

半导体业务增长迅猛, 公司整体业绩拐点将至

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入 247.7 亿元, 同比增长 3.9%; 实现归母净利润 12.3 亿元, 同比下降 27.6%。
- **公司产品集成业务短期承压。** 2021H1: 1) 1) 从营收端来看, 公司营收实现同比增长 3.9%; 其中半导体业务实现营收 67.7 亿元, 同比增长 53.3%。2) 从利润结构来看, 公司归母净利润达到 11.8 亿元, 同比下降 18.0%; 其中半导体业务实现净利润 13.1 亿元, 同比大幅增长 234.5%。报告期内公司综合毛利率为 16.2%, 同比下降 1.1pp; 净利率为 2.9%, 同比下降 2.4pp。利润端承压的原因主要是公司产品集成业务板块上游原材料涨价, 同时公司加大了对该板块的研发投入力度。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为 1.5%, 同比下降 0.9pp; 管理费用率为 3.5%, 同比上升 1.4pp; 研发费用率为 4.6%, 同比上升 0.6pp。
- **全面布局汽车电子业务, 下游需求强劲拉动业绩增长。** 报告期内, 公司在智能座舱、智能网联和自动驾驶方面已经同多家主机厂、tier1、芯片供应商等生态链的上下游建立合作关系。目前公司首款智能座舱产品成功通过客户审核, 进入样机阶段。公司旗下的安世半导体与 Tier1 供应商、各大车厂保持着长期紧密的合作关系, 其大量车规级芯片和器件可以应用在公司车载产品上, 为公司汽车电子业务的开拓提供了坚实有力的保障。
- **收购欧菲光摄像模组资产, 布局光学领域业务。** 公司于 2021 年上半年实现对广州得尔塔的收购, 正式布局光学模组领域。得尔塔公司具备先进封测技术能力与部分封测设备研制能力, 具备服务国际一流手机品牌大客户的能力。本次收购一方面将优化公司客户结构, 另一方面也有助于进一步完善业务布局, 公司通过向产业链上下游的全面布局将带来管理、规模和客户协同等多维度上的优势, 综合竞争力将得以提升, 公司整体业绩有望迎拐点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年, 公司 EPS 分别为 2.64 元、3.80 元、5.19 元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到 38% 以上。预计 2022 年公司新产品将放量, 上游原材料涨价趋缓, 公司产品集成业务盈利能力有望修复, 我们给予公司 2022 年 40 倍 PE 估值, 对应目标价 151.81 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 收购整合进度不及预期风险; 中美科技贸易摩擦加剧风险。

指标/年度	2020	2021	2022	2023
营业收入(百万元)	51706.63	70395.70	87303.83	106781.10
增长率	24.36%	36.14%	24.02%	22.31%
归属母公司净利润(百万元)	2415.32	3288.31	4725.38	6456.55
增长率	92.68%	36.14%	43.70%	36.64%
每股收益 EPS(元)	1.94	2.64	3.80	5.19
净资产收益率 ROE	8.46%	10.44%	13.28%	15.71%
PE	61.52	45.19	31.45	23.02
PB	5.11	4.64	4.12	3.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	12.45
流通 A 股(亿股)	9.35
52 周内股价区间(元)	77.75-143.74
总市值(亿元)	1,486.00
总资产(亿元)	617.42
每股净资产(元)	24.44

相关研究

1 半导体业务加速整合，下游多维度延伸产品布局

闻泰科技早期主营业务为手机 IDH，通过单芯片双卡双待主板产品的研发实现打入长虹、海信、TCL 等国内手机厂商供应链，成为国内一线 IDH 场景。经过多年的发展，公司业务逐步壮大，目前主要业务涵盖半导体 IDM、通讯产品集成以及光学模组三大业务。通过多年的布局，公司业务不断向上游覆盖，形成了从半导体芯片设计、晶圆制造、封装测试到下游电子类产品一体化的产业链生态布局，目前下游客户包括华为、小米、中国移动、华硕、联想等众多大型厂商。

图 1：公司整体业务布局



资料来源：公司公告，西南证券整理

三阶段战略布局循序渐进，助力闻泰向产品公司积极转型。公司将未来战略发展分为三个阶段：

- 第一阶段积极拓展业务领域，实现产品下游多领域覆盖。公司在该阶段将立足消费领域，向工业、物联网、汽车电子等重点领域拓展，打好业务布局基础，在下游积累更广泛的客户资源。
- 第二阶段布局产业链，加速半导体行业一体化布局。通过收购、整合和研发突破等方式，公司将加快半导体产业链布局，积极推动产业链整合，最终形成自主可控的产业链体系。
- 第三阶段立足半导体，以自主创新产品构建核心竞争力。公司在第三阶段将加大研发投入力度，以创新型产品为支点建立核心竞争力，为下游提供独创式产品，实现从服务型公司向产品公司的战略转型。

深耕手机通讯领域业务，积极向上游半导体延伸。公司成立于 2006 年，凭借单芯片双卡双待主板迅速发展，凭借低价优势拿下多家国内大手机品牌厂商业务。2007 年公司与展讯开展合作，在 3G 迅速发展的背景下拿下中国移动的订单，为其设计基于 TD-SCDMA 的手机方案并引来高速发展。2008 年公司转型 ODM，通过与小米的业务合作迎来业绩爆发。而后在 2016 年，公司实现借壳上市。2018 年，公司开始着手收购安世半导体，引入格力等作为股东。2020 年公司通过重组完成对安世半导体的收购，合计持有安世半导体 100% 股份，实现半导体 IDM 与通讯产品集成的业务布局。

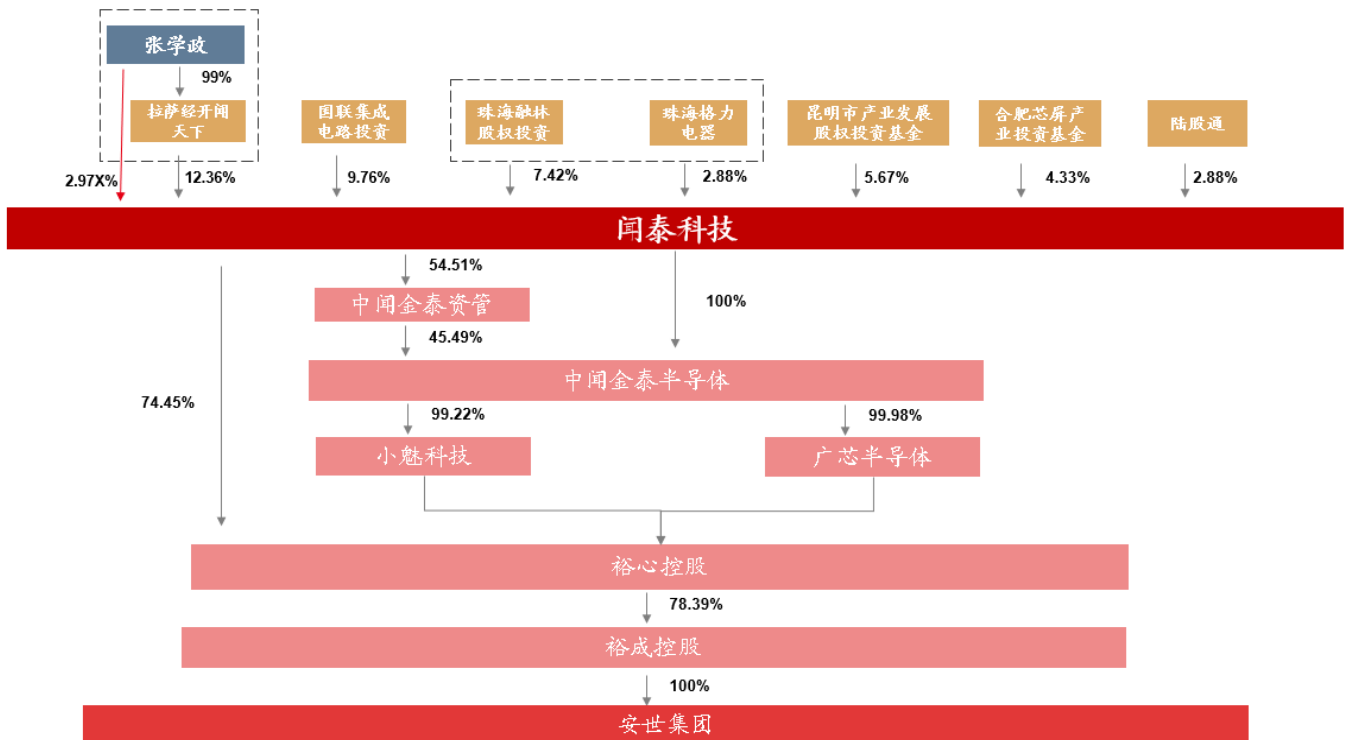
图 2：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

重组引入产业与政府资本，有助于开展多元化业务经营。公司目前的实际控制人为张学政，其直接及间接共计持有公司 15.33% 的股权。为收购安世集团，公司通过股权融资筹集所需资金，并且引入了昆明产投、云南省城投、国联集成电路、格力电器等政府及产业投资基金。其中，格力电器持股极其一一致行动人持股比例达到 10.30%，本次持股也将加强格力与闻泰在产业链上的合作关系，建立起更为安全稳定的半导体产品供应。通过收购，公司完成通过股权融资方式筹资的同时也与政府和产业资本建立起相对更为紧密的关系，这也将有助于公司通过大股东的客户资源实现更为广泛的下游客户覆盖，进而推动公司战略逐步发展。

图 3：公司股权结构



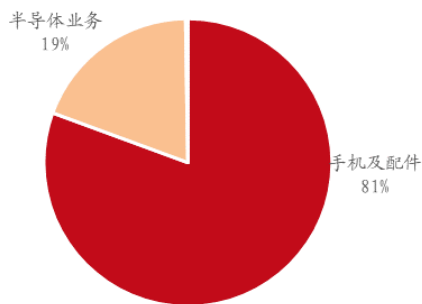
资料来源：公司公告，西南证券整理（截至2021年半年报）

公司的主营业务主要包括：手机及配件以及半导体产品。

从营收结构来看，2020 年，公司手机及配件业务继续贡献主要营收，实现收入 416.7 亿元，同比增长 4.7%，占营收比重达到 80.6%；半导体产品实现营收 98.9 亿元，占营收比重达到 19.1%，同比增长 533.8%，整体呈现爆发式增长态势。

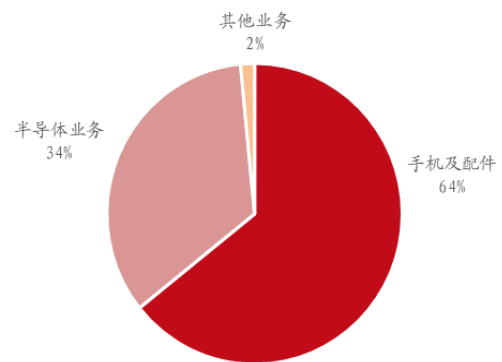
从毛利结构来看，2020 年，公司主要业务中手机及配件业务毛利率为 12.1%，该业务毛利达到 50.5 亿元占公司总毛利的 64.2%；半导体业务业务毛利率达到 27.2%，贡献当年毛利达 26.9 亿元，毛利占比达到 34.2%。随下游各行业半导体需求不断扩大，预计公司半导体业务毛利占比有望持续提升。

