

# CIS 持续升级，产品线不断丰富



## 核心观点

- 公司 2020 年实现营收 198 亿元，增长 45%，实现归母净利润 27.1 亿元，增长 481%。4 季度单季营收和归母净利润分别为 58.6 和 9.8 亿元，分别同比增长 39%和 196%。
- **研发能力强大：**公司在 20 年研发投入超过 20 亿元，截止 20 年底有超过 1600 名研发人员，占员工总数的一半，已拥有近 4000 项发明专利、141 项集成电路布图设计权和 112 项软件著作权。公司不断改进半导体架构和工艺，在量子效率（QE）方面打破新纪录，图像传感器可在相同光量条件下捕获分辨率更高和距离更远的图像，有望广泛用于安防监控、汽车电子、新兴的手机屏下摄像头等产品。
- **CIS 产品持续升级和拓展下游应用：**领先的技术能力保障了产品领先力，针对手机市场，公司在 19 年推出 0.8um 32M、48M 及 64M 产品，20 年率先量产了 0.7um 64M 像素影像传感器，首次以 1/2"光学尺寸实现了 64M 像素，进一步满足主流智能手机的高分辨率超小摄像头的需求。公司也开发出了 1.0um 64M 以及领先的 1/1.34"光学格式，在高端手机的广角和超广角主摄像头的弱光性能优异。公司积累了 LED 闪烁抑制、全局曝光、Nyxe®近红外和超低光、高动态范围图像（HDR）等多项核心技术，在汽车、安防、医疗等领域均布局了多项有核心竞争力的产品。公司车载摄像头芯片当前主要用于欧美汽车品牌，未来有望在亚太市场获得显著增量。
- **内生和外延方式不断丰富产品线：**通过内部研发产品线的整合与协助，韦尔在 RF Switch、Tuner、LNA 等射频产品领域成果突出。公司在 2020 年收购了 Synaptics 基于亚洲地区的单芯片液晶触控与显示驱动集成芯片（TDDI）业务。此外，公司的其他多个产品线已与国内知名手机品牌供应链进行合作，包括分立器件（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 麦克风传感器等产品线。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 4.30、5.66、7.25 元（原 21-22 年每股收益预测为 3.75、4.84 元，主要上调了 CIS 市占率假设），根据可比公司 21 年平均 73 倍 PE，给予 314.19 元目标价，维持给予买入评级。

## 风险提示

- 高端 CIS 研发不及预期；手机 CIS 市占率下滑；疫情带来的不确定性；功率器件研发不及预期。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,632	19,824	25,655	30,924	36,911
同比增长(%)	41%	45%	29%	21%	19%
营业利润(百万元)	785	2,956	4,130	5,447	6,981
同比增长(%)	250%	277%	40%	32%	28%
归属母公司净利润(百万元)	466	2,706	3,736	4,918	6,293
同比增长(%)	221%	481%	38%	32%	28%
每股收益(元)	0.54	3.12	4.30	5.66	7.25
毛利率(%)	27.4%	29.9%	31.6%	32.1%	32.7%
净利率(%)	3.4%	13.7%	14.6%	15.9%	17.1%
净资产收益率(%)	7.8%	28.2%	27.6%	27.3%	27.4%
市盈率	514.1	88.5	64.1	48.7	38.0
市净率	30.2	21.3	15.1	11.9	9.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月15日)	275.74 元
目标价格	314.19 元
52 周最高价/最低价	328/161.45 元
总股本/流通 A 股(万股)	86,813/78,500
A 股市值(百万元)	239,379
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021 年 04 月 16 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-5.93	11.16	-3.59	61.8
相对表现	-6.26	11.97	-4.36	41.86
沪深 300	0.33	-0.81	0.77	19.94



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师

蒯剑  
021-63325888\*8514  
kuaijian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514050005  
香港证监会牌照：BPT856

## 证券分析师

马天翼  
021-63325888\*6115  
matianyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518090001

## 联系人

唐权喜  
021-63325888\*6086  
tangquanxi@orientsec.com.cn

## 联系人

李庭旭  
litingxu@orientsec.com.cn

## 相关报告

持续突破高端市场，业绩快速增长	2020-10-28
业绩高速增长，产品持续升级	2020-08-20
一季度同比高增长，毛利率大幅提升	2020-04-24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 4.30、5.66、7.25 元（原 21-22 年每股收益预测为 3.75、4.84 元，主要上调了 CIS 市占率假设），根据可比公司 21 年平均 73 倍 PE，给予 314.19 元目标价，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/4/15	每股收益(元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
兆易创新	603986	181.10	2.02	2.89	3.87	89.60	62.60	46.80
卓胜微	300782	717.00	5.79	10.32	14.43	123.85	69.49	49.70
澜起科技	688008	66.52	0.98	1.29	1.75	67.79	51.52	38.07
圣邦股份	300661	251.88	1.83	2.57	3.57	138.00	98.03	70.52
汇顶科技	603160	105.03	3.36	4.05	4.68	31.25	25.93	22.43
思瑞浦	688536	410.19	2.29	3.41	5.25	179.22	120.41	78.19
晶丰明源	688368	248.62	1.12	2.93	4.35	222.40	84.85	57.11
	最大值					222.40	120.41	78.19
	最小值					31.25	25.93	22.43
	平均数					121.73	73.26	51.83
	调整后平均					119.69	73.30	52.44

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

## 风险提示

高端 CIS 研发不及预期；手机 CIS 市占率下滑；疫情带来的不确定性；功率器件研发不及预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,161	5,456	9,348	12,376	16,457	营业收入	13,632	19,824	25,655	30,924	36,911
应收票据及应收账款	2,729	2,707	3,285	3,960	4,726	营业成本	9,898	13,894	17,555	20,987	24,847
预付账款	326	151	196	236	282	营业税金及附加	17	19	24	29	35
存货	4,366	5,274	5,793	6,926	8,200	销售费用	402	371	481	579	691
其他	299	326	339	351	365	管理费用及研发费用	2,013	2,503	3,233	3,607	4,133
<b>流动资产合计</b>	<b>10,881</b>	<b>13,913</b>	<b>18,961</b>	<b>23,849</b>	<b>30,030</b>	财务费用	274	275	249	160	87
长期股权投资	24	40	40	40	40	资产减值损失	312	303	32	165	186
固定资产	1,588	1,871	1,670	1,304	854	公允价值变动收益	61	451	0	0	0
在建工程	92	124	402	308	252	投资净收益	1	21	21	21	21
无形资产	1,334	1,509	1,257	1,006	754	其他	8	26	28	28	28
其他	3,558	5,191	2,990	2,958	2,926	<b>营业利润</b>	<b>785</b>	<b>2,956</b>	<b>4,130</b>	<b>5,447</b>	<b>6,981</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,596</b>	<b>8,735</b>	<b>6,360</b>	<b>5,616</b>	<b>4,826</b>	营业外收入	6	44	44	44	44
<b>资产总计</b>	<b>17,476</b>	<b>22,648</b>	<b>25,321</b>	<b>29,465</b>	<b>34,856</b>	营业外支出	6	9	9	9	9
短期借款	1,654	2,511	1,300	1,100	900	<b>利润总额</b>	<b>784</b>	<b>2,991</b>	<b>4,165</b>	<b>5,482</b>	<b>7,016</b>
应付票据及应付账款	1,882	1,559	1,756	2,099	2,485	所得税	79	308	429	565	722
其他	4,070	2,774	2,660	2,404	2,153	<b>净利润</b>	<b>705</b>	<b>2,683</b>	<b>3,736</b>	<b>4,918</b>	<b>6,293</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7,606</b>	<b>6,845</b>	<b>5,716</b>	<b>5,603</b>	<b>5,538</b>	少数股东损益	240	(23)	0	0	0
长期借款	928	3,182	3,516	3,416	3,316	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>466</b>	<b>2,706</b>	<b>3,736</b>	<b>4,918</b>	<b>6,293</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.54	3.12	4.30	5.66	7.25
其他	987	1,096	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,915</b>	<b>4,278</b>	<b>3,516</b>	<b>3,416</b>	<b>3,316</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>9,521</b>	<b>11,123</b>	<b>9,232</b>	<b>9,019</b>	<b>8,854</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	29	286	286	286	286	<b>成长能力</b>					
股本	864	868	868	868	868	营业收入	41%	45%	29%	21%	19%
资本公积	6,000	6,992	7,297	7,297	7,297	营业利润	250%	277%	40%	32%	28%
留存收益	1,044	3,962	7,638	11,995	17,551	归属于母公司净利润	221%	481%	38%	32%	28%
其他	18	(583)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,955</b>	<b>11,525</b>	<b>16,089</b>	<b>20,447</b>	<b>26,002</b>	毛利率	27.4%	29.9%	31.6%	32.1%	32.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,476</b>	<b>22,648</b>	<b>25,321</b>	<b>29,465</b>	<b>34,856</b>	净利率	3.4%	13.7%	14.6%	15.9%	17.1%
						ROE	7.8%	28.2%	27.6%	27.3%	27.4%
						ROIC	7.7%	18.9%	20.2%	21.9%	23.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	54.5%	49.1%	36.5%	30.6%	25.4%
净利润	705	2,683	3,736	4,918	6,293	净负债率	23.5%	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	949	707	811	870	917	流动比率	1.43	2.03	3.32	4.26	5.42
财务费用	274	275	249	160	87	速动比率	0.78	1.15	2.16	2.84	3.73
投资损失	(1)	(21)	(21)	(21)	(21)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,925)	545	(849)	(1,637)	(1,851)	应收账款周转率	6.8	7.8	8.9	8.6	8.5
其它	1,803	(845)	1,136	165	186	存货周转率	2.2	2.5	2.8	2.9	2.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>805</b>	<b>3,345</b>	<b>5,063</b>	<b>4,454</b>	<b>5,611</b>	总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
资本支出	(1,995)	(685)	(546)	(112)	(111)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	75	(6)	0	0	0	每股收益	0.54	3.12	4.30	5.66	7.25
其他	192	(1,941)	556	6	6	每股经营现金流	0.93	3.85	5.83	5.13	6.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,728)</b>	<b>(2,631)</b>	<b>11</b>	<b>(106)</b>	<b>(106)</b>	每股净资产	9.13	12.95	18.20	23.22	29.62
债权融资	1,073	320	34	(400)	(400)	<b>估值比率</b>					
股权融资	3,533	996	306	0	0	市盈率	514.1	88.5	64.1	48.7	38.0
其他	(3,486)	519	(1,521)	(920)	(1,025)	市净率	30.2	21.3	15.1	11.9	9.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,120</b>	<b>1,835</b>	<b>(1,181)</b>	<b>(1,320)</b>	<b>(1,425)</b>	EV/EBITDA	118.9	60.6	46.0	36.9	29.9
汇率变动影响	(2)	(241)	-0	-0	-0	EV/EBIT	225.4	73.9	54.5	42.6	33.8
<b>现金净增加额</b>	<b>195</b>	<b>2,306</b>	<b>3,892</b>	<b>3,028</b>	<b>4,081</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)