


分析师：方竞

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师：李少青

执业证号：S0100522010001

电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@mszq.com

事件：韦尔股份发布 2021 年报及 2022 年一季报，2021 年公司实现收入 241.04 亿元 (YoY+21.59%)，实现归母净利润 44.76 亿元 (YoY+65.41%)，实现扣非归母净利润 40.03 亿元 (YoY+78.3%)。2022 年 Q1，公司实现收入 55.38 亿元 (YoY-10.84%，QoQ-4.33%)，实现归母净利润 8.96 亿元 (YoY-13.9%，QoQ-6.42%)，实现扣非后归母净利润 9.02 亿元 (YoY-4.45%，QoQ-3.52%)。此外，公司发布 2022 年股权激励计划，拟向包括公司董事、高管、中层管理人员及相关核心技术（业务）人员等在内的 2349 人授予不超过 1500 万份股票期权，本次授予股票期权的行权价格为 166.85 元/股。

三大业务体系协同发展，产品结构持续优化。2021 年，公司半导体设计业务实现营收 203.8 亿元 (YoY+18.02%)，毛利率 37.9% (YoY+6.15pct)，盈利能力显著提升，主要受益于产品结构优化和行业高景气度。**目前公司半导体设计业务以形成了图像传感器解决方案、触控与显示解决方案和模拟解决方案三大业务体系**，产品广泛应用于消费电子、安防、汽车、医疗、AR/VR 等领域，2021 年三大业务板块营收占比分别为 71%/8%/6%。

其中**图像传感器解决方案**中智能手机营收占比 57%（占半导体设计业务比例 47.6%），进一步降低；安防监控和汽车电子营收占比分别达到 18%和 14%（分别占半导体设计业务的 15%和 12%），营收占比进一步提升，结构优化带动公司图像传感器业务盈利能力不断提升。**触控与显示业务**在继承 Synaptics 产品及技术优势的基础上，持续推进产品迭代和客户拓展，2021 年实现收入 19.63 亿元 (YoY+163.9%)，毛利率 60.9% (YoY+36.87pct)，充分受益于行业缺货带来的高景气度，毛利率显著提升并带动公司半导体设计业务盈利提升。

汽车半导体星辰大海，汽车 CIS 业务高速增长。2021 年公司汽车 CIS 业务占公司半导体设计业务营收的约 12%，实现收入约 24 亿元，同比高速增长。我们在前期韦尔股份汽车半导体深度专题报告中，从三个层次详细分析了韦尔以汽车 CIS 为核心的汽车半导体业务布局和成长路径。2021 年，受益于全球汽车电动化、智能化浪潮，车载 CIS 高像素需求及单车搭载摄像头数量大幅提升。作为全球核心的车载 CIS 供应商，韦尔已推出从 VGA 到 8M 可满足舱内、舱外不同应用场景的多型号产品。公司深耕汽车 CIS 领域多年，技术积累丰富，公司研发的 HALE (HDR 和 LFM 引擎) 组合算法，可同时提供出色的 HDR 和 LFM 性能；DeepWell™双转换增益技术可显著减少运动伪影；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；此外，公司还为客户提供多种汽车专用集成电路 (ASIC)，推出的 OAX8000 采用芯片堆叠架构，集成了 NPU 和 ISP 的专用 DMS 处理器。2022 年，随着公司车载 CIS 国内和海外市场份额继续提升，除 CIS 以外的汽车半导体陆续放量，公司汽车半导体业务有望继续保持高速增长，占公司整体营收比重也将进一步提升。

安防 CIS 业务高增长，手机 CIS 高阶产品占比稳步提升。除汽车 CIS 以外，公司**安防 CIS 领域**收入亦实现高速增长，2021 年，公司安防 CIS 营收超 30 亿元，同比高增约 70%，主要得益于公司在中高端安防产品上持续发力，产品结构

推荐
维持评级
当前价格：
150.5 元

1. 韦尔股份 (603501.SH) 经营简报点评：第二增长曲线开启，低估值优质半导体龙头
2. 韦尔股份 (603501.SH) 深度报告：汽车半导体的星辰大海
3. 【民生电子】韦尔股份 (603501) 3 季报点评：单季毛利率创历史新高，盈利能力大幅提升
4. 【民生电子】韦尔股份 (603501) 点评：Q3 逆势稳健增长，全年业绩高增可期
5. 【民生电子】韦尔股份 (603501) 点评：股权激励授予落地，CIS 龙头成长性高筑

不断升级。公司研发的 OS02H10 产品集成了优质近红外 (NIR) 和超低光性能的 Nyxel 和 PureCelPlus 技术, 量子效率优异, 可在完全黑暗的环境下实现低功耗 IR 照明。**手机 CIS 领域**, 公司在保持收入规模稳定的情况下, 高阶像素 CIS 收入占比稳步提升, 继 OV64B 之后成功推出 5000 万像素、6000 万像素、2 亿像素 /0.61μm 等不同型号产品。近日, 公司还实现了重大像素技术突破——在实现 0.56 μm 超小像素尺寸的同时提供高量子效率 (QE)、性能优异的四相位检测 (QPD) 自动对焦技术和低功耗, 在像素微缩方面持续引领市场。此外, 2021 年公司 CIS 业务收入在份额领先的笔电、医疗、AR/VR 领域亦有较大增长。

➤ **TDDI 业务持续突破, 打造新的利润增长点。**2021 年公司 TDDI 业务在上半年产能受限的情况下仍然实现全年高速增长, 实现收入 19.63 亿元 (YoY+163.9%), 同时受 TDDI 产品供需紧张, 公司 TDDI 业务毛利率达 60.9% (YoY+36.87pct), 成为公司新的利润增长点。2021 年, 公司 TDDI 业务在继承 Synaptics 产品及技术优势的基础上, 持续推进产品迭代和客户拓展, 公司 TDDI 产品 TD4375 在一线手机品牌客户多个项目中陆续量产, 并领先业界推出下沉式 HD TDDI-TD4160, 获得市场广泛认可。展望 2022 年, 公司通过引入新的研发团队补齐 OLED DDIC 产品线, 进一步完善产品矩阵, 目前公司 OLED DDIC 产品已在国内头部屏厂验证通过, 将在 22 年应用于智能手机客户产品方案中。同时, 22 年公司产能保障更加充足, 预计 22 年公司触控与显示业务仍将保持高速增长和较高盈利水平。

➤ **投资建议:** 预计公司 22/23/24 年归母净利润为 54.44/68.75/85.37 亿元, 对应现价 PE 分别为 24/19/15 倍, 我们看好公司平台型半导体发展之路和在汽车半导体领域的深度布局, 维持“推荐”评级。

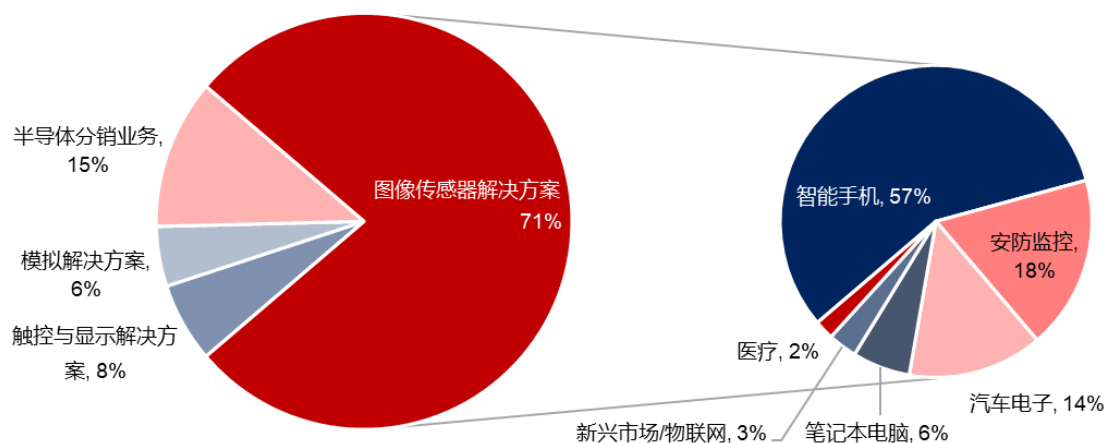
➤ **风险提示:** 公司新产品研发不及预期风险; 下游行业景气度下滑风险; 市场竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	24,104	30,144	36,198	43,340
增长率 (%)	21.6	25.1	20.1	19.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,476	5,444	6,875	8,537
增长率 (%)	65.4	21.6	26.3	24.2
每股收益 (元)	5.10	6.21	7.84	9.74
PE	29	24	19	15
PB	8.1	6.2	4.3	3.2

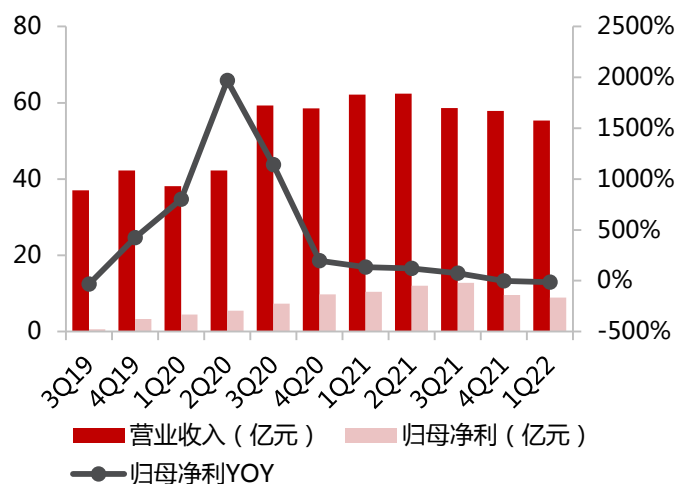
资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价)

图 1：韦尔股份 2021 年营收结构



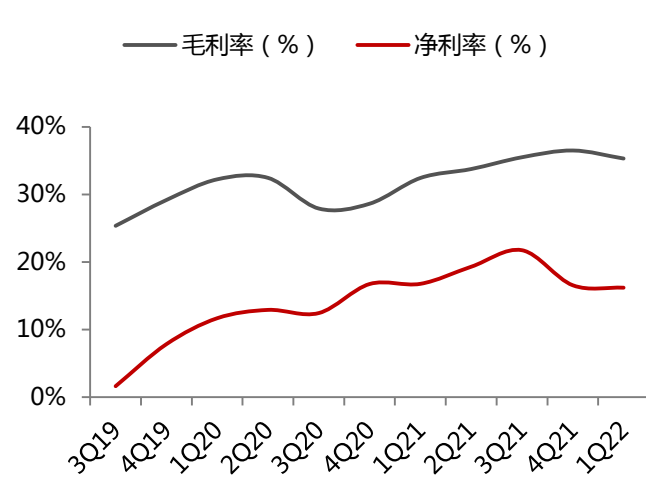
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：韦尔股份季度营收和净利情况



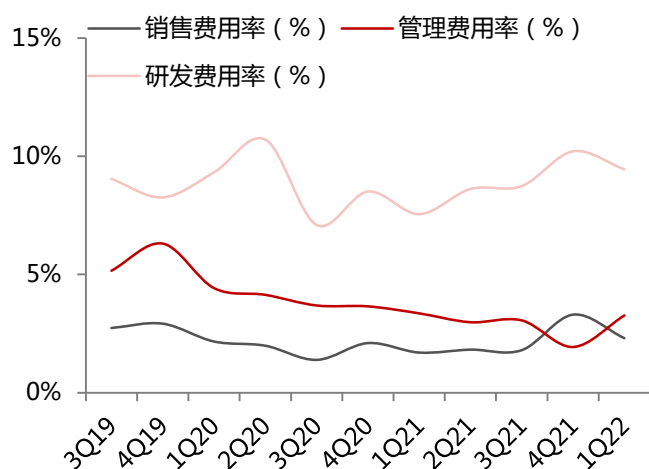
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：韦尔股份季度利润率情况



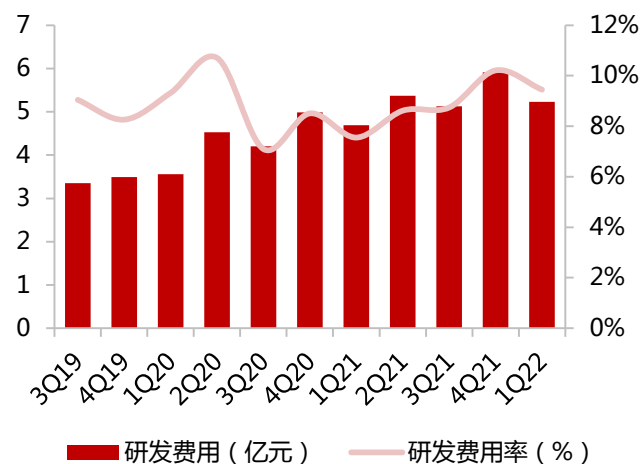
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：韦尔股份季度费用率情况



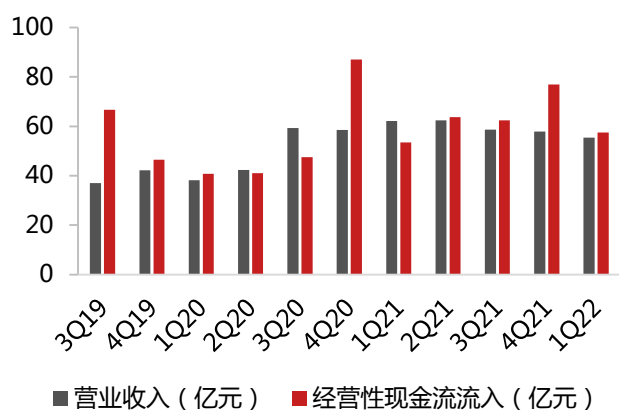
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：韦尔股份季度研发费用情况



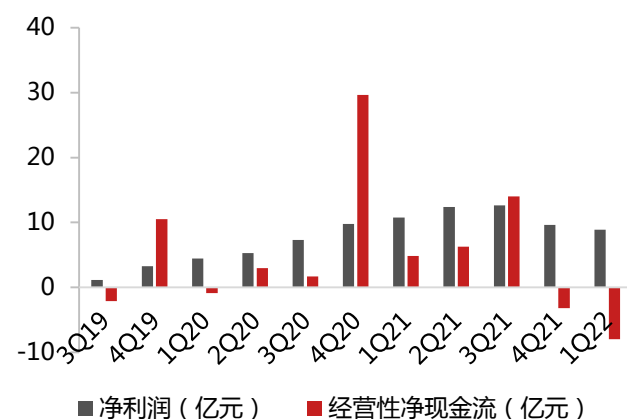
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：韦尔股份经营性现金流流入情况



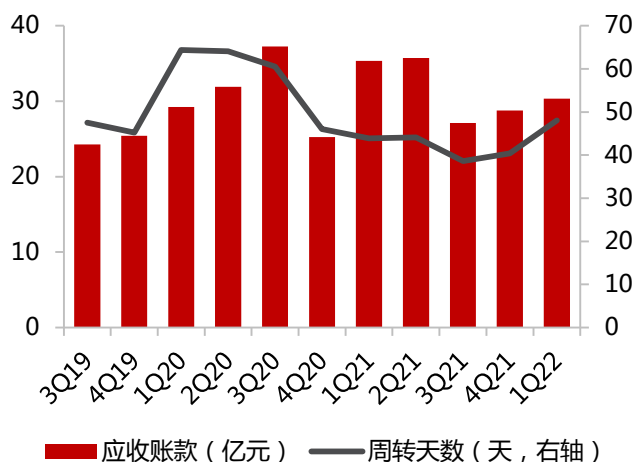
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：韦尔股份经营性净现金流情况



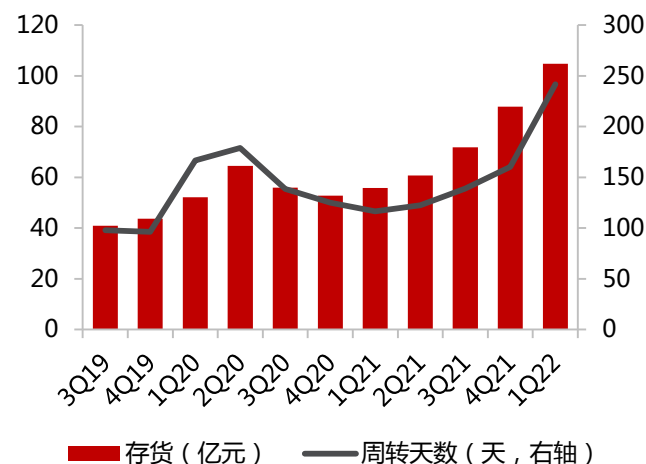
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：韦尔股份应收账款和周转天数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：韦尔股份存货和周转天数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	24,104	30,144	36,198	43,340
营业成本	15,790	19,596	23,355	27,749
营业税金及附加	23	30	29	39
销售费用	515	603	670	802
管理费用	685	904	1,267	1,517
研发费用	2,110	2,713	3,258	3,901
EBIT	4,820	6,297	7,619	9,333
财务费用	356	352	164	74
资产减值损失	-178	-215	-205	-207
投资收益	614	301	362	433
营业利润	5,000	6,071	7,666	9,530
营业外收支	2	12	16	10
利润总额	5,002	6,083	7,682	9,540
所得税	456	555	701	870
净利润	4,546	5,529	6,982	8,670
归属于母公司净利润	4,476	5,444	6,875	8,537
EBITDA	5,747	7,223	8,754	10,631

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,671	9,619	13,182	17,810
应收账款及票据	2,929	4,388	4,768	5,762
预付款项	220	378	343	443
存货	8,781	8,794	10,657	13,489
其他流动资产	694	761	818	932
流动资产合计	20,296	23,939	29,769	38,437
长期股权投资	51	68	68	77
固定资产	1,863	2,439	5,948	8,904
无形资产	1,604	2,332	2,506	2,656
非流动资产合计	11,784	14,234	18,648	22,553
资产合计	32,080	38,174	48,417	60,990
短期借款	2,387	2,387	2,387	2,387
应付账款及票据	2,578	3,042	3,353	4,274
其他流动负债	3,735	4,336	4,887	5,569
流动负债合计	8,700	9,765	10,627	12,230
长期借款	3,448	3,448	3,448	3,448
其他长期负债	3,628	3,628	3,628	3,628
非流动负债合计	7,076	7,076	7,076	7,076
负债合计	15,776	16,841	17,703	19,306
股本	876	877	877	877
少数股东权益	106	191	298	431
股东权益合计	16,304	21,333	30,714	41,684
负债和股东权益合计	32,080	38,174	48,417	60,990

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.59	25.06	20.08	19.73
EBIT 增长率	72.37	30.65	21.00	22.49
净利润增长率	65.41	21.62	26.28	24.18
盈利能力 (%)				
毛利率	34.49	34.99	35.48	35.97
净利润率	18.86	18.34	19.29	20.00
总资产收益率 ROA	13.95	14.26	14.20	14.00
净资产收益率 ROE	27.63	25.75	22.60	20.69
偿债能力				
流动比率	2.33	2.45	2.80	3.14
速动比率	1.28	1.49	1.75	1.99
现金比率	0.88	0.99	1.24	1.46
资产负债率 (%)	49.18	44.12	36.56	31.65
经营效率				
应收账款周转天数	43.59	52.70	47.60	47.96
存货周转天数	202.99	167.52	169.68	180.07
总资产周转率	0.75	0.79	0.75	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	5.10	6.21	7.84	9.74
每股净资产	18.47	24.11	34.69	47.04
每股经营现金流	2.50	6.71	7.64	8.50
每股股利	0.52	0.57	0.68	0.80
估值分析				
PE	29	24	19	15
PB	8.1	6.2	4.3	3.2
EV/EBITDA	23.30	18.27	14.67	11.64
股息收益率 (%)	0.35	0.38	0.45	0.53

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	4,546	5,529	6,982	8,670
折旧和摊销	927	926	1,135	1,298
营运资金变动	-3,333	-830	-1,604	-2,637
经营活动现金流	2,192	5,887	6,701	7,456
资本开支	-1,120	-3,278	-2,477	-2,105
投资	-1,873	-101	-61	-94
投资活动现金流	-2,899	-3,077	-2,176	-1,766
股权募资	1,203	0	0	0
债务募资	3,066	0	0	0
筹资活动现金流	2,932	-862	-962	-1,062
现金净流量	2,208	1,949	3,563	4,628

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
公司评级	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001