

公司研究

车载业务持续发力，2022Q2 业绩指引超预期

——韦尔股份（603501.SH）跟踪报告之九

买入（维持）

当前价：140.16 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

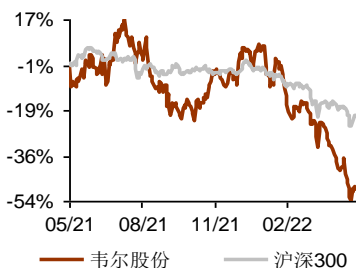
021-52523856

shiqil@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.77
总市值(亿元):	1229.08
一年最低/最高(元):	134.02/345.00
近3月换手率:	54.51%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.61	-25.62	-25.75
绝对	-22.22	-40.81	-47.40

资料来源：Wind

相关研报

智能汽车和触控显示业务驱动中国 CIS 龙头强势成长——韦尔股份（603501.SH）跟踪报告之八（2022-03-16）

21H1 业绩符合预期，多条产品线齐发力打造半导体平台型公司——韦尔股份（603501.SH）2021 年中报点评（2021-08-27）

要点

事件：

1、公司发布 2021 年年度报告：2021 年公司实现营收 241.04 亿元（同比增加 21.59%），实现归母净利润 44.76 亿元（同比增加 65.41%），毛利率 34.49%（同比增长 4.58pct）；其中，2021Q4 单季度公司实现营收 57.89 亿元（同比减少 1.13%，环比减少 1.32%），实现归母净利润 9.58 亿元（同比减少 2.23%，环比减少 24.88%），毛利率 36.49%（同比增长 7.88pct，环比增长 1.00pct）。

2、公司发布 2022 年一季度报告：2022Q1 公司实现营收 55.38 亿元（同比减少 10.84%，环比减少 4.33%），实现归母净利润 8.96 亿元（同比减少 13.90%，环比减少 6.42%），毛利率 35.31%（同比增加 2.88pct，环比减少 1.18pct）。同时，伴随着公司产品结构的积极调整以及下游细分市场的逐渐恢复，公司预计 2022Q2 归母净利润有望实现不低于 50% 的环比增长。

点评：

车载 CIS 持续放量，接棒手机业务成为成长第二极。2021 年公司 CIS 产品营业收入达 162.64 亿元（同比增长 10.66%），营收占比 68%，毛利率达 33.64%（同比增长 2.27pct）。

(1) 汽车电子方面，2021 年，公司汽车 CIS 实现收入 23.29 亿元（同比增长超 80%），营收占比 9.69%。随着公司车用 CIS 产能的持续缓解，叠加公司客户和产品的不断导入，我们认为公司车载 CIS 业务高速增长有望持续。公司持续加大对车载领域的研发投入，2021 年公司研发出 HALE 组合算法，能同时提供 HDR 和 LFM 性能的同时显著减少运动伪影；推出分离像素 LFM 技术配合四路捕捉，可在汽车整个温度范围内提供高性能。公司通过与国际领先的汽车视觉技术的公司开展方案合作，为后视摄像头、环景显示系统和电子后视镜提供了更高性价比的高质量图像解决方案。

(2) 智能手机方面，2021 年智能手机行业整体承压，公司智能手机营业收入为 92.70 亿元，营收占比 38%。2021 年，公司在 OV64B 之后新推出了 5000 万/6000 万/2 亿像素等不同像素等级的产品，实现了 0.56μm 超小像素的同时提供高量子效率、性能优异的四相位检测自动对焦技术和低功耗，展望 2022 年，随着零部件供应缓和、全球供应链的恢复以及公司对高端领域的持续突破，公司智能手机 CIS 有望触底反弹。

(3) 安防、AR/VR、医疗等其他方面，**安防**：2021 年营收达 31.03 亿元（同比增长超 60%），营收占比 12.91%。公司成功研发出 OS02H10 产品，能够在 850 纳米和 940 纳米 NIR 波长下都能实现更好的拍摄效果和更远的拍摄距离，对于安防方案是非常好的选择。公司持续在中高端安防市场发力，以技术领先驱动市场份额提升。**AR/VR**：公司拥有一条自建的 12 英寸 LCOS 晶圆级液晶盒自动化封装生产线，LCOS 技术能够满足 AR 头显低功耗、重量轻等要求。**医疗成像**：2021 年营收为 3.25 亿元，营收占比 1.4%。公司顺利发布首款用于一次性和可重复使用内窥镜的 800 万像素分辨率传感器，将 Nyxel 近红外技术创新性地用于医疗级图像传感器，显著减少了内窥镜尖端的功耗。

