

## 盈利能力持续改善，向上拐点可期

事件：公司发布 21 三季报。

### 核心观点

- **单季利润恢复增长，毛利率持续改善。**公司 21 前三季度取得营收 386 亿元，yoy+1%；归母净利润 20.4 亿元，yoy-10%；扣非归母净利润 19.3 亿元，yoy-6%。公司单季度利润恢复增长，Q3 归母净利润 8.1 亿元，yoy+45%，QoQ+39%；Q3 扣非归母净利润 7.5 亿元，yoy+22%，QoQ+47%。公司毛利率持续改善，21 Q3 毛利率 17.1%，yoy+0.5pct，QoQ+0.3pct。此外，公司持续加大研发投入，前三季度研发费用 18.7 亿元，yoy+21%，其中半导体业务全年规划研发投入 9.4 亿元，承诺将提高研发支出至总销售额的 9% 左右。
- **产品矩阵拓宽&产能扩充双维成长，受益车规级功率半导体旺盛需求。**安世半导体业务受新能源汽车需求驱动，保持高景气。21H1 半导体业务收入 68 亿元，yoy+53%。公司不断扩充产品线，积极布局中高压 MOS、IGBT、模拟电路、GaN、SiC 等新品。产能方面，公司于 8 月完成 NWF 晶圆厂收购，增加 3 万片以上 8 英寸晶圆月产能（相当于当前总产能的 30-40%）。大股东的上海临港 12 英寸车规级晶圆厂有望于 22 年 7 月调试投产，年产能预计 40 万片（相当于当前总产能的 90%）。受益于自身丰富的工艺积淀和产能储备，安世产品用量和应用产值将在智能电动车时代显著抬升。
- **上游涨价影响趋缓，ODM 业务迎向上拐点。**面板、存储等重要零部件价格已平稳或下降，公司成本压力趋缓。北美运营商 5G 手机等项目推动公司从服务型模式向产品型模式转型，保持中长期盈利稳定。公司不断加码非手机类应用，5G PA、TWS、IoT 模块等多款 SiP 产品于 9 月成功下线，TWS SiP 耳机已成功进入试产阶段，推动产品集成业务从消费领域向工业、IoT、汽车电子等领域扩展，形成智能硬件产业生态平台。中国证券报报道，公司已通过苹果审厂认证，拿到明年新款 MacBook Air 独家组装订单。摄像头模组子公司得尔塔正紧张试产，预计近期复工复产。

### 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 2.48/3.50/4.73 元（原 21-23 年预测为 2.48/3.50/4.79 元，小幅下调 ODM 业务营收、销售费用率，上调其他收益），根据可比公司 21 年平均 55 倍 PE 估值水平，对应目标价为 136.46 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 行业需求不及预期风险、行业竞争加剧风险、订单不确定性风险。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	41,578	51,707	60,312	76,719	99,001
同比增长(%)	140%	24%	17%	27%	29%
营业利润(百万元)	1,537	2,678	3,356	4,731	6,411
同比增长(%)	2122%	74%	25%	41%	36%
归属母公司净利润(百万元)	1,254	2,415	3,089	4,352	5,895
同比增长(%)	1954%	93%	28%	41%	35%
每股收益(元)	1.01	1.94	2.48	3.50	4.73
毛利率(%)	10.3%	15.2%	15.2%	14.8%	14.3%
净利率(%)	3.0%	4.7%	5.1%	5.7%	6.0%
净资产收益率(%)	10.1%	9.6%	10.0%	12.6%	14.9%
市盈率	109	57	44	31	23
市净率	6.4	4.7	4.2	3.7	3.2

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。

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。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月29日)	109.76 元
目标价格	136.46 元
52周最高价/最低价	133.69/77.75 元
总股本/流通A股(万股)	124,506/93,546
A股市值(百万元)	136,658
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年10月30日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	12	17.19	0.4	9.28
相对表现	14.87	13.93	2.65	4.01
沪深300	-2.87	3.26	-2.25	5.27



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  
matiany@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518090001

### 证券分析师

唐权喜  
021-63325888\*6086  
tangquanxi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521070005

### 联系人

李庭旭  
litingxu@orientsec.com.cn

### 联系人

韩潇锐  
hanxiaorui@orientsec.com.cn

### 相关报告

多业务协同发展，构建半导体为核心的大生态： 2021-09-08  
产能持续扩充，ODM 业务有望回暖： 2021-08-29

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.48/3.50/4.73 元（原 21-23 年预测为 2.48/3.50/4.79 元），根据可比公司 21 年平均 55 倍 PE 估值水平，对应目标价为 136.46 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/10/29	每股收益(元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
捷捷微电	300623	30.77	0.38	0.70	0.91	79.96	44.13	33.69
扬杰科技	300373	50.97	0.74	1.43	1.78	69.05	35.73	28.71
比亚迪	002594	311.31	1.48	1.77	2.99	210.36	175.78	104.23
士兰微	600460	61.67	0.05	0.72	0.91	1292.87	85.78	67.57
华润微	688396	61.78	0.73	1.70	1.93	84.63	36.24	32.01
	最大值					1292.87	175.78	104.23
	最小值					69.05	35.73	28.71
	平均数					347.37	75.53	53.24
	调整后平均					124.98	55.39	44.42

