

深耕手机主摄 CIS，汽车/安防领域谋高增长

韦尔股份(603501)

事件

近期荣耀发布荣耀 50 系列新品，荣耀 50 配备一颗 32MP 前置摄像头，后置四摄组合，分别为 108MP 主摄、8MP 超广角、2MP 微距、2MP 景深；荣耀 50 Pro 前置 32MP 和 12MP 两颗摄像头，后置四摄组合，分别为 108MP 主摄、8MP 超广角、2MP 微距、2MP 景深。

2025 年 CIS 行业超 330 亿美元，多行业助力高成长

依据 IC Insights 最新报告，2021 年全球 CIS 市场规模恢复强劲增长至 228 亿美元，增速达 19%，2020 年~2025 年 CIS 行业的复合增速为 12%，预计到 2025 年全球 CIS 市场规模为 336 亿美元。其中，智能手机为 CIS 应用规模最大的细分领域，2020 年手机市场规模为 116 亿美元，预计到 2025 年达到 157 亿美元，而汽车则是增速最快的细分领域，预计未来 5 年的行业复合增速高达 33.8%，规模提升至 51 亿美元。公司深耕后置主摄 CIS，加强主摄在品牌终端客户的渗透率，公司近期首发 0.61um 产品，在小像素方面领先同行。同时，在汽车/安防等基数相对手机较低、但增速较快的领域凭借深厚的技术积累和产品优势占据一定的领先地位，预计未来会实现高速的增长。此外，在 VR/AR 领域 CIS 也是不可或缺的重要组成部分，预计随着该市场的快速崛起公司有望在 VR/AR 领域实现快速增长。我们一直强调韦尔（豪威）在 CIS 方向未来发展的两条主线逻辑：一方面是像素层级，公司自 2019 年下半年开始发力高像素 CIS 产品以来，不断进行产品的更新，推出 32M/48M/64M 系列产品；另一方面是像素尺寸，公司在不断加大大像素点研发以逐渐缩短与索尼差距的同时，基于 5G 终端高性价比考量推出 0.7u 系列小像素点产品，近期领先于其他主流企业推出 0.61u 产品，或将在 2H21 迎来智能终端的应用突破。

TDDI+功率/模拟快速突破，高速增长可期

依据 2020 年年报数据，2020 年 TDDI 业务实现收入 7.44 亿元，销量为 5,889.17 万颗，平均单价大约为 12.6 元/颗，该业务 2020 年毛利率为 24.03%，今年以来 TDDI 处于供不应求的状态涨价带动 TDDI 业务毛利率显著提升，公司加强 TDDI 板块的人才梯队建设，不断推出具备市场竞争优势及符合市场趋势及需求的新产品。同时，公司公告 2020 年模拟类产品（电源 IC）实现营收 3.81 亿元，毛利率为 33.90%，功率类产品 TVS/MOS/肖特基营收分别为 5.03 亿元/1.67 亿元/0.31 亿元，毛利率均在 30% 以上。我们认为，随着公司产品种类的不断丰富，在单个智能终端中可以提供的价值量有望逐渐提升，为公司长期发展奠定扎实的基础。

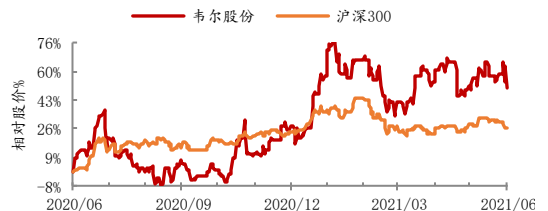
投资建议

我们维持此前盈利预测，预计 2021~2023 年公司营收分别为 265 亿元、345 亿元、450 亿元；预计 2021~2023 年公司归属

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：273.15

股票代码：603501
52 周最高价/最低价：328.0/165.08
总市值(亿)：2,371.30
自由流通市值(亿)：2,144.23
自由流通股数(百万)：785.00



分析师：孙远峰
邮箱：sunyf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080005

分析师：王海维
邮箱：wanghw1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090003

相关研究

- 【华西电子】韦尔股份（603501）点评：0.61 微米产品全球首发，引领 CIS 行业创新
2021.05.11
- 【华西电子】韦尔股份（603501）点评：多业务快速突破，产业链话语权逐渐增强
2021.04.22
- 【华西电子】韦尔股份（603501）点评：加大研发投入，“TDDI+CIS”谋快速突破
2021.04.15

于母公司股东净利润分别为 43.30 亿元、58.71 亿元、74.76 亿元。基于海外半导体龙头企业成长路径，我们认为宽赛道优质公司逐渐迎平台型发展机遇，持续做大做强，坚定看好公司长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示

光学赛道创新低于预期、智能终端出货低于预期、新产品突破低于预期、半导体新品突破低于预期、客户拓展低于预期、行业竞争加剧带来价格压力等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,632	19,824	26,500	34,500	45,000
YoY	40.5%	45.4%	33.7%	30.2%	30.4%
归母净利润(百万元)	466	2,706	4,330	5,871	7,476
YoY	221.1%	481.2%	60.0%	35.6%	27.3%
毛利率	27.4%	29.9%	32.0%	32.2%	32.0%
每股收益(元)	0.54	3.12	4.99	6.76	8.61
ROE	5.9%	24.1%	27.8%	27.4%	25.9%
市盈率	509.27	87.63	54.77	40.39	31.72

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19,824	26,500	34,500	45,000	净利润	2,683	4,287	5,813	7,402
YoY (%)	45.4%	33.7%	30.2%	30.4%	折旧和摊销	765	150	150	150
营业成本	13,894	18,020	23,391	30,600	营运资金变动	-380	-524	-930	-1,016
营业税金及附加	19	25	33	42	经营活动现金流	3,345	3,745	4,920	6,587
销售费用	371	477	621	810	资本开支	-1,127	26	-455	-476
管理费用	776	1,060	1,380	1,890	投资	-1,536	0	0	0
财务费用	275	234	144	-120	投资活动现金流	-2,631	376	-155	-276
资产减值损失	-283	-100	-105	-150	股权募资	683	1	0	0
投资收益	21	350	300	200	债务募资	4,698	1,849	440	500
营业利润	2,956	4,715	6,411	8,195	筹资活动现金流	1,835	1,722	314	375
营业外收支	35	48	48	29	现金净流量	2,306	5,843	5,078	6,686
利润总额	2,991	4,763	6,459	8,224	主要财务指标				
所得税	308	476	646	822	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	2,683	4,287	5,813	7,402	成长能力				
归属于母公司净利润	2,706	4,330	5,871	7,476	营业收入增长率	45.4%	33.7%	30.2%	30.4%
YoY (%)	481.2%	60.0%	35.6%	27.3%	净利润增长率	481.2%	60.0%	35.6%	27.3%
每股收益	3.12	4.99	6.76	8.61	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	29.9%	32.0%	32.2%	32.0%
2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	13.5%	16.2%	16.9%	16.4%	
货币资金	5,456	11,298	16,376	23,062	总资产收益率 ROA	11.9%	14.5%	15.6%	15.8%
预付款项	151	196	255	334	净资产收益率 ROE	24.1%	27.8%	27.4%	25.9%
存货	5,274	5,924	7,049	8,384	偿债能力				
其他流动资产	3,032	3,902	4,945	6,313	流动比率	2.03	2.67	3.07	3.41
流动资产合计	13,913	21,321	28,626	38,092	速动比率	1.24	1.90	2.29	2.63
长期股权投资	40	40	40	40	现金比率	0.80	1.41	1.76	2.06
固定资产	1,871	2,171	2,516	2,816	资产负债率	49.1%	47.1%	42.4%	38.6%
无形资产	1,509	1,509	1,509	1,509	经营效率				
非流动资产合计	8,735	8,554	8,899	9,199	总资产周转率	0.88	0.89	0.92	0.95
资产合计	22,648	29,875	37,525	47,291	每股指标 (元)				
短期借款	2,511	2,560	2,500	2,500	每股收益	3.12	4.99	6.76	8.61
应付账款及票据	1,559	2,022	2,625	3,434	每股净资产	12.95	17.93	24.70	33.31
其他流动负债	2,774	3,402	4,196	5,252	每股经营现金流	3.85	4.31	5.67	7.59
流动负债合计	6,845	7,985	9,321	11,186	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,182	4,982	5,482	5,982	估值分析				
其他长期负债	1,096	1,096	1,096	1,096	PE	87.63	54.77	40.39	31.72
非流动负债合计	4,278	6,078	6,578	7,078	PB	17.85	15.23	11.06	8.20
负债合计	11,123	14,063	15,899	18,264					
股本	868	868	868	868					
少数股东权益	286	244	185	111					
股东权益合计	11,525	15,813	21,626	29,028					
负债和股东权益合计	22,648	29,875	37,525	47,291					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

王海维：华西证券研究所电子行业分析师，华东师范大学硕士，曾就职于安信证券，2019年8月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。