

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

韦尔股份 (603501.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

方竞 电子行业首席分析师
执业编号: S1500520030001
联系电话: +86 15618995441
邮箱: fangjing@cindasc.com

李少青 电子行业分析师
执业编号: S1500520080004
联系电话: +86 18616987704
邮箱: lishaoqing@cindasc.com

相关研究

《韦尔股份: 引领科技, 感知无限》
2020.04.26
《韦尔股份: 击碎市场疑虑, 开启全新成长周期》2021.06.30
《韦尔股份: 平台型半导体龙头雏形初现, 股权激励彰显信心》2021.08.31

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

逆风显韧劲, 开启平台型半导体龙头新征程

2021年10月29日

事件: 韦尔股份发布 2021 年三季报, 公司 2021 年第三季度实现收入 58.66 亿元 (YoY-1.01%, QoQ-5.93%), 归母净利润 12.75 亿元 (YoY+73.11%, QoQ+6%), 扣非后归母净利润 11.02 亿元 (YoY+67.35%, QoQ+7.86%), Q3 业绩位于前期指引中值上限。2021 年前三季度, 公司实现收入 183.14 亿元 (YoY+31.11%), 归母净利润 35.18 亿元 (YoY+103.78%), 扣非后归母净利润 30.68 亿元 (YoY+93.41%)。

点评:

- **逆风显韧劲, 公司盈利能力稳步提升。**2021 年 Q3 在整体手机市场需求放缓的背景下, 虽然公司营收同比和环比略有下滑, 但仍然实现了业绩的环比增长, 3Q21 公司实现毛利率 35.49% (YoY+7.59pct, QoQ+1.75pct), 净利率高达 21.73% (YoY+9.31pct, QoQ+2.45%), 创下历史新高, 若剔除一次性股权激励费用等影响, 公司实际净利率将更高, 再次验证了公司多元化布局显效带来的业绩稳健增长能力。
- **汽车 CIS 高速成长, 手机业务影响持续降低。**作为全球 CIS 龙头厂商, 豪威在手机 CIS 领域的份额提升带动了公司过去几年的高速增长, 随着手机市场趋于成熟, 以及汽车、医疗等 CIS 应用市场的快速成长, 手机业务在豪威的收入占比逐渐下滑, 汽车等高速成长的 CIS 业务开启豪威的第二增长曲线。我们预计手机 CIS 在公司半导体设计业务里的占比将从今年的 50% 左右下滑至明年的 40% 左右。而汽车 CIS 则将在未来几年引领公司成长, 至 2025 年营收占比有望达到 20%。

1) 汽车 CIS 业务: 受益于汽车 CIS 行业高速增长、竞争格局改善等因素, 公司汽车 CIS 业务有望在未来 3-5 年保持高速增长, 目前公司汽车 CIS 在欧洲市场份额过半, 北美、日韩等地区不断突破, 在国内造车新势力如理想等厂商进展顺利, 公司自动驾驶成像方案已大量应用于国内外中高端汽车品牌, 8M 等高阶产品方案也有望持续引领市场。**2) 手机 CIS 业务:** 我们认为手机市场已是成熟行业进入周期波动阶段, 虽然公司手机 CIS 业务短期受行业砍单等影响略有波动, 但公司也在持续推出高价值量 50A、2 亿像素等新品不断优化产品结构。**3) 其他 CIS 业务:** 公司夜鹰技术引领安防 CIS 市场; 1H21 首发 800 万用于一次性和可重复使用内窥镜产品, CCC 技术助力公司在一次性内窥镜趋势下把握医疗 CIS 市场先机; AR/VR 等新兴市场成长空间巨大。

- **打造平台型半导体企业龙头, 全面布局新业务。**除 CIS 业务外, 公司还加大半导体平台型布局, 目前已形成图像传感器解决方案、触控与显示解决方案和模拟解决方案三大业务体系。公司近两年先后收购新思亚洲地区 TDDI 业务、入股深圳吉迪思加强在 AMOLED 等智能显示主控芯片领域布局, 新设了 EVS、指纹识别等相关产品线, 不断完善产品线布局。此外, 公司积极布局的 ASIC、MCU、模拟、射频、POWER 等业务新产品将在今年底和明年陆续推出, 聚焦汽车、新能源等高成长赛道, 市场空间巨大。

TDDI 业务方面, 受益于行业高景气度, 2021 年公司 TDDI 业务保持高成

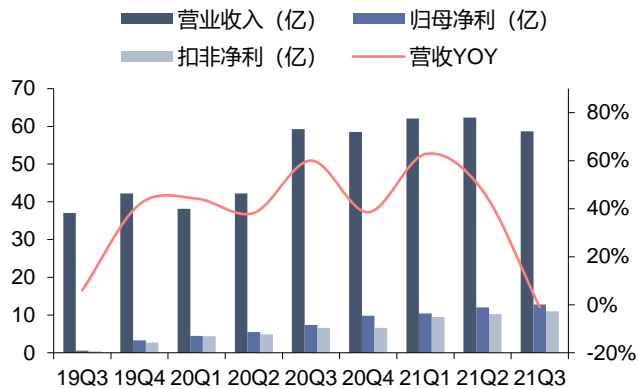
长和高盈利性。8月，公司推出独立运营全新品牌吉迪思，专注后装市场 TDDI 和 DDIC 产品研发制造，进一步完善触控与显示产品线。明年随着产能、客户和产品线进一步扩充，公司触控显示芯片有望继续保持高增长。

- **产业基金目光远大，韦豪创芯隐形巨人。**公司于 2020 年 6 月参与发起创立韦豪创芯产业基金，预计 2021 年底管理的基金产品认缴规模将过百亿。韦豪创芯现阶段主要聚焦视觉组合、汽车半导体、个人穿戴、电源和信号链产品、集成电路制造装备及材料等五大核心赛道，不断积累和储备优质产业资源，打造半导体产业的隐形巨人。2021 年上半年已完成一期基金投资，投资企业超过 10 家，已先后与地平线、JLSemi 景略半导体等企业展开战略合作，聚焦汽车半导体等高速增长赛道。
- **投资建议：**根据公司上半年经营状况和行业未来发展趋势对公司业绩做出假设，预计 21/22/23 年公司归母净利润分别为 48.45/63.66/82.54 亿元，对应 EPS 分别为 5.57/7.33/9.50 元，对应 PE 分别为 48/36/28 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**公司新产品研发不及预期风险/下游行业景气度下滑风险/市场竞争加剧风险。

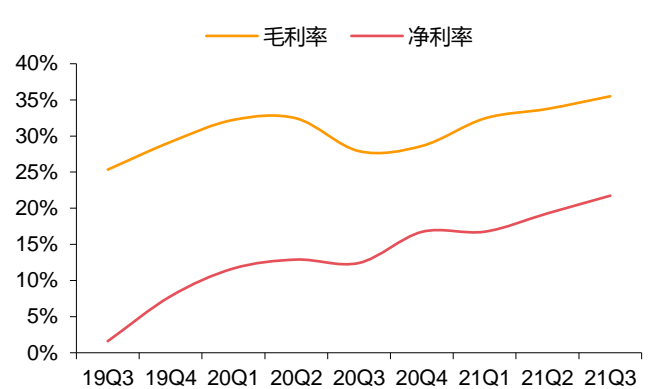
主要财务及估值数据（百万元）

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,631.67	19,823.97	25,238.96	33,596.19	43,714.20
同比(%)	243.93%	45.43%	27.32%	33.11%	30.12%
归属母公司净利润	1,090.58	2,706.11	4,845.18	6,366.23	8,253.62
同比(%)	685.69%	148.14%	79.05%	31.39%	29.65%
毛利率(%)	27.39%	29.91%	34.73%	34.59%	34.73%
ROE(%)	22.81%	28.24%	35.55%	33.71%	32.41%
EPS（摊薄）(元)	1.26	3.12	5.57	7.33	9.50
P/E	212	85	48	36	28

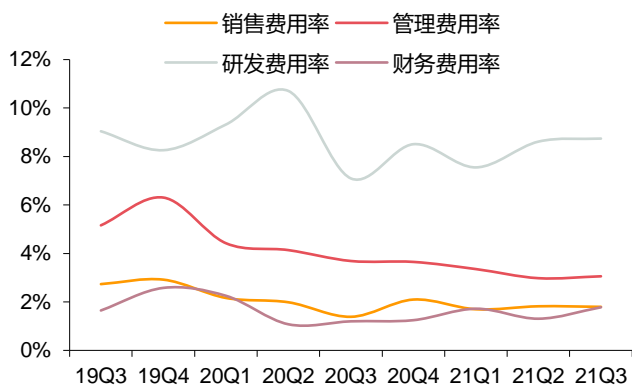
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

图 1：韦尔股份及利润表现


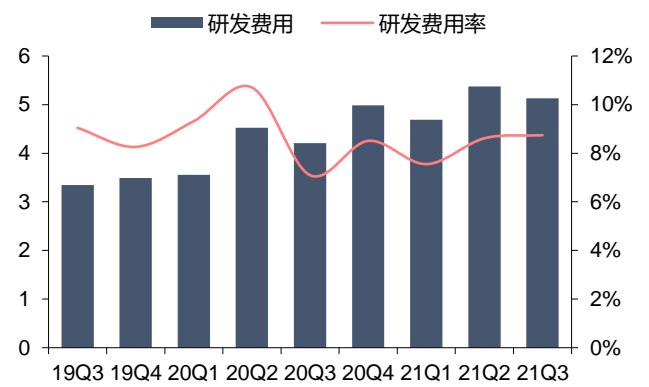
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：韦尔股份利润率表现


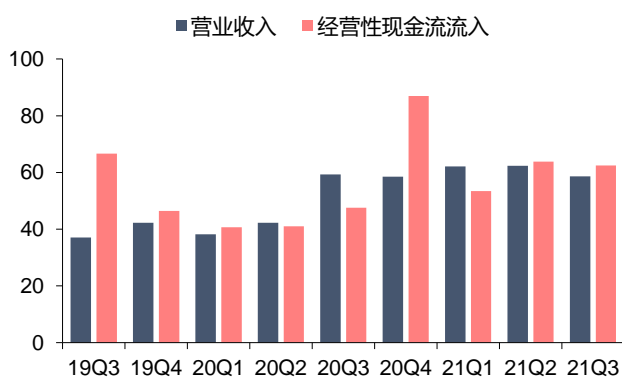
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：韦尔股份期间费用率情况


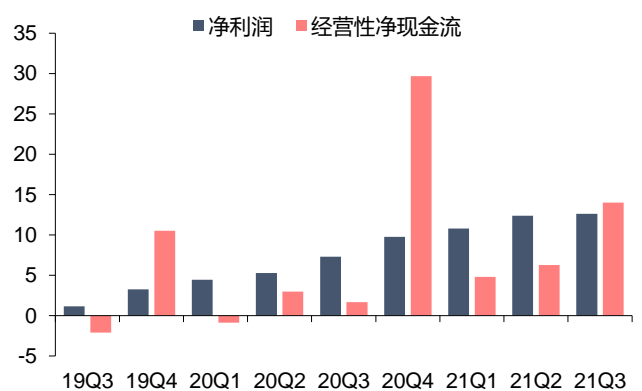
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：韦尔股份研发费用情况 (亿元)


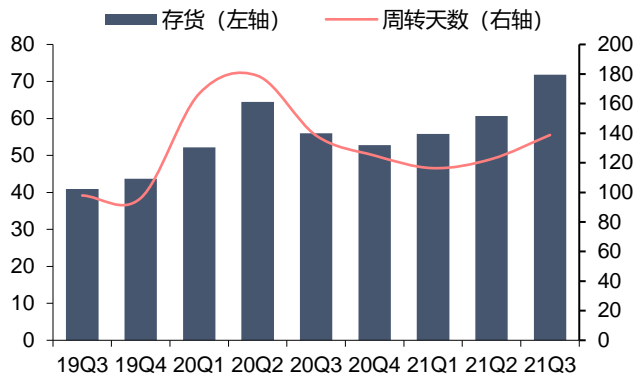
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：韦尔股份营收与经营性现金流流入 (亿元)


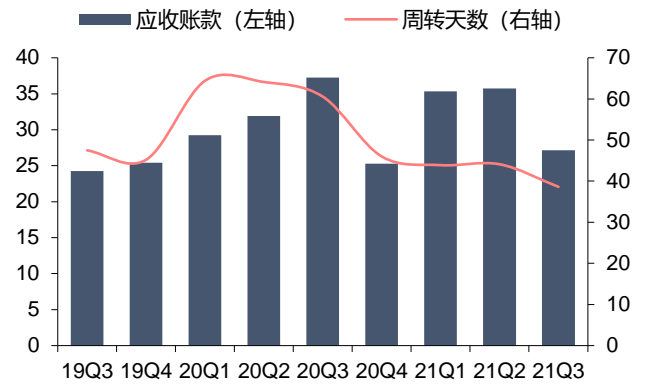
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：韦尔股份净利润与经营性净现金流 (亿元)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：韦尔股份存货情况（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：韦尔股份应收账款情况（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	10,880.67	13,913.21	23,172.38	30,962.37	41,780.62	
货币资金	3,160.60	5,455.68	11,078.81	16,333.43	22,353.38	
应收票据	10.99	12.24	215.28	111.47	181.63	
应收账款	2,539.90	2,526.00	4,365.32	4,874.44	6,368.79	
预付账款	326.08	151.46	466.30	528.52	601.64	
存货	4,366.45	5,273.72	6,322.38	8,144.37	11,005.04	
其他	476.65	494.11	724.29	970.14	1,270.14	
非流动资产	6,595.56	8,734.79	7,384.78	7,455.67	7,347.92	
长期股权投资	24.38	40.28	40.28	40.28	40.28	
固定资产(合计)	1,587.77	1,870.76	1,724.77	1,603.56	1,508.73	
无形资产	1,333.88	1,508.63	1,364.03	1,233.78	1,111.06	
其他	3,649.52	5,315.12	4,255.70	4,578.05	4,687.84	
资产总计	17,476.2	22,647.9	30,557.16	38,418.04	49,128.54	
流动负债	7,605.52	6,844.99	9,197.59	10,860.58	13,684.69	
短期借款	1,654.18	2,511.40	2,557.91	3,404.90	4,430.34	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	1,881.59	1,559.37	2,137.12	2,880.83	4,017.14	
其他	4,069.75	2,774.23	4,502.56	4,574.85	5,237.21	
非流动负债	1,915.33	4,277.95	5,094.02	5,616.38	6,144.62	
长期借款	928.00	3,181.59	4,181.59	4,681.59	5,181.59	
其他	987.33	1,096.36	912.43	934.79	963.03	
负债合计	9,520.85	11,122.9	14,291.61	16,476.96	19,829.32	
少数股东权益	28.98	286.41	245.25	191.17	121.06	
归属母公司股东权益	7,926.39	11,238.64	16,020.30	21,749.91	29,178.17	
负债和股东权益	17476.22	22647.99	30557.16	38418.04	49128.54	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	13,631.6	19,823.9	25,238.96	33,596.19	43,714.20	
同比(%)	243.93%	45.43%	27.32%	33.11%	30.12%	
归属母公司净利润	1,090.58	2,706.11	4,845.18	6,366.23	8,253.62	
同比(%)	685.69%	148.14%	79.05%	31.39%	29.65%	
毛利率(%)	27.39%	29.91%	34.73%	34.59%	34.73%	
ROE(%)	22.81%	28.24%	35.55%	33.71%	32.41%	
EPS(摊薄)(元)	1.26	3.12	5.57	7.33	9.50	
P/E	212	85	48	36	28	
P/B	17	12	9	7	5	
EV/EBITDA	102.41	58.70	39.57	31.05	24.63	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	13,631.67	19,823.97	25,238.96	33,596.19	43,714.20	
营业成本	9,897.71	13,894.2	16,473.35	21,975.52	28,532.89	
营业税金及附加	16.78	18.71	23.82	31.70	41.25	
销售费用	401.51	371.37	454.30	604.73	786.86	
管理费用	730.62	775.94	757.17	1,007.89	1,311.43	
研发费用	1,282.48	1,726.87	2,094.83	2,721.29	3,540.85	
财务费用	274.48	275.46	300.42	347.12	373.24	
减值损失合计	-312.47	-303.14	-321.07	-419.77	-565.36	
投资净收益	0.78	21.08	21.08	14.75	10.33	
其他	68.71	-129.38	-165.25	-363.65	-655.83	
营业利润	1,410.05	2,956.26	5,311.97	6,978.82	9,047.55	
营业外收支	-0.65	34.88	43.53	57.94	75.39	
利润总额	1,409.40	2,991.13	5,355.50	7,036.76	9,122.94	
所得税	79.18	308.01	551.48	724.61	939.43	
净利润	1,330.22	2,683.12	4,804.02	6,312.15	8,183.51	
少数股东损益	239.64	-22.99	-41.16	-54.08	-70.11	
归属母公司净利润	1,090.58	2,706.11	4,845.18	6,366.23	8,253.62	
EBITDA	2,292.47	4,037.54	6,063.01	7,753.70	9,838.05	
EPS(当年)(元)	1.26	3.12	5.57	7.33	9.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	805.34	3,344.59	2,611.18	5,781.38	5,889.87	
净利润	705.28	2,683.12	4,804.02	6,312.15	8,183.51	
折旧摊销	577.80	765.27	407.09	369.82	341.88	
财务费用	305.27	281.14	300.42	347.12	373.24	
投资损失	-13.04	-0.78	-21.08	-21.08	-14.75	
营运资金变	-1,321.88	205.54	-3,386.18	-1,334.09	-2,971.90	
其它	539.66	-569.40	506.91	101.13	-26.53	
投资活动现金流	-1,727.84	-2,631.36	858.52	-390.01	-196.75	
资本支出	-744.09	-1,154.32	-97.25	-90.92	-81.01	
长期投资	-12.57	10.53	412.18	43.75	-15.23	
其他	-971.18	-1,487.58	543.58	-342.83	-100.52	
筹资活动现金流	1,120.11	1,834.58	2,153.44	-136.75	326.84	
吸收投资	5,908.25	394.62	905.52	636.62	825.36	
借款	4,213.86	257.39	2,470.86	0.00	500.00	
支付利息或股息	-274.48	-275.46	-784.93	-983.74	-1,198.60	
现金净增加额	197.60	2547.81	5623.14	5254.62	6019.95	

研究团队简介

方 竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

李少青，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，熟悉消费电子产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。