

韦尔股份 (603501 CH)

1H24 业绩稳健，CIS 业务持续复苏

韦尔股份公布了 2024 年上半年业绩。上半年收入同比增长 36.5% 至 120 亿元人民币，净利润较去年同期的低基数（1.53 亿元人民币）同比增长 790% 至 13.7 亿元人民币。按季度来看，公司二季度收入为 64 亿元人民币（同比增长 42.5%，环比增长 14.2%，符合彭博一致预期），创历史新高。二季度净利润为 8.09 亿元人民币，环比增长 45.1%（2023 年二季度为净亏损）。公司二季度毛利率提升至 30.2%（上季度和去年同期分别为 27.9%、17.3%）。毛利率的改善表明公司业务正在稳步恢复。同时，得益于成本结构的持续优化，二季度净利润率上升至 12.6%（上季度和去年同期分别为 9.9%、-1%）。管理层认为，公司的强劲业绩主要得益于：1）2024 年上半年消费市场的逐步复苏；2）公司产品在高端智能手机市场（尤其是国内安卓机型）上的份额提升、以及汽车 CIS 销售的持续增长；3）产品组合优化推动毛利率改善。维持“买入”评级，目标价调整至 115.39 元人民币，基于 40.7 倍 2024 年预测市盈率。

■ CIS 市场在 2024 年上半年延续了强劲的增长势头（收入同比增长 49.8%，环比增长 0.1%）。其中智能手机/汽车/物联网/医疗 CIS 收入同比增长 78.5%/53.0%/77.8%/41.6%，仅安防/笔记本电脑 CIS 收入同比下降 26.7%/9.0%。虽然终端市场需求尚未实现全面复苏，但是韦尔股份在智能手机、汽车、物联网和医疗领域市场实现了 CIS 销售额的同比强劲增长，其主要原因为：1）公司智能手机 CIS 产品在国内高端安卓机市场中的份额稳步提升（如高端图像传感器 OV50H）；2）更高级别的自动驾驶功能和安全要求推动 ADAS 系统的普及和舱内摄像头的快速增长；3）工业自动化趋势的进一步深化；以及 4）来自下游客户补库需求的驱动。我们预计，公司下半年 CIS 销售额环比将增长 15%，2024 年全年 CIS 销售额同比将增长 29%，2025 和 2026 年公司 CIS 业务收入将实现 21%、18% 的同比增长。

■ 显示解决方案业务仍显疲软，模拟解决方案业务则呈现复苏迹象。受到行业供需关系不平衡的影响，公司显示相关产品平均单价持续承压，上半年显示解决方案收入同比下降 28.6%。随着消费电子等行业库存去化接近尾声，以及公司模拟产品市场份额稳步提升，模拟解决方案业务销售额同比增长 24.7%。我们预计，随着低功耗产品和车载显示驱动产品的推出，公司显示解决方案业务有望在 2025 年实现复苏。同时，受益于市场需求逐渐回暖、公司产品市占提升等利好影响，模拟解决方案业务销售额有望实现双位数增长。

■ 维持对韦尔股份的“买入”评级，目标价调整为 115.39 元人民币，基于 40.7 倍 2024 年预测市盈率，较 1 年历史平均远期市盈率高出 1 个标准差，主要考虑到公司在行业的领先地位以及市场份额的持续扩张等因素。鉴于公司计划不断推出新产品，研发成本或将提升，我们将公司 2024 年和 2025 年的净利润预测小幅调整 -1%、+3%。主要风险：1）终端市场需求复苏不及预期；2）行业竞争加剧。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	20,078	21,021	26,119	31,213	36,145
同比增长 (%)	(16.7)	4.7	24.3	19.5	15.8
毛利率 (%)	30.8	21.8	29.7	30.6	31.6
运营利润(百万人民币)	2,455.9	1,276.9	3,898.3	5,534.5	7,026.2
同比增长 (%)	(51.1)	(48.0)	205.3	42.0	27.0
净利润(百万人民币)	990.1	555.6	3,373.8	4,706.3	6,075.2
同比增长 (%)	(77.9)	(43.9)	507.2	39.5	29.1
市盈率(倍)	109.9	196.3	32.5	23.3	18.1

