

收购摄像头模组业务，ODM 巨头打造全产业链服务能力

——闻泰科技(600745.SH)跟踪报告之一

买入（维持）

当前价：100.32 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

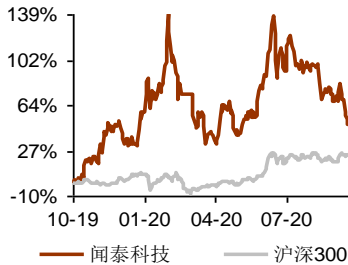
联系人：栾玉民

luanyumin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.45
总市值(亿元)	1252.41
一年最低/最高(元)	90.09/171.70
近3月换手率	66.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-16.27	-33.84	13.11
绝对	-13.92	-33.84	33.92

资料来源：Wind

相关研报

全球 ODM 龙头空间巨大，安世并表卡位功率半导体市场——闻泰科技(600745.SH)投资价值分析报告
.....2020-08-22

经营性业绩符合预期，功率龙头拟布局 12 英寸车规级晶圆厂——闻泰科技(600745.SH)2020 年三季度报点评
.....2020-11-1

业绩符合预期，安世收购顺利——闻泰科技(600745.SH)2020 年半年报点评
.....2020-08-31

要点

事件：

2021年2月7日，闻泰科技与欧菲光签署《收购意向协议》，拟以现金方式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，具体包括欧菲光持有的广州得尔塔的100%股权以及除得尔塔之外的相关经营性资产。

点评：

◆打通供应链上游，构建全产业链客户服务能力。

公司作为全球领先的ODM企业，本次收购将公司产品集成业务向上游电子元器件拓展，构建了全产业链客户服务能力。公司在全面统筹产品集成业务和安世半导体业务发展的基础上，进行产业垂直领域的布局和整合，公司能够更好的抓住5G、IoT、智能汽车领域需求快速增长的发展机遇，促进上市公司业绩长期可持续增长。

收购资产中广州得尔塔19年收入约51亿元，净利润约1.1亿元，净利率为2.16%；20年前三季度收入约34亿元，净利润约2.7亿元，净利率为7.94%，盈利能力大幅改善。本次交易为现金收购，收购价格=10*A+B，其中A为广州得尔塔2020年净利润，B为除得尔塔之外的相关经营性资产的专项评估价值。

◆新能源汽车高景气，安世步入快速增长通道。

安世半导体是闻泰科技于2020年收购的重要子公司。安世是全球领先的半导体标准器件供应商，专注于分立器件、逻辑器件及MOSFET器件的设计、生产、销售，产品广泛应用于汽车、工业与能源、移动及可穿戴设备、消费级计算机等领域。安世2019年约100亿元收入中约42%来自汽车领域，为国内最大的车规级功率半导体厂商。2019年安世收入约103亿元，净利润为12.6亿元。

2020年受疫情影响，我们预计安世半导体2020年实现收入约90亿元，净利润7亿元。但从2020年四季度开始，汽车芯片开始缺货，汽车芯片和功率半导体处于高景气度状态。短期来看，安世半导体业绩将在21年大幅改善，我们预计21Q1安世经营情况将大幅改善，2021年全年有望实现收入和利润的快速增长。长期来看，新能源汽车的快速发展与对功率半导体的大量需求，安世凭借积累多年的车规级功率器件的技术实力和工艺经验，将进入快速增长的新阶段。

◆控股股东体外建设 12 英寸晶圆制造中心，拟布局车规级功率功率半导体项目。

公司10月31日发布《关于控股股东拟先行投资建设12英寸功率半导体自动化晶圆制造中心项目暨控股股东补充承诺的公告》，控股股东拟在上海临港港区投资建设12英寸功率半导体自动化晶圆制造中心项目，该项目有利于在中国落地优质的车规级功率半导体晶圆制造项目，投资额为120亿元人民币，年产能预计为36万片。在项目建设完成的2年内，该项目最近一年12英寸晶圆片实际产量达到规划产量的60%时，预计该项目股权将转让给闻泰科技。

◆氮化镓器件持续升级，不断加码第三代半导体投入

安世作为老牌功率器件厂商，在第三代半导体材料上的研发布局已久，并于2019年发布氮化镓 FET，2020年6月发布650V硅基氮化镓，实现氮化镓器件的全面升级，包括‘H2氮化镓’技术使芯片尺寸缩小约24%，级联结构使得芯片驱动更为简单，CCPAK封装技术有效减少了寄生电感，使产品的开关损耗有效降低，抗电磁干扰能力得到有效增强。公司氮化镓产品性能不断升级，在第三代半导体快速发展中充分受益。

◆ODM行业高景气，寡头垄断下受益5G浪潮。

根据IHS数据，2016-2019年ODM手机全球出货量约4.18、4.50、4.30、4.10亿部，前三大厂商闻泰、华勤、龙旗合计份额占比从2016年的35.91%提升到2019年的65.27%，集中度提升显著。闻泰凭借在中低端手机方面强大的技术积累，不断绑定S客户、OPPO等大客户。随着5G手机换机潮的加速推进，中低端智能手机在全球下沉市场的渗透，公司将充分受益。

