

半导体业务高景气，ODM 加大研发和制造能力



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- 闻泰在 2020 年实现营收 517 亿元，增长 24%，实现归母净利润 24.2 亿元，增长 93%，实现经营活动产生的现金流量净额 66.1 亿元，增长 43%。一季度的营收和归母净利润分别为 120 亿和 6.5 亿元，同比分别增长 6%和 3%。
- **安世卡位汽车半导体高增长赛道**：20 年营收 98.9 亿元（汽车营收占比保持在 45%），出货量高达 890 亿颗，毛利率受疫情影响小幅下降至 27.2%。受益于行业高景气，一季度营收 33.8 亿元，毛利率提升至 34.1%。安世销售给主要 Mass Market 经销商的价格自 2021 年以来实施了分批次涨价，第一季度涨价幅度超过 10%，预计 4-5 月价格仍处于上调趋势。硅基氮化镓功率器件 GaN FET 已通过车规认证测试并实现量产，碳化硅二极管产品已经出样。前端曼彻斯特晶圆工厂正增加 8 英寸产能，第一阶段计划于三季度完成。东莞、菲律宾和马来西亚的后端封测厂也在同步扩产和改造升级。安世在马来西亚槟城和上海新建两个全球研发中心，助力在模拟、功率半导体领域的创新。
- **ODM 业务健康发展**：2020 年研发投入约 21.5 亿元，公司在上海、西安、无锡、嘉兴、深圳等研发中心在持续招聘，增加研发设计力量。现有的嘉兴和无锡工厂正在扩产，昆明 5G 智能制造产业园即将进入建设收尾阶段。闻泰也持续增加部件的种类和产能，目前已有注塑、喷涂和 CNC 精密加工能力，能够提供塑料和金属中框、前壳、后盖、五金件等部件。公司计划在 2023 年将平板、笔电、IoT、智能硬件、汽车电子等非手机业务营收比重从目前的约 5%提升到 30%。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 3.09、3.99、4.82 元（原 21-22 年预测为 3.15、3.99 元，下调了移动终端业务收入预测），根据可比公司 21 年平均 44 倍 PE 估值水平，对应目标价为 135.83 元，维持给予买入评级。

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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	41,578	51,707	77,593	94,348	106,096
同比增长(%)	140%	24%	50%	22%	12%
营业利润(百万元)	1,537	2,678	4,178	5,401	6,530
同比增长(%)	2122%	74%	56%	29%	21%
归属母公司净利润(百万元)	1,254	2,415	3,844	4,967	6,004
同比增长(%)	1954%	93%	59%	29%	21%
每股收益(元)	1.01	1.94	3.09	3.99	4.82
毛利率(%)	10.3%	15.2%	13.9%	13.5%	13.6%
净利率(%)	3.0%	4.7%	5.0%	5.3%	5.7%
净资产收益率(%)	10.1%	9.6%	12.3%	13.9%	14.7%
市盈率	85	44	28	21	18
市净率	5.0	3.7	3.2	2.8	2.4

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 04 月 30 日)	85.3 元
目标价格	135.83 元
52 周最高价/最低价	167.75/81.76 元
总股本/流通 A 股(万股)	124,508/86,428
A 股市值(百万元)	106,205
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021 年 05 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-11.66	-14.21	-13.84	-19.98
相对表现	-10.44	-13.47	-13.26	-36.54
沪深 300	-1.22	-0.74	-0.58	16.56



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

收购全球领先资产，进军摄像头模组业务	2021-02-08
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

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。

投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 3.09、3.99、4.82 元（原 21-22 年预测为 3.15、3.99 元，下调了移动终端业务收入预测），根据可比公司 21 年平均 44 倍 PE 估值水平，对应目标价为 135.83 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2021/4/30	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
比亚迪	002594	158.57	1.48	1.85	2.58	107.15	85.77	61.51
亚光科技	300123	7.79	0.03	0.45	0.66	223.85	17.44	11.79
长电科技	600584	36.80	0.73	1.02	1.26	50.20	36.16	29.22
扬杰科技	300373	44.68	0.74	1.14	1.39	60.53	39.25	32.04
华润微	688396	63.50	0.72	1.13	1.33	87.63	56.15	47.81
	最大值					223.85	85.77	61.51
	最小值					50.20	17.44	11.79
	平均数					105.87	46.95	36.47
	调整后平均					85.10	43.85	36.36

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,714	5,751	12,806	18,858	26,645	营业收入	41,578	51,707	77,593	94,348	106,096
应收票据及应收账款	14,022	6,421	9,630	11,709	13,167	营业成本	37,286	43,843	66,781	81,642	91,642
预付账款	170	454	682	829	932	营业税金及附加	74	118	124	151	170
存货	5,678	6,134	9,349	10,613	10,997	营业费用	484	1,079	1,426	1,640	1,844
其他	3,239	6,168	5,591	5,737	5,840	管理费用及研发费用	1,935	3,509	4,810	5,320	5,865
流动资产合计	30,823	24,929	38,058	47,747	57,580	财务费用	556	852	484	244	95
长期股权投资	42	176	176	176	176	资产减值损失	352	174	150	150	150
固定资产	5,118	5,460	6,679	7,591	7,525	公允价值变动收益	20	158	0	0	0
在建工程	487	696	530	447	280	投资净收益	564	217	200	140	140
无形资产	4,075	3,918	3,913	3,909	3,904	其他	63	172	160	60	60
其他	24,585	24,711	23,435	23,287	23,281	营业利润	1,537	2,678	4,178	5,401	6,530
非流动资产合计	34,308	34,962	34,734	35,410	35,167	营业外收入	4	4	10	10	10
资产总计	65,132	59,891	72,793	83,157	92,747	营业外支出	67	30	2	2	2
短期借款	2,778	450	400	200	200	利润总额	1,473	2,652	4,186	5,409	6,538
应付票据及应付账款	21,693	17,484	26,632	32,559	36,547	所得税	94	192	303	392	473
其他	6,598	3,543	3,304	3,204	3,104	净利润	1,379	2,460	3,883	5,017	6,064
流动负债合计	31,069	21,478	30,336	35,963	39,851	少数股东损益	126	44	39	50	61
长期借款	11,306	7,805	7,805	7,805	7,805	归属于母公司净利润	1,254	2,415	3,844	4,967	6,004
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.01	1.94	3.09	3.99	4.82
其他	1,335	1,534	1,290	1,290	1,290	主要财务比率					
非流动负债合计	12,641	9,338	9,095	9,095	9,095		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	43,710	30,816	39,431	45,058	48,945	成长能力					
少数股东权益	233	15	54	104	165	营业收入	140%	24%	50%	22%	12%
股本	1,124	1,245	1,245	1,245	1,245	营业利润	2122%	74%	56%	29%	21%
资本公积	18,269	23,881	24,333	24,333	24,333	归属于母公司净利润	1954%	93%	59%	29%	21%
留存收益	1,826	4,072	7,729	12,417	18,059	获利能力					
其他	(29)	(139)	0	0	0	毛利率	10.3%	15.2%	13.9%	13.5%	13.6%
股东权益合计	21,422	29,075	33,362	38,099	43,802	净利率	3.0%	4.7%	5.0%	5.3%	5.7%
负债和股东权益总计	65,132	59,891	72,793	83,157	92,747	ROE	10.1%	9.6%	12.3%	13.9%	14.7%
现金流量表						ROIC	9.1%	8.7%	10.7%	11.7%	12.4%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	1,379	2,460	3,883	5,017	6,064	资产负债率	67.1%	51.5%	54.2%	54.2%	52.8%
折旧摊销	547	1,555	744	889	857	净负债率	38.8%	11.6%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	556	852	484	244	95	流动比率	0.99	1.16	1.25	1.33	1.44
投资损失	(564)	(217)	(200)	(140)	(140)	速动比率	0.80	0.86	0.93	1.02	1.15
营运资金变动	3,424	530	2,651	2,218	1,919	营运能力					
其它	(723)	1,435	926	72	22	应收账款周转率	4.4	5.1	9.7	8.8	8.5
经营活动现金流	4,620	6,614	8,487	8,300	8,817	存货周转率	9.7	7.0	8.2	7.7	8.0
资本支出	(9,136)	(1,514)	(1,365)	(1,565)	(613)	总资产周转率	1.0	0.8	1.2	1.2	1.2
长期投资	1,184	(134)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(4,353)	(1,566)	200	140	140	每股收益	1.01	1.94	3.09	3.99	4.82
投资活动现金流	(12,304)	(3,214)	(1,165)	(1,425)	(473)	每股经营现金流	4.11	5.31	6.82	6.67	7.08
债权融资	13,269	(4,425)	0	(100)	(100)	每股净资产	17.02	23.34	26.75	30.52	35.05
股权融资	16,374	5,733	452	0	0	估值比率					
其他	(15,920)	(3,309)	(720)	(724)	(457)	市盈率	85	44	28	21	18
筹资活动现金流	13,722	(2,001)	(268)	(824)	(557)	市净率	5.0	3.7	3.2	2.8	2.4
汇率变动影响	(17)	(178)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	40	21	20	16	14
现金净增加额	6,021	1,222	7,055	6,052	7,787	EV/EBIT	51	30	23	19	16

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