

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	人民币 111.78	人民币 133.00	+19.0%

2024年10月28日

韦尔股份 (603501 CH)

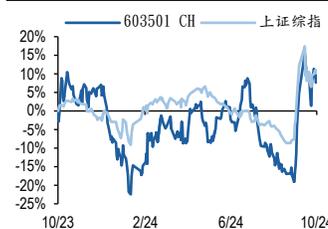
3Q24 业绩高增长，多领域发力打开长期增长空间

- 3Q24 营收继续创历史新高，盈利能力持续改善。3Q24 营收为 68.2 亿元（人民币，下同），再创历史新高，同比增长 10%，环比增长 6%，主要来自下游需求回暖。伴随公司在高端智能手机市场的产品导入和在汽车自动驾驶领域的持续渗透，3Q24 毛利率达 30.4%，同比增长 8.7 个百分点，环比增长 0.2 个百分点，毛利率已连续五个季度环比增长，主要得益于产品结构优化以及对供应链成本的良好控制能力。
- 智能手机 CIS 高端化进展显著，积极布局副摄，有望进一步提升份额。公司 OV50H 已进入华为、小米等国内主流品牌旗舰机型主摄供应商名单。公司 OV50K 作为全球首款采用 TheiaCel™ 技术的智能手机 CIS，首发搭载于荣耀 Magic 6 至臻版/RSR 保时捷版的主摄。管理层在业绩会表示，明年会密集推出 200MP、50MP 等高端产品，有望进一步提升其在智能手机 CIS 的份额。除了高端化领域的纵向延伸，公司也积极开拓长焦副摄，实现产品矩阵的横向扩展。公司于今年 8 月推出新一代产品 OV50M40，通过后摄或前摄持续捕捉高品质图像，实现长焦摄像头 2 倍或 3 倍高品质裁切变焦。
- 汽车 CIS 在自动驾驶领域不断渗透，车载摄像头高端化打开增长空间。公司 OX08D10 是首款采用 TheiaCel 技术的 8MP 汽车摄像头，为自动驾驶提供更高分辨率和更低功耗。公司采用 TheiaCel 技术的 5MP CIS 产品 OX05D10，适用于高动态范围（HDR）和 LFM（LED 闪烁缓解）应用。公司在业绩会中表示，目前 10-15 万元的中低端车型也倾向于采用更多数量和更高像素的车载摄像头，这也将直接打开汽车 CIS 的长期增长空间。新兴市场方面，公司表示今年在重点推进机器视觉领域的业务扩张，我们认为这也有望成为公司又一长期增长曲线。触控与显示方面，公司表示其 TDDI 业务盈利能力将在未来三年持续改善并实现盈利。
- 重申买入评级，维持目标价 133 元。我们略微下调 2025 年的营业收入至 302.87 亿元和基本每股收益至 3.70 元，并重申买入评级，维持目标价 133 元，对应 36.0 倍的目标市盈率。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	117.92
52周低位(人民币)	79.22
市值(百万人民币)	133,886.73
日均成交量(百万)	20.00
年初至今变化(%)	4.75
200天平均价(人民币)	98.42

资料来源: FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	20,078	21,021	26,209	30,287	35,598
同比增长(%)	-16.7	4.7	24.7	15.6	17.5
净利润(百万人民币)	990	556	3,409	4,475	5,559
每股盈利(人民币)	0.84	0.47	2.82	3.70	4.60
同比增长(%)	-77.9	-44.2	502.8	31.2	24.2
前EPS预测值(人民币)			2.91	3.80	4.16
调整幅度(%)			-3.0	-2.6	10.6
市盈率(倍)	133.3	239.0	39.7	30.2	24.3
每股账面净值(人民币)	15.26	18.05	19.93	23.10	26.68
市账率(倍)	7.32	6.19	5.61	4.84	4.19

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 韦尔股份财务预测 (交银预测 vs Visible Alpha 一致预测)

人民币百万	3Q24	3Q23	同比	2Q24	环比	实际值	交银预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	6,817	6,223	10%	6,448	6%	6,817	6,991	(2%)	7,183	(5%)
毛利润	2,075	1,355	53%	1,950	6%	2,075	2,221	(7%)	2,214	(6%)
归母净利润	1,008	215	368%	1,008	0%	1,008	1,062	(5%)	987	2%
基本 EPS (人民币)	0.84	0.18	367%	0.67	26%	0.84	0.87	(4%)	0.80	5%
利润率	3Q24	3Q23	同比	2Q24	环比	实际值	交银预测	差异	VA 预测	差异
毛利率	30.4%	21.8%	8.7	30.2%	0.2	30.4%	31.8%	(1.3)	30.8%	(0.4)
营业费用率	14.6%	14.2%	0.3	14.5%	0.0	14.6%	12.6%	1.9	14.6%	(0.0)
归母净利率	14.8%	3.5%	11.3	15.6%	(0.8)	14.8%	15.2%	(0.4)	13.7%	1.1

资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

图表 2: 韦尔股份财务预测 (新预测 vs 旧预测)

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	26,209	26,381	(1%)	30,287	30,457	(1%)	35,598	33,019	8%
毛利润	8,007	8,063	(1%)	9,765	9,945	(2%)	11,751	10,848	8%
营业利润	4,259	4,396	(3%)	5,555	5,712	(3%)	6,803	6,258	9%
归母净利润	3,409	3,531	(3%)	4,475	4,613	(3%)	5,559	5,049	10%
基本 EPS (人民币)	2.82	2.91	(3%)	3.70	3.80	(3%)	4.60	4.16	10%
利润率									
毛利率	30.5%	30.6%	(0.0)	32.2%	32.7%	(0.4)	33.0%	32.9%	0.2
营业费用率	14.3%	13.9%	0.4	13.9%	13.9%	0.0	13.9%	13.9%	0.0
营业利润率	16.2%	16.7%	(0.4)	18.3%	18.8%	(0.4)	19.1%	19.0%	0.2
归母净利率	13.0%	13.4%	(0.4)	14.8%	15.1%	(0.4)	15.6%	15.3%	0.3

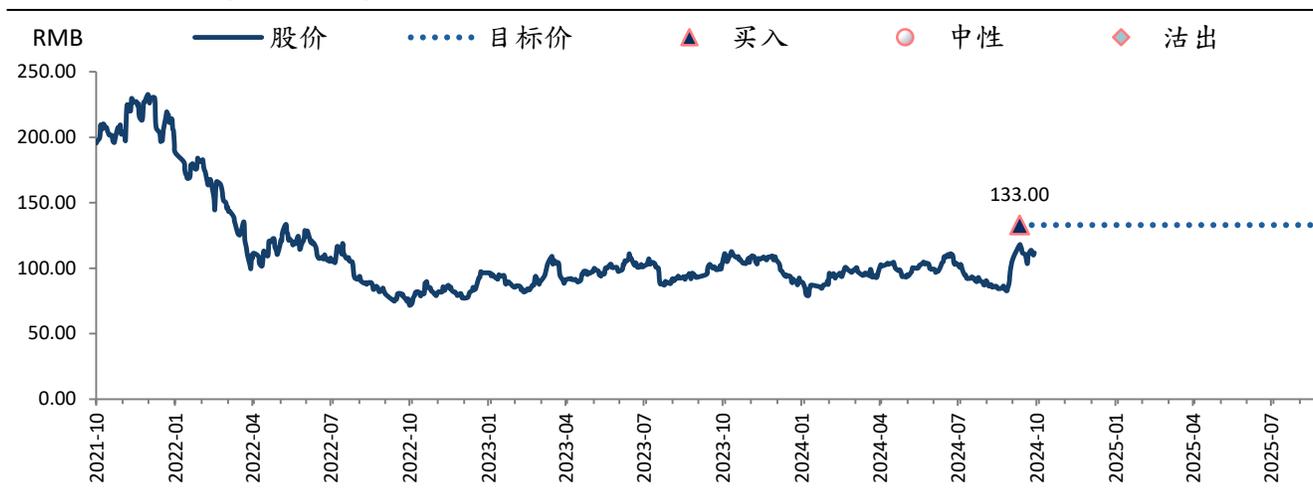
资料来源: 交银国际预测

图表 3: 韦尔股份财务预测 (交银新预测 vs Visible Alpha 一致预测)

人民币百万	2024E	2025E	2026E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
营业收入	26,209	30,287	35,598	7,301	6,773	7,233	8,000	8,281
VA 一致预测	26,023	30,939	35,718	7,189	6,822	7,895	8,593	7,351
差异	1%	(2%)	(0%)	2%	(1%)	(8%)	(7%)	13%
毛利润	8,007	9,765	11,751	2,318	2,184	2,332	2,579	2,670
VA 一致预测	7,766	9,482	11,139	2,203	2,052	2,435	2,674	2,343
差异	3%	3%	5%	5%	6%	(4%)	(4%)	14%
归母净利润	3,409	4,475	5,559	1,059	1,001	1,069	1,182	1,223
VA 一致预测	3,347	4,552	5,768	1,006	999	1,218	1,358	1,113
差异	2%	(2%)	(4%)	5%	0%	(12%)	(13%)	10%
基本 EPS (人民币)	2.82	3.70	4.60	0.88	0.83	0.89	0.98	1.01
VA 一致预测	2.75	3.66	4.58	0.79	0.90	0.96	1.07	0.67
差异	3%	1%	0%	11%	(8%)	(8%)	(9%)	52%