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

## 风险提示

行业需求不及预期风险、行业竞争加剧风险、订单不确定性风险。

**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	14,983	18,715	25,832	营业收入	41,578	51,707	60,312	76,719	99,001
应收票据及应收账款	14,022	6,421	7,485	9,521	12,287	营业成本	37,286	43,843	51,118	65,368	84,864
预付账款	170	454	530	674	870	营业税金及附加	74	118	96	123	158
存货	5,678	6,134	7,157	8,498	10,184	营业费用	484	1,079	905	997	1,287
其他	3,239	6,168	5,441	5,584	5,778	管理费用及研发费用	1,935	3,509	4,463	5,063	5,940
<b>流动资产合计</b>	<b>30,823</b>	<b>24,929</b>	<b>35,596</b>	<b>42,991</b>	<b>54,950</b>	财务费用	556	852	654	608	490
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	8,950	10,905	12,091	公允价值变动收益	20	158	0	0	0
在建工程	487	696	1,409	1,766	1,945	投资净收益	564	217	200	200	200
无形资产	4,075	3,918	3,913	3,909	3,904	其他	63	172	231	122	100
其他	24,585	24,711	23,435	23,287	23,281	<b>营业利润</b>	<b>1,537</b>	<b>2,678</b>	<b>3,356</b>	<b>4,731</b>	<b>6,411</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>34,308</b>	<b>34,962</b>	<b>37,885</b>	<b>40,043</b>	<b>41,398</b>	营业外收入	4	4	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>65,132</b>	<b>59,891</b>	<b>73,480</b>	<b>83,034</b>	<b>96,347</b>	营业外支出	67	30	2	2	2
短期借款	2,778	450	400	200	200	<b>利润总额</b>	<b>1,473</b>	<b>2,652</b>	<b>3,364</b>	<b>4,739</b>	<b>6,419</b>
应付票据及应付账款	21,693	17,484	20,386	26,069	33,844	所得税	94	192	244	343	465
其他	6,598	3,543	3,304	3,204	3,104	<b>净利润</b>	<b>1,379</b>	<b>2,460</b>	<b>3,120</b>	<b>4,396</b>	<b>5,955</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>31,069</b>	<b>21,478</b>	<b>24,090</b>	<b>29,472</b>	<b>37,148</b>	少数股东损益	126	44	31	44	60
长期借款	11,306	7,805	7,805	7,805	7,805	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,254</b>	<b>2,415</b>	<b>3,089</b>	<b>4,352</b>	<b>5,895</b>
应付债券	0	0	7,696	7,696	7,696	每股收益(元)	1.01	1.94	2.48	3.50	4.73
其他	1,335	1,534	1,290	1,290	1,290						
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,641</b>	<b>9,338</b>	<b>16,791</b>	<b>16,791</b>	<b>16,791</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>43,710</b>	<b>30,816</b>	<b>40,881</b>	<b>46,264</b>	<b>53,939</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	233	15	46	90	150	<b>成长能力</b>					
股本	1,124	1,245	1,245	1,245	1,245	营业收入	140%	24%	17%	27%	29%
资本公积	18,269	23,881	24,333	24,333	24,333	营业利润	2122%	74%	25%	41%	36%
留存收益	1,826	4,072	6,975	11,102	16,680	归属于母公司净利润	1954%	93%	28%	41%	35%
其他	(29)	(139)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>21,422</b>	<b>29,075</b>	<b>32,599</b>	<b>36,771</b>	<b>42,408</b>	毛利率	10.3%	15.2%	15.2%	14.8%	14.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>65,132</b>	<b>59,891</b>	<b>73,480</b>	<b>83,034</b>	<b>96,347</b>	净利率	3.0%	4.7%	5.1%	5.7%	6.0%
						ROE	10.1%	9.6%	10.0%	12.6%	14.9%
						ROIC	9.1%	8.7%	8.5%	9.7%	11.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	67.1%	51.5%	55.6%	55.7%	56.0%
净利润	1,379	2,460	3,120	4,396	5,955	净负债率	38.8%	11.6%	5.5%	0.0%	0.0%
折旧摊销	547	1,555	853	1,165	1,269	流动比率	0.99	1.16	1.48	1.46	1.48
财务费用	556	852	654	608	490	速动比率	0.80	0.86	1.16	1.15	1.19
投资损失	(564)	(217)	(200)	(200)	(200)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	3,424	530	1,169	1,942	2,838	应收账款周转率	4.4	5.1	8.7	9.0	9.1
其它	(723)	1,435	801	76	96	存货周转率	9.7	7.0	7.3	7.9	8.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,620</b>	<b>6,614</b>	<b>6,397</b>	<b>7,988</b>	<b>10,447</b>	总资产周转率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1
资本支出	(9,136)	(1,514)	(4,623)	(3,323)	(2,623)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	1,184	(134)	0	0	0	每股收益	1.01	1.94	2.48	3.50	4.73
其他	(4,353)	(1,566)	200	200	200	每股经营现金流	4.11	5.31	5.14	6.42	8.39
<b>投资活动现金流</b>	<b>(12,304)</b>	<b>(3,214)</b>	<b>(4,423)</b>	<b>(3,123)</b>	<b>(2,423)</b>	每股净资产	17.02	23.34	26.15	29.46	33.94
债权融资	13,269	(4,425)	7,696	(100)	(100)	<b>估值比率</b>					
股权融资	16,374	5,733	452	0	0	市盈率	109	57	44	31	23
其他	(15,920)	(3,309)	(891)	(1,033)	(807)	市净率	6.4	4.7	4.2	3.7	3.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>13,722</b>	<b>(2,001)</b>	<b>7,258</b>	<b>(1,133)</b>	<b>(907)</b>	EV/EBITDA	52	27	28	21	17
汇率变动影响	(17)	(178)	-0	-0	-0	EV/EBIT	65	39	34	26	20
<b>现金净增加额</b>	<b>6,021</b>	<b>1,222</b>	<b>9,232</b>	<b>3,731</b>	<b>7,117</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)