

# 非持续因素影响利润，大手笔加码智能制造



## 核心观点

- 前三季度营收为 386 亿元，YoY+77%。归母净利润 22.6 亿元，YoY+326%。在 Q3 单季，营收 145 亿元，YoY+39%，受财务费用、投资收益等非持续性因素影响，归母净利润环比下滑至 5.6 亿元，YoY+67%，经营性净现金流为 39.5 亿元，远超净利润。
- **5G 手机 ODM 开始规模出货，平板、笔电、IoT 项目快速增长**：5G 换机潮已到来，技术门槛逐步提升，闻泰是高通首批 Alpha 客户，卡位 5G 风口，有望迎来业绩快速增长。闻泰拥抱核心客户，与华为、小米、联想等客户长期深度合作，2018 年以来，OPPO、三星的订单快速释放给闻泰，公司将会充分受益于手机 ODM 业务的量价齐升。此外，公司积极布局平板、笔电、IoT、汽车电子等细分领域，通讯业务有望持续快速增长。公司公告拟通过发行可转换公司债券募集 90 亿元，主要用于无锡、昆明、印度的智能制造扩产、研发中心建设和偿还贷款，将大大加强公司的制造能力。
- **安世与 ODM 业务协同性强，加码化合物半导体**：闻泰本部通讯业务处于安世上游，业务优势在手机、平板、笔电、IoT 等消费类国内各大品牌客户，安世优势在于欧美汽车和工控市场，通讯业务与半导体业务有望实现优势互补、客户共享、资源互通。闻泰集团是极少数同时具备封装（安世）和系统组装（通讯业务）能力的公司，有望受益于封装和系统组装结合的 SiP 行业大趋势。安世已推出全新高压 GaN FET 等化合物半导体产品，保持功率半导体的技术优势。此外，控股股东投资 120 亿元建设中国第一座 12 英寸车规级晶圆厂，年产能将达 36 万片，安世中长期发展路线清晰。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 2.61、3.69、4.4 元（原预测 2.64、3.73、4.47，根据季报调整了资产和负债项目），根据可比公司 20 年 58 倍估值，对应目标价为 151.38 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 行业需求不及预期；商誉减值风险。

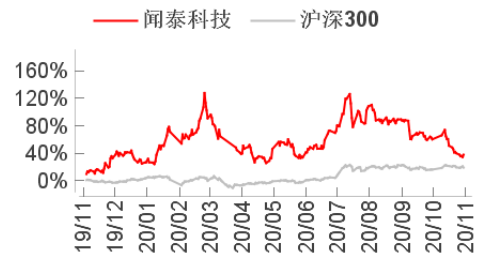
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,335	41,578	64,777	85,602	103,825
同比增长(%)	2%	140%	56%	32%	21%
营业利润(百万元)	69	1,537	3,861	5,111	6,087
同比增长(%)	-82%	2122%	151%	32%	19%
归属母公司净利润(百万元)	61	1,254	3,254	4,596	5,473
同比增长(%)	-81%	1954%	160%	41%	19%
每股收益(元)	0.05	1.01	2.61	3.69	4.40
毛利率(%)	9.1%	10.3%	13.6%	12.7%	12.1%
净利率(%)	0.4%	3.0%	5.0%	5.4%	5.3%
净资产收益率(%)	1.7%	10.1%	10.7%	10.9%	11.7%
市盈率	2,807	137	53	37	31
市净率	47.7	8.1	4.3	3.9	3.5

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(2020年10月30日)	100.6元
目标价格	151.38元
52周最高价/最低价	166.33/73.07元
总股本/流通A股(万股)	124,494/63,727
A股市值(百万元)	125,241
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2020年11月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.47	-13.91	-33.01	34.38
相对表现	-0.98	-16.26	-33.85	13.72
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 蒯剑  
021-63325888\*8514  
kuajian@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**

业绩持续高速增长，通讯与半导体协同发展： 2020-08-30

ODM 龙头迎来 5G 换机潮，安世引领国产功率半导体： 2020-08-14

## 投资建议

我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 2.61、3.69、4.4 元（原预测 2.64、3.73、4.47，根据季报调整了资产和负债项目），根据可比公司 20 年 58 倍估值，对应目标价为 151.38 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2020/10/30	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
比亚迪	002594	159.81	0.59	1.62	1.98	2.41	270.04	98.50	80.66	66.43
亚光科技	300123	13.77	0.28	0.34	0.51	0.71	49.62	40.90	26.91	19.53
东软载波	300183	18.67	0.43	0.50	0.68	0.91	43.67	37.25	27.65	20.58
长电科技	600584	37.02	0.06	0.49	0.77	1.09	669.44	75.11	48.05	33.99
扬杰科技	300373	40.69	0.48	0.75	0.96	1.26	85.32	54.13	42.24	32.39
华润微	688396	48.05	0.33	0.77	0.93	1.14	145.78	62.72	51.82	42.09
	最大值						669.44	98.50	80.66	66.43
	最小值						43.67	37.25	26.91	19.53
	平均数						210.65	61.43	46.22	35.84
	调整后平均						137.69	58.21	42.44	32.26

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,903	7,714	17,580	21,558	27,052	营业收入	17,335	41,578	64,777	85,602	103,825
应收票据及应收账款	5,088	14,022	19,433	25,681	31,147	营业成本	15,764	37,286	55,965	74,731	91,302
预付账款	35	170	265	350	425	营业税金及附加	62	74	194	257	311
存货	1,625	5,678	7,835	9,715	10,956	营业费用	151	484	1,129	1,406	1,685
其他	3,172	3,239	3,502	3,514	3,487	管理费用及研发费用	1,028	1,935	3,260	4,053	4,540
<b>流动资产合计</b>	<b>11,824</b>	<b>30,823</b>	<b>48,615</b>	<b>60,818</b>	<b>73,068</b>	财务费用	212	556	298	(13)	(165)
长期股权投资	1,176	42	41	41	41	资产减值损失	97	352	139	127	134
固定资产	544	5,118	5,743	6,466	7,263	公允价值变动收益	0	20	0	0	0
在建工程	33	487	341	354	360	投资净收益	(10)	564	10	10	10
无形资产	461	4,075	4,071	4,067	4,062	其他	57	63	60	60	60
其他	2,904	24,585	23,441	23,358	23,275	<b>营业利润</b>	<b>69</b>	<b>1,537</b>	<b>3,861</b>	<b>5,111</b>	<b>6,087</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,118</b>	<b>34,308</b>	<b>33,637</b>	<b>34,286</b>	<b>35,001</b>	营业外收入	4	4	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>16,942</b>	<b>65,132</b>	<b>82,252</b>	<b>95,104</b>	<b>108,069</b>	营业外支出	9	67	2	2	2
短期借款	2,000	2,778	400	200	200	<b>利润总额</b>	<b>64</b>	<b>1,473</b>	<b>3,869</b>	<b>5,119</b>	<b>6,095</b>
应付票据及应付账款	8,088	21,693	24,624	32,882	40,173	所得税	(8)	94	360	476	567
其他	3,043	6,598	4,390	4,819	5,357	<b>净利润</b>	<b>72</b>	<b>1,379</b>	<b>3,509</b>	<b>4,643</b>	<b>5,528</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13,131</b>	<b>31,069</b>	<b>29,415</b>	<b>37,901</b>	<b>45,730</b>	少数股东损益	11	126	255	46	55
长期借款	0	11,306	11,306	11,306	11,306	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>61</b>	<b>1,254</b>	<b>3,254</b>	<b>4,596</b>	<b>5,473</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.05	1.01	2.61	3.69	4.40
其他	80	1,335	1,155	1,155	1,155						
<b>非流动负债合计</b>	<b>80</b>	<b>12,641</b>	<b>12,461</b>	<b>12,461</b>	<b>12,461</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>13,211</b>	<b>43,710</b>	<b>41,876</b>	<b>50,362</b>	<b>58,191</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	136	233	487	534	589	<b>成长能力</b>					
股本	637	1,124	1,245	1,245	1,245	营业收入	2%	140%	56%	32%	21%
资本公积	2,382	18,269	33,732	33,732	33,732	营业利润	-82%	2122%	151%	32%	19%
留存收益	572	1,826	4,911	9,230	14,311	归属于母公司净利润	-81%	1954%	160%	41%	19%
其他	4	(29)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,731</b>	<b>21,422</b>	<b>40,376</b>	<b>44,741</b>	<b>49,878</b>	毛利率	9.1%	10.3%	13.6%	12.7%	12.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,942</b>	<b>65,132</b>	<b>82,252</b>	<b>95,104</b>	<b>108,069</b>	净利率	0.4%	3.0%	5.0%	5.4%	5.3%
						ROE	1.7%	10.1%	10.7%	10.9%	11.7%
						ROIC	6.0%	9.1%	8.4%	8.5%	9.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	78.0%	67.1%	50.9%	53.0%	53.8%
净利润	72	1,379	3,509	4,643	5,528	净负债率	5.9%	38.8%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	193	2,578	605	718	851	流动比率	0.90	0.99	1.65	1.60	1.60
财务费用	212	556	298	(13)	(165)	速动比率	0.77	0.80	1.37	1.33	1.34
投资损失	10	(564)	(10)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,495	3,424	(5,077)	134	739	应收账款周转率	5.1	4.4	3.9	3.8	3.7
其它	1,290	(2,754)	1,050	127	134	存货周转率	6.3	9.7	7.9	8.1	8.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,272</b>	<b>4,620</b>	<b>375</b>	<b>5,599</b>	<b>7,077</b>	总资产周转率	1.2	1.0	0.9	1.0	1.0
资本支出	419	(11,167)	(996)	(1,366)	(1,566)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(831)	1,184	2	0	0	每股收益	0.05	1.01	2.61	3.69	4.40
其他	(1,226)	(2,322)	(790)	310	310	每股经营现金流	5.13	4.11	0.30	4.50	5.69
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,639)</b>	<b>(12,304)</b>	<b>(1,785)</b>	<b>(1,056)</b>	<b>(1,256)</b>	每股净资产	2.89	17.02	32.04	35.51	39.59
债权融资	(8)	13,269	(1,463)	(100)	(100)	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	16,374	15,585	0	0	市盈率	2,807	137	53	37	31
其他	(1,416)	(15,920)	(2,845)	(465)	(227)	市净率	47.7	8.1	4.3	3.9	3.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,424)</b>	<b>13,722</b>	<b>11,276</b>	<b>(565)</b>	<b>(327)</b>	EV/EBITDA	375	38	37	31	26
汇率变动影响	(46)	(17)	-0	-0	-0	EV/EBIT	633	85	43	35	30
<b>现金净增加额</b>	<b>163</b>	<b>6,021</b>	<b>9,866</b>	<b>3,978</b>	<b>5,494</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](http://www.dfzq.com.cn)