另外，在非手机领域的ODM业务上，如笔电ODM、平板电脑ODM、VR\AR ODM等，公司有望凭借原有的研发实力+生产制造+供应链管理+资本支持的完整能力闭环进一步导入终端大客户、扩大在非手机ODM业务领域的市场份额，受益5G物联网时代下的全品类智能硬件发展浪潮。

◆闻泰与安世合作逐渐加深，SIP封装为协同效应下又一战略制高点。

安世是全球领先的功率标准器件供应商，产品广泛应用于汽车、工业与能源、移动及可穿戴设备、消费级计算机等领域，其封装工艺位于全球领先地位。安世纳入闻泰体系后，安世积极布局SIP封装，未来或将应用在闻泰手机内部，包括5G手机射频、手机单元电路小型化、穿戴产品SIP和部分功率模块等，预计单机价值量约为10美金左右。闻泰科技SIP业务由公司主导设计解决方案，SIP业务的放量将进一步增厚公司未来ODM业务的盈利能力。

◆公司20年经营性业绩符合预期，全年实现高增长。

2021年1月30日，闻泰科技发布2020年业绩预增预告：公司2020年业绩预期为24-28亿元，同比增长91.45%-123.36%；20年扣非净利润为21-25亿元，同比增长89.93%-126.11%。

公司20年业绩实现高速增长主要系公司通讯业务进行国际化布局优化了客户结构，2020年国内国际一线品牌客户出货实现了强劲增长；另外受益于对全球消费品和汽车市场的持续渗透，功率半导体业务从2020年第三季度开始实现强劲增长；

公司20Q4净利润为1.41-5.41亿元，环比变化-74.7%~-3.06%，同比变化-80.49%~-25.17%。20Q4扣非净利润0.43-4.43亿元，环比变化-93.01%~-27.97%，同比变化-92.89%~-26.78%。公司20Q4业绩下滑主要因公司股权激励费用和电子元器件涨价等因素所致。

盈利预测、估值与评级：公司并购安世后卡位功率半导体市场，其最大下游领域为汽车领域，在新能源汽车快速发展的背景下，安世有望步入快速发展通道。公司作为 ODM 龙头企业，行业集中度不断提升的趋势下将充分受益 5G 浪潮，根据公司业绩预告内容，考虑非经营性项目的影响，我们下调公司 20 年归母净利润为 24.92 亿元（前值为 33.35 亿元）。考虑到股权激励等费用端的影响，我们下调 21-22 年归母净利润为 40.41、57.82 亿元（前值为 48.52、58.91 亿元），当前股价对应 PE 分别为 50x、31x、22x。在汽车功率半导体高景气下，安世半导体的业绩将迎来快速增长，同时考虑公司 ODM 业务逐步拓宽品类，向 ODM 平台型企业过渡，我们看好公司未来广阔发展前景，维持 ‘买入’ 评级。

风险提示：新能源汽车放量不及预期、ODM 需求不及预期；商誉减值风险。

表 1：闻泰科技盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	17,335.11	41,578.16	61,388.32	83,448.86	102,704.72
营业收入增长率	2.48%	139.85%	47.65%	35.94%	23.08%
净利润（百万元）	61.02	1,253.56	2,491.82	4,041.40	5,781.84
净利润增长率	-81.47%	1954.37%	98.78%	62.19%	43.07%
EPS（元）	0.10	1.12	2.00	3.25	4.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.70%	5.92%	7.24%	10.60%	13.32%
P/E	1,048	90	50	31	22
P/B	17.8	5.3	3.6	3.3	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-02-05

闻泰科技历史报告汇总

公司深度报告

- 1、《全球 ODM 龙头空间巨大，安世并表卡位功率半导体市场——闻泰科技（600745.SH）投资价值分析报告》2020-06-18

公司点评与跟踪

- 2、《经营性业绩符合预期，功率龙头拟布局 12 英寸车规级晶圆厂——闻泰科技（600745.SH）2020 年三季度报点评》2020-11-01
- 3、《业绩符合预期，安世收购顺利——闻泰科技（600745.SH）2020 年半年报点评》2020-08-31

行业深度报告

- 4、《“汽车+工业”重构供需格局，缺货涨价带来国产化发展良机——功率半导体行业专题报告》2018-07-31

行业点评与跟踪

- 5、《需求向好+供给受限，高景气驱动涨价潮——功率半导体行业报告之三》2020-12-14
- 6、《需求向好和供给受限，高景气驱动涨价潮——功率半导体行业跟踪报告之二》2020-12-02

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,335	41,578	61,388	83,449	102,705
营业成本	15,764	37,286	53,332	72,959	89,571
折旧和摊销	283	568	581	595	609
税金及附加	62	74	110	150	185
销售费用	151	484	1,228	1,669	2,054
管理费用	295	615	1,842	1,669	1,562
财务费用	212	556	542	378	353
研发费用	732	1,320	2,038	2,370	2,896
投资收益	-10	564	0	0	0
营业利润	69	1,537	2,724	4,379	6,238
利润总额	64	1,473	2,715	4,370	6,229
所得税	-8	94	173	278	397
净利润	72	1,379	2,542	4,091	5,832
少数股东损益	11	126	50	50	50
归属母公司净利润	61	1,254	2,492	4,041	5,782
EPS(按最新股本计, 元)	0.10	1.12	2.00	3.25	4.64

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,272	4,620	3,607	6,631	8,183
净利润	61	1,254	2,492	4,041	5,782
折旧摊销	283	568	581	595	609
净营运资金增加	-4,295	4,834	5,697	3,944	3,423
其他	7,223	-2,036	-5,164	-1,950	-1,631
投资活动产生现金流	-1,639	-12,304	1,587	-325	-300
净资本支出	-175	-921	245	-250	-250
长期投资变化	1,176	42	0	0	0
其他资产变化	-2,640	-11,426	1,342	-75	-50
融资活动现金流	-1,424	13,722	3,063	-119	-356
股本变化	0	487	121	0	0
债务净变化	1,086	13,909	-7,627	0	0
无息负债变化	4,876	16,589	8,980	13,192	11,453
净现金流	163	6,021	8,257	6,187	7,527

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	9.1%	10.3%	13.1%	12.6%	12.8%
EBITDA 率	3.6%	6.9%	5.2%	6.4%	7.0%
EBIT 率	1.7%	5.3%	4.3%	5.7%	6.4%
税前净利润率	0.4%	3.5%	4.4%	5.2%	6.1%
归母净利润率	0.4%	3.0%	4.1%	4.8%	5.6%
ROA	0.4%	2.1%	3.2%	4.2%	5.1%
ROE (摊薄)	1.7%	5.9%	7.2%	10.6%	13.3%
经营性 ROIC	8.0%	5.5%	5.8%	9.8%	12.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	78%	67%	57%	60%	61%
流动比率	0.90	0.99	1.32	1.33	1.38
速动比率	0.78	0.81	1.09	1.10	1.14
归母权益/有息债务	1.69	1.32	4.09	4.54	5.16
有形资产/有息债务	6.99	2.31	6.30	8.32	10.32

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	16,942	65,132	79,748	96,721	113,506
货币资金	1,903	7,714	15,971	22,158	29,685
交易性金融资产	0	1,499	10	10	10
应收帐款	4,832	14,022	20,700	28,139	34,632
应收票据	257	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	43	1,062	1,565	2,128	2,619
存货	1,625	5,678	8,122	11,112	13,642
其他流动资产	263	230	204	176	151
流动资产合计	11,824	30,823	46,879	64,118	81,210
其他权益工具	0	113	113	113	113
长期股权投资	1,176	42	42	42	42
固定资产	544	5,118	4,817	4,499	4,166
在建工程	33	487	470	458	448
无形资产	461	4,075	4,043	4,012	3,981
商誉	1,300	22,697	22,697	22,697	22,697
其他非流动资产	1,218	160	556	556	556
非流动资产合计	5,118	34,308	32,869	32,602	32,295
总负债	13,211	43,710	45,063	58,255	69,709
短期借款	2,000	2,778	0	0	0
应付账款	5,981	15,829	22,639	30,971	38,023
应付票据	2,107	5,864	8,533	11,674	14,331
预收账款	755	437	645	876	1,078
其他流动负债	0	-33	-33	-33	-33
流动负债合计	13,131	31,069	35,433	48,056	59,013
长期借款	0	11,306	8,306	8,306	8,306
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	638	1,149	1,719	2,215
非流动负债合计	80	12,641	9,630	10,199	10,696
股东权益	3,731	21,422	34,684	38,465	43,797
股本	637	1,124	1,245	1,245	1,245
公积金	2,427	18,410	29,427	29,659	29,659
未分配利润	527	1,684	3,758	7,257	12,539
归属母公司权益	3,595	21,189	34,402	38,133	43,414
少数股东权益	136	233	283	333	383

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.9%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	1.7%	1.5%	3.0%	2.0%	1.5%
财务费用率	1.2%	1.3%	0.9%	0.5%	0.3%
研发费用率	4.2%	3.2%	3.3%	2.8%	2.8%
所得税率	-13.3%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.15	0.25	0.40	0.57
每股经营现金流	5.13	4.11	2.90	5.32	6.57
每股净资产	5.64	18.85	27.62	30.62	34.86
每股销售收入	27.20	36.99	49.29	67.01	82.47

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	1048	90	50	31	22
PB	17.8	5.3	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	117	47	41	25	18
股息率	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%

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会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