

韦尔股份 (603501.SH)

(维持评级)

公司点评
证券研究报告

至暗时刻已过，静待下游需求复苏

业绩简评

2023年4月7日公司披露年报，2022年全年实现营收200.78亿元，同比-16.70%；实现归母净利润9.90亿元，同比-77.88%；扣非归母净利润0.96亿元，同比-97.61%。其中，Q4实现营收46.95亿元，同比-18.89%；实现归母净利润-11.59亿元，同比-221.02%。

经营分析

消费需求持续低迷进一步拖累22年业绩。22年全年实现总营收200.78亿元，同比-16.70%，主要系22年消费电子需求持续疲弱。盈利能力来看，公司22年综合毛利率为30.75%，较上一年同期下降3.74pct，主要系2022年底疫情的反复导致消费需求低迷，行业竞争加剧及通货膨胀等因素叠加影响。22年四季度公司实现营收46.95亿元，同比-18.89%，降幅较第三季度略有收窄。单四季度公司实现扣非归母净利润-11.59亿元，同比-223.92%；Q4毛利率为24.56%，环比下降3.87pct。

多维度协同发展，加大汽车、通信、工业等其他市场的投入力度。2022年公司研发投入32.18亿元，同比增长22.82%。针对CMOS图像传感器领域，公司抓住多摄像头发展需求及功能分化的趋势，努力提升公司在手机市场的市占率。在消费电子市场推出采用PureCel Plus-S晶片堆叠技术的高像素OV50H；家居安防和车载方面分别推出了升级版300万像素CIS产品OS03B10和OX03D4C，OX03D4C通过将图像传感器和图像信号处理器集成到单芯片中，帮助主机厂节省成本和空间。新产品有望在下半年及明后年为公司成长带来增量。

库存增长，2023年下半年有望逐步调整。截至2022年末，公司存货达到123.56亿元，同比上涨41%，归因于产品结构调，存货主要为新型高端CIS，预计2023年公司将加大库存周转，同时随着手机市场库存去化接近尾声，消费类市场需求有望逐步好转，2023年下半年整体有望逐步恢复。

盈利预测、估值与评级

我们下调公司2023/2024年净利润为17.54/30.67亿元（下调68.6%/53.1%），对应EPS为1.48/2.59元，新增2025年净利润预测为44.14亿元，对应EPS为3.73元，继续维持“买入”评级。

风险提示

存货跌价风险；行业竞争加剧；商誉减值风险；汇率风险等。

电子组

分析师：樊志远（执业S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：邵广雨（执业S1130522080002）

shaoguanguyu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：103.52元

相关报告：

- 《业绩短期承压，下半年有望逐步改善-韦尔股份半年报业绩点评》，2022.8.12
- 《Q1业绩符合预期，静待Q2逐步回暖-韦尔股份业绩点评》，2022.4.27
- 《车载CIS与TDDI打开第二成长曲线-韦尔股份业绩点评》，2022.4.19



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	24,104	20,078	21,515	24,643	30,375
营业收入增长率	21.59%	-16.70%	7.16%	14.53%	23.26%
归母净利润(百万元)	4,476	990	1,754	3,067	4,414
归母净利润增长率	65.41%	-77.88%	77.11%	74.93%	43.88%
摊薄每股收益(元)	5.111	0.835	1.481	2.590	3.727
每股经营性现金流净额	2.50	-1.68	5.28	3.71	4.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.63%	5.49%	9.30%	14.81%	18.90%
P/E	60.80	92.30	69.91	39.96	27.77
P/B	16.80	5.07	6.50	5.92	5.25

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	19,824	24,104	20,078	21,515	24,643	30,375
增长率	21.6%	-16.7%	7.2%	14.5%	23.3%	
主营业务成本	-13,894	-15,790	-13,903	-15,039	-16,954	-20,625
%销售收入	70.1%	65.5%	69.2%	69.9%	68.8%	67.9%
毛利	5,930	8,314	6,175	6,476	7,689	9,750
%销售收入	29.9%	34.5%	30.8%	30.1%	31.2%	32.1%
营业税金及附加	-19	-23	-25	-26	-30	-36
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-371	-515	-516	-538	-591	-699
%销售收入	1.9%	2.1%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%
管理费用	-776	-685	-765	-839	-936	-1,124
%销售收入	3.9%	2.8%	3.8%	3.9%	3.8%	3.7%
研发费用	-1,727	-2,110	-2,496	-2,582	-2,711	-3,038
%销售收入	8.7%	8.8%	12.4%	12.0%	11.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	3,037	4,980	2,374	2,491	3,420	4,854
%销售收入	15.3%	20.7%	11.8%	11.6%	13.9%	16.0%
财务费用	-275	-356	-594	-562	-675	-703
%销售收入	1.4%	1.5%	3.0%	2.6%	2.7%	2.3%
资产减值损失	-303	-200	-1,397	-214	1	-12
公允价值变动收益	451	-81	-221	-300	-60	-80
投资收益	21	614	1,047	600	800	900
%税前利润	0.7%	12.3%	80.5%	29.8%	23.0%	18.1%
营业利润	2,956	5,000	1,298	2,016	3,486	4,959
营业利润率	14.9%	20.7%	6.5%	9.4%	14.1%	16.3%
营业外收支	35	2	3	0	0	0
税前利润	2,991	5,002	1,301	2,016	3,486	4,959
利润率	15.1%	20.8%	6.5%	9.4%	14.1%	16.3%
所得税	-308	-456	-343	-262	-418	-545
所得税率	10.3%	9.1%	26.4%	13.0%	12.0%	11.0%
净利润	2,683	4,546	958	1,754	3,067	4,414
少数股东损益	-23	70	-32	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,706	4,476	990	1,754	3,067	4,414
净利率	13.7%	18.6%	4.9%	8.2%	12.4%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,683	4,546	958	1,754	3,067	4,414
少数股东损益	-23	70	-32	0	0	0
非现金支出	1,068	1,128	2,442	1,019	943	1,078
非经营收益	-27	-148	-170	492	98	72
营运资金变动	-380	-3,333	-5,223	2,997	291	-234
经营活动现金净流	3,345	2,192	-1,993	6,261	4,399	5,329
资本开支	-1,127	-1,120	-2,252	-1,149	-1,420	-1,430
投资	-1,536	-1,873	-1,770	-3,701	-1,291	-1,161
其他	32	94	5	600	800	900
投资活动现金净流	-2,631	-2,899	-4,017	-4,250	-1,911	-1,691
股权募资	683	1,203	273	-206	0	0
债权募资	1,567	3,066	3,242	3,015	570	874
其他	-416	-1,337	-1,260	-1,381	-2,065	-2,657
筹资活动现金净流	1,835	2,932	2,255	1,428	-1,495	-1,783
现金净流量	2,549	2,225	-3,015	3,439	1,002	1,855

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,456	7,671	4,026	7,399	8,289	10,014
应收款项	2,752	3,258	2,776	3,477	3,951	4,831
存货	5,274	8,781	12,356	10,499	10,470	11,075
其他流动资产	432	586	455	655	705	794
流动资产	13,913	20,296	19,613	22,029	23,414	26,714
%总资产	61.4%	63.3%	55.7%	53.2%	52.4%	53.9%
长期投资	1,363	3,591	5,463	8,864	10,095	11,176
固定资产	1,995	2,045	2,540	2,575	2,576	2,543
%总资产	8.8%	6.4%	7.2%	6.2%	5.8%	5.1%
无形资产	4,939	5,483	6,210	6,975	7,456	7,857
非流动资产	8,735	11,784	15,577	19,358	21,246	22,861
%总资产	38.6%	36.7%	44.3%	46.8%	47.6%	46.1%
资产总计	22,648	32,080	35,190	41,387	44,660	49,575
短期借款	3,041	3,745	7,552	9,758	9,818	10,182
应付款项	2,544	3,956	2,281	4,100	4,462	5,232
其他流动负债	1,260	999	540	782	1,029	1,295
流动负债	6,845	8,700	10,373	14,639	15,309	16,709
长期贷款	3,182	3,448	2,750	3,550	4,050	4,550
其他长期负债	1,096	3,628	3,967	4,251	4,514	4,881
负债	11,123	15,776	17,090	22,440	23,873	26,140
普通股股东权益	11,239	16,198	18,018	18,865	20,705	23,353
其中：股本	868	876	1,185	1,187	1,187	1,187
未分配利润	3,895	8,049	8,572	9,624	11,464	14,112
少数股东权益	286	106	82	82	82	82
负债股东权益合计	22,648	32,080	35,190	41,387	44,660	49,575

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.119	5.111	0.835	1.481	2.590	3.727
每股净资产	12.954	18.497	15.200	15.931	17.485	19.721
每股经营现金净流	3.855	2.504	-1.682	5.277	3.707	4.491
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.591	1.034	1.488
回报率						
净资产收益率	24.08%	27.63%	5.49%	9.30%	14.81%	18.90%
总资产收益率	11.95%	13.95%	2.81%	4.24%	6.87%	8.90%
投入资本收益率	15.11%	17.37%	5.61%	6.18%	8.03%	10.53%
增长率						
主营业务收入增长率	45.43%	21.59%	-16.70%	7.16%	14.53%	23.26%
EBIT 增长率	133.15%	63.98%	-52.34%	4.97%	37.28%	41.91%
净利润增长率	481.17%	65.41%	-77.88%	77.11%	74.93%	43.88%
总资产增长率	29.59%	41.65%	9.70%	17.61%	7.91%	11.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.6	40.9	48.9	53.0	53.0	53.0
存货周转天数	126.6	162.5	277.5	260.0	230.0	200.0
应付账款周转天数	45.2	47.8	48.6	58.0	55.0	52.0
固定资产周转天数	34.4	28.2	37.2	31.9	24.9	17.4
偿债能力						
净负债/股东权益	6.54%	10.78%	47.56%	43.50%	38.06%	30.09%
EBIT 利息保障倍数	11.0	14.0	4.0	4.4	5.1	6.9
资产负债率	49.11%	49.18%	48.56%	54.22%	53.45%	52.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-17	买入	227.00	279.87~364.83
2	2021-10-30	买入	266.00	323.67
3	2022-01-28	买入	262.50	334.24
4	2022-04-19	买入	182.71	282.03
5	2022-04-27	买入	134.66	198.93
6	2022-08-12	买入	119.00	154.79

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402