

手机和汽车驱动 CIS 增长, Q1 业绩再创新高

投资要点

- **事件:** 公司发布 20 年年报, 2020 年全年实现营收 198 亿元, 较 2019 年增长 45%, 归母净利润 27.1 亿元, 同比增长 481%。此前公司发布 2021Q1 业绩预告, 预计 2021Q1 实现归母净利润 9~10.8 亿元(中值为 9.9 亿元, 环比小幅增长), 2020Q4 扣非归母 6.3 亿元, 2021Q1 扣非归母净利润 8.2~10.2 亿元, 环比增长 30%~58%。
- **CIS 图像传感器领域多点开花。手机领域:** 2020 年公司率先量产了 0.7um 6400 万像素 CIS, 首次以 1/2" 光学尺寸实现了 6400 万像素分辨率, 进一步满足高端主流智能手机分辨率搭载超小摄像头的需求。6400 万像素 CIS 也开发出了 1.0 微米像素以及领先的 1/1.34 英寸光学格式, 其大型光学元件和高分辨率为高端智能手机中的广角和超广角主摄像头提供了优异的弱光性能。CIS 持续渗透高端旗舰份额。**汽车领域:** 2020 年 6 月, 公司推出了全球首款汽车晶圆级摄像头——OVM9284 CameraCubeChip™ 模块, 该模块是全球最小的一款汽车摄像头, 可为驾驶员监控硬件提供一站式服务, 切入汽车摄像领域。**动态视觉传感器领域:** 公司研发的 CeleX 系列产品处于同行业领先水平, 在全球率先推出了 1M 分辨率传感器, 广泛应用于包括智能手机、家电、安防、AR/VR(手势识别、人体追踪), 机器人/无人机, 高级辅助驾驶等。
- **其他半导体芯片领域业务推进稳步提升。TDDI 领域,** 2020 年上半年公司研发的 TD4150 为一款 HD 720*1600 分辨率, 支持 a-Si Dual Gate Panel 的 TDDI 产品, 已开始量产。随着手机液晶显示屏向 TDDI 方案切换, TDDI 的需求保持逐年稳定增长。2020 年 TDDI 贡献营收 7.4 亿元, 毛利率水平为 24%。**射频芯片领域,** 研发重点围绕在高性能射频芯片。在 LNA 产品方面, 对原有产品重新设计, 同时研发了高低端两种方案多款产品, 保障公司产品能充分满足市场的差异化需求。公司研发的中频高增益 LTE-LNA WS7931DE 和 高频高增益 LTE-LNA WS7931DE 工程样品测试完成, 达到设计预期目标。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 264/323/397 亿元, 归母净利润分别为 44/64/79 亿元, 对应 EPS 分别为 5.08/7.32/9.16 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 智能手机出货量不及预期; 行业竞争加剧带来价格压力; 新产品突破低于预期; 光学赛道创新低于预期等。

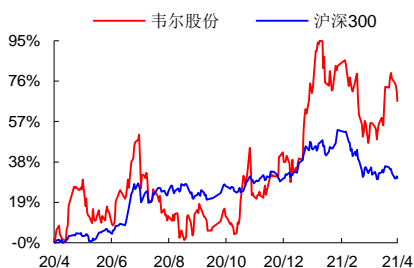
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19823.97	26402.19	32343.52	39682.79
增长率	45.43%	33.18%	22.50%	22.69%
归属母公司净利润(百万元)	2706.11	4413.22	6355.65	7949.76
增长率	481.17%	63.08%	44.01%	25.08%
每股收益 EPS(元)	3.12	5.08	7.32	9.16
净资产收益率 ROE	23.28%	29.38%	30.59%	28.52%
PE	88	54	38	30
PB	21.30	15.05	11.08	8.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.68
流通 A 股(亿股)	7.85
52 周内股价区间(元)	165.69-322.5
总市值(亿元)	2,393.79
总资产(亿元)	226.48
每股净资产(元)	12.95

相关研究

1. 韦尔股份(603501): Q3 持续高增长, 看好新品高端市场份额提升 (2020-10-29)
2. 韦尔股份(603501): CIS 带动业绩增长, 持续开拓下游应用市场 (2020-08-25)

关键假设：

假设 1：半导体设计 CMOS 我们预期伴随 CIS 领域多应用场景（主要手机及汽车）的逐渐放量，预期 21-23 年维持 40%/25%/25%的营收增长，受益产品逐渐渗透高端化，毛利率水平维持 35%左右。

假设 2：半导体设计及销售：预期 21-23 年维持 15%的增长，毛利率水平维持在 22%左右。

假设 3：其他半导体芯片业务：我们预期 21-23 年维持 10%的增长，毛利率水平维持在 15%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
半导体设计 CMOS	收入	14696.92	20575.69	25719.61	32149.51
	增速	50.29%	40.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	31.37%	35.00%	35.00%	35.00%
半导体设计及销售	收入	3734.96	4295.20	4939.48	5680.41
	增速	17.12%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	21.54%	22.00%	22.00%	22.00%
其他半导体芯片业务	收入	1392.08	1531.29	1684.42	1852.86
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	15.75%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	19,823.96	26,402.18	32,343.51	39,682.78
	增速	45.43%	33.18%	22.50%	22.69%
	毛利率	28.42%	31.73%	31.97%	32.21%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19823.97	26402.19	32343.52	39682.79	净利润	2683.12	4903.58	7061.83	8833.07
营业成本	13894.20	18026.06	22002.30	26902.84	折旧与摊销	765.27	206.17	208.26	209.30
营业税金及附加	18.71	31.68	38.81	47.62	财务费用	275.46	103.36	-3.67	-103.23
销售费用	371.37	1716.14	1455.46	1785.73	资产减值损失	-283.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	775.94	1056.09	970.31	1190.48	经营营运资本变动	181.90	-3772.14	-1259.60	-1672.21
财务费用	275.46	103.36	-3.67	-103.23	其他	-277.87	178.89	-86.30	2.10
资产减值损失	-283.29	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3344.59	1619.86	5920.52	7269.04
投资收益	21.08	20.00	20.00	20.00	资本支出	-3449.69	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	450.86	0.00	0.00	0.00	其他	818.33	227.16	0.28	5.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2631.36	-72.84	-299.72	-294.88
营业利润	2956.26	5488.86	7900.31	9879.35	短期借款	857.21	-2510.40	1.00	1.00
其他非经营损益	34.88	-10.00	-10.00	-10.00	长期借款	2253.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	2991.13	5478.86	7890.31	9869.35	股权融资	601.90	0.53	0.00	0.00
所得税	308.01	575.28	828.48	1036.28	支付股利	0.00	-324.73	-661.98	-953.35
净利润	2683.12	4903.58	7061.83	8833.07	其他	-1878.12	2351.45	-2395.33	104.63
少数股东损益	-22.99	490.36	706.18	883.31	筹资活动现金流净额	1834.58	-483.15	-3056.31	-847.72
归属母公司股东净利润	2706.11	4413.22	6355.65	7949.76	现金流量净额	2306.38	1063.87	2564.49	6126.44
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5455.68	6519.54	9084.03	15210.47	成长能力				
应收和预付款项	2734.78	5470.98	6312.97	7359.32	销售收入增长率	45.43%	33.18%	22.50%	22.69%
存货	5273.72	7191.79	8668.33	10606.44	营业利润增长率	276.54%	85.67%	43.93%	25.05%
其他流动资产	449.03	153.78	173.18	214.63	净利润增长率	280.44%	82.76%	44.01%	25.08%
长期股权投资	40.28	40.28	40.28	40.28	EBITDA 增长率	144.11%	45.07%	39.78%	23.20%
投资性房地产	143.46	111.24	120.83	125.76	获利能力				
固定资产和在建工程	1994.57	1909.00	1821.33	1732.62	毛利率	29.91%	31.73%	31.97%	32.21%
无形资产和开发支出	4789.01	4983.41	5177.80	5372.20	三费率	7.18%	10.89%	7.49%	7.24%
其他非流动资产	1767.46	1762.48	1757.49	1752.50	净利率	13.53%	18.57%	21.83%	22.26%
资产总计	22647.99	28142.50	33156.25	42414.22	ROE	23.28%	29.38%	30.59%	28.52%
短期借款	2511.40	1.00	2.00	3.00	ROA	11.85%	17.42%	21.30%	20.83%
应付和预收款项	2485.48	3034.10	3732.18	4621.72	ROIC	25.79%	34.65%	40.09%	44.00%
长期借款	3181.59	3181.59	3181.59	3181.59	EBITDA/销售收入	20.16%	21.96%	25.06%	25.16%
其他负债	2944.48	5238.32	3153.14	3640.85	营运能力				
负债合计	11122.94	11455.01	10068.91	11447.15	总资产周转率	0.99	1.04	1.06	1.05
股本	867.60	868.13	868.13	868.13	固定资产周转率	11.46	14.20	17.78	22.63
资本公积	7247.50	7247.50	7247.50	7247.50	应收账款周转率	7.83	7.25	6.31	6.70
留存收益	3962.05	8050.53	13744.20	20740.62	存货周转率	2.71	2.85	2.72	2.75
归属母公司股东权益	11238.64	15910.72	21604.39	28600.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.68%	—	—	—
少数股东权益	286.41	776.77	1482.95	2366.26	资本结构				
股东权益合计	11525.05	16687.49	23087.34	30967.06	资产负债率	49.11%	40.70%	30.37%	26.99%
负债和股东权益合计	22647.99	28142.50	33156.25	42414.22	带息债务/总负债	51.18%	27.79%	31.64%	27.85%
					流动比率	2.03	2.69	4.19	4.66
					速动比率	1.26	1.69	2.69	3.18
					股利支付率	0.00%	7.36%	10.42%	11.99%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	3996.98	5798.39	8104.90	9985.43	每股收益	3.12	5.08	7.32	9.16
PE	88.46	54.24	37.66	30.11	每股净资产	12.95	18.33	24.89	32.95
PB	21.30	15.05	11.08	8.37	每股经营现金	3.85	1.87	6.82	8.37
PS	12.08	9.07	7.40	6.03	每股股利	0.00	0.37	0.76	1.10
EV/EBITDA	59.53	40.78	28.56	22.56					
股息率	0.00%	0.14%	0.28%	0.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn