

收购全球领先资产，进军摄像头模组业务

事件：闻泰科技与欧菲光签署了《收购意向协议》，拟以现金购买欧菲光拥有的与向境外特定客户供应摄像头的相关业务资产。

核心观点

- **本次收购将实现从下游 ODM 产品集成业务和安世的半导体上游能力向中游模组业务的战略拓展，闻泰将形成全产业链客户服务能力。**随着多摄、结构光、ToF 等行业趋势，手机摄像头模组成本持续提升，市场空间持续增长，标的资产竞争力在全球领先，将给闻泰带来增长新动能。该资产与境外特定客户的长期合作关系也有助于闻泰在该客户的业务种类拓展。该资产的模组能力也有助于闻泰 SiP 技术的发展。
- **安世受益于汽车和功率半导体市场高景气：**安世是全球前十大的功率半导体厂商，来自汽车领域的年营收高达 40-50 亿元，产品用于全球各大品牌汽车。功率半导体和成熟晶圆制造的供需紧张正拉动安世的产品需求。公司控股股东投资 120 亿元在上海临港建设 12 寸功率半导体制造项目，预计达产后的年产能为 36 万片 12 英寸晶圆，上市公司有权择机并购。闻泰也已布局氮化镓等化合物功率半导体。闻泰集团是极少数同时具备封装（安世）和系统组装（通讯业务）能力的公司，有望受益于封装和系统组装结合的 SiP 行业大趋势。无锡的 SiP 模组封装测试子项将新建年产 24.4 亿颗功率晶体管及 SiP 模组的封测产线。
- **通讯业务持续增长：**5G 手机单价相比 4G 手机有较大提升，闻泰是高通 5G 领航计划中唯一的 ODM 公司。随着无锡、昆明、印度的智能制造产能扩充，闻泰将新增 7000 万台智能终端产能，产品自制率将大幅提升。印度项目将提升对北美、印度等海外客户的交付能力，快速响应客户需求。闻泰也正从手机拓展至平板电脑、笔电、TWS 耳机等不同类型的智能终端，进一步打开成长空间。闻泰在上海、西安、深圳、嘉兴等地拥有 5000 多研发人员，拟新投入 3.5 亿元的研发项目重点针对 5G 关键共性技术研究和 5G 终端产品开发等两个研发方向

财务预测与投资建议

- 不考虑本次并购影响，我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 2.13、3.15、3.99 元，根据可比公司 21 年平均 44 倍 PE 估值水平，给与目标价 138.38 元，维持买入评级。

风险提示

- 行业需求不及预期、商誉减值风险

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,335	41,578	64,777	85,602	103,825
同比增长(%)	2%	140%	56%	32%	21%
营业利润(百万元)	69	1,537	3,190	4,338	5,500
同比增长(%)	-82%	2122%	108%	36%	27%
归属母公司净利润(百万元)	61	1,254	2,646	3,915	4,962
同比增长(%)	-81%	1954%	111%	48%	27%
每股收益(元)	0.05	1.01	2.13	3.15	3.99
毛利率(%)	9.1%	10.3%	12.7%	11.9%	11.7%
净利率(%)	0.4%	3.0%	4.1%	4.6%	4.8%
净资产收益率(%)	1.7%	10.1%	8.8%	9.5%	11.0%
市盈率	2,047	100	47	32	25
市净率	34.7	5.9	3.2	2.9	2.6

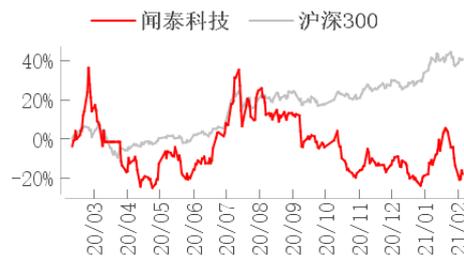
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月05日)	100.32 元
目标价格	138.38 元
52周最高价/最低价	171.7/90.08 元
总股本/流通A股(万股)	124,494/86,428
A股市值(百万元)	124,892
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年02月07日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.8	-7.84	-4.72	-17.75
相对表现	-8.35	-14.16	-18.63	-24.63
沪深300	3.55	6.32	13.91	6.88



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888*6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人 李庭旭
litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

通讯客户结构优化，功率半导体高景气	2021-01-31
非持续因素影响利润，大手笔加码智能制造	2020-11-01
业绩持续高增长，通讯与半导体协同发展	2020-08-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

闻泰科技与欧菲光签署了《收购意向协议》，拟以现金购买欧菲光拥有的与向境外特定客户供应摄像头的相关业务资产，具体包括：1) 欧菲光持有的广州得尔塔 100% 股权；2) 欧菲光及其控股公司在中国及境外所拥有的(除广州得尔塔外的)与向境外特定客户供应摄像头相关业务的经营性资产，包括固定资产、无形资产、存货等经营性资产，其中固定资产包括生产设备、研发设备、测试设备等，无形资产包括但不限于专利、技术资料、技术秘密、图纸、制造方法、工艺流程、配方等。

图 1：本次收购涉及内容

资产类	具体内容
固定资产	生产设备、研发设备、测试设备等
无形资产	包括但不限于专利、技术资料、技术秘密、图纸、制造方法、工艺流程、配方等

数据来源：公司公告、东方证券研究所

收购价格为广州得尔塔 2020 年净利润的 10 倍 PE 和其他经营性资产的评估价。广州得尔塔在 2020 年前三季度的营收和净利润分别为 33.6 和 2.7 亿元。

图 2：广州得尔塔影像技术有限公司财务情况（单位：亿元）

项目	2020 年 9 月 30 日	2019 年 12 月 31 日
资产总额	21.8	31.8
负债总额	6.8	19.6
净资产	14.9	12.2
项目	2020 年 1-9 月	2019 年度
营业收入	33.6	51.2
净利润	2.7	1.1

数据来源：公司公告、东方证券研究所

本次收购将实现从下游 ODM 产品集成业务和安世的半导体上游能力向中游模组业务的战略拓展，闻泰将形成全产业链客户服务能力。随着多摄、结构光、ToF 等行业趋势，手机摄像头模组成本持续提升，市场空间持续增长，标的资产竞争力在全球领先，将给闻泰带来增长新动能。该资产与境外特定客户的长期合作关系也有助于闻泰在该客户的业务种类拓展。该资产的模组能力也有助于闻泰 SiP 技术的发展。

投资建议

不考虑本次并购影响，我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 2.13、3.15、3.99 元，根据可比公司 21 年平均 44 倍 PE 估值水平，给与目标价 138.38 元，维持买入评级。

图 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/2/5	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
比亚迪	002594	249.00	0.56	1.64	2.17	2.77	441.25	151.48	114.68	89.82
亚光科技	300123	9.02	0.28	0.30	0.45	0.66	32.50	30.07	20.04	13.67
长电科技	600584	40.06	0.06	0.74	0.99	1.35	724.41	53.87	40.53	29.62
扬杰科技	300373	39.15	0.44	0.73	0.93	1.13	89.10	53.51	41.99	34.52
华润微	688396	54.26	0.33	0.79	1.08	1.27	164.62	68.99	50.03	42.57
	最大值						724.41	151.48	114.68	89.82
	最小值						32.50	30.07	20.04	13.67
	平均数						290.38	71.58	53.45	42.04
	调整后平均						231.66	58.79	44.18	35.57

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

行业需求不及预期、商誉减值风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,903	7,714	17,147	20,500	25,446	营业收入	17,335	41,578	64,777	85,602	103,825
应收票据及应收账款	5,088	14,022	19,433	25,681	31,147	营业成本	15,764	37,286	56,562	75,374	91,669
预付账款	35	170	265	350	425	营业税金及附加	62	74	104	137	166
存货	1,625	5,678	7,919	9,799	11,000	营业费用	151	484	1,129	1,387	1,609
其他	3,172	3,239	3,502	3,514	3,487	管理费用及研发费用	1,028	1,935	3,219	4,117	4,801
流动资产合计	11,824	30,823	48,266	59,843	71,506	财务费用	212	556	598	203	69
长期股权投资	1,176	42	34	34	34	资产减值损失	97	352	144	116	81
固定资产	544	5,118	5,748	6,478	7,282	公允价值变动收益	0	20	0	0	0
在建工程	33	487	347	362	369	投资净收益	(10)	564	10	10	10
无形资产	461	4,075	4,071	4,067	4,062	其他	57	63	160	60	60
其他	2,904	24,585	23,441	23,358	23,275	营业利润	69	1,537	3,190	4,338	5,500
非流动资产合计	5,118	34,308	33,641	34,299	35,023	营业外收入	4	4	10	10	10
资产总计	16,942	65,132	81,907	94,142	106,529	营业外支出	9	67	2	2	2
短期借款	2,000	2,778	400	200	200	利润总额	64	1,473	3,198	4,346	5,508
应付票据及应付账款	8,088	21,693	24,887	33,164	40,334	所得税	(8)	94	297	391	496
其他	3,043	6,598	4,390	4,819	5,357	净利润	72	1,379	2,901	3,955	5,012
流动负债合计	13,131	31,069	29,678	38,184	45,891	少数股东损益	11	126	255	40	50
长期借款	0	11,306	11,306	11,306	11,306	归属于母公司净利润	61	1,254	2,646	3,915	4,962
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.05	1.01	2.13	3.15	3.99
其他	80	1,335	1,155	1,155	1,155						
非流动负债合计	80	12,641	12,461	12,461	12,461	主要财务比率					
负债合计	13,211	43,710	42,139	50,645	58,353		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	136	233	487	527	577	成长能力					
股本	637	1,124	1,245	1,245	1,245	营业收入	2%	140%	56%	32%	21%
资本公积	2,382	18,269	33,732	33,732	33,732	营业利润	-82%	2122%	108%	36%	27%
留存收益	572	1,826	4,303	7,993	12,621	归属于母公司净利润	-81%	1954%	111%	48%	27%
其他	4	(29)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,731	21,422	39,768	43,497	48,176	毛利率	9.1%	10.3%	12.7%	11.9%	11.7%
负债和股东权益总计	16,942	65,132	81,907	94,142	106,529	净利率	0.4%	3.0%	4.1%	4.6%	4.8%
						ROE	1.7%	10.1%	8.8%	9.5%	11.0%
						ROIC	6.0%	9.1%	7.7%	7.7%	8.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	78.0%	67.1%	51.4%	53.8%	54.8%
净利润	72	1,379	2,901	3,955	5,012	净负债率	5.9%	38.8%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	193	2,578	605	719	852	流动比率	0.90	0.99	1.63	1.57	1.56
财务费用	212	556	598	203	69	速动比率	0.77	0.80	1.34	1.30	1.30
投资损失	10	(564)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	1,495	3,424	(4,902)	165	711	应收账款周转率	5.1	4.4	3.9	3.8	3.7
其它	1,290	(2,754)	1,054	116	81	存货周转率	6.3	9.7	7.9	8.1	8.3
经营活动现金流	3,272	4,620	246	5,148	6,715	总资产周转率	1.2	1.0	0.9	1.0	1.0
资本支出	419	(11,167)	(1,006)	(1,377)	(1,577)	每股指标(元)					
长期投资	(831)	1,184	8	0	0	每股收益	0.05	1.01	2.13	3.15	3.99
其他	(1,226)	(2,322)	(790)	310	310	每股经营现金流	5.13	4.11	0.20	4.13	5.39
投资活动现金流	(1,639)	(12,304)	(1,789)	(1,067)	(1,267)	每股净资产	2.89	17.02	31.55	34.52	38.23
债权融资	(8)	13,269	(1,463)	(100)	(100)	估值比率					
股权融资	0	16,374	15,585	0	0	市盈率	2,047	100	47	32	25
其他	(1,416)	(15,920)	(3,145)	(629)	(402)	市净率	34.7	5.9	3.2	2.9	2.6
筹资活动现金流	(1,424)	13,722	10,976	(729)	(502)	EV/EBITDA	265	27	29	24	20
汇率变动影响	(46)	(17)	-0	-0	-0	EV/EBIT	446	60	33	28	23
现金净增加额	163	6,021	9,433	3,353	4,946						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn