

# 半导体业务稳健，产品集成业务承压

华泰研究

2022年10月29日 | 中国内地

季报点评

半导体

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

56.54

研究员 黄乐平, PhD  
SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com  
SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000

研究员 陈旭东  
SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com  
SFC No. BPH392 +(86) 21 2897 2228

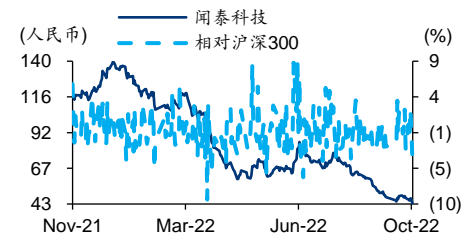
研究员 刘溢  
SAC No. S0570522070002 liuyi020747@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

联系人 廖健雄  
SAC No. S0570122020002 liaojianxiong@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(人民币)	56.54
收盘价(人民币 截至10月28日)	43.53
市值(人民币百万)	54,253
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,485
52周价格范围(人民币)	43.53-139.90
BVPS(人民币)	28.66

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 产品集成业务拖累 Q3 营收，半导体业务盈利能力强劲

闻泰科技发布 2022 年三季报: Q3 实现营收 135.89 亿元, 同比下降 2.1%, 环比持平, 主要由于产品集成业务受消费电子需求疲软影响; 但 Q3 扣非归母净利润 7.9 亿元, 同比增长 5.8%, 环比大幅增长 50.2%, 主要由于: 1) Q3 高毛利的半导体业务营收占比提升, 贡献 10.10 亿利润; 2) 产品集成业务亏损环比较为稳定; 3) 光学业务保持盈利。考虑到产品集成业务营收受需求低迷影响而将放缓, 且半导体板块产能释放慢于我们预期, 我们下调 22/23/24 年营收预测 18%/24%/25%至 556.05/647.26/725.66 亿元, 下调归母净利润预测 4%/37%/36%至 27.69/29.79/36.49 亿元, 对应 EPS 2.22/2.39/2.93 元, 基于 SOTP, 下调目标价至 56.54 元, 维持“买入”评级。其中, 半导体业务目标市值占比 83.7%。

## 半导体业务营收延续环比增长, 车规级领导地位助力 Q3 毛利率上涨至 44%

3Q22 公司半导体业务营收环比增长 8.3%至 42.89 亿元, 毛利率环比增长 3pct 至 44%, 带动净利润环比增长 16%至 10.1 亿元。欧洲当前能源价格高企, 我们认为安世毛利率水平表现强劲, 主要由于汽车、工业级产品占比持续提升, 同时公司 MOSFET、逻辑等车规级产品维持供不应求, 价格有所上涨。我们预计半导体业务 2023 年毛利率仍将维持较高水平。公司预计大股东临港晶圆厂项目将于 2023 年逐步投产, 同时计划扩产德国汉堡工厂产能, 未来产能瓶颈也有望打开。同时半导体业务后道产能较为紧张, 公司 10 月 25 日公告拟投资 30 亿元扩建东莞封测产能, 计划于 27 年底前完成。

## 产品集成业务受需求拖累及客户拓展前期投入而亏损, 光学业务表现平稳

3Q22 产品集成业务实现营收 86.91 亿元, 环比下降 4%, 但受益于客户结构优化, 毛利率环比提升 1.6pct 至 9.1%。但整体亏损略微环比扩大至 1.88 亿元。公司三季度末存货规模达 94.9 亿元, 环比增长 54%, 我们预计主要来自产品集成业务, 主要系智能手机、PC 等消费类需求疲软, 且特定客户和新产品拓展前期的备货所致。光学模组业务 3Q22 盈利 290 万元, 环比有所提升且延续单季度盈利。除特定客户外, 公司积极推动光学模组产品在车载和 ODM 手机等领域的应用, 未来有望逐步导入多元化客户。

## 维持“买入”评级, 目标价 56.54 元

考虑到产品集成业务受需求影响, 营收短期承压, 我们下调 22/23/24 年营收预测 18%/24%/25%至 556.05/647.26/725.66 亿元, 下调归母净利润预测 4%/37%/36%至 27.69/29.79/36.49 亿元, 对应 EPS 2.22/2.39/2.93 元, 基于 SOTP, 下调目标价至 56.54 元(前值: 93.00 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 行业景气度下行; 产品拓展不及预期; 下游需求不及预期的风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	51,707	52,729	55,605	64,726	72,566
+/-%	24.36	1.98	5.46	16.40	12.11
归属母公司净利润(人民币百万)	2,415	2,612	2,769	2,979	3,649
+/-%	92.68	8.12	6.04	7.58	22.48
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.94	2.10	2.22	2.39	2.93
ROE(%)	8.31	7.57	7.45	7.44	8.38
PE(倍)	22.46	20.77	19.59	18.21	14.87
PB(倍)	1.87	1.61	1.49	1.38	1.26
EV EBITDA(倍)	18.53	17.45	16.04	14.25	11.38

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：闻泰科技盈利预测及主要财务指标

人民币 (百万元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
	A	A	A	E	A	A	(华泰)	(华泰)	(华泰)	(旧)	(旧)	(旧)	变化	变化	变化
营业总收入	14,803	13,693	13,589	13,520	51,707	52,729	55,605	64,726	72,566	67,516	85,726	97,225	-18%	-24%	-25%
同比	23%	7%	-2%	-4%	24%	2%	5%	16%	12%						
营业成本	-12,176	-11,318	-10,839		-43,843	-44,200	-45,437	-53,967	-60,567						
毛利	2,627	2,375	2,750		7,864	8,528	10,168	10,759	11,999						
同比	41%	11%	16%		83%	8%	19%	6%	12%						
OPEX	-1,649	-1,552	-1,577		-5,440	-5,857	-6,333	-6,886	-7,446						
销售费用	-198	-217	-236		-1,079	-760	-834	-906	-1,016						
销售费用率	1%	2%	2%		2%	1%	-2%	-1%	-1%						
管理费用	-518	-523	-472		-1,288	-2,026	-2,002	-2,265	-2,467						
管理费用率	4%	4%	4%		3%	4%	-4%	-4%	-3%						
研发费用	-799	-804	-843		-2,221	-2,689	-3,225	-3,560	-3,919						
研发费用率	5%	6%	6%		4%	5%	6%	6%	5%						
财务费用	-134	-7	-25		-852	-382	-272	-155	-44						
财务费用率	1%	0%	0%		2%	1%	0%	0%	0%						
资产减值损失	-69	-73	-84		-165	-132	-266	-226	-261						
投资收益	4	38	5		217	67	67	67	67						
营业利润	697	916	973		2,678	2,948	3,327	3,570	4,409						
同比	-10%	35%	16%		74%	10%	13%	7%	23%						
其他收入/支出	1	-1	-2		-27	24	4	13	-19						
税前利润	698	916	971		2,652	2,972	3,331	3,584	4,389						
同比	-9%	35%	16%		80%	12%	12%	8%	22%						
所得税	-207	-236	-208		-192	-460	-666	-717	-878						
少数股东损益	12	-1	-1		-44	99	105	113	138						
归属股东利润	503	679	762	826	2,415	2,612	2,769	2,979	3,649	2,896	4,724	5,678	-4%	-37%	-36%
同比	-23%	17%	-6%		93%	8%	6%	8%	22%						
稀释每股收益(元)	0.40	0.54	0.61		1.94	2.10	2.22	2.39	2.93						
同比	-24%	18%	-7%		74%	8%	6%	8%	22%						
<b>比例分析</b>															
毛利率	17.7%	17.3%	20.2%		15.2%	16.2%	18.3%	16.6%	16.5%	0.17	0.17	0.17	+1.7cpt	-0.6pct	-0.7pct
费用率	11.1%	11.3%	11.6%		10.5%	11.1%	11.4%	10.6%	10.3%						
营业利润率	4.7%	6.7%	7.2%		5.2%	5.6%	6.0%	5.6%	6.1%						
净利率	3.4%	5.0%	5.6%		4.8%	4.8%	4.8%	4.4%	4.8%						

注：由于消费类需求拖累产品集成业务营收，且半导体业务产能释放慢于我们预期，我们下调22/23/24年营收预测18%/24%/25%至556.05/647.26/725.66亿元。考虑到公司半导体业务毛利率高于我们此前预期，且22年营收占比持续提升，我们上调22年综合毛利率预测1.7pct至18.3%。但由于预期功率半导体整体缺货将于2023年逐步缓解且公司封测代工营收占比提升，我们下调23/24年毛利率预测0.6pct/0.7pct至16.6%/16.5%。因此，我们下调22/23/24年归母净利润预测4%/37%/36%至27.69/29.79/36.49亿元。

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表2：营业收入及毛利率预测（按业务拆分）及盈利预测调整明细

	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
	A	A	E	E	E	(旧)	(旧)	(旧)	变化	变化	变化
<b>营业收入 (百万元)</b>											
产品集成业务	41,667	38,685	35,973	42,342	45,211	48,238	57,882	63,381	-25.4%	-26.8%	-28.7%
半导体业务	9,892	13,803	16,391	18,333	22,493	16,038	23,793	28,982	2.2%	-22.9%	-22.4%
光学模组业务	-	220	3,241	4,051	4,861	3,241	4,051	4,861	0.0%	0.0%	0.0%
<b>合计</b>	<b>51,707</b>	<b>52,729</b>	<b>55,605</b>	<b>64,726</b>	<b>72,566</b>	<b>67,516</b>	<b>85,726</b>	<b>97,225</b>	<b>-17.6%</b>	<b>-24.5%</b>	<b>-25.4%</b>
<b>收入占比</b>											
产品集成业务	80.6%	73.4%	64.7%	65.4%	62.3%						
半导体业务	19.1%	26.2%	29.5%	28.3%	31.0%						
光学模组业务	-	0.4%	5.8%	6.3%	6.7%						
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>						
<b>同比增速</b>											
产品集成业务	4.7%	-7.2%	-7.0%	17.7%	6.8%						
半导体业务	522.0%	39.5%	18.8%	11.8%	22.7%						
光学模组业务	-	-	1373.2%	25.0%	20.0%						
<b>合计</b>	<b>24.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>16.4%</b>	<b>12.1%</b>						
<b>毛利率</b>											
产品集成业务	12.1%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%	8.5%	8.5%	8.5%	-0.5pct	-0.5pct	-0.5pct
半导体业务	27.2%	37.2%	42.5%	38.0%	35.1%	41.5%	39.0%	36.9%	+1.0pct	-1.0pct	-1.8pct
光学模组业务	-	12.2%	10.0%	10.0%	10.0%	13.0%	13.0%	13.0%	-3.0pct	-3.0pct	-3.0pct
<b>合计</b>	<b>15.2%</b>	<b>16.2%</b>	<b>18.3%</b>	<b>16.6%</b>	<b>16.5%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.2%</b>	<b>17.2%</b>	<b>+1.7cpt</b>	<b>-0.6pct</b>	<b>-0.7pct</b>

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表3: 华泰预测 vs Wind 一致预测

(百万元)	2022E			2023E		
	华泰预测	Wind 一致预期	差异	华泰预测	Wind 一致预期	差异
营业收入	55,605	67,799	-18.0%	64,726	88,036	-26.5%
营业利润	3,349	4,071	-17.7%	3,604	5,754	-37.4%
归母净利润	2,769	3,480	-20.4%	2,979	4,928	-39.5%
EPS (元)	2.22	2.79	-20.4%	2.39	3.95	-39.5%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

我们预计公司半导体业务 22/23/24 年总产能将由 2021 年的 11.8 万片/月分别同比增长 9%/17%/24%至 12.9 万片/月、15.0 万片/月、18.6 万片/月, 公司大股东临港 12 寸厂投产进展慢于我们此前预期。我们预计 22/23/24 年营收同比增长 15%/12%/23%至 163.91/183.33/224.93 亿元。我们预计 2023 年功率器件供给紧张程度将逐步缓解, 且公司封测代工业务营收占比增加, 我们预计公司 22/23/24 年毛利率为 42.5%/38.0%/35.1%, 净利率为 22.5%/20.2%/18.5%。

图表4: 半导体业务拆分及财务预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营收</b>	<b>10,197</b>	<b>9,953</b>	<b>14,221</b>	<b>16,391</b>	<b>18,333</b>	<b>22,493</b>
YoY	-4.4%	-2.4%	42.9%	15.3%	11.8%	22.7%
分立器件	3,945	3,473	5,050	5,179	5,170	6,191
ESD	1,467	1,547	1,859	1,906	1,879	2,182
MOSFET	3,129	3,028	4,527	5,544	4,649	5,000
IGBT/SiC/GaN 等	1	2	7	15	200	400
逻辑/模拟器件	1,655	1,903	2,577	2,870	3,241	4,213
封测代工及其他	0	0	200	877	3,194	4,507
<b>产能 (kwpm, 等效 8 寸)</b>	<b>93</b>	<b>102</b>	<b>118</b>	<b>129</b>	<b>150</b>	<b>186</b>
YoY	10%	10%	15%	9%	17%	24%
主要自有产能	71	79	93	103	123	158
汉堡	42	47	56	60	62	64
曼彻斯特	29	32	34	38	38	38
Newport			3	5		
临港 (大股东)					23	56
外协	21	24	24	25	27	28
<b>毛利率</b>			<b>37.2%</b>	<b>42.5%</b>	<b>38.0%</b>	<b>35.1%</b>
毛利润			5,285	6,966	6,967	7,896
YoY				31.8%	0.0%	13.3%
<b>净利率</b>			<b>19.1%</b>	<b>22.5%</b>	<b>20.2%</b>	<b>18.5%</b>
净利润			2,712	3,688	3,703	4,161
YoY				36.0%	0.4%	12.4%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 估值分析