资料来源: Visible Alpha, 交银国际预测

图表 4: 韦尔股份 (603501 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 交银国际科技行业覆盖

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
AMD US	超微半导体	买入	156.23	200.00	28.0%	2024 年 06 月 03 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	104.65	107.00	2.2%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	111.78	133.00	19.0%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 10 月 25 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	20,078	21,021	26,209	30,287	35,598
主营业务成本	(13,903)	(16,446)	(18,203)	(20,522)	(23,847)
毛利	6,175	4,574	8,007	9,765	11,751
销售及管理费用	(1,281)	(1,090)	(1,337)	(1,514)	(1,815)
研发费用	(2,496)	(2,234)	(2,411)	(2,696)	(3,133)
经营利润	2,398	1,250	4,259	5,555	6,803
财务成本净额	(594)	(457)	(457)	(528)	(620)
其他非经营净收入/费用	(503)	(101)	63	63	63
税前利润	1,301	691	3,865	5,090	6,246
税费	(343)	(148)	(456)	(616)	(687)
非控股权益	32	12	0	0	0
净利润	990	556	3,409	4,475	5,559
作每股收益计算的净利润	990	556	3,409	4,475	5,559

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,995	9,055	10,301	12,009	13,688
应收账款及票据	2,525	4,057	5,058	5,845	6,870
存货	12,356	6,322	6,997	7,888	9,166
其他流动资产	737	831	1,156	1,318	1,508
总流动资产	19,613	20,264	23,512	27,060	31,232
物业、厂房及设备	2,540	3,490	4,941	6,221	7,369
无形资产	2,018	2,305	1,525	1,009	668
其他长期资产	11,018	11,684	11,684	11,684	11,684
总长期资产	15,577	17,479	18,150	18,915	19,721
总资产	35,190	37,743	41,662	45,975	50,953
短期贷款	3,632	2,671	3,331	3,849	4,524
应付账款	1,128	1,663	1,841	2,075	2,412
其他短期负债	5,613	4,734	4,734	4,734	4,734
总流动负债	10,373	9,069	9,906	10,658	11,670
长期贷款	2,750	2,977	3,712	4,290	5,042
其他长期负债	3,967	4,202	3,895	3,043	1,924
总长期负债	6,717	7,180	7,607	7,333	6,966
总负债	17,090	16,248	17,513	17,991	18,636
股本	1,185	1,216	1,216	1,216	1,216
储备及其他资本项目	16,833	20,235	22,890	26,724	31,058
股东权益	18,018	21,451	24,105	27,940	32,274
非控股权益	82	44	44	44	44
总权益	18,100	21,495	24,149	27,984	32,317

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	958	544	3,409	4,475	5,559
折旧及摊销	1,045	1,166	1,444	1,457	1,526
营运资本变动	(5,352)	5,232	(1,499)	(1,444)	(1,967)
其他经营活动现金流	1,355	594	166	(852)	(1,119)
经营活动现金流	(1,993)	7,537	3,521	3,635	3,999
资本开支	(2,306)	(2,350)	(2,115)	(2,221)	(2,332)
投资活动	(1,717)	(112)	(140)	(161)	(190)
其他投资活动现金流	5	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(4,017)	(2,464)	(2,255)	(2,383)	(2,522)
负债净变动	3,242	(2,009)	1,075	1,096	1,427
股息	(822)	(574)	(563)	(852)	(1,119)
其他融资活动现金流	(165)	2,519	(532)	212	(106)
融资活动现金流	2,255	(64)	(20)	456	203
汇率收益/损失	120	51	0	0	0
年初现金	7,630	3,995	9,055	10,301	12,009
年末现金	3,995	9,055	10,301	12,009	13,688

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.839	0.468	2.819	3.700	4.596
每股账面值	15.265	18.054	19.930	23.101	26.684
利润率分析(%)					
毛利率	30.8	21.8	30.5	32.2	33.0
EBITDA利润率	14.6	11.0	22.0	23.4	23.6
EBIT利润率	9.4	5.5	16.5	18.6	19.3
净利率	4.9	2.6	13.0	14.8	15.6
盈利能力(%)					
ROA	2.9	1.5	8.6	10.2	11.5
ROE	5.8	2.8	14.9	17.2	18.4
ROIC	11.6	7.3	22.4	25.1	26.6
其他					
净负债权益比(%)	13.2	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.9	2.2	2.4	2.5	2.7
存货周转天数	277.5	207.3	133.5	132.4	130.5
应收账款周转天数	49.6	57.1	63.5	65.7	65.2
应付账款周转天数	48.6	31.0	35.1	34.8	34.3

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年10月28日

韦尔股份 (603501 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。