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	115.39 元人民币
(前目标价)	117.5 元人民币
潜在升幅	25.0%
当前股价	92.28 人民币

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(人民币百万元)	109,816.1
3 月平均流通量(人民币百万元)	1,056.0
52 周内股价高/低(人民币百万元)	112.76/79.22
总股本(百万)	1190.0

资料来源：FactSet

股东结构

虞仁荣	29.5%
华夏基金管理有限公司	3.2%

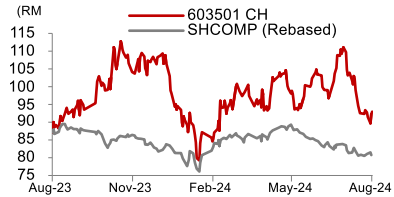
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-16.9%	-13.6%
3 - 月	-5.9%	4.1%
6 - 月	9.1%	11.2%

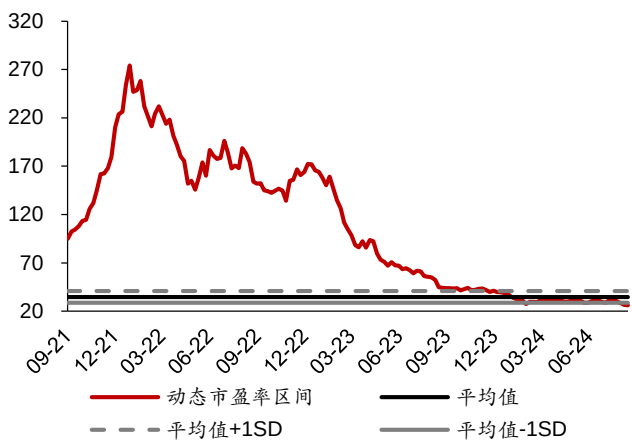
资料来源：FactSet

股份表现



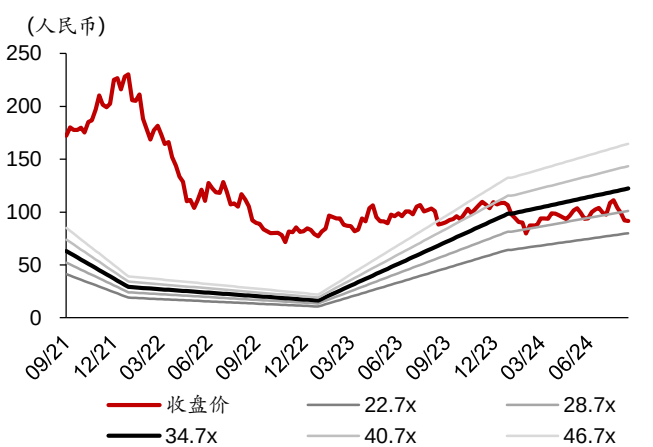
资料来源：FactSet

图 1: 韦尔股份动态市盈率区间



资料来源: 公司资料, 彭博

图 2: 韦尔股份动态市盈率



资料来源: 公司资料, 彭博

图 3: 招银国际环球市场最新预测 vs. 过往预测

人民币百万元	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	26,119	31,213	36,145	25,624	30,101	NA	2%	4%	NA
毛利	7,762	9,551	11,424	7,430	9,219	NA	4%	4%	NA
净利润	3,374	4,706	6,075	3,391	4,551	NA	-1%	3%	NA
每股收益 (人民币)	2.84	3.95	5.11	2.64	3.62	NA	7%	9%	NA
毛利率	29.7%	30.6%	31.6%	29.0%	30.6%	NA	0.7 ppt	0 ppt	NA
净利率	12.9%	15.1%	16.8%	13.2%	15.1%	NA	-0.3 ppt	0 ppt	NA