我们采用 SOTP 估值法对闻泰科技进行估值，半导体业务已具备稳定盈利能力，我们采用 PE 估值法，我们给予半导体业务 20.0x 的 22 年目标 PE；而产品集成与光学模组业务尚不具备稳定盈利能力，我们采用 PB 估值法，分别给予 0.8/0.6x 的 2022 年目标 PB，对应总市值 704.73 亿元，目标价 56.54 元。

**半导体业务（目标市值 590.08 亿元，占比 83.73%）：**由于闻泰处于 A 股市场，参考国内可比公司 2022 年 25.9x 的平均 PE，给予半导体业务 20.0x 22 年 PE 估值。折价基于：1) 由于 Newport 厂产能的不确定性，且临港厂爬坡尚需时日，我们认为公司 2023 年产能增长慢于此前我们预期；2) 我们预计 2023-2024 年半导体业务净利润增速将减缓。

**产品集成业务（目标市值 63.34 亿元，占比 8.99%）：**公司产品集成业务由手机向非手机品类拓展，但目前相对于可比公司盈利能力较弱且波动较大，同时考虑到新业务拓展存在不确定性，基于审慎原则给予 0.8x 22 年目标 PB，较行业平均的 2.0x 折价。

**光学模组业务（目标市值 51.30 亿元，占比 7.28%）：**考虑到广州得尔塔前摄产品尚处于产能爬坡阶段，且珠海基地投产尚需时日，参考可比公司 22 年 1.2x 的平均 PB，给予一定折价的 0.6x 22 年目标 PB。

图表5：闻泰分部估值表

(百万元)	营收 (2022E)	净利润 (2022E)	净资产 (2022E)	估值法	目标估值	目标市值	目标市值占比
半导体业务	16,391	2,950	20,000	PE	20.0x PE	59,008	83.73%
产品集成业务	35,973	-188	7,918	PB	0.8x PB	6,334	8.99%
光学模组业务	3,241	6	8,550	PB	0.6x PB	5,130	7.28%
<b>合计</b>	<b>55,605</b>	<b>2,769</b>	<b>36,468</b>			<b>70,473</b>	

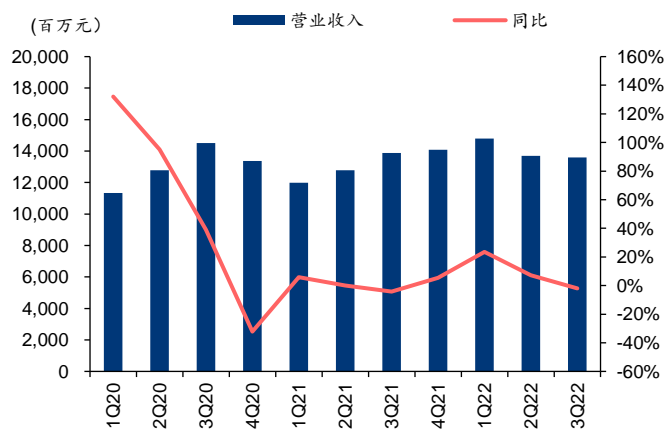
注：按照公司披露口径，2022Q1-Q3 半导体业务净利率为 22.7%，但由于半导体业务与 ODM 业务内部抵消问题，我们给予 22 年 18% 的净利率预测  
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表6：可比公司估值表（截至 10 月 28 日收盘）