触控与显示领域，TDDI 快速成长，DDIC 通过头部厂商验证。2021 年公司触控与显示解决方案实现快速发展。TDDI 方面，受益于行业供需失衡，公司 2021 年营收达 19.63 亿元 (同比增长 163.90%)，毛利率 60.90% (同比增长 36.87pct)。TDDI 产品 TD4375 在一线手机品牌客户多个项目中已陆续量产。DDIC 方面，公司 OLED DDIC 的产品已经在国内头部屏厂验证通过，并将在 2022 年应用于智能手机客户产品方案中。

模拟芯片应用领域或持续拓展，贡献业绩增量。2021 年营收达 13.99 亿元 (同比增长 15.59%)，毛利率为 44.59% (同比增长 13.42pct)。2021 年，公司在常规 DIODE 工艺基础上结合触发管特性设计出全新 SCR 工艺性防护器件。此外，公司以消费电子领域应用为基础，不断扩充产品品类，随着新能源汽车、5G 等产业在国内的发展，公司模拟产品应用将得到快速拓展。

公司积极布局其他业务，开辟新的利润增长点。公司在 MCU、LVDS、LCOS 等领域持续加大研发投入，近一两年或陆续导入汽车市场，为客户提供整体解决方案，发挥公司平台化优势，贡献新的业绩增长点。

维持“买入”评级：考虑到智能手机景气度较弱、汽车产业受疫情和物流影响，以及目前较为激烈的 CIS 竞争情况，我们下修公司 2022-2023 年实现归母净利润分别为 54.6 亿元 (调整比例为-7.1%，同下) /68.2 亿元 (-4.3%)，原预测分别为 58.8 亿元和 71.3 亿元，新增预测 2024 年归母净利润为 80.9 亿元，对应目前 PE 估值为 23X/18X/15X。公司产品结构不断优化，CIS 业务从手机拓展至车载、安防等多领域，成为成长第二极。同时，公司发挥平台化优势，触控显示、模拟等业务有望持续增厚公司业绩，我们持续看好公司“3+N”平台化布局，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险，新产品研发进度不及预期风险，客户导入进度不及预期风险，行业竞争加剧风险，疫情反弹影响供应链风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	19,824	24,104	30,350	36,147	42,398
营业收入增长率	45.43%	21.59%	25.91%	19.10%	17.29%
净利润 (百万元)	2,706	4,476	5,459	6,820	8,090
净利润增长率	481.17%	65.41%	21.95%	24.94%	18.62%
EPS (元)	3.12	5.11	6.22	7.78	9.23
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.08%	27.63%	25.75%	24.83%	23.20%
P/E	45	27	23	18	15
P/B	10.8	7.6	5.8	4.5	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-06，注：公司 2020 年股本为 8.68 亿股，2021 年股本为 8.76 亿股，2022 年股本为 8.77 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,824	24,104	30,350	36,147	42,398
营业成本	13,894	15,790	19,740	23,215	27,230
折旧和摊销	718	815	742	772	805
税金及附加	19	23	30	36	42
销售费用	371	515	637	759	890
管理费用	776	685	789	940	1,102
研发费用	1,727	2,110	2,657	3,165	3,712
财务费用	275	356	375	306	283
投资收益	21	614	20	20	20
营业利润	2,956	5,000	6,086	7,604	9,021
利润总额	2,991	5,002	6,086	7,604	9,022
所得税	308	456	548	684	812
净利润	2,683	4,546	5,539	6,920	8,210
少数股东损益	-23	70	80	100	120
归属母公司净利润	2,706	4,476	5,459	6,820	8,090
EPS(元)	3.12	5.11	6.22	7.78	9.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,345	2,192	4,174	5,690	6,683
净利润	2,706	4,476	5,459	6,820	8,090
折旧摊销	718	815	742	772	805
净营运资金增加	2,438	4,365	4,158	4,075	4,521
其他	-2,517	-7,464	-6,185	-5,977	-6,733
投资活动产生现金流	-2,631	-2,899	2,333	-235	-200
净资本支出	-1,127	-1,120	78	-230	-220
长期投资变化	40	51	0	0	0
其他资产变化	-1,544	-1,831	2,255	-5	20
融资活动现金流	1,835	2,932	-2,345	-953	-143
股本变化	4	8	1	0	0
债务净变化	1,193	3,221	-1,845	-400	500
无息负债变化	409	1,432	1,342	1,069	1,199
净现金流	2,306	2,208	4,162	4,502	6,340

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	29.9%	34.5%	35.0%	35.8%	35.8%
EBITDA 率	20.7%	25.2%	24.0%	24.9%	24.6%
EBIT 率	16.9%	21.6%	21.6%	22.7%	22.7%
税前净利润率	15.1%	20.8%	20.1%	21.0%	21.3%
归母净利润率	13.7%	18.6%	18.0%	18.9%	19.1%
ROA	11.8%	14.2%	15.1%	15.8%	15.5%
ROE (摊薄)	24.1%	27.6%	25.7%	24.8%	23.2%
经营性 ROIC	17.4%	21.3%	23.0%	25.6%	26.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	49%	49%	42%	36%	33%
流动比率	2.03	2.33	3.55	4.52	5.19
速动比率	1.26	1.32	2.16	2.87	3.44
归母权益/有息债务	1.81	1.72	2.79	3.82	4.53
有形资产/有息债务	2.80	2.79	4.12	5.32	6.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	22,648	32,080	36,660	43,694	52,911
货币资金	5,456	7,671	11,833	16,336	22,676
交易性金融资产	13	15	12	12	12
应收账款	2,526	2,878	3,901	4,646	5,449
应收票据	12	51	61	72	85
其他应收款 (合计)	45	100	140	167	196
存货	5,274	8,781	10,944	12,904	15,188
其他流动资产	251	385	585	770	970
流动资产合计	13,913	20,296	27,927	35,411	45,140
其他权益工具	1	661	661	661	661
长期股权投资	40	51	51	51	51
固定资产	1,871	1,863	1,272	665	35
在建工程	124	182	242	286	320
无形资产	1,509	1,604	1,572	1,540	1,509
商誉	2,800	2,998	2,998	2,998	2,998
其他非流动资产	161	396	740	740	740
非流动资产合计	8,735	11,784	8,733	8,283	7,772
总负债	11,123	15,776	15,272	15,941	17,640
短期借款	2,511	2,387	0	0	0
应付账款	1,559	2,574	3,158	3,714	4,357
应付票据	0	5	0	0	0
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	205	4	8	10	14
流动负债合计	6,845	8,700	7,867	7,829	8,697
长期借款	3,182	3,448	3,748	4,148	4,648
应付债券	0	2,250	2,250	2,250	2,250
其他非流动负债	817	1,042	1,374	1,681	2,012
非流动负债合计	4,278	7,076	7,405	8,112	8,943
股东权益	11,525	16,304	21,388	27,753	35,271
股本	868	876	877	877	877
公积金	7,314	8,550	8,871	8,871	8,871
未分配利润	3,895	8,049	12,729	18,995	26,393
归属母公司权益	11,239	16,198	21,202	27,467	34,865
少数股东权益	286	106	186	286	406

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.87%	2.14%	2.10%	2.10%	2.10%
管理费用率	3.91%	2.84%	2.60%	2.60%	2.60%
财务费用率	1.39%	1.48%	1.24%	0.85%	0.67%
研发费用率	8.71%	8.75%	8.75%	8.75%	8.75%
所得税率	10%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.32	0.52	0.63	0.79	0.94
每股经营现金流	3.85	2.50	4.76	6.49	7.62
每股净资产	12.95	18.50	24.18	31.32	39.76
每股销售收入	22.85	27.52	34.61	41.22	48.35

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	45	27	23	18	15
PB	10.8	7.6	5.8	4.5	3.5
EV/EBITDA	31.8	22.0	17.6	14.0	11.7
股息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE