



闻泰科技 (600745.CH): 半导体、ODM 和光学业务齐头并进

我们将闻泰科技 (600745.CH) 上调为“买入”评级，并上调未来 12 个月目标价至 146.9 人民币，潜在升幅 21.3%。

- **展望 2022 年，ODM 将迎来拐点，半导体强劲成长，光学开始贡献利润。**对于闻泰而言，在 2021 年，ODM 业务受到供应链“缺芯”影响较大，因而拖累该业务板块利润下滑。这也是此前我们对闻泰保持“持有”评级的最大原因。但是，我们看到智能手机供应链关键部件供应紧缺的情况已经从 2021 年三季度开始缓解，并在 2022 年上半年和下半年进一步改善。因此，我们认为闻泰 ODM 的业务将重回增长轨道。同时，我们依然对闻泰的半导体业务增长保持信心。而闻泰收购的光学业务也正式开始出货，我们预计在 2022 年有望扭亏为盈。闻泰当前的市盈率为 30.2x，估值比 5 个月前更具吸引力，因此我们上调闻泰的评级至“买入”。建议投资人在智能手机供应链低点的一季度适时布局（参考 [2022 科技展望](#)）。
- **2022 年 ODM 积极开拓新市场，迈向平台型组装。**闻泰将会是中国大陆平台型组装厂商之一。调整升级战略规划后，除手机 ODM 外，闻泰已经将业务向非手机和非安卓阵营进行扩张，包括笔记本电脑、TWS 耳机等产品。闻泰有望推动中国大陆电子制造第三阶段，即全球性的跨产品、跨平台业务（参考 [苹果 iPhone 供应链深度报告](#)）。我们给闻泰 ODM 业务 2022 年 25.0x 的目标市盈率，相比之前的 12.5x 大幅提升，也是我们这次目标价上调重要的增量贡献。
- **2022 年，半导体从现金流业务向成长型业务继续迈进。**闻泰科技的功率半导体，尤其车规级产品，受到半导体行业景气度向上的影响，依然呈现供不应求的情况。我们预计该情况会在 2022 年延续，与此前的判断一致。展望 2022 年，原有的汉堡、曼彻斯特产能自然增长、收购的 Newport 晶圆厂逐步导入自家产品以及新建的临港的产能释放，都将为闻泰提供业务增量。闻泰的半导体业务有望从现金流业务向成长型业务迈进。
- **投资风险：**智能手机行业需求复苏不及预期，供应链“缺芯”恢复时间较长。半导体行业景气度触顶下滑，拖累公司半导体产品价格上涨空间。公司所处行业竞争加剧，导致毛利率下滑。公司高速扩张影响费用率和现金流表现。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收	41,578	51,707	55,388	69,660	77,968
营收同比增速	140%	24%	7%	26%	12%
毛利率	10.3%	15.2%	16.6%	17.4%	18.0%
净利润	1,254	2,415	2,868	4,575	5,409
净利润同比增速	1954%	93%	19%	60%	18%
基本每股收益 (元)	1.76	1.94	2.30	3.67	4.34
目标市盈率	83.4	75.7	63.7	40.0	33.8

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

童钰枫

助理分析师

carrie_tong@spdbi.com

(852) 2808 6447

2022 年 1 月 19 日

评级

买入

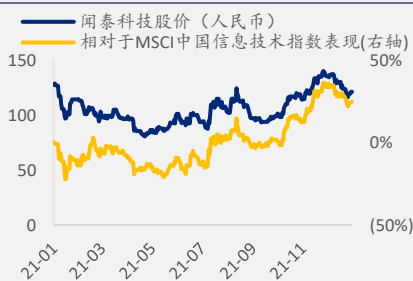
目标价 (人民币)	146.9
潜在升幅/降幅	21.3%
目前股价 (人民币)	121.1
52 周内股价区间 (人民币)	77.9-143.9
总市值 (百万人民币)	150,891
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,503

注: 截至 2022 年 1 月 18 日收盘价

市场预期区间



股价表现



扫码关注浦银国际研究

闻泰科技 (600745.CH, 买入, 目标价 146.9 人民币)

业绩调整:

- 上调闻泰科技 2022 年、2023 年 ODM 收入及利润率, 预计供应链“缺芯”问题改善将推动该业务重回增长轨道;
- 略微上调闻泰科技 2022 年、2023 年半导体营收和毛利率, 随着半导体行业景气度维持以及公司自身产能释放, 该业务板块增长确定性上升;
- 略微上调 2022 年和 2023 年光学业务贡献, 预计 2022 年光学业务将扭亏转盈。

图表 2: 闻泰科技财务预测: 新预测 vs 前预测

人民币百万	2021E			2022E			2023E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	55,388	59,608	(7%)	69,660	68,860	1%	77,968	74,020	5%
毛利润	9,167	9,532	(4%)	12,090	11,653	4%	14,005	13,222	6%
营业利润	3,961	4,244	(7%)	5,835	5,536	5%	6,947	6,468	7%
净利润	2,868	3,223	(11%)	4,575	4,276	7%	5,409	4,994	8%
基本每股收益 (元)	2.30	2.59	(11%)	3.67	3.43	7%	4.34	4.01	8%
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	16.6%	16.0%	0.6	17.4%	16.9%	0.4	18.0%	17.9%	0.1
营业费用率	9.4%	8.9%	0.5	9.0%	8.9%	0.1	9.1%	9.1%	(0.1)
营业利润率	7.2%	7.1%	0.0	8.4%	8.0%	0.3	8.9%	8.7%	0.2
净利率	5.2%	5.4%	(0.2)	6.6%	6.2%	0.4	6.9%	6.7%	0.2

资料来源: 浦银国际预测

● 分部加总估值

我们采用分部加总估值法，得到闻泰科技 2022 年目标价为人民币 146.9 人民币，2022 年市盈率为 40.0x。

根据闻泰科技的 ODM 业务、半导体业务和光学业务拆分，三部分业务估值分别对应：1) ODM 业务 25.0x 的 2022 年市盈率；2) 半导体业务 50.0x 的 2022 年市盈率；3) 光学业务 30.0x 的 2022 年市盈率；因此我们也得到闻泰科技的目标价为 146.9 人民币，上调为“买入”评级，潜在升幅 21.3%。

图表 3：闻泰科技估值：分部加总法

业务 (人民币元)	2022E		
	每股盈利	市盈率 (x)	目标价
ODM	1.47	25.0	36.7
半导体	2.20	50.0	109.9
光学	0.01	30.0	0.2
合计	3.67	40.0	146.9

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4：SPDBI 目标价：闻泰科技

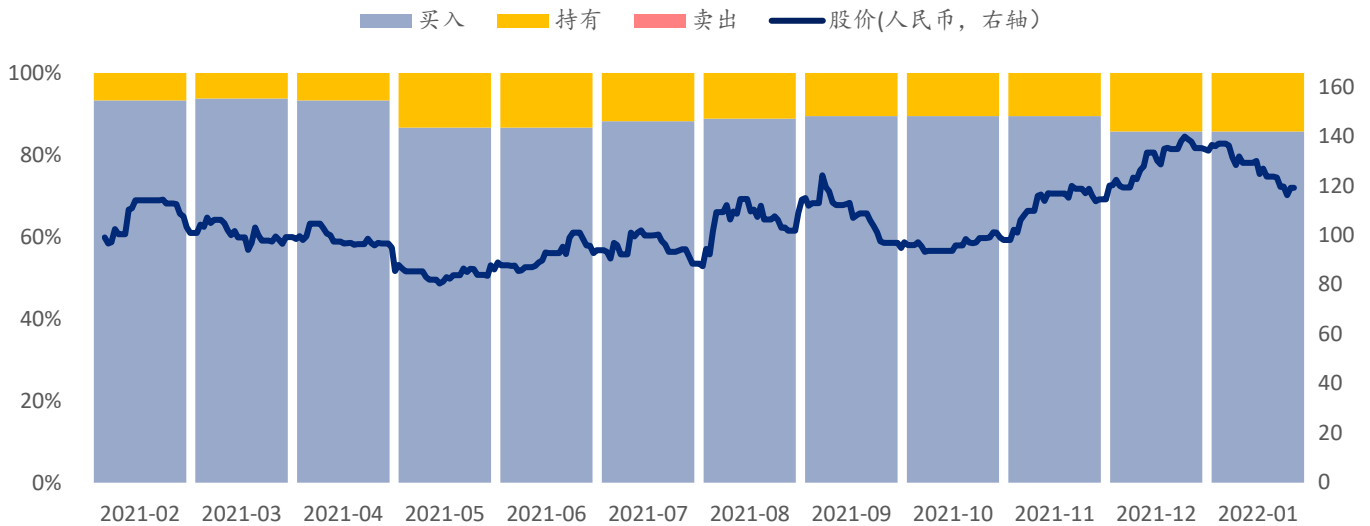


注：截至 2022 年 1 月 18 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

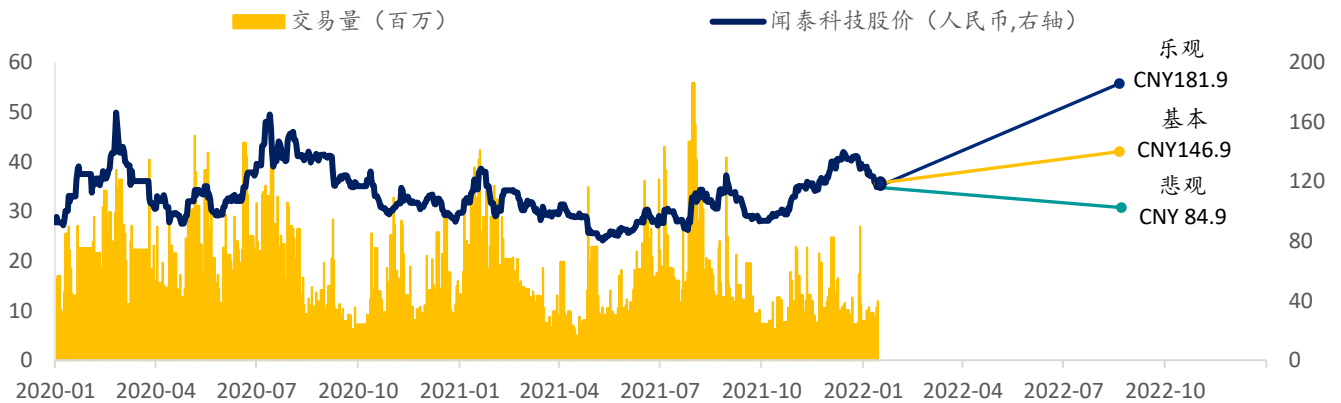
● 乐观与悲观情景假设

图表 5: 闻泰科技市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 闻泰科技 SPDBI 情景假设



乐观情景 (概率: 15%)

目标价: 181.9 人民币, 对应 45.0 x 的 2022 年 EPS

- ODM 业务毛利率改善程度比预期更好, 推动利润增速显著高于收入 14% 以上的增速;
- ODM 中非手机类产品扩张速度快于预期;
- 安世的车用功率半导体需求旺盛, 功率半导体业务价格提升明显, 提升利润空间;
- 光学业务盈利贡献超过基本情景假设。

悲观情景 (概率: 30%)

目标价: 84.9 人民币, 对应 33.0 x 的 2022 年 EPS

- 上游原材料提价影响持续时间较长, 公司 ODM 业务利润恢复不及预期;
- 中国 ODM 行业竞争加剧, 影响公司单季利润;
- 功率半导体产能扩张不及预期, 拖累 2022 年半导体营收增速低于 20%;
- 光学业务持续投入, 亏损扩大

资料来源: 浦银国际

● 财务报表

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	41,578	51,707	55,388	69,660	77,968
销售成本	(37,286)	(43,843)	(46,221)	(57,570)	(63,964)
毛利润	4,292	7,864	9,167	12,090	14,005
经营支出	(2,419)	(4,587)	(5,206)	(6,255)	(7,058)
销售费用	(484)	(1,079)	(1,208)	(1,468)	(1,743)
管理费用	(615)	(1,288)	(1,431)	(1,707)	(1,958)
研发费用	(1,320)	(2,221)	(2,567)	(3,080)	(3,356)
经营利润	1,873	3,276	3,961	5,835	6,947
非经营收入	(400)	(625)	(447)	(392)	(454)
财务费用	(556)	(852)	(396)	(498)	(557)
投资收益	564	217	217	217	217
其他	(408)	10	(269)	(112)	(113)
税前利润	1,473	2,652	3,514	5,443	6,493
税务费用	(94)	(192)	(646)	(868)	(1,085)
税后利润含少数股东权益	1,379	2,460	2,868	4,575	5,409
少数股东权益	126	44	-	-	-
净利润	1,254	2,415	2,868	4,575	5,409
基本股数 (百万)	712	1,245	1,245	1,245	1,245
摊销股数 (百万)	712	1,245	1,245	1,245	1,245
基本每股收益 (元)	1.76	1.94	2.30	3.67	4.34
摊销每股收益 (元)	1.76	1.94	2.30	3.67	4.34

资产负债表

人民币百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
货币资金和受限制现金	7,714	5,751	6,833	10,544	13,543
短期投资	1,947	4,429	4,744	5,966	6,678
应收账款和应收票据	14,022	6,417	6,874	8,645	9,676
存货	5,678	6,134	6,467	8,054	8,949
其他流动资产	1,462	2,198	2,354	2,961	3,314
流动资产合计	30,823	24,929	27,271	36,171	42,160
物业、厂房及设备	5,605	6,156	7,420	8,768	10,043
无形资产	4,075	3,918	3,260	2,712	2,256
商誉	22,697	22,697	22,697	22,697	22,697
长期股权投资	42	176	189	238	266
其他资产	1,888	2,014	2,014	2,014	2,014
总资产	65,132	59,891	62,852	72,599	79,437
短期借款	2,778	450	364	398	528
应付账款和应付票据	21,693	17,484	18,433	22,959	25,509
其他流动负债	6,598	3,543	3,796	4,774	5,343
流动负债	31,069	21,478	22,592	28,131	31,380
长期借款	11,306	7,805	7,805	7,805	7,805
其他负债	1,335	1,534	1,534	1,534	1,534
总负债	43,710	30,816	31,931	37,469	40,718
股本	1,124	1,245	1,245	1,245	1,245
储备	18,269	24,325	25,856	28,843	31,720
少数股东权益	233	15	15	15	15
其他股东权益	1,797	3,490	3,805	5,028	5,739
股东权益总额	21,422	29,075	30,921	35,131	38,719
负债和股东权益总计	65,132	59,891	62,852	72,599	79,437

现金流量表

人民币百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,620	6,614	4,818	7,911	8,182
税前利润	1,473	2,652	3,514	5,443	6,493
折旧	305	944	1,037	1,250	1,477
摊销	346	685	658	548	456
其他经营活动现金流	378	5,523	(396)	(498)	(557)
营运资金变动	3,051	(850)	255	1,538	840
应收账款减少 (增加)	(8,934)	7,605	(457)	(1,771)	(1,031)
库存减少 (增加)	(4,053)	(456)	(333)	(1,588)	(895)
应付账款增加 (减少)	13,605	(4,209)	948	4,526	2,550
其他经营资金变动	2,432	(3,790)	96	371	216
税务费用	(335)	(1,543)	(646)	(868)	(1,085)
利息收入 (支出)	(598)	(796)	396	498	557
投资活动现金流	(12,304)	(3,214)	(2,314)	(2,646)	(2,781)
资本支出	(921)	(2,222)	(2,301)	(2,598)	(2,753)
取得或购买长期投资	(11,245)	(1,052)	(13)	(49)	(28)
其他投资活动现金流	(139)	59	-	-	-
融资活动现金流	13,722	(2,001)	(1,423)	(1,553)	(2,402)
借款	8,265	(6,797)	(86)	34	130
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(406)	(695)	(1,337)	(1,587)	(2,532)
其他融资活动现金流	5,863	5,492	-	-	-
外汇损益	(17)	(178)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	6,021	1,222	1,081	3,711	2,999
期初现金及现金等价物	416	5,707	3,744	4,825	8,536
期末现金及现金等价物	5,707	3,744	4,825	8,536	11,535

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营运指标增速%					
营业收入增速	139.8%	24.4%	7.1%	25.8%	11.9%
毛利润增速	173.2%	83.2%	16.6%	31.9%	15.8%
营业利润增速	376.7%	74.9%	20.9%	47.3%	19.1%
净利润增速	1954.4%	92.7%	18.7%	59.5%	18.2%
盈利能力%					
净资产收益率 (平均)	10.0%	9.6%	9.6%	13.9%	14.6%
总资产回报率	3.1%	3.9%	4.7%	6.8%	7.1%
投入资本回报率	5.0%	8.3%	8.5%	11.5%	12.5%
利润率%					
毛利率	10.3%	15.2%	16.6%	17.4%	18.0%
营业利润率	4.5%	6.3%	7.2%	8.4%	8.9%
净利润率	3.0%	4.7%	5.2%	6.6%	6.9%
营运能力					
现金循环周期	(26)	(42)	(48)	(45)	(47)
应收账款周转天数	84	72	44	41	43
存货周转天数	36	49	50	46	49
应付账款周转天数	146	163	142	131	138
净债务 (净现金)	6,370	2,503	1,336	(2,341)	(5,210)
自由现金流	4,319	291	2,964	5,705	5,883

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 7: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	18.6	买入	29.0	2021/8/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	144.1	买入	179.1	2021/8/31	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	26.3	买入	36.0	2021/12/16	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	121.1	买入	146.9	2022/1/19	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	47.9	买入	58.3	2021/12/16	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	20.4	买入	28.0	2021/12/16	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	32.4	买入	38.2	2021/12/16	声学、光学器件
NIO US Equity	蔚来	30.8	买入	53.9	2021/6/25	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	48.8	买入	48.3	2021/7/14	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	189.8	买入	187.6	2021/7/14	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	31.5	买入	35.4	2021/6/25	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	1,069.1	卖出	638.3	2021/9/6	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	266.0	买入	307.7	2021/9/6	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	266.1	买入	320.3	2021/9/6	新能源汽车
2382 HK Equity	舜宇光学科技	219.4	买入	253.8	2021/8/31	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	9.4	买入	15.9	2021/8/31	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	296.3	买入	305.9	2021/8/31	手机 CIS、车载 CIS

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 1 月 18 日收盘价

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