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际环球市场预测 vs. 彭博一致预期

人民币百万元	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
收入	26,119	31,213	36,145	26,662	31,584	36,582	-2%	-1%	-1%
毛利	7,762	9,551	11,424	7,821	9,814	11,765	-1%	-3%	-3%
净利润	3,374	4,706	6,075	3,174	4,657	5,913	6%	1%	3%
每股收益 (人民币)	2.84	3.95	5.11	2.66	3.83	4.78	7%	3%	7%
毛利率	29.7%	30.6%	31.6%	29.3%	31.1%	32.2%	0.4 ppt	-0.5 ppt	-0.6 ppt
净利率	12.9%	15.1%	16.8%	11.9%	14.7%	16.2%	1 ppt	0.3 ppt	0.6 ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测, 彭博一致预期

图 5: 公司财务数据

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	1Q24A	2Q24A	3Q24E	4Q24E	FY25E	FY26E
收入	20,078	21,021	26,119	5,644	6,448	6,931	7,096	31,213	36,145
...同比	-16.7%	4.7%	24.3%	30.2%	42.5%	11.4%	19.5%	19.5%	15.8%
...环比				-5.0%	14.2%	7.5%	2.4%		
营业成本	(13,903)	(16,446)	(18,357)	(4,070)	(4,498)	(4,835)	(4,955)	(21,662)	(24,721)
毛利	6,175	4,574	7,762	1,574	1,950	2,096	2,142	9,551	11,424
毛利率 (%)	30.8%	21.8%	29.7%	27.9%	30.2%	30.2%	30.2%	30.6%	31.6%
...同比									
销售及管理费用	(1,281)	(1,090)	(1,234)	(300)	(305)	(298)	(331)	(1,249)	(1,319)
...% 收入	-6.4%	-5.2%	-4.7%	-5.3%	-4.7%	-4.3%	-4.7%	-4.0%	-3.7%
研发费用	(2,496)	(2,234)	(2,612)	(623)	(633)	(645)	(712)	(2,747)	(3,054)
...% 收入	-12.4%	-10.6%	-10.0%	-11.0%	-9.8%	-9.3%	-10.0%	-8.8%	-8.5%
营业利润	1,298	667	3,797	576	911	1,177	1,134	5,461	7,050
营业利润率 (%)	6.5%	3.2%	14.5%	10.2%	14.1%	17.0%	16.0%	17.5%	19.5%
...同比	-74.0%	-48.6%	469.4%	121.8%	-1374.0%	313.5%	483.7%	43.9%	29.1%
净利润	990	556	3,374	558	809	1,009	998	4,706	6,075
净利率 (%)	4.9%	2.6%	12.9%	9.9%	12.6%	14.6%	14.1%	15.1%	16.8%
...同比	-77.9%	-43.9%	507.2%	180.5%	NA	368.6%	433.0%	39.5%	29.1%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
营业收入	24,104	20,078	21,021	26,119	31,213	36,145
营业成本	(15,790)	(13,903)	(16,446)	(18,357)	(21,662)	(24,721)
毛利	8,314	6,175	4,574	7,762	9,551	11,424
运营费用	(3,292)	(3,719)	(3,297)	(3,863)	(4,017)	(4,398)
销售费用	(515)	(516)	(467)	(528)	(499)	(506)
行政费用	(23)	(25)	(33)	(44)	(52)	(61)
管理费用	(685)	(765)	(623)	(705)	(749)	(813)
研发费用	(2,110)	(2,496)	(2,234)	(2,612)	(2,747)	(3,054)
其他收益	42	82	60	26	31	36
营业利润	5,022	2,456	1,277	3,898	5,535	7,026
营业外收入	5	5	26	52	51	66
营业外支出	(3)	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)
以公允价值计量的盈亏	(178)	(1,425)	(367)	(129)	(136)	(146)
投资收益	614	1,047	73	125	129	133
其他盈亏	(103)	(186)	140	(102)	(108)	(115)
息税前利润	5,358	1,895	1,148	3,842	5,467	6,960
利息收入	25	27	96	294	323	435
利息费用	(410)	(494)	(534)	(330)	(328)	(338)
净利息收入(支出)	(385)	(467)	(438)	(35)	(5)	97
其他收入/支出	29	(127)	(19)	39	47	54
税前利润	5,002	1,301	691	3,846	5,509	7,112
所得税费用	(456)	(343)	(148)	(489)	(826)	(1,067)
税后利润	4,546	958	544	3,357	4,683	6,045
非控股权益	70	(32)	(12)	(17)	(23)	(30)
净利润	4,476	990	556	3,374	4,706	6,075

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
流动资产	20,296	19,613	20,264	22,563	28,147	34,503
货币资金	7,671	4,026	9,086	10,582	14,811	19,361
应收账款	2,878	2,502	4,031	4,195	4,704	5,278
存货	8,781	12,356	6,322	6,984	7,721	8,852
预付款项	220	236	221	274	328	380
以公允价值计入损益的资产	15	14	133	10	10	10
其他流动资产	730	479	472	517	574	622
非流动资产	11,784	15,577	17,479	17,733	18,051	18,354
物业及厂房及设备 (净额)	1,863	2,047	2,586	2,752	2,756	2,647
使用权资产	236	209	176	177	179	182
无形资产	1,604	2,018	2,305	2,054	1,803	1,533
商誉	2,998	3,169	3,861	3,864	3,864	3,864
其他非流动资产	5,084	8,134	8,551	8,887	9,449	10,127
总资产	32,080	35,190	37,743	40,296	46,198	52,856
流动负债	8,700	10,373	9,069	9,024	9,607	10,139
短期债务	2,387	3,632	2,671	2,296	2,302	2,320
应付账款	2,574	1,128	1,663	2,360	2,625	2,929
应付税款	589	145	229	190	249	267
其他流动负债	2,746	5,079	4,055	3,697	3,850	3,966
合同负债	149	125	187	232	277	321
应付职工薪酬	255	263	264	248	304	337
非流动负债	7,076	6,717	7,180	7,535	8,374	8,737
长期债务	3,448	2,750	2,977	3,165	3,733	3,782
应付公司债	2,250	2,347	2,444	2,483	2,483	2,483
融资租赁承担	179	145	122	123	145	164
递延收入	34	24	25	30	33	38
其他非流动负债	1,166	1,451	1,611	1,734	1,980	2,270
总负债	15,776	17,090	16,248	16,559	17,980	18,876
股本	876	1,185	1,216	1,216	1,216	1,216
留存收益	8,049	8,572	9,008	12,180	16,637	22,369
其他储备	7,274	8,261	11,227	10,314	10,361	10,422
股东权益总额	16,198	18,018	21,451	23,710	28,214	34,007
少数股东权益	106	82	44	27	4	(27)
总负债和股东权益	32,080	35,190	37,743	40,296	46,198	52,856

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (人民币百万元)						
经营现金流						
税前利润	4,546	958	544	3,357	4,683	6,045
折旧摊销	927	1,045	1,166	1,182	1,253	1,379
营运资金变化	(3,564)	(5,300)	5,175	258	(544)	(1,017)
其他	284	1,303	651	(16)	256	193
净经营现金流	2,192	(1,993)	7,537	4,781	5,648	6,599
投资现金流						
资本开支	(1,122)	(2,259)	(1,048)	(1,181)	(1,241)	(1,260)
处理短期投资所得现金	3	7	7	32	37	41
其他	(1,780)	(1,765)	(1,422)	55	(205)	(223)
净投资现金流	(2,899)	(4,017)	(2,464)	(1,094)	(1,409)	(1,442)
融资现金流						
已支付股息	(569)	(822)	(574)	(497)	(530)	(620)
净借贷	3,066	3,242	(2,009)	(690)	574	67
发行股票所得现金	1,203	273	3,394	(862)	0	0
其他	(767)	(438)	(875)	(200)	(54)	(54)
净融资现金流	2,932	2,255	(64)	(2,249)	(11)	(607)
净现金流变动						
年初现金	5,423	7,630	3,995	9,055	10,555	14,783
汇率变动	(18)	120	51	61	0	0
其他	2,226	(3,755)	5,009	1,438	4,229	4,550
年末现金	7,630	3,995	9,055	10,555	14,783	19,333

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。