

2023年10月27日

# 韦尔股份 (603501.SH)

## 公司快报

### 后置主摄迭代不止，CIS 龙头 Q3 库存去化顺利，环比显著改善

电子 | 集成电路III

投资评级

**买入-A(维持)**

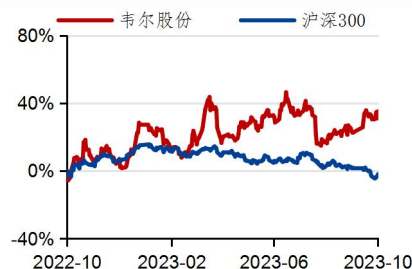
股价(2023-10-27)

102.50 元

#### 交易数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值 (百万元)  | 121,340.39   |
| 流通市值 (百万元) | 121,202.15   |
| 总股本 (百万股)  | 1,183.81     |
| 流通股本 (百万股) | 1,182.46     |
| 12 个月价格区间  | 107.25/74.79 |

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

|      |       |      |       |
|------|-------|------|-------|
| 升幅%  | 1M    | 3M   | 12M   |
| 相对收益 | 13.12 | 9.92 | 36.4  |
| 绝对收益 | 9.59  | 1.09 | 33.81 |

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001  
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005  
 wanghaiwei@huajinsec.cn

#### 相关报告

韦尔股份：两期激励计划齐发，新品驱动设计业务持续增长-华金证券+电子+韦尔股份+公司快报 2023.9.18

韦尔股份：库存去化颇具成效，23H2 新品放量-韦尔股份公司快报 2023.8.14

韦尔股份：库存呈逐季改善趋势，23H2 新品发力-【韦尔股份】 2023.4.18

韦尔股份：发力 50M 全系列新品，库存调整渐入佳境-【韦尔股份】 2023.4.9

#### 投资要点

公司发布 2023 年三季度业绩报告，2023 年 Q3 公司实现营收 62.23 亿元，同比增长 44.35%，环比增长 37.59%；2023 年 Q3 单季度实现扣非归母净利润为 2.09 亿元，扭亏为盈。

#### ◆ 库存去化颇具成效，经营全面改善

库存角度看，今年以来公司持续积极推进库存去化，截止到 2023 年 9 月 30 日公司的库存为 75.52 亿元，环比 Q2 减少 22.76 亿元，库存去化顺利；营收角度看，公司单季度营收为 62.23 亿元，接近 2021 年 Q2 的历史高位 62.36 亿元，主要系下游需求的逐渐回暖，新产品加持下公司设计业务实现了较为显著的增长，其中公告指出半导体设计业务营收为 54.46 亿元，占比 87.52%；从销售毛利率看，公司 2023 年 Q3 为 21.78%，环比 Q2 增长 4.48 个百分点，我们认为随着公司新品的推出以及产品成本的下降，整体盈利能力有望稳步提升。

#### ◆ 后置主摄技术迭代不止，龙头公司持续前行

根据我们产业链研究，后置主摄技术创新迭代不止，索尼推出堆栈式 CMOS 图像传感器，利用 SSS 的堆栈技术，将过去分布在像素芯片上、将光转换成电信号的光电二极管与控制信号的像素晶体管分离到不同的基片上，构建堆栈结构扩大光电二极管的容量，提升单个像素最多能容纳的电子数量即满阱容 FWC。同时，将传输控制晶体管 (TRG) 以外的复位晶体管 (RST)、选择晶体管 (SEL) 和放大晶体管 (AMP) 等像素晶体管分布在没有光电二极管的基片层上，因此可增加放大晶体管的尺寸使得在拍摄夜景等昏暗场景时容易产生的噪点显著减少。三星 HP2 则采用双垂直传输门技术，可显著提高信号传输效率和满阱容量，与前代产品相比，每个 ISOCELL HP2 像素可吸收的电子数量增加了 33%，即使在高亮环境下，亦能增强每个像素的色彩和细节。全球领先的图像传感器厂商依然致力于后置主摄的创新与迭代，我们认为只有具备足够研发实力的 CIS 企业方能紧跟技术迭代，2023 年前三季度公司研发费用为 15.62 亿元，未来公司将继续加大新品的研发投入发力安卓市场。而随着主摄技术的不断迭代更新以及未来对高清视频拍摄等要求，我们认为 CIS 产品未来的附加价值量将有望进一步提升，助力龙头企业持续前行。

#### ◆ 面板产业转移导入良机，依托终端品牌客户基础拓品类拓应用

近年来国内面板产业链日益成熟，产业加速转移至国内，而驱动 IC 作为面板产业链最关键的环节，设计、制造与封测配套环节均依然处于起步阶段。公司作为国内领先的智能手机 LCD TDDI 领先企业，有望在产业加速转移以及终端客户提升国产化率过程中充分受益，在 OLED DDIC 设计环节国内目前还是处于起步阶段，我们预计 2024 年国产 IC 设计公司将会有一定的突破，我们认为显示驱动 IC 部门依托集团的大客户战略以及产品的持续创新与迭代，有望不断提升市场份额。



**◆ 投资建议:**

由于终端下游复苏超预期,我们调整此前盈利预测,预计 2023 年至 2025 年营业收入由原来的 205.44/251.50/299.88 亿元调整为 220.86/265.03/318.04 亿元,增速分别为 10%/20%/20%; 归母净利润由原来的 15.02/28.52/40.48 亿元调整为 10.58/34.05/46.52 亿元,增速分别为 6.9%/221.8%/36.6%; 对应 PE 分别为 114.7/35.6/26.1 倍。公司作为国产 CIS 龙头,技术优势显著,叠加库存水位回归正常,需求回暖增长确定性强,持续推荐,给予“买入”评级。

**◆ 风险提示:** 下游市场需求恢复不及预期,产品研发或验证进程不及预期,市场竞争加剧风险等。

**财务数据与估值**

| 会计年度      | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 24,104 | 20,078 | 22,086 | 26,503 | 31,804 |
| YoY(%)    | 21.6   | -16.7  | 10.0   | 20.0   | 20.0   |
| 净利润(百万元)  | 4,476  | 990    | 1,058  | 3,405  | 4,652  |
| YoY(%)    | 65.4   | -77.9  | 6.9    | 221.8  | 36.6   |
| 毛利率(%)    | 34.5   | 30.8   | 25.0   | 29.0   | 30.0   |
| EPS(摊薄/元) | 3.78   | 0.84   | 0.89   | 2.88   | 3.93   |
| ROE(%)    | 27.9   | 5.3    | 5.6    | 15.3   | 17.4   |
| P/E(倍)    | 27.1   | 122.6  | 114.7  | 35.6   | 26.1   |
| P/B(倍)    | 7.6    | 6.8    | 6.5    | 5.5    | 4.6    |
| 净利率(%)    | 18.6   | 4.9    | 4.8    | 12.8   | 14.6   |

数据来源:聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)     |       |       |       |       |       | 利润表(百万元)        |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| <b>流动资产</b>    | 20296 | 19613 | 20057 | 20752 | 25488 | <b>营业收入</b>     | 24104 | 20078 | 22086 | 26503 | 31804 |
| 现金             | 7671  | 4026  | 9137  | 9276  | 9541  | 营业成本            | 15790 | 13903 | 16564 | 18817 | 22263 |
| 应收票据及应收账款      | 2929  | 2525  | 2996  | 2759  | 3602  | 营业税金及附加         | 23    | 25    | 27    | 32    | 38    |
| 预付账款           | 220   | 236   | 290   | 280   | 356   | 营业费用            | 515   | 516   | 552   | 559   | 604   |
| 存货             | 8781  | 12356 | 7131  | 7922  | 11436 | 管理费用            | 685   | 765   | 663   | 742   | 827   |
| 其他流动资产         | 694   | 469   | 503   | 514   | 553   | 研发费用            | 2110  | 2496  | 2209  | 2120  | 2544  |
| <b>非流动资产</b>   | 11784 | 15577 | 16723 | 17309 | 18048 | 财务费用            | 356   | 594   | 554   | 501   | 581   |
| 长期投资           | 51    | 534   | 524   | 514   | 504   | 资产减值损失          | -200  | -1397 | -442  | -265  | -318  |
| 固定资产           | 1863  | 2047  | 2133  | 2194  | 2227  | 公允价值变动收益        | -81   | -221  | -147  | -80   | -22   |
| 无形资产           | 2282  | 2829  | 3059  | 3249  | 3357  | 投资净收益           | 614   | 1047  | 190   | 390   | 590   |
| 其他非流动资产        | 7589  | 10167 | 11006 | 11351 | 11960 | <b>营业利润</b>     | 5000  | 1298  | 1185  | 3819  | 5218  |
| <b>资产总计</b>    | 32080 | 35190 | 36780 | 38061 | 43536 | 营业外收入           | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| <b>流动负债</b>    | 8700  | 10373 | 11976 | 10936 | 12831 | 营业外支出           | 3     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 短期借款           | 2387  | 3632  | 4705  | 4987  | 5897  | <b>利润总额</b>     | 5002  | 1301  | 1188  | 3822  | 5221  |
| 应付票据及应付账款      | 2578  | 1128  | 1633  | 1639  | 2601  | 所得税             | 456   | 343   | 119   | 382   | 522   |
| 其他流动负债         | 3735  | 5613  | 5638  | 4310  | 4332  | <b>税后利润</b>     | 4546  | 958   | 1069  | 3439  | 4699  |
| <b>非流动负债</b>   | 7076  | 6717  | 5724  | 4705  | 3686  | 少数股东损益          | 70    | -32   | 11    | 34    | 47    |
| 长期借款           | 5698  | 5097  | 4077  | 3058  | 2039  | <b>归属母公司净利润</b> | 4476  | 990   | 1058  | 3405  | 4652  |
| 其他非流动负债        | 1378  | 1620  | 1647  | 1647  | 1647  | EBITDA          | 6053  | 2567  | 2362  | 5216  | 6937  |
| <b>负债合计</b>    | 15776 | 17090 | 17700 | 15641 | 16516 |                 |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 106   | 82    | 93    | 127   | 174   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 股本             | 876   | 1185  | 1185  | 1185  | 1185  | 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 资本公积           | 8434  | 8631  | 8631  | 8631  | 8631  | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 留存收益           | 8165  | 8699  | 9660  | 12753 | 16980 | 营业收入(%)         | 21.6  | -16.7 | 10.0  | 20.0  | 20.0  |
| 归属母公司股东权益      | 16198 | 18018 | 18987 | 22293 | 26845 | 营业利润(%)         | 69.1  | -74.0 | -8.8  | 222.4 | 36.7  |
| <b>负债和股东权益</b> | 32080 | 35190 | 36780 | 38061 | 43536 | 归属于母公司净利润(%)    | 65.4  | -77.9 | 6.9   | 221.8 | 36.6  |
|                |       |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 34.5  | 30.8  | 25.0  | 29.0  | 30.0  |
|                |       |       |       |       |       | 净利率(%)          | 18.6  | 4.9   | 4.8   | 12.8  | 14.6  |
|                |       |       |       |       |       | ROE(%)          | 27.9  | 5.3   | 5.6   | 15.3  | 17.4  |
|                |       |       |       |       |       | ROIC(%)         | 18.2  | 3.8   | 4.0   | 11.0  | 13.1  |
|                |       |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 资产负债率(%)        | 49.2  | 48.6  | 48.1  | 41.1  | 37.9  |
|                |       |       |       |       |       | 流动比率            | 2.3   | 1.9   | 1.7   | 1.9   | 2.0   |
|                |       |       |       |       |       | 速动比率            | 1.2   | 0.6   | 1.0   | 1.1   | 1.0   |
|                |       |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.9   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
|                |       |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 8.8   | 7.4   | 8.0   | 9.2   | 10.0  |
|                |       |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 7.6   | 7.5   | 12.0  | 11.5  | 10.5  |
|                |       |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |       | P/E             | 27.1  | 122.6 | 114.7 | 35.6  | 26.1  |
|                |       |       |       |       |       | P/B             | 7.6   | 6.8   | 6.5   | 5.5   | 4.6   |
|                |       |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 20.4  | 50.8  | 51.9  | 23.3  | 17.5  |

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)