

事件：韦尔股份 2024 年 4 月 26 日晚发布 2023 年年报及 2024 年一季报，公司 2023 年实现收入 210.21 亿元 (YoY+4.69%)，归母净利润 5.56 亿元 (YoY-43.89%)，扣非归母净利润 1.38 亿元 (YoY+43.7%)。对应 4Q23，公司实现收入 59.39 亿元 (YoY+26.49%，QoQ-4.56%)，归母净利润 1.87 亿元 (同比扭亏，QoQ-13.04%)，扣非归母净利润 3.09 亿元 (同比扭亏，QoQ+47.85%)。2024 年 Q1，公司实现收入 56.44 亿元 (YoY+30.18%，QoQ-4.97%)，归母净利润 5.58 亿元 (YoY+180.5%，QoQ+197.94%)，扣非归母净利润 4.09 亿元 (YoY+2476.81%，QoQ+32.36%)。

库存去化完成，产品结构持续优化，盈利能力稳步改善。2023 年公司主营业务中图像传感器解决方案/触控与显示解决方案/模拟解决方案/半导体分销业务的收入占比分别为 74%/6%/6%/14%。其中图像传感器收入中来自智能手机/汽车电子/安防监控/笔记本电脑/医疗/新兴市场&物联网的占比分别为 50%/30%/11%/3%/3%/3%，来自智能手机和汽车电子的收入分别实现了同比 44%和 25%的较大幅度增长，智能手机 CIS 收入占比从 22 年的 39%提升至 50%。库存方面，公司 2023 年底存货降至 63.22 亿元，相较 22 年底的 123.56 亿元去化 60.35 亿元，并在 23 年连续 4 个季度逐季去化，目前库存水位已保持在健康水位区间。与此同时，受益于下游库存去化以及公司产品结构调整，公司盈利能力稳步改善，1Q24 公司毛利率 27.89% (YoY+3.17pct, QoQ+4.91pct)，已经连续 4 个季度逐季提升，净利率也同步改善。

智能手机新品销售强劲，汽车电子星辰大海。2023 年公司手机 CIS 收入达到 77.79 亿元，同比增长 44.13%，主要受益于公司 5000 万像素及以上高端产品放量，2023 年公司智能手机 CIS 收入中 5000 万像素及以上产品占比突破 60%。在 5000 万像素手机 CIS 产品方面，公司 2023 年先后推出 50H、50E、50K40 等产品，结合公司 PureCel® Plus-S 晶片堆叠技术、DCG 技术、LOFIC 等先进技术，不断满足客户旗舰级后置主摄需求。除手机 CIS 的贡献外，2023 年公司汽车 CIS 收入也实现较大幅度增长，23 年汽车 CIS 收入 45.47 亿元，同比增长 25.15%，主要得益于公司 CIS 产品性能优异，市场份额快速提升。此外，公司持续推进车用模拟芯片的布局，推进 CAN/LIN、SerDes、PMIC、SBC 等多产品的验证导入，23 年车用模拟 IC 在模拟解决方案收入中占比达到 13%。

投资建议：预计公司 24/25/26 年归母净利润为 27.12/41.71/63.59 亿元，对应现价 PE 分别为 46/30/20 倍，我们继续看好公司平台型半导体发展之路和在高端产品的持续突破，维持“推荐”评级。

风险提示：公司新产品研发不及预期风险；下游行业复苏不及预期的风险；市场竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,021	26,276	31,531	37,837
增长率 (%)	4.7	25.0	20.0	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	556	2,712	4,171	6,359
增长率 (%)	-43.9	388.0	53.8	52.5
每股收益 (元)	0.46	2.23	3.43	5.23
PE	225	46	30	20
PB	5.8	5.4	4.6	3.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
102.63 元

分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 李少青

执业证书：S0100522010001

邮箱：lishaoqing@mszq.com

相关研究

1. 韦尔股份 (603501.SH) 2023 年三季报点评：3Q23 财报超预期，公司成长进入新阶段-2023/10/29
2. 韦尔股份 (603501.SH) 2022 年年报点评：库存拐点已现，静待行业回暖-2023/04/11
3. 韦尔股份 (603501.SH) 2022 年中报点评：消费电子业务短期承压，汽车半导体星辰大海-2022/08/15
4. 韦尔股份 (603501.SH) 2021 年报及 2022 年一季报点评：产品结构持续优化，平台型半导体龙头-2022/05/05

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,021	26,276	31,531	37,837
营业成本	16,446	18,919	22,072	25,351
营业税金及附加	33	39	47	57
销售费用	467	552	631	719
管理费用	623	762	883	1,022
研发费用	2,234	2,628	2,838	3,027
EBIT	788	3,455	5,155	7,776
财务费用	457	231	210	159
资产减值损失	-369	-100	-50	-50
投资收益	73	263	315	378
营业利润	667	3,389	5,213	7,949
营业外收支	25	0	0	0
利润总额	691	3,389	5,213	7,949
所得税	148	678	1,043	1,590
净利润	544	2,712	4,171	6,359
归属于母公司净利润	556	2,712	4,171	6,359
EBITDA	1,954	4,713	6,418	9,102

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,086	11,167	16,297	21,537
应收账款及票据	4,057	3,321	3,985	4,782
预付款项	221	284	331	380
存货	6,322	7,783	7,307	8,400
其他流动资产	579	766	725	937
流动资产合计	20,264	23,321	28,645	36,037
长期股权投资	518	518	518	518
固定资产	2,586	2,599	2,626	2,633
无形资产	2,305	1,905	1,405	905
非流动资产合计	17,479	16,831	16,178	15,562
资产合计	37,743	40,152	44,823	51,599
短期借款	2,671	2,671	2,671	2,671
应付账款及票据	1,663	2,102	2,452	2,817
其他流动负债	4,734	5,193	5,586	6,003
流动负债合计	9,069	9,967	10,710	11,492
长期借款	2,977	2,977	2,977	2,977
其他长期负债	4,202	4,202	4,202	4,202
非流动负债合计	7,180	7,180	7,180	7,180
负债合计	16,248	17,146	17,890	18,671
股本	1,216	1,216	1,216	1,216
少数股东权益	44	44	44	44
股东权益合计	21,495	23,006	26,933	32,927
负债和股东权益合计	37,743	40,152	44,823	51,599

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.69	25.00	20.00	20.00
EBIT 增长率	-30.41	338.59	49.20	50.83
净利润增长率	-43.89	388.02	53.81	52.46
盈利能力 (%)				
毛利率	21.76	28.00	30.00	33.00
净利润率	2.64	10.32	13.23	16.81
总资产收益率 ROA	1.47	6.75	9.30	12.32
净资产收益率 ROE	2.59	11.81	15.51	19.34
偿债能力				
流动比率	2.23	2.34	2.67	3.14
速动比率	1.49	1.51	1.94	2.35
现金比率	1.00	1.12	1.52	1.87
资产负债率 (%)	43.05	42.70	39.91	36.19
经营效率				
应收账款周转天数	69.04	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	138.38	150.00	120.00	120.00
总资产周转率	0.58	0.67	0.74	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	2.23	3.43	5.23
每股净资产	17.64	18.89	22.12	27.05
每股经营现金流	6.20	3.25	4.92	5.15
每股股利	0.14	0.20	0.30	0.10
估值分析				
PE	225	46	30	20
PB	5.8	5.4	4.6	3.8
EV/EBITDA	64.93	26.92	19.77	13.94
股息收益率 (%)	0.14	0.19	0.29	0.10

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	544	2,712	4,171	6,359
折旧和摊销	1,166	1,258	1,263	1,326
营运资金变动	5,184	-177	499	-1,420
经营活动现金流	7,537	3,949	5,986	6,255
资本开支	-1,042	-597	-597	-696
投资	-1,421	0	0	0
投资活动现金流	-2,464	-345	-292	-328
股权募资	3,394	0	0	0
债务募资	-2,009	0	0	0
筹资活动现金流	-64	-1,492	-565	-687
现金净流量	5,060	2,112	5,130	5,241

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026