图 4：公司 2020 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2020 年主营业务毛利占比

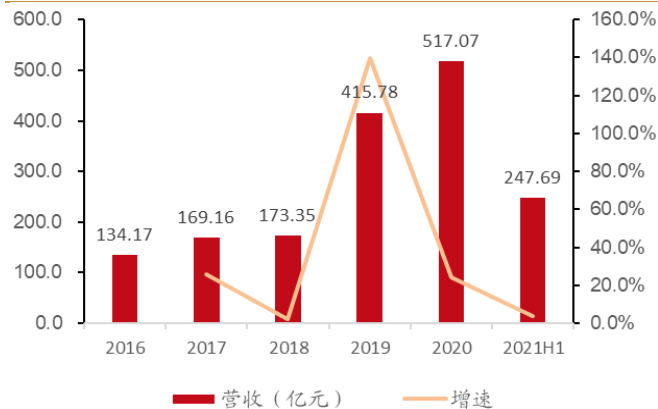


数据来源：Wind，西南证券整理

公司营收持续提升，半导体业务释放增长动能：2016-2020 年，公司营业收入由 134.2 亿元增长至 517.1 亿元，年复合增长率约为 40.1%，其中 2020 年营业收入实现同比增长 24.4%。同期间，公司归母净利润由 0.5 亿元大幅提升至 24.2 亿元。其中公司营收和归母净利润在 2019 年分别大幅上升 139.9%和 1954.4%，主要原因为公司通信业务受 5G 带动实现强劲增长，同时收购安世半导体导致的并表也在一定程度上推高了营收与利润。

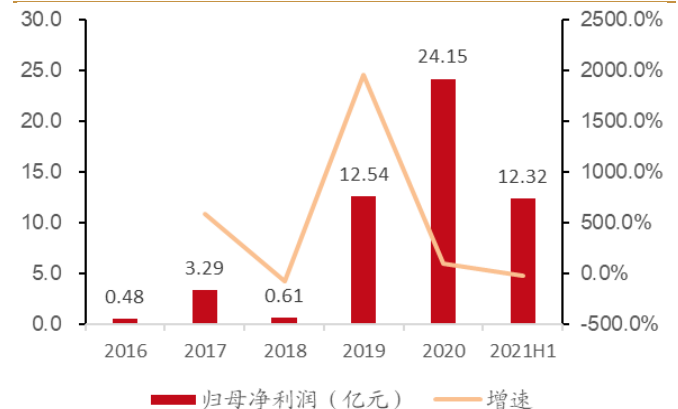
2021 年上半年，公司营业达到 247.7 亿元，同比增长 3.9%；归母净利润达到 12.3 亿元，同比下降 27.6%；扣非后归母净利润达到 11.8 亿元，同比下降 18.0%。

图 6：公司营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

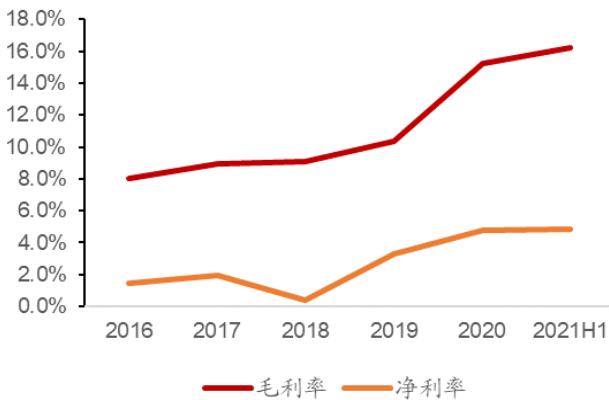
图 7：公司归母净利润及增速情况



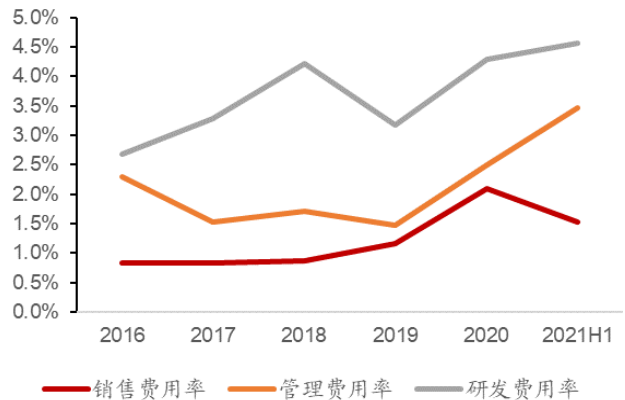
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收持续提升，半导体业务释放增长动能。1) 利润率方面：2020 年公司毛利率为 15.2%，受高毛利的半导体业务营收带动实现同比增加 4.9pp；公司净利率为 4.8%，上升 1.4pp。2021H1，公司毛利率为 16.2%，同比下降 1.1pp；净利率为 4.9%，同比下降 2.4pp。

2) 费用率方面：2020 年，公司销售费用率为 2.1%，同比上升 0.9pp；管理费用率为 6.8%，同比上升 2.1pp；研发费用率为 4.3%，同比上行 1.1pp。2020H1，公司销售费用率为 1.5%，同比下降 0.9pp；管理费用率为 3.5%，同比上升 1.4pp；研发费用率为 4.6%，同比上升 0.6pp。

图 8：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：公司费用率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司半导体业务整合推进过程顺利，并且产品结构丰度不断提升。在半导体行业整体景气度高企，行业供需失衡的影响下，我们认为公司半导体业务将持续保持高速增长，预计 2021-2023 年功率器件销量分别增长 30%、27%、25%，价格提升 10%后企稳，对应增速为 43%、40%、37%。考虑到公司收购布局后业务间协同效应将逐步加强，我们预计半导体业务毛利率将逐步提升，2021-2023 年毛利率将达到 30%、32%、33%。

假设 2：公司产品集成业务不断扩产产能，紧抓 5G、物联网、电动车等行业的发展机遇，同时充分发挥与半导体设计业务的协同效应，我们预计 2021-2023 年公司产品集成业务销量同比增长 35%、20%、18%，期间毛利率维持在 10%左右的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
产品集成业务	收入	416.7	562.5	675.0	796.5
	增速	4.7%	35.0%	20.0%	18.0%
	毛利率	12.1%	10.0%	10.0%	10.0%
半导体业务	收入	98.9	141.5	198.0	271.3
	增速	522.0%	43.0%	40.0%	37.0%
	毛利率	27.2%	30.0%	32.0%	33.0%
合计	收入	517.1	704.0	873.0	1067.8
	增速	24.4%	36.1%	24.0%	22.3%
	毛利率	15.2%	14.0%	15.0%	15.8%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了四家主流可比公司，分别是扬杰科技、捷捷微电、新洁能、华润微四家公司。2021年，四家公司 Wind 一致预期的平均 PE 为 46.65 倍，2022 年 Wind 一致预期的平均 PE 为 37.80 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司的 EPS 分别为 2.64 元、3.80 元、5.19 元，未来三年归母净利润的复合增长率将保持 38% 以上。考虑到公司旗下安世半导体是全球功率器件龙头厂商，预计 2022 年公司新产品将放量，上游原材料涨价趋缓，公司产品集成业务盈利能力有望修复，我们给予公司 2022 年 40 倍 PE，对应目标价 151.81 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300373.SZ	扬杰科技	47.85	0.80	1.33	1.65	2.05	55.44	36.02	28.94	23.36
300623.SZ	捷捷微电	31.23	0.58	0.66	0.84	1.03	75.34	47.02	37.22	30.21
605111.SH	新洁能	144.40	1.38	2.53	3.22	4.08	142.00	57.10	44.79	35.35
688396.SH	华润微	75.40	0.85	1.62	1.87	2.15	-	46.47	40.28	35.01
平均值							90.93	46.65	37.80	30.98

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.08.31 收盘）

3 风险提示

- 1) 收购整合进度不及预期风险；
- 2) 中美科技贸易摩擦加剧风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	51706.63	70395.70	87303.83	106781.10	净利润	2459.61	3348.60	4812.02	6574.93
营业成本	43842.80	60527.13	74216.79	89863.06	折旧与摊销	1629.03	1244.86	1867.95	2643.39
营业税金及附加	118.41	161.21	199.93	244.53	财务费用	852.34	216.62	379.51	396.38
销售费用	1078.69	1468.58	1821.31	2227.64	资产减值损失	-165.48	0.00	0.00	0.00
管理费用	1309.83	4575.72	5674.75	7154.33	经营营运资本变动	551.47	8104.80	1092.09	3090.25
财务费用	852.34	216.62	379.51	396.38	其他	1287.49	-144.82	-77.22	-105.02
资产减值损失	-165.48	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6614.46	12770.05	8074.35	12599.93
投资收益	217.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5143.16	-4400.00	-6340.00	-7710.00
公允价值变动损益	158.00	85.51	98.68	104.18	其他	1928.71	85.51	98.68	104.18
其他经营损益	0.00	100.00	100.00	100.00	投资活动现金流净额	-3214.45	-4314.49	-6241.32	-7605.82
营业利润	2678.18	3631.96	5210.22	7099.33	短期借款	-2328.13	-450.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-26.61	-38.94	-34.83	-36.20	长期借款	-3501.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	2651.58	3593.01	5175.39	7063.13	股权融资	6176.99	1.81	0.00	0.00
所得税	191.97	244.42	363.38	488.20	支付股利	-168.61	-483.06	-657.66	-945.08
净利润	2459.61	3348.60	4812.02	6574.93	其他	-2179.56	-952.69	-379.51	-396.38
少数股东损益	44.28	60.29	86.63	118.37	筹资活动现金流净额	-2000.57	-1883.94	-1037.17	-1341.45
归属母公司股东净利润	2415.32	3288.31	4725.38	6456.55	现金流量净额	1221.89	6571.62	795.86	3652.65
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5751.33	12322.95	13118.81	16771.46	成长能力				
应收和预付款项	7321.59	10272.76	12722.21	15485.11	销售收入增长率	24.36%	36.14%	24.02%	22.31%
存货	6133.87	8517.75	10729.29	12946.71	营业利润增长率	74.29%	35.61%	43.46%	36.26%
其他流动资产	5721.81	5035.75	5178.25	5408.09	净利润增长率	78.32%	36.14%	43.70%	36.64%
长期股权投资	176.31	176.31	176.31	176.31	EBITDA 增长率	88.04%	-1.28%	46.42%	35.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6156.06	6492.96	6916.76	7466.62	毛利率	15.21%	14.02%	14.99%	15.84%
无形资产和开发支出	27199.35	30047.83	34126.31	38673.29	三费率	6.27%	8.89%	9.02%	9.16%
其他非流动资产	1430.22	1399.98	1369.75	1339.52	净利率	4.76%	4.76%	5.51%	6.16%
资产总计	59890.55	74266.30	84337.69	98267.11	ROE	8.46%	10.44%	13.28%	15.71%
短期借款	450.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.11%	4.51%	5.71%	6.69%
应付和预收款项	18663.82	30430.90	35760.96	43622.94	ROIC	10.35%	11.76%	16.48%	19.35%
长期借款	7804.70	7804.70	7804.70	7804.70	EBITDA/销售收入	9.98%	7.24%	8.54%	9.50%
其他负债	3897.53	3949.97	4536.95	4974.53	营运能力				
负债合计	30816.05	42185.57	48102.61	56402.18	总资产周转率	0.83	1.05	1.10	1.17
股本	1244.94	1245.08	1245.08	1245.08	固定资产周转率	9.78	11.78	13.02	14.85
资本公积	24324.81	24326.48	24326.48	24326.48	应收账款周转率	5.06	9.29	8.92	8.87
留存收益	4072.43	6877.67	10945.39	16456.87	存货周转率	7.04	7.92	7.48	7.40
归属母公司股东权益	29059.60	32005.53	36073.25	41584.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.24%	—	—	—
少数股东权益	14.91	75.19	161.83	280.20	资本结构				
股东权益合计	29074.50	32080.73	36235.08	41864.93	资产负债率	51.45%	56.80%	57.04%	57.40%
负债和股东权益合计	59890.55	74266.30	84337.69	98267.11	带息债务/总负债	26.79%	18.50%	16.23%	13.84%
					流动比率	1.16	1.10	1.08	1.08
					速动比率	0.88	0.84	0.80	0.80
					股利支付率	6.98%	14.69%	13.92%	14.64%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	5159.55	5093.43	7457.69	10139.09	每股收益	1.94	2.64	3.80	5.19
PE	61.52	45.19	31.45	23.02	每股净资产	23.34	25.71	28.97	33.40
PB	5.11	4.64	4.12	3.57	每股经营现金	5.31	10.26	6.49	10.12
PS	2.87	2.11	1.70	1.39	每股股利	0.14	0.39	0.53	0.76
EV/EBITDA	28.40	27.22	18.48	13.23					
股息率	0.11%	0.33%	0.44%	0.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn