

## 公司研究

## 去库存效果显著，静待下游需求复苏

## ——韦尔股份（603501.SH）跟踪报告之十二

## 买入（维持）

当前价：95.22 元

## 作者

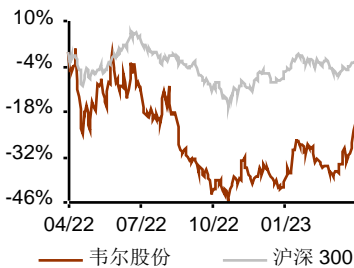
分析师：刘凯  
执业证书编号：S0930517100002  
021-52523849  
kailiu@ebscn.com

分析师：何昊  
执业证书编号：S0930522090002  
021-52523869  
hehao1@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股) 11.84  
总市值(亿元) 1127.58  
一年最低/最高(元) 66.64/134.08  
近 3 月换手率： 74.88%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.66	2.90	-36.81
绝对	3.50	-1.12	-6.65

资料来源：Wind

## 相关研报

2022H1 业绩符合预期，下半年关注车载 CIS 及新产品放量——韦尔股份（603501.SH）跟踪报告之十一（2022-08-14）  
拟 40 亿元增持北京君正，积极打造半导体平台型企业——韦尔股份（603501.SH）跟踪报告之十（2022-05-24）  
车载业务持续发力，2022Q2 业绩指引超预期——韦尔股份（603501.SH）跟踪报告之九（2022-05-09）

## 要点

## 事件：

（1）韦尔股份发布 2022 年报，22 年公司实现营收 200.78 亿元，同比-16.70%；实现归母净利润为 9.90 亿元，同比-77.88%；实现扣非归母净利润为 0.96 亿元，同比-97.61%；主营业务毛利率为 30.75%，净利率为 4.77%。

（2）韦尔股份发布 2023 年一季度报告，2023Q1 公司实现营收 43.35 亿元，同比-21.72%，环比-7.67%；实现归母净利润 1.99 亿元，同比-77.81%；实现扣非归母净利润 0.22 亿元，同比-97.57%；毛利率 24.72%，同比减少 10.59pct，环比上升 0.16pct。

## 点评：

**去库存效果显著，23Q2 末库存或恢复正常水平。**受 2022 年消费电子市场低靡的影响，公司在上年底已有充分计提考量，目前已将 64M 产品全部计提至成本价，将于今年出清。公司存货在一季度持续改善，2023Q1 存货净额 107.69 亿元，相对于 2022Q4 存货净额 123.56 亿元减少了 15.87 亿元，环比下降 12.84%，去库存效果显著。

**手机 50M 产品贡献成长动能，汽车 CIS 持续增长。**公司 2022 年 CIS 产品实现营收 136.75 亿元，占主营业务收入比例 68.47%，较 21 年减少 19.64pct。其中手机 CIS 业务受到本年度消费电子市场销量持续下行的冲击。23 年公司 OVA0B/OV50E/OV50H/OV50B/OV50K 等新品陆续发布，实现高中低端全系列的拳头产品布局，产品组合和竞争力提升，有望加速公司手机 CIS 业务回暖。此外，随着本土代工产品的持续放量带来成本下降，利润有望显著增厚。公司 2022 年汽车领域尤其是新能源汽车相关业务增长迅猛，汽车 CIS 实现营收 36.33 亿元，市场份额持续提升。公司汽车 CIS 在舱内、环视具备领先优势，第三代汽车 CIS 技术已进入客户测试阶段，汽车 CIS 营收持续增长，车载业务已成为核心增长引擎。CIS 应用于医疗和无人机等新兴市场也随着市场快速增长迎来需求春天，收入逐渐攀升。

**触控与显示领域或触底反弹，多产线布局进展顺利。**2022 年，公司触控与显示解决方案业务实现营业收入 14.71 亿元，占主营业务收入的 7.36%，较 21 年减少 25.08pct；模拟解决方案实现营业收入 12.62 亿，占主营业务收入的 6.32%，较 21 年减少 9.78pct。公司在 TDDI 领域实现产品全覆盖，通过收购思睿博半导体（珠海）有限公司，进一步扩大公司在显示解决方案产品布局，助力公司继续成长。

**多产品线布局，23-24 年逐渐进入业绩收获期。**公司持续投入研发，坚持多维度协同发展，积极开拓市场，进一步打造核心竞争力，持续进行产品迭代及新产品开发。公司持续推出不同像素的高阶像素产品，同时 OV50E、HALE 算法、OS03B10、OX05B1S 及 OX03D4C 等产品使公司具备持续占领市场的能力。除了汽车 CIS 外，公司 LCOS（应用于 AR-HUD）23 年将贡献新增量，PMIC、Serdes 等产品也将在 2023-24 年陆续量产；公司日前收购芯力特，完成在 CAN/LIN 等领域的布局，23-24 年公司车载平台多产品线有望多点开花，进入业绩收获期。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司存货减值的影响，我们下修公司 23-24 年归母净利润预测为 22.42/37.96 亿元（调整比例为-63.67%/-49.97%），新增 25 年归母净利润预测为 43.63 亿元，对应目前 PE 估值为 50X/30X/26X。公司产品结构不断优化，CIS 业务从手机拓展至车载、安防等多领域，同时公司发挥平台化优势，我们持续看好公司平台布局和未来发展，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期风险；库存消化不及预期风险；新产品研发或客户导入进度不及预期风险；行业竞争加剧风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	24,104	20,078	22,222	25,845	30,162
营业收入增长率	21.59%	-16.70%	10.68%	16.30%	16.70%
净利润（百万元）	4,476	990	2,242	3,796	4,363
净利润增长率	65.41%	-77.88%	126.40%	69.35%	14.94%
EPS（元）	5.11	0.84	1.89	3.21	3.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.63%	5.49%	11.12%	16.00%	15.75%
P/E	19	114	50	30	26
P/B	5.1	6.3	5.6	4.8	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-21，注：公司 2021 年股本为 8.76 亿股，2022 年股本为 11.85 亿股，2023-2025 年股本为 11.84 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,104	20,078	22,222	25,845	30,162
营业成本	15,790	13,903	15,900	17,863	20,618
折旧和摊销	815	888	998	1,274	1,618
税金及附加	23	25	22	26	30
销售费用	515	516	556	646	754
管理费用	685	765	778	775	905
研发费用	2,110	2,496	2,667	2,584	2,865
财务费用	356	594	325	182	122
投资收益	614	1,047	20	20	20
营业利润	5,000	1,298	2,792	4,270	4,899
利润总额	5,002	1,301	2,795	4,273	4,903
所得税	456	343	503	427	490
净利润	4,546	958	2,292	3,846	4,413
少数股东损益	70	-32	50	50	50
归属母公司净利润	4,476	990	2,242	3,796	4,363
EPS(元)	5.11	0.84	1.89	3.21	3.68

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,192	-1,993	4,997	6,472	4,108
净利润	4,476	990	2,242	3,796	4,363
折旧摊销	815	888	998	1,274	1,618
净营运资金增加	3,852	4,292	-1,272	-507	2,839
其他	-6,950	-8,164	3,030	1,909	-4,712
投资活动产生现金流	-2,899	-4,017	774	-2,494	-2,559
净资本支出	-1,120	-2,252	-1,949	-2,489	-2,579
长期投资变化	51	534	0	0	0
其他资产变化	-1,831	-2,299	2,723	-5	20
融资活动现金流	2,932	2,255	-5,353	-1,229	222
股本变化	8	310	-1	0	0
债务净变化	3,221	3,206	-5,043	-1,010	500
无息负债变化	1,432	-1,892	893	481	614
净现金流	2,208	-3,635	418	2,749	1,771

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	34.5%	30.8%	28.4%	30.9%	31.6%
EBITDA 率	25.2%	24.2%	11.7%	18.8%	22.3%
EBIT 率	21.6%	19.4%	7.2%	13.9%	16.9%
税前净利润率	20.8%	6.5%	12.6%	16.5%	16.3%
归母净利润率	18.6%	4.9%	10.1%	14.7%	14.5%
ROA	14.2%	2.7%	6.9%	10.6%	10.6%
ROE (摊薄)	27.6%	5.5%	11.1%	16.0%	15.7%
经营性 ROIC	24.4%	11.3%	5.2%	12.4%	15.5%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	49%	49%	39%	34%	33%
流动比率	2.33	1.89	3.09	4.09	4.54
速动比率	1.32	0.70	1.29	2.20	2.49
归母权益/有息债务	1.72	1.42	2.65	3.60	3.90
有形资产/有息债务	2.79	2.26	3.59	4.61	5.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	32,080	35,190	33,232	36,320	41,463
货币资金	7,671	4,026	4,444	7,193	8,964
交易性金融资产	15	14	12	12	12
应收账款	2,878	2,502	2,856	3,322	3,876
应收票据	51	23	44	52	60
其他应收款 (合计)	100	88	102	119	139
存货	8,781	12,356	11,470	9,918	11,546
其他流动资产	385	296	350	441	549
流动资产合计	20,296	19,613	19,673	21,480	25,612
其他权益工具	661	1,703	1,703	1,703	1,703
长期股权投资	51	534	534	534	534
固定资产	1,863	2,047	2,106	2,204	2,216
在建工程	182	493	1,609	2,498	3,217
无形资产	1,604	2,018	1,978	1,938	1,900
商誉	2,998	3,169	3,169	3,169	3,169
其他非流动资产	160	820	938	938	938
非流动资产合计	11,784	15,577	13,559	14,840	15,851
总负债	15,776	17,090	12,940	12,411	13,525
短期借款	2,387	3,632	610	0	0
应付账款	2,574	1,128	1,272	1,429	1,649
应付票据	5	0	0	0	0
预收账款	1	3	0	0	0
其他流动负债	4	3	4	5	8
流动负债合计	8,700	10,373	6,376	5,255	5,640
长期借款	3,448	2,750	3,050	3,450	3,950
应付债券	2,250	2,347	2,347	2,347	2,347
其他非流动负债	864	1,035	1,149	1,341	1,570
非流动负债合计	7,076	6,717	6,564	7,156	7,885
股东权益	16,304	18,100	20,292	23,909	27,938
股本	876	1,185	1,184	1,184	1,184
公积金	8,550	8,758	8,983	9,224	9,224
未分配利润	8,049	8,572	10,489	13,815	17,794
归属母公司权益	16,198	18,018	20,160	23,727	27,706
少数股东权益	106	82	132	182	232

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	2.14%	2.57%	2.50%	2.50%	2.50%
管理费用率	2.84%	3.81%	3.50%	3.00%	3.00%
财务费用率	1.48%	2.96%	1.46%	0.71%	0.40%
研发费用率	8.75%	12.43%	12.00%	10.00%	9.50%
所得税率	9%	26%	18%	10%	10%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.52	0.08	0.19	0.32	0.37
每股经营现金流	2.50	-1.68	4.22	5.47	3.47
每股净资产	18.50	15.20	17.02	20.04	23.40
每股销售收入	27.52	16.94	18.77	21.83	25.47

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	19	114	50	30	26
PB	5.1	6.3	5.6	4.8	4.1
EV/EBITDA	14.9	26.1	46.1	24.1	17.3
股息率	0.5%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE