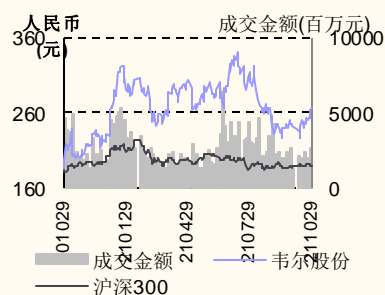


市场价格(人民币): 266.00元

目标价格(人民币): 323.67元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.69
已上市流通A股(亿股)	7.86
总市值(亿元)	2,311.82
年内股价最高最低(元)	341.56/184.11
沪深300指数	4909
上证指数	3547



Q3 业绩符合预期，汽车与 TDDI 续写新动力

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,632	19,824	29,509	36,509	43,544
营业收入增长率	243.93%	45.43%	48.85%	23.72%	19.27%
归母净利润(百万元)	466	2,706	4,878	6,250	8,107
归母净利润增长率	235.46%	481.17%	80.24%	28.15%	29.70%
摊薄每股收益(元)	0.539	3.119	5.616	7.196	9.333
每股经营性现金流净额	0.21	3.16	3.60	6.83	8.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.87%	24.08%	34.43%	34.89%	35.59%
P/E	265.98	74.09	48.33	37.71	29.08
P/B	15.62	17.84	16.64	13.16	10.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

10月29日,公司前三季度实现营收183.1亿元,同比增长31.1%,归母净利润为35.2亿元,同比增长103.8%,扣非归母净利润为30.7亿元,同比增长93.4%。

评论

- **业绩符合预期,综合毛利率逐季提升。**公司单三季度实现归母净利润为12.8亿元,同比增长73.1%,主要受益于毛利率的提升和非经常性损益的增加。21Q1/Q2/Q3公司毛利率分别为32.5%/33.7%/35.5%,受缺芯潮下产品提价和产品结构调整(高毛利的汽车、安防等用CIS收入占比提升),公司综合毛利率持续提升。
- **汽车CIS接力手机成为公司新的成长动力。**主要受手机销量以及单机搭载摄像头数量增长缓慢影响,我们测算未来5年手机CIS市场规模CAGR仅为6.6%,截至到三季度公司手机CIS收入整体CIS比例为50%,预计明年将降至45-50%。但汽车CIS受益于智能驾驶的发展,预计单车搭载摄像头数量将由目前的2颗增加至2025/2030年的6/11.8颗,未来10年汽车CIS市场规模CAGR超28%。今年汽车CIS市场龙头安森美供应短缺,韦尔凭借CIS技术领先以及市场优势,快速抢占市场份额,预计21年全球市占率超30%,22年有望达40%,成为全球第一,21-25年公司汽车CIS业务收入CAGR超30%。
- **TDDI加速整合,未来两年成长确定性强。**随着TDDI在手机与平板渗透率的不断提升,我们测算20-25年TDDI市场规模CAGR为13.2%。公司20年收购整合新思科技,完整继承开发技术,借助自身在手机领域的渠道和品牌优势,叠加21年市场缺货导致TDDI价格涨幅较大,今年公司TDDI业务毛利率有望超60%,收入有望翻两倍增长。明年开始向品牌客户供货,出货量无忧,同时短期供给紧缺难以解决,预计明年收入将持续高增长。

投资建议

- 预计21-23年公司归母净利润分别为48.8/62.5/81.1亿元,继续维持“买入”评级。

风险提示

- 产能不足风险;汇率风险;股票解禁风险;商誉减值风险等。

相关报告

- 1.《四大核心驱动力,CIS龙头再起飞-韦尔股份深度报告》,2021.9.17

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001
zhengbiyu@gjzq.com.cn

邵广雨 联系人
shaoguanguyu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,964	13,632	19,824	29,509	36,509	43,544
增长率		243.9%	45.4%	48.9%	23.7%	19.3%
主营业务成本	-3,036	-9,898	-13,894	-19,977	-25,546	-30,074
%销售收入	76.6%	72.6%	70.1%	67.7%	70.0%	69.1%
毛利	928	3,734	5,930	9,531	10,964	13,470
%销售收入	23.4%	27.4%	29.9%	32.3%	30.0%	30.9%
营业税金及附加	-12	-17	-19	-27	-37	-39
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-86	-402	-371	-546	-548	-653
%销售收入	2.2%	2.9%	1.9%	1.9%	1.5%	1.5%
管理费用	-445	-731	-776	-1,180	-1,095	-1,089
%销售收入	11.2%	5.4%	3.9%	4.0%	3.0%	2.5%
研发费用	-127	-1,282	-1,727	-2,656	-2,738	-3,179
%销售收入	3.2%	9.4%	8.7%	9.0%	7.5%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	257	1,303	3,037	5,123	6,546	8,510
%销售收入	6.5%	9.6%	15.3%	17.4%	17.9%	19.5%
财务费用	-53	-274	-275	-287	-269	-189
%销售收入	1.3%	2.0%	1.4%	1.0%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-90	312	303	318	327	331
公允价值变动收益	-1	61	451	405	406	422
投资收益	3	1	21	20	100	70
%税前利润	2.3%	0.1%	0.7%	0.4%	1.4%	0.8%
营业利润	121	785	2,956	5,579	7,110	9,144
营业利润率	3.0%	5.8%	14.9%	18.9%	19.5%	21.0%
营业外收支	2	-1	35	5	13	25
税前利润	123	784	2,991	5,584	7,123	9,169
利润率	3.1%	5.8%	15.1%	18.9%	19.5%	21.1%
所得税	-7	-79	-308	-586	-712	-917
所得税率	5.8%	10.1%	10.3%	10.5%	10.0%	10.0%
净利润	116	705	2,683	4,998	6,410	8,252
少数股东损益	-23	240	-23	120	160	145
归属于母公司的净利润	139	466	2,706	4,878	6,250	8,107
净利率	3.5%	3.4%	13.7%	16.5%	17.1%	18.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	116	705	2,683	4,998	6,410	8,252
少数股东损益	-23	240	-23	120	160	145
非现金支出	130	265	462	222	274	323
非经营收益	-11	133	-27	0	-115	-185
营运资金变动	-230	-923	-380	-2,100	-645	-1,210
经营活动现金净流	5	180	2,738	3,120	5,925	7,179
资本开支	-85	-727	-1,127	-1,105	-796	-785
投资	-1,448	-898	-1,536	-425	-631	-465
其他	-12	-103	32	20	100	70
投资活动现金净流	-1,546	-1,728	-2,631	-1,510	-1,327	-1,180
股权募资	9	380	683	0	0	0
债权募资	1,089	1,017	1,567	1,410	-564	-905
其他	61	-280	-657	-2,358	-2,907	-3,597
筹资活动现金净流	1,160	1,118	1,593	-947	-3,471	-4,502
现金净流量	-381	-430	1,700	662	1,127	1,498

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	441	3,161	5,456	6,108	7,219	8,704
应收款项	987	2,755	2,752	4,373	5,013	6,103
存货	919	4,366	5,274	7,662	9,448	11,123
其他流动资产	237	599	432	719	843	957
流动资产	2,584	10,881	13,913	18,862	22,523	26,887
%总资产	56.2%	62.3%	61.4%	64.2%	65.1%	66.6%
长期投资	639	379	1,363	2,193	3,230	4,117
固定资产	215	1,680	1,995	2,430	2,812	3,176
%总资产	4.7%	9.6%	8.8%	8.3%	8.1%	7.9%
无形资产	196	4,104	4,939	5,033	5,175	5,286
非流动资产	2,016	6,596	8,735	10,500	12,077	13,463
%总资产	43.8%	37.7%	38.6%	35.8%	34.9%	33.4%
资产总计	4,600	17,476	22,648	29,362	34,601	40,349
短期借款	1,614	4,101	3,041	2,234	1,658	735
应付款项	1,229	3,027	2,544	4,198	5,675	6,784
其他流动负债	65	478	1,260	1,420	1,537	1,768
流动负债	2,908	7,606	6,845	7,852	8,870	9,287
长期贷款	42	928	3,182	3,182	3,182	3,182
其他长期负债	5	987	1,096	3,757	4,067	4,390
负债	2,955	9,521	11,123	14,790	16,119	16,858
普通股股东权益	1,636	7,926	11,239	14,165	17,915	22,780
其中：股本	456	864	868	868	868	868
未分配利润	620	1,002	3,895	6,822	10,572	15,436
少数股东权益	9	29	286	406	566	711
负债股东权益合计	4,600	17,476	22,648	29,362	34,601	40,349

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.305	0.539	3.119	5.616	7.196	9.333
每股净资产	3.588	9.178	12.954	16.308	20.626	26.226
每股经营现金净流	0.012	0.209	3.156	3.596	6.829	8.275
每股股利	1.580	1.830	1.960	2.249	2.882	3.737
回报率						
净资产收益率	8.49%	5.87%	24.08%	34.43%	34.89%	35.59%
总资产收益率	3.02%	2.66%	11.95%	16.61%	18.06%	20.09%
投入资本收益率	7.33%	8.96%	15.11%	20.40%	22.82%	25.62%
增长率						
主营业务收入增长率	64.74%	243.93%	45.43%	48.85%	23.72%	19.27%
EBIT增长率	31.33%	406.79%	133.15%	68.69%	27.78%	30.01%
净利润增长率	1.20%	235.46%	481.17%	80.24%	28.15%	29.70%
总资产增长率	62.83%	279.93%	29.59%	29.64%	17.84%	16.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	78.3	45.8	46.6	50.0	46.5	47.8
存货周转天数	88.2	97.5	126.6	140.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	31.1	39.9	45.2	50.0	55.0	56.0
固定资产周转天数	19.8	42.5	34.4	23.4	18.6	15.1
偿债能力						
净负债/股东权益	73.12%	23.33%	6.54%	10.29%	-1.01%	-11.05%
EBIT利息保障倍数	4.9	4.7	11.0	17.8	24.3	44.9
资产负债率	64.25%	54.48%	49.11%	50.37%	46.59%	41.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	13	40	58	126
增持	0	3	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.19	1.11	1.09	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

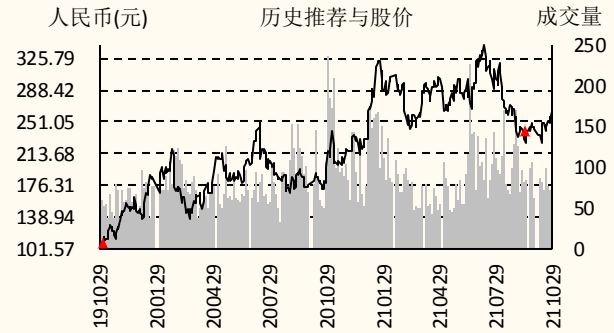
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-04	买入	107.28	128.00 ~ 128.00
2	2021-09-17	买入	227.00	279.87 ~ 364.83

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402