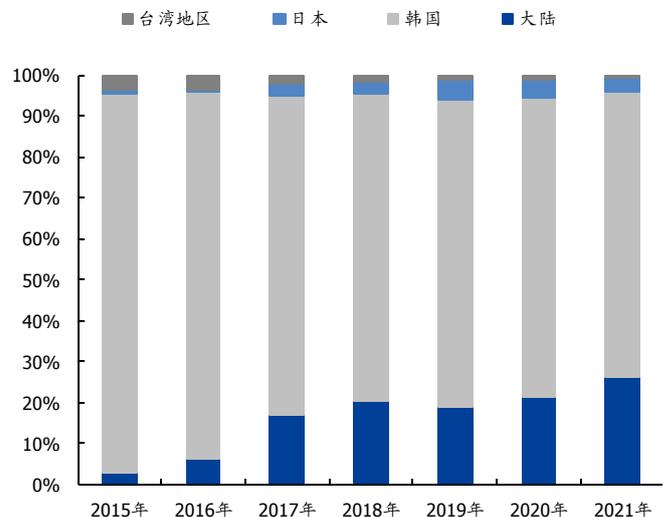
入股吉迪思，业务版图再添 DICC，触控与显示驱动器芯片业务领域全面布局。2021 年 1 月 8 日吉迪思变更工商信息，系韦尔股份此前通过现金收购原股东所持有的 65.77% 股权成为公司第一大股东。吉迪思成立于 2015 年，是国内领先且最早研发柔性 AMOLED、AR 及相关智能设备显示主控芯片的设计公司，2016 年于国内率先实现 AMOLED 显示主控芯片量产，2018 年 9 月联手 SMIC 再次率先实现 40nm AMOLED 智能手机显示主控芯片的量产突破。

图表 7: 全球 AMOLED 显示驱动芯片市场格局



资料来源: Omdia, 国盛证券研究所

图表 8: 2021 年大陆在全球 OLED 产能占比达 26% (按面积)



资料来源: WitsView, 国盛证券研究所整理

大陆面板厂商 AMOLED 加速布局崛起，未来 2-3 年有望见证国内 DDIC 厂商份额不断突破。据 Omdia，2020 年在 5G 手机渗透带动之下，智能手机用柔性 AMOLED 预计将出货 2.38 亿片，同比增长 51%，Omdia 还预计 2025 年全球智能手机 OLED 出货量将达到 8.13 亿片，随之而来的是 AMOLED DDIC (显示驱动芯片) 需求量逐年扩大。目前韩国 LSI 及 Magana Chip 占据 75% 的份额，然而随着京东方、维信诺、天马、华星光电等中国面板厂对 OLED 的积极投资和量产，国内 OLED 产能在全球的占比不断提升，我们判断国产 DDIC 厂商将有望实现对韩国厂商的加速追赶，实现未来 2-3 年内市场份额向头部逼近。

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（包括TVS、MOSFET、肖特基二极管等）、电源管理IC（Charger、LDO、Switch、DC-DC、LED背光驱动等）、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。如射频方面，公司设计研发的多款RFSwitch、LTE LNA已实现量产销售，Tuner高频调谐器研发进展顺利，中频高增益LTE-LNA WS7931DE和低频高增益LTE-LNA WS7931DE已进入试产阶段。

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。

三、投资建议

考虑到公司近年业绩持续高成长，展望未来CIS光学赛道持续高景气，公司盈利能力、市场份额及技术实力不断攀升，同时平台型布局卓有成效预计将进一步拓宽成长空间，我们预计公司2020-2022年实现营收180.86亿元、273.28亿元、348.16亿元，实现归母净利润27.59亿元、42.93亿元、56.86亿元，对应2020-2022年PE为100.5x、64.6x、48.8x，维持“买入”评级。

四、风险提示

下游需求不达预期：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。

新品研发进展不达预期：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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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