代码	公司	交易货币	收盘价 (交易货币)	总市值 (人民币百万元)	PE (倍)		PB (倍)		PS (倍)		ROE (%)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
<b>半导体业务</b>												
600460 CH	士兰微	CNY	30.91	43,771	30.56	23.67	5.64	4.61	4.40	3.38	18.57	19.83
688396 CH	华润微	CNY	49.20	64,949	24.85	22.10	3.22	2.83	6.06	5.08	13.36	13.10
300373 CH	扬杰科技	CNY	49.32	25,272	22.15	17.47	4.07	3.34	4.13	3.19	18.54	19.39
300623 CH	捷捷微电	CNY	18.18	13,392	25.93	18.25	3.87	3.31	6.08	4.40	14.82	17.69
<b>国内平均</b>					25.87	20.37	4.20	3.52	5.17	4.01	16.32	17.50
DIOD US	Diodes	USD	69.68	22,681	13.80	12.35	2.46	2.01	1.76	1.63	17.86	16.30
ON US	On Semi	USD	64.85	201,079	23.16	20.02	6.58	5.29	4.21	3.95	26.40	27.65
6963 JP	ROHM	JPY	10270.00	51,955	20.01	17.96	1.26	1.22	1.73	1.62	6.40	6.79
IFX GR	Infineon	EUR	25.11	236,568	16.09	14.43	2.67	2.42	2.57	2.39	17.13	15.57
<b>国外平均</b>					18.26	16.19	3.24	2.74	2.57	2.40	16.95	16.58
<b>产品集成业务</b>												
002402 CH	和而泰	CNY	14.55	13,304	19.84	14.59	3.15	2.63	1.80	1.40	16.18	18.29
002139 CH	拓邦股份	CNY	11.12	14,134	23.51	16.30	2.51	2.20	1.49	1.17	10.82	13.69
000977 CH	浪潮信息	CNY	21.31	31,192	12.62	10.24	1.69	2.08	0.41	0.35	14.59	15.42
002475 CH	立讯精密	CNY	26.63	189,037	18.91	14.43	1.41	1.85	0.92	0.74	22.28	22.88
002241 CH	歌尔股份	CNY	21.85	74,736	14.37	11.37	1.52	1.92	0.75	0.61	16.22	17.13
285 HK	比亚迪电子	HKD	20.10	45,289	9.95	7.94	1.76	1.59	0.46	0.39	7.56	10.45
<b>平均</b>					16.53	12.48	2.00	2.05	0.97	0.78	14.61	16.31
<b>光学模组业务</b>												
2382 HK	舜宇光学科技	HKD	67.55	74,092	12.65	10.34	0.41	0.37	2.21	1.90	13.85	16.85
002273 CH	水晶光电	CNY	12.01	16,701	29.18	23.37	2.13	2.00	3.47	2.79	6.82	8.83
002456 CH	欧菲光	CNY	5.19	16,908	-18.40	52.85	1.54	1.57	0.96	0.84	-8.37	2.98
2018 HK	瑞声科技	HKD	12.80	15,421	18.16	13.91	0.67	0.64	0.79	0.72	3.81	4.76
<b>平均</b>					10.40	25.12	1.19	1.14	1.86	1.56	4.03	8.35

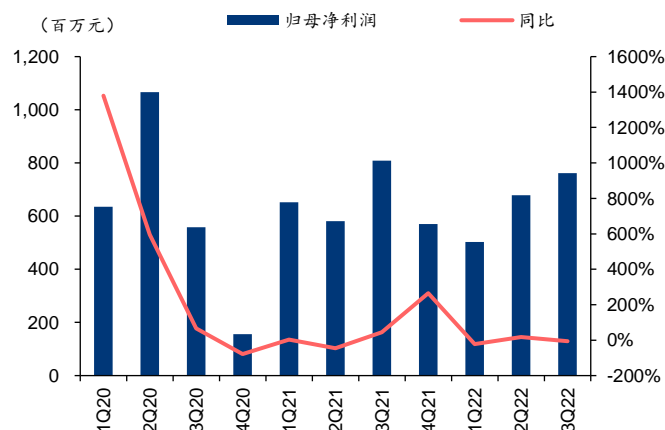
注：预测数据来自 Wind 一致预期  
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表7：闻泰科技季度营收及同比增速



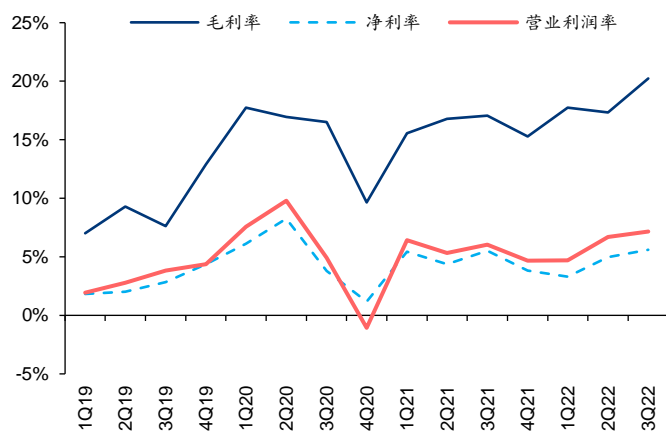
资料来源：Wind, 华泰研究

图表8：闻泰科技季度归母净利润及同比增速



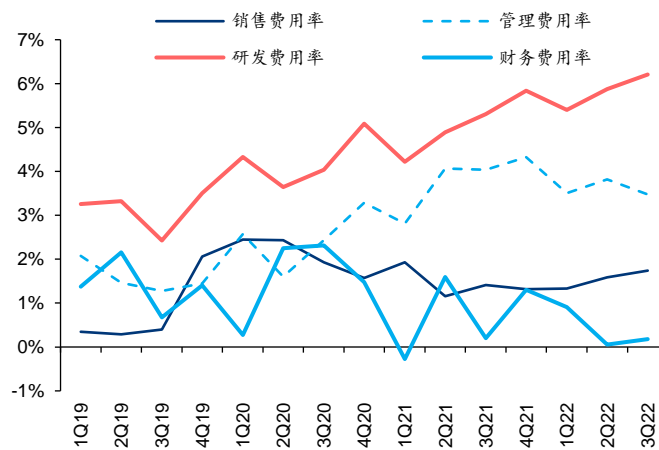
资料来源：Wind, 华泰研究

图表9：闻泰科技季度毛利率、净利率及营业利润率



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：闻泰科技季度费用率



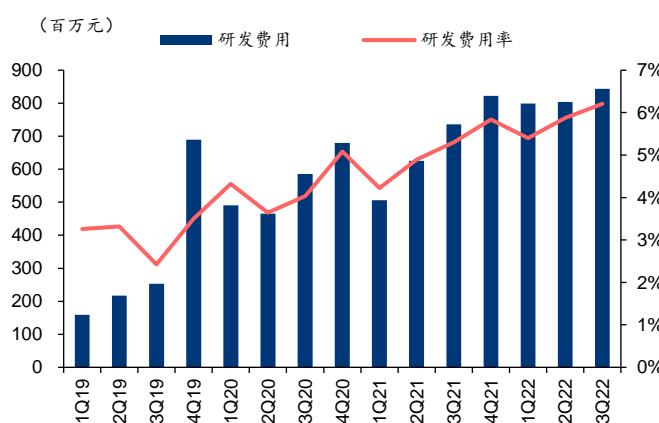
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：闻泰科技季度存货及存货周转天数



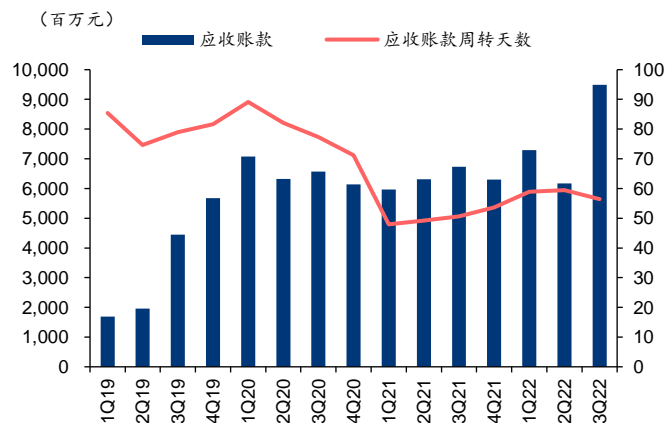
资料来源：Wind，华泰研究

图表12：闻泰科技季度研发费用及研发费用率



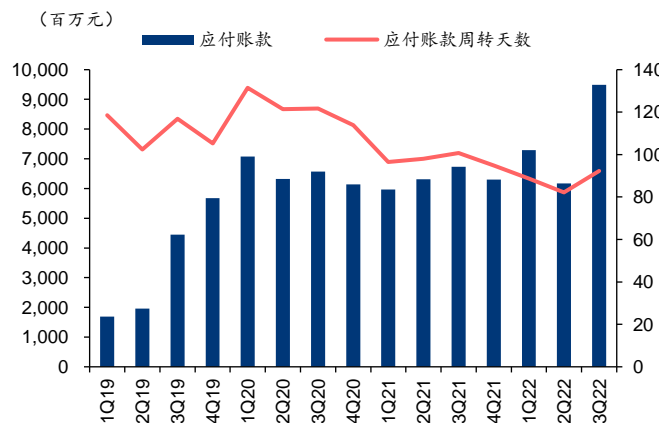
资料来源：Wind，华泰研究

图表13：闻泰科技季度应收账款与应收账款周转天数



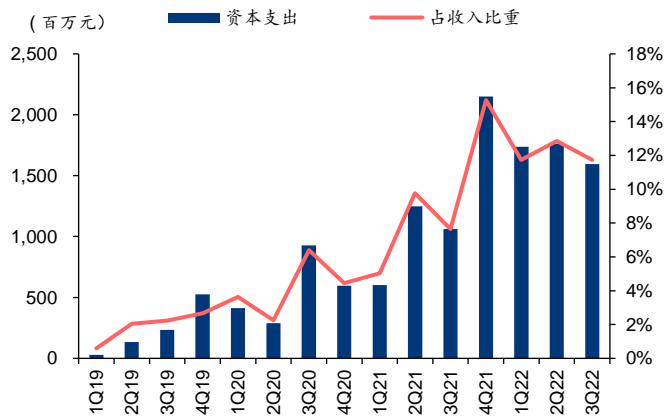
资料来源：Wind，华泰研究

图表14：闻泰科技季度应付账款与应付账款周转天数



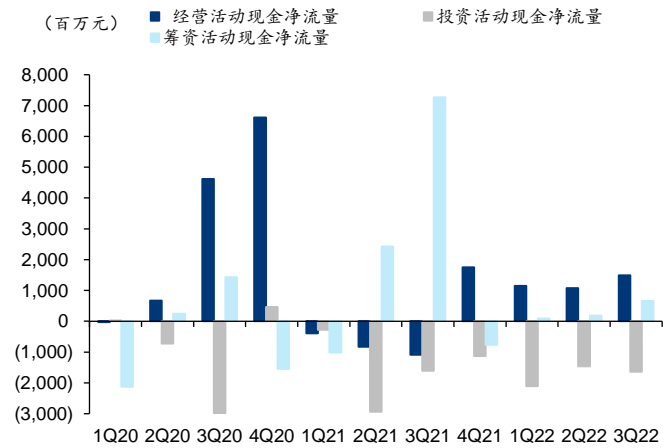
资料来源：Wind，华泰研究

图表15: 闻泰科技季度资本支出及占营收比重



资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 闻泰科技季度现金流情况



资料来源: Wind, 华泰研究

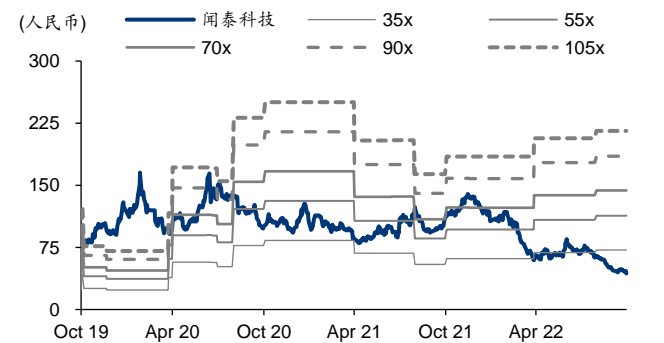
### 风险提示

**行业景气度下行风险。**闻泰子公司安世集团主要产品为二极管、晶闸管、MOSFET、逻辑器件等。若功率半导体及整个半导体行业景气度下行, 存在公司销售额减少的风险。

**产品品类拓展进程不及预期的风险。**公司半导体业务正向 IGBT、模拟、化合物半导体等品类扩张, ODM 业务逐步由手机向非手机品类拓展。进入新品类市场将面临原有参与者的竞争, 该类竞争者已扎根行业多年, 公司面临市场竞争及业务拓展不及预期的风险。

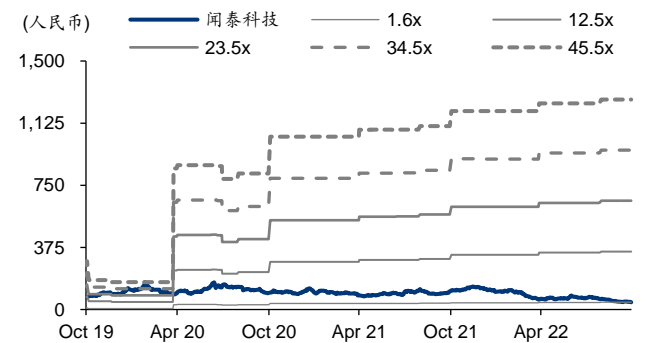
**下游需求不及预期的风险。**公司下游领域包括汽车、消费电子、工业等领域, 若出现新能源汽车渗透率、5G 渗透率不及预期等情况, 存在公司未来营收和利润增长不及预期的风险。

图表17: 闻泰科技 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表18: 闻泰科技 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	24,929	30,446	34,579	41,222	44,082
现金	5,751	10,505	15,101	15,214	19,459
应收账款	6,417	9,298	7,274	12,016	9,611
其他应收账款	450.82	335.56	493.73	471.58	610.66
预付账款	454.26	284.19	494.55	411.91	604.35
存货	6,134	6,299	6,482	8,698	8,338
其他流动资产	5,721	3,724	4,733	4,411	5,459
<b>非流动资产</b>	34,962	42,130	41,745	42,310	42,489
长期投资	176.31	116.98	101.85	86.72	71.59
固定投资	5,460	8,138	8,257	9,196	9,740
无形资产	3,918	4,527	4,418	4,223	3,943
其他非流动资产	25,407	29,348	28,968	28,804	28,735
<b>资产总计</b>	59,891	72,576	76,324	83,532	86,572
<b>流动负债</b>	21,478	23,727	25,686	30,813	31,173
短期借款	450.00	3,537	3,537	3,537	3,537
应付账款	11,900	11,389	12,552	15,883	16,030
其他流动负债	9,128	8,802	9,598	11,393	11,607
<b>非流动负债</b>	9,338	14,332	13,457	12,671	11,840
长期借款	7,805	4,218	3,343	2,557	1,726
其他非流动负债	1,534	10,114	10,114	10,114	10,114
<b>负债合计</b>	30,816	38,060	39,143	43,484	43,013
少数股东权益	14.91	817.30	712.71	600.19	462.38
股本	1,245	1,246	1,246	1,246	1,246
资本公积	24,325	24,924	24,924	24,924	24,924
留存公积	4,072	6,416	9,081	11,948	15,459
归属母公司股东权益	29,060	33,699	36,468	39,447	43,097
<b>负债和股东权益</b>	59,891	72,576	76,324	83,532	86,572

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	6,614	1,749	8,138	4,462	8,517
净利润	2,460	2,513	2,665	2,867	3,511
折旧摊销	1,629	1,960	2,181	2,626	2,962
财务费用	852.34	381.76	271.86	154.98	43.77
投资损失	(217.25)	(67.16)	(67.16)	(67.16)	(67.16)
营运资金变动	1,247	(3,940)	2,691	(1,114)	2,074
其他经营现金	643.90	901.03	397.06	(5.05)	(7.23)
<b>投资活动现金</b>	(3,214)	(5,945)	(2,399)	(3,421)	(3,401)
资本支出	(2,222)	(5,092)	(1,348)	(2,512)	(2,231)
长期投资	251.15	352.18	15.13	15.13	15.13
其他投资现金	(1,243)	(1,205)	(1,066)	(923.93)	(1,185)
<b>筹资活动现金</b>	(2,001)	7,910	(1,143)	(927.93)	(870.95)
短期借款	(2,328)	3,087	0.00	0.00	0.00
长期借款	(3,501)	(3,586)	(875.71)	(785.50)	(831.39)
普通股增加	120.90	1.27	0.13	0.00	0.00
资本公积增加	6,056	599.33	(0.13)	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,348)	7,809	(267.30)	(142.43)	(39.56)
现金净增加额	1,222	3,591	4,596	113.16	4,245

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	51,707	52,729	55,605	64,726	72,566
营业成本	43,843	44,200	45,437	53,967	60,567
营业税金及附加	118.41	116.72	123.08	143.27	160.63
营业费用	1,079	759.71	834.08	906.16	1,016
管理费用	1,288	2,026	2,002	2,265	2,467
财务费用	852.34	381.76	271.86	154.98	43.77
资产减值损失	(165.48)	(131.86)	(266.03)	(226.22)	(260.75)
公允价值变动收益	158.00	71.83	(400.00)	0.00	0.00
投资净收益	217.25	67.16	67.16	67.16	67.16
<b>营业利润</b>	2,678	2,948	3,327	3,570	4,409
营业外收入	3.85	32.86	33.08	47.19	6.06
营业外支出	30.45	8.54	28.96	33.85	25.45
<b>利润总额</b>	2,652	2,972	3,331	3,584	4,389
所得税	191.97	459.51	666.19	716.71	877.82
<b>净利润</b>	2,460	2,513	2,665	2,867	3,511
少数股东损益	44.28	(98.63)	(104.59)	(112.52)	(137.81)
归属母公司净利润	2,415	2,612	2,769	2,979	3,649
EBITDA	4,843	5,394	5,506	6,106	7,155
EPS (人民币, 基本)	2.06	2.11	2.22	2.39	2.93

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.36	1.98	5.46	16.40	12.11
营业利润	74.29	10.08	12.85	7.32	23.48
归属母公司净利润	92.68	8.12	6.04	7.58	22.48
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	15.21	16.17	18.29	16.62	16.53
净利率	4.76	4.77	4.79	4.43	4.84
ROE	8.31	7.57	7.45	7.44	8.38
ROIC	10.59	8.10	8.09	8.03	10.18
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	51.45	52.44	51.29	52.06	49.68
净负债比率 (%)	15.02	18.37	2.35	(0.03)	(11.67)
流动比率	1.16	1.28	1.35	1.34	1.41
速动比率	0.83	0.96	1.04	1.01	1.10
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.83	0.80	0.75	0.81	0.85
应收账款周转率	5.06	6.71	6.71	6.71	6.71
应付账款周转率	3.16	3.80	3.80	3.80	3.80
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.94	2.10	2.22	2.39	2.93
每股经营现金流(最新摊薄)	5.31	1.40	6.53	3.58	6.83
每股净资产(最新摊薄)	23.32	27.04	29.26	31.65	34.58
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	22.46	20.77	19.59	18.21	14.87
PB (倍)	1.87	1.61	1.49	1.38	1.26
EV EBITDA (倍)	18.53	17.45	16.04	14.25	11.38

## 免责声明

### 分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、刘溢，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、陈旭东、刘溢本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司