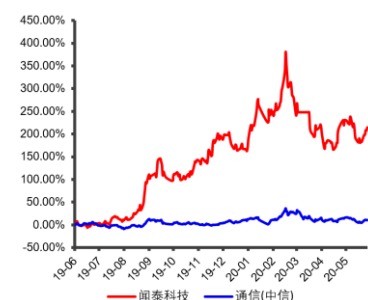


闻泰科技(600745)/通信
从 ODM 迈向 5G 终端设计枢纽和制造平台
评级: 买入(维持)
市场价格: 109.96
分析师: 易景明
执业证书编号: S0740518050003
电话: 021-20315728
Email: yijm@r.qlzq.com.cn
分析师: 陈宁玉
执业证书编号: S0740517020004
电话: 021-20315728
Email: chenney@r.qlzq.com.cn
研究助理: 周铃雅
Email: zhouly@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	1124
流通股本(百万股)	637
市价(元)	109.96
市值(亿元)	1236
流通市值(亿元)	701

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《从功率半导体行业变革看安世长期价值》2020.2.22

《业绩超预期大幅增长, 5G 驱动产业地位持续提升》2020.1.19

《5G 蓄势, 海外起量, 产业龙头迎加速阶段》2019.7.30

《安世整合启新起点, 双翼助力 WingTech 腾飞》2019.4.2

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,335	41,578	67,222	95,380	147,313
增长率 yoy%	2.48%	139.85%	61.68%	41.89%	54.45%
净利润	61	1,254	3,212	4,709	5,941
增长率 yoy%	-81.47%	1954.37%	156.25%	46.60%	26.16%
每股收益(元)	0.05	1.12	2.58	3.78	4.77
每股现金流量	2.91	4.11	-2.45	23.29	-1.87
净资产收益率	1.70%	5.92%	9.00%	11.66%	9.77%
P/E	2,025.57	98.60	42.62	29.07	23.04
PEG	6.65	1.55	0.37	0.10	0.36
P/B	34.38	5.83	3.84	3.39	2.25

备注: 依据 wind 在 6 月 9 日的的数据

投资要点

- **手机厂商通过精分客户群和优化性价比在庞大的经济机型市场抢占份额。元器件组件多样化和客户结构精细化, 让客户定位、硬件选型、供应链管理、柔性生产和快速投放成为决胜关键。ODM 龙头闻泰具备全景图设计经验、立足本土的强大制造和供应链把控力, 成为直接影响下游格局的产业枢纽。5G 终端新形态迭出, 闻泰协同安世, 正快速成长为智能终端研制的平台型企业。**
- **存量竞争激烈, 驱使品牌商加大外放经济机型设计制造, 业态正历经剧变。**近年来, 智能手机产业集中度迅速提升, 存量市场竞争格局仍在优化, 外部压力促使厂商普遍采取差异化的经营策略: 通过高端机型强化品牌、核心技术, 巩固价值客户群; 经济机型用以抢占份额、支撑规模、奠定增值服务基础。而后者成功的关键在于特定目标客户群内实现最优性价比, 这对于市场定位、硬件设计选型、供应链把控、柔性迭代和海量出货要求极高, 随着目标客户群越来越细分和产品迭代周期缩短, 经济机型正在越来越多地消耗品牌厂商的有限资源。头部手机厂正加速外放经济机型的设计制造, 形成越来越庞大的手机和智能终端 ODM 需求。当前 ODM 供应量整体紧缺, 中期看很难缓解, 中下游业态由是衍生出深远变化。
- **ODM 龙头正向设计枢纽和制造平台演化, 将直接影响上下游格局。**经济机型的竞争核心围绕市场定位和方案最优, 在客户群越来越细分的同时, 上游基带平台、元器件组件趋于多样化, 创造了更多方案选择, 尤其在 5G 手机竞争的启动期, 经济型手机迭代节奏明显加快。对客户群精确画像、产品设计和硬件选型、长期供应链把控力、柔性生产和快速迭代投放, 成为决胜经济机型市占率的关键。这些要素恰好是 ODM 龙头的独特价值, 其方案设计和产品交付的质和量都具备明显优势。是否能够获取头部 ODM 资源, 将直接影响下游产品竞争格局, 长锁定期和大采购量也使其对上游具备议价能力。因此 ODM 龙头产业地位急剧提升, 正迈向设计枢纽和制造平台。ODM 品牌化和龙头效应将越来越突出。
- **5G 终端新形态迭出, 闻泰将协同安世不断开辟新领域。**闻泰是全球 ODM 第一大厂商, 在 2018 年对客户结构战略调整, 高效优化组织结构, 充分发掘内生竞争力, 与友商的比较优势进一步拉大。其枢纽性地位铸就了全景图优势, 方案设计能力领先, 对供应链把控力强, 更不断加码制造柔性 and 扩充产能。5G 阶段新形态终端迭出, 产业在外部冲击下面临变数, 产品从定型到成熟上量存在较大不确定, 更有利于 ODM 发挥高效迭代的优势。安世与 ODM 协同将打通上游和下游, 形成从芯片设计、晶圆制造、半导体封测到终端研发设计、生产制造于一体的产业平台, 在非手机终端、车载 tier1 终端等领域长期看也有望持续突破, 推动规模快速上量, 盈利能力持续优化。公司正加快成长为 5G 智能终端的平台型企业。
- **投资建议:** 之前预计 2020 和 2021 年归母净利润为 31.35 亿和 41.13 亿元。考虑到今年 ODM 出货量持平 2019 年, 且单机盈利保持较高水平, 明年出货量持续向上; 同时安世突破新客户和国产替代空间释放将为明后年增长引入强劲动力。我们上调盈利预测, 预计 2020-2022 年公司实现归母净利润为 32.12、47.09 和 59.4 亿元, 假设今年能够完成定增和配套融资方案, 则 2020-2022 年对应 EPS 分别为 2.58、3.78 和 4.77 元。目前公司股票价格对应 2021 年 P/E 为 28.27x。未来几年行业发展景气度高企, 公司两项业务均为产业龙头, 比较优势将持续凸显, 我们认为闻泰科技目前被明显低估, 维持买入评级, 建议

长期战略性配置。

- 风险提示事件：融资风险、业务整合不力风险、5G 智能手机和物联终端上量不及预期风险、半导体需求下滑的风险、市场系统性风险

目录

手机竞争加剧，驱动产业变局.....	- 5 -
经济机型主导存量市场替换需求.....	- 5 -
激烈竞争驱动经济机型 ODM 上量.....	- 8 -
5G 启动窗口期，加剧产业变局.....	- 11 -
ODM 成为产业枢纽，深刻影响上下游.....	- 14 -
中游 ODM 在产业竞合中脱颖而出.....	- 14 -
供应链多元化，设计制造成为核心竞争力.....	- 17 -
中游 ODM 枢纽性地位正在强化.....	- 19 -
乘势 5G，迈向智能终端设计制造平台.....	- 22 -
5G 启动换机潮，新形态终端爆发.....	- 22 -
闻泰正崛起为智能终端制造平台型企业.....	- 25 -
协同安世，定位 IDM 纵向延伸.....	- 28 -
投资建议.....	- 31 -
风险提示.....	- 34 -

图表目录

图表 1: 2014-2019 年全球手机出货量 (亿部)	- 5 -
图表 2: 2014-2019 年中国手机出货量 (亿部)	- 5 -
图表 3: 2014-2019 年全球手机 2/3/4G 手机出货量占比	- 6 -
图表 4: 2014-2019 年中国手机 2/3/4G 手机出货量占比	- 6 -
图表 5: 4G 商用后 4G 智能手机渗透率情况.....	- 6 -
图表 6: 国内智能手机价格区间分布.....	- 7 -
图表 7: 2010-2013 年智能手机品牌市场份额变化.....	- 8 -
图表 8: 2014-2016 年智能手机品牌市场份额变化.....	- 8 -
图表 9: 2017-2018 年智能手机品牌市场份额变化.....	- 8 -
图表 10: 2018Q1-2020Q1 年智能手机品牌市场份额变化.....	- 8 -
图表 11: 2014-2019 年我国手机出货国内外品牌占比.....	- 9 -
图表 12: 2014-2019 年我国手机市场集中度.....	- 9 -
图表 13: ODM 多维度优势缓解竞争压力.....	- 10 -
图表 14: 近年主要品牌商 ODM 的比例及供应厂商.....	- 10 -
图表 15: 5G 手机将迅速向经济机型发展.....	- 11 -
图表 16: 高端市场带动 2020 年全球 5G.....	- 11 -
图表 17: 2018 年 TOP10 手机品牌厂商生产方式分布.....	- 12 -
图表 18: 长期看 ODM 将供不应求.....	- 12 -

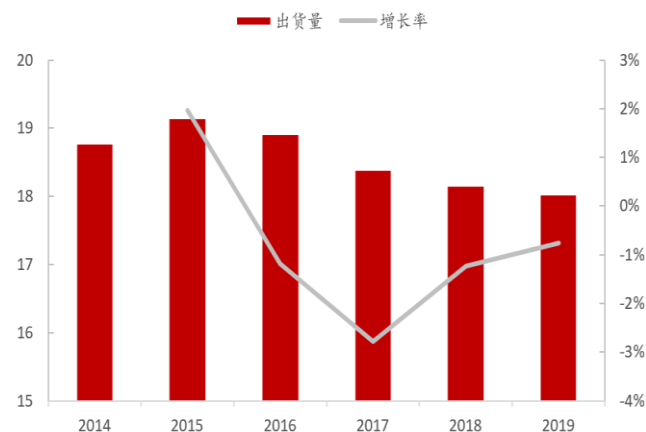
图表 19: 2019 年智能手机 ODM TOP10 出货量 (百万台)	- 12 -
图表 20: 国内手机出货量 20Q4 出现大幅向上, 需求拐点确立	- 13 -
图表 21: 产业竞合下的不同分工方式	- 14 -
图表 22: 4C 营销理论	- 15 -
图表 23: ODM 是精品化战略下的必然选择, 会影响下游竞争格局	- 16 -
图表 24: ODM 的多维度核心竞争力	- 16 -
图表 25: 智能手机密集融合技术创新, 方案更加个性化	- 17 -
图表 26: 供应链成本相对透明, 上游供应多样化	- 18 -
图表 27: 2018 年 ODM 明星机型	- 18 -
图表 28: ODM 优势示意图	- 19 -
图表 29: 预知销量和需求, 锁定供应链	- 20 -
图表 30: ODM 厂商集中度情况 (亿部)	- 20 -
图表 31: 2019 H1 全球智能手机 ODM 厂商份额变动	- 20 -
图表 32: 智能手机是 5G 终端规模化的先发产品, 经济型主导	- 22 -
图表 33: 全球智能手机出货量及预测 (百万部)	- 23 -
图表 34: 全球 4G、5G 手机出货量预测 (亿部)	- 23 -
图表 35: 5G 手机密集推出	- 23 -
图表 36: 移动智能终端生态随管和云共同演化	- 24 -
图表 37: 全球智能硬件产业出货量趋势图	- 25 -
图表 38: TOP 5 ODM 厂商提供生产能力对比	- 25 -
图表 39: 2019 年 11 月 ODM/OEM 出货量 TOP10	- 26 -
图表 40: 2019 年 12 月 ODM/OEM 出货量 TOP10	- 26 -
图表 41: 闻泰科技在 5G 智能终端布局	- 27 -
图表 42: 5G 智能终端平台型企业, 模组或为新一极	- 27 -
图表 43: 安世在 5G 时代的创新布局	- 28 -
图表 44: 纵向打通供应链, 横向拓展业务范围	- 29 -
图表 45: 协同发展, 联动创新	- 30 -

手机竞争加剧，驱动产业变局

经济机型主导存量市场替换需求

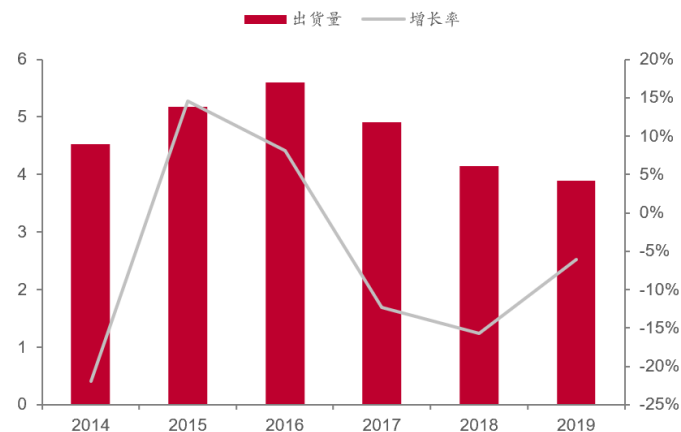
- **手机总出货量持续下滑，进入存量替换阶段。**据 Gartner 统计，2019 年全球手机出货量约 18.02 亿部，延续了自 2016 年来的下滑走势，同比降 0.8%，降幅较 2018 年有所收窄。据信通院统计，2019 年国内手机出货量累计为 3.89 亿部，同比下降 6.04%，降幅较 2018 年缩小 9.6 个 pp。受疫情影响，2020Q1 国内手机出货量为 0.49 亿，同比大幅下降 36.31%。整体上看市场已经饱和，手机总出货量持续下滑，但存量替换规模依然稳定可观。

图表 1：2014-2019 年全球手机出货量（亿部）



来源：Gartner，中泰证券研究所

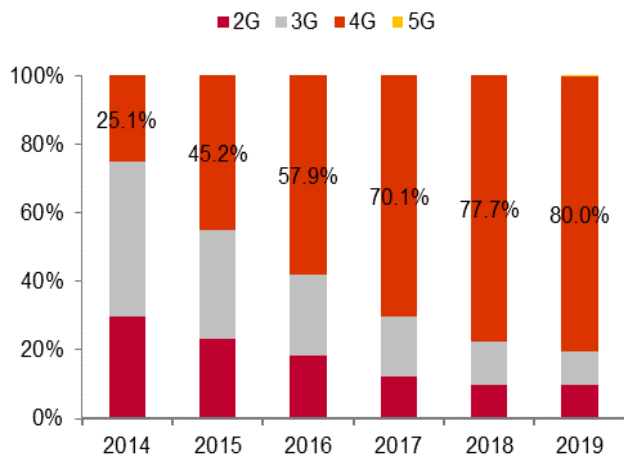
图表 2：2014-2019 中国手机出货量（亿部）



来源：信通院，中泰证券研究所

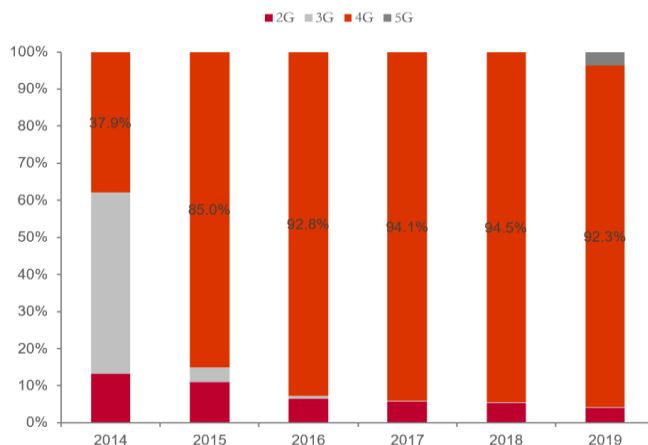
- **海内外 4G 手机渗透率快速趋向饱和，换机需求放缓。**分制式考察手机比重，Gartner 预计 2018 年全球 4G 手机出货量为 14.1 亿部，同比增长 9.5%，在同期全球手机出货量中占比 77.7%，预计 2019 年 4G 手机全球占比将达到 80%，而这个数字在 2014 年仅为 25.1%，渗透率提升迅猛。根据 CAICT，2019 年国内 4G 手机出货量为 3.57 亿部，同比下降 8.73%，在同期国内手机的出货占比为 92.3%。目前 3G 手机已完全被 4G 手机替代，2G 手机由于面向特定市场尚存在部分需求。

图表 3: 2014-2019 年全球手机 2/3/4G 手机出货量占比



来源: Gartner, 中泰证券研究所

图表 4: 2014-2019 年中国手机 2/3/4G 手机出货量占比

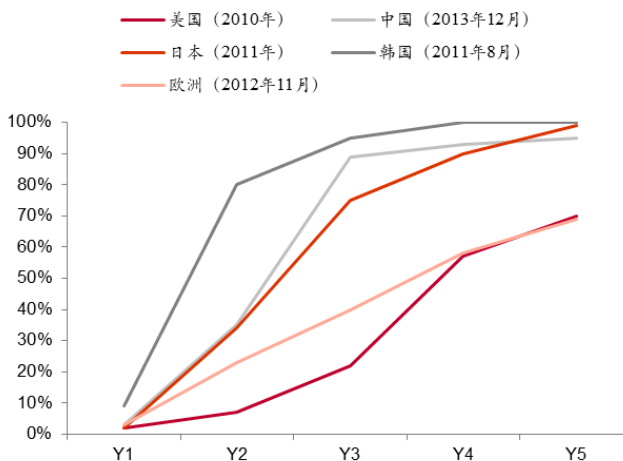


来源: 信通院, 中泰证券研究所

总体而言, 智能手机质量提升、耐用性提高, 用户换机周期随之延长; 功能同质化明显, 对消费者的吸引力下降, 共同使得手机出货量下滑。同时 4G 手机已进入存量时代, 厂商格局相对固化, 推陈出新节奏放缓, 也是压抑换机需求的重要因素。

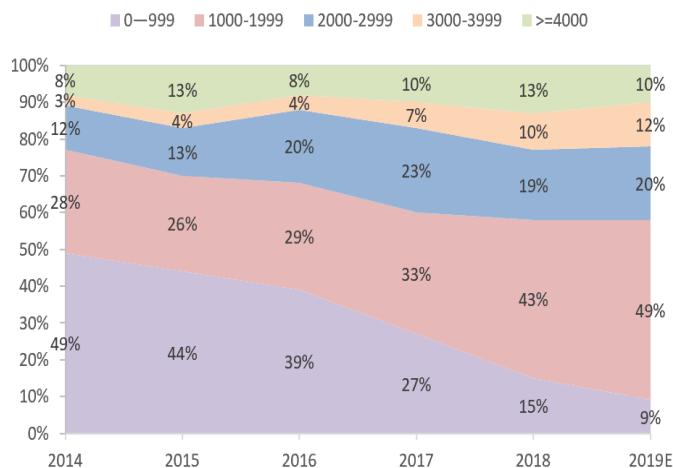
- **5G 带动新一轮换机潮, 有望复制 4G 手机成长路径。**4G 手机全球快速普及, 主要国家地区均在 5 年内完成了饱和渗透。尤其 2014 年后的中国市场, 在运营商补贴和品牌商竞争的共同推动下, 渗透率迅猛提升。从 2014 到 2019 年 4G 手机出货量增长十分强劲, 换机潮也驱动品牌商格局发生了深刻变化, 本土厂商逐步占据了前十强中的多数。我们认为, 随着 2020 国内 5G 网络逐步铺开, 换机需求开始向 5G 过渡, 5G 手机也将复制上一轮 4G 渗透率提升的过程, 迎来快速上量的时间窗, 在此期间竞争格局同样会发生深刻变化, 品牌商竞争烈度将空前加大。

图表 5: 4G 商用后 4G 智能手机渗透率情况



来源: 智研咨询, 中泰证券研究所

- **高端手机占比收窄，中档与经济机型份额扩张。**智能手机平均单价总体上逐年攀升，据信通院统计，单价在 0-999 元的比例从 2014 年 49% 逐年降至 2019 年 9%；单价在 1000-1999 元的比例从 2014 年 28% 提升至 2018 年 43%；单价在 2000 以上的比例从 2014 年 24% 升至 2019 年 49%。在 4G 网络建设前期高性价比手机是吸引用户转网的重要方式，有助于提高网络利用率；随着网络发展和新应用兴起，用户对 4G 手机需求逐步提高，更具竞争力的精品智能机逐渐面世，零部件和技术快速升级，将推动智能机均价上升，换机周期也将随之延长。

图表 6：国内智能手机价格区间分布


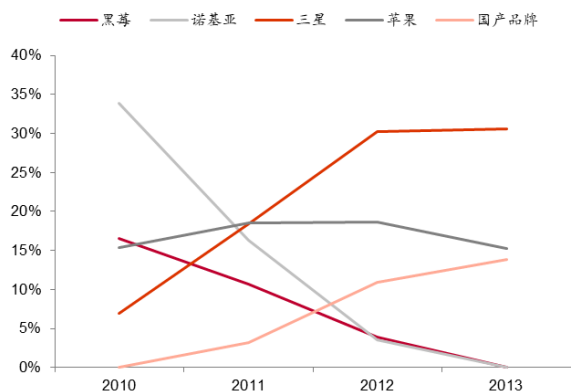
来源：CAICT, 中泰证券研究所

- **5G 阶段经济机型占比趋势向上，将成为竞争最激烈的部分。**分析国内手机价格区间：2000 元以下机型占比接近 60%，以国内年平均 4 亿部计算，则经济机型约占 2.4 亿部；2000~4000 元中档机型占比约为 30%，4000 元以上高端机型占比逐步收窄到 10% 左右，经济机型的比重扩大是最为显著的发展趋势。考虑到全球整体手机市场发展和消费能力，全球经济机型占比应当不低于国内的 60%，根据 Gartner 预计全球年均出货约 18 亿部，则经济机型数量预计将超过 10 亿部。庞大出货量将成为品牌商争夺用户基数的焦点，而各厂商在这一区段的竞争基础大致在同等身位，可以预计随着 5G 竞争窗口期启动，面向经济机型的竞争将最为激烈。

激烈竞争驱动经济机型 ODM 上量

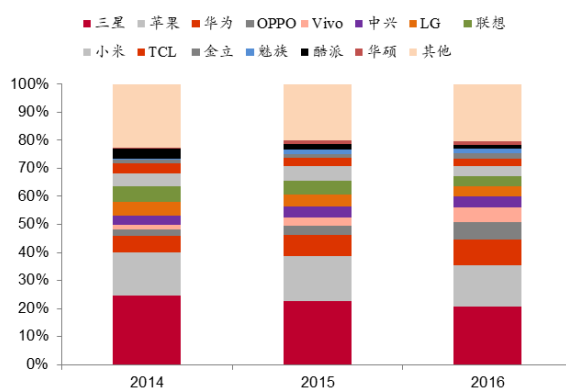
- **品牌商竞争加剧，产业集中度急剧提升。**回顾智能手机厂商格局的变化，可以大致分为三个阶段：第一阶段从 2010-2013 年，国际品牌主导，国产品牌占比很低。据 Gartner 统计，2010 年黑莓和诺基亚市占率超过一半（50.4%），三星自 2011 年起市占率显著提升，由 7% 提升至 30.3%，苹果市占率稳定保持在 15% 左右，国内品牌逐步提升到略超 10%。

图表 7：2010-2013 智能手机品牌市场份额变化



来源：Gartner，中泰证券研究所

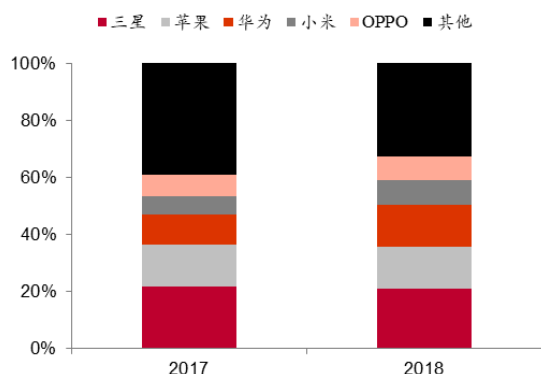
图表 8：2014-2016 智能手机品牌市场份额变化



来源：IC Insights，中泰证券研究所

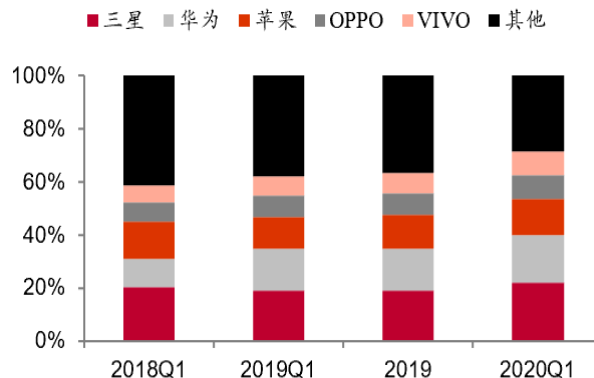
第二阶段从 2014-2016 年，国产品牌占比提升明显，品牌数量大幅增加。根据 IC Insight，国产主要品牌的市场份额由 2014 年 32.8% 提升至 2016 年 40.7%；三星和苹果市占率逐年降低，从 2014 年 40% 降低至 2016 年 35.3%。4G 阶段国产品牌开始发力，一方面受益于手机产业链国产化进程加速；另一方面，4G 网络快速成熟推动用户渗透率提升，智能手机的受众迅速从中高端下沉至广大群众，市场空间大幅增长。

图表 9：2017-2018 智能手机品牌市场份额变化



来源：IDC，中泰证券研究所

图表 10：2018Q1-2020Q1 智能手机品牌市场份额变化

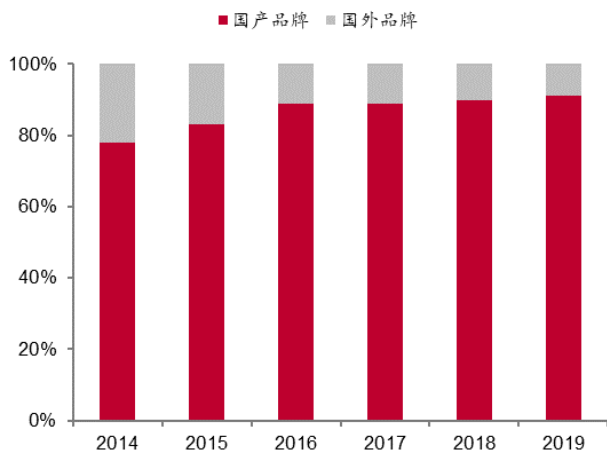


来源：Gartner，中泰证券研究所

第三阶段从 2017 至今，品牌集中度明显提升，国内厂商占据主导。据 IDC 统计，华为市场份额由 2017 年 10.5% 提升至 2018 年 14.7%，与苹果市场份额（14.9%）持平，此外手机品牌经过激烈竞争洗牌，集中度明显提升，国产手机品牌主要为华为、小米、Oppo、Vivo，在国内中档和经济机型占据主导份额，高端市场也有一席之地；国际手机品牌主要为三星、苹果，其中三星在海外各档位产品都具备竞争力，苹果牢牢占据高端市场。

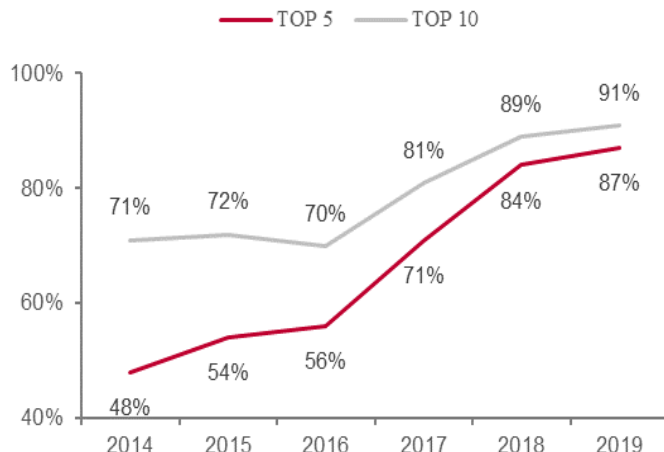
- **国内品牌的脱颖而出，使得中低端机型竞争压力加大。**随着国内市场的迅速发展，本土厂商凭借制造业集群和供应链优势，以及激进的营销策略迅速完成了在经济机型和中档机型上的份额抢占；更进一步伴随核心技术的提升，和对本土供应链的培育，在高端市场也有显著突破，市场集中度持续倒向国内厂商，据信通院统计，我国手机市场 TOP 5 占比由 2014 年 48% 提升至 2019 年 85%，TOP 10 占比由 2014 年 71% 提升至 2019 年超过 90%。国内品牌商强劲的竞争力，使得中低端机型竞争压力空间加大。

图表 11：2014-2019 我国手机出货国内外品牌占比



来源：信通院，中泰证券研究所

图表 12：2014-2019 我国手机市场集中度



来源：信通院，中泰证券研究所

- **面向品牌商痛点，ODM 在多维具备独特优势。**在渗透率无法进一步提升的情况下，通过创新提升效率、实现差异化竞争对挖掘存量显得尤为重要。对于品牌商而言，选择 ODM 在制造成本上将更加可控，ODM 厂商拥有更好的设备、生产工艺、管理能力和技术人才，同等条件下更具规模优势，可以海量产出高品质产品；在供应链管理方面，ODM 厂商可以通过销售预判来将供应链锁定时间提前，从而降低缺货带来的损失，提升响应时间；在市场推广方面，品牌商得以将更多的精力投入市场营销及扩大品牌影响力，在存量竞争市场扩大竞争优势。

图表 13: ODM 多维度优势缓解竞争压力
制造成本可控

更好的设备、生产工艺、管理能力和技术人才
更具规模优势，海量产出高品质商品

供应链锁定时间提前

将供应链锁定时间提前，降低缺货带来的损失，
通过销售预测的准确度来提升响应时间

集中精力市场推广与营销

手机品牌厂商将更多投入市场营销及扩大品牌影响力，
在存量竞争市场上拥有更大的竞争优势

来源：中泰证券研究所

- **品牌商纷纷加大外放，缓解竞争压力。**由于客户定位以及产品策略不同，品牌商的委外策略差异很大，ODM 通常在经济机型市场更具优势。据 IHS 统计，2018 年华为、小米、联想、魅族是 ODM 主要合作伙伴；为了削减成本提升竞争力，三星公布了将经济机型战略性外放 ODM 的计划，到 2020 年或将其出货量的 20-25% 外放，意味着每年约有 6000~8000 万部手机将交给 ODM 厂商。由于机型集中且单项目出货量大，对 ODM 的设计研发、品质管控、供应链能力和生产制造等环节综合实力要求极高。其中 ODM 龙头闻泰、华勤和龙旗等在出货规模、研发实力、供应链水平以及品质管控等各个环节均大幅领先，成为品牌大厂的优先选择。

图表 14: 近年主要品牌商 ODM 的比例及供应厂商

国内手机厂商	委外设计比例	ODM 供应商			
苹果	0%				
三星	20-25%	闻泰	华勤		
LG	80-90%	闻泰			
华为	20-30%	华勤	龙旗		有望扩大 ODM 合作方
小米	40-50%	龙旗	闻泰	华勤	
Oppo	45-55%	闻泰	华勤		
Vivo	0-10%				有望扩大 ODM 合作方

来源：IHS，赛诺，中泰证券研究所

5G 启动窗口期，加剧产业变局

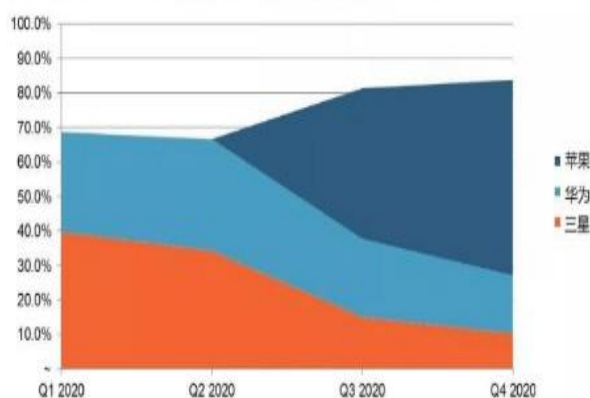
- **5G 带动新一轮换机周期，存量替代起点明确。**据中移动预测，均价大于 4000 元的在 5G 手机市场份额约为 15%；均价大于 2000 元的在 5G 手机市场份额将约为 41%，均价大于 1000 元的在 5G 手机市场份额将约为 79%。随着 5G 网络的铺开和基带平台成熟，预计至 2020 年将出现 5G 手机品类爆发和价格显著降低，到 2020 年底千元 5G 手机有望面世，预计中国 5G 手机 2020 年出货量将在 1~2 亿部。

图表 15: 5G 手机将迅速向经济机型发展



来源：中国移动 5G 手机白皮书，中泰证券研究所

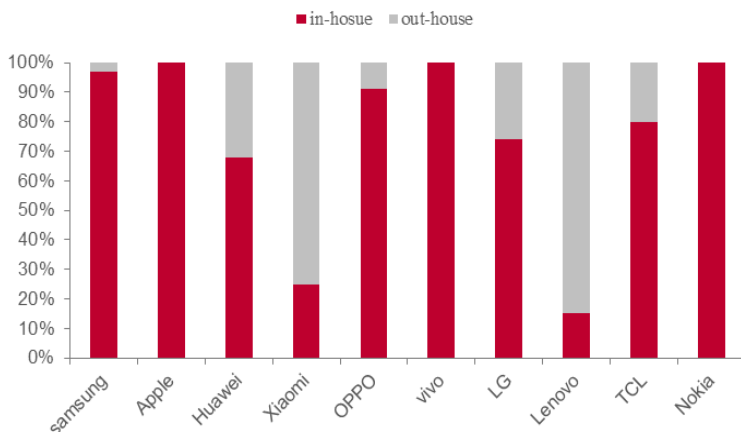
图表 16: 高端市场带动 2020 年全球 5G



来源：Strategy analytics, 中泰证券研究所

- **高端机型为换机风向标。**据 Strategy Analytics 预测，2020 年全球 5G 智能手机出货量前三的厂商分别是苹果、三星、华为，由于三星在韩国和美国率先发布了 5G 智能手机，因此有望成为早期 5G 手机的领导者，而苹果有望在 2020 年下半年推出其首款 5G 机型，将在全球逐步起量，进一步带动 5G 手机换机风潮。
- **小米率先将 5G 手机价格带入 1 字头，经济机型竞争加大。**2019 年 12 月 10 日小米发布了搭载骁龙 765G 处理器的 5G 手机 Redmi K30，以 1999 元刷新了荣耀 V30 的 3299 元的全球 5G 手机最低价，在 2019 年底就将 5G 手机售价引入 1 字头时代。此前市场上 5G 手机均定位在搭载旗舰处理器，如小米和 vivo 采用骁龙 855 外挂基带，华为和荣耀采用麒麟 990 5G Soc。而该款 K30 则首次定位中档处理器，搭载高通新发布的骁龙 765G Soc，起售价对应为 6G+64G 低配，打响 5G 经济型手机竞争的第一枪，后续经济机型的价格竞争将更加激烈。
- **ODM 采纳度已颇为普及，潜在市场将持续放大。**据 IHS 统计，2018 年全球 TOP 10 手机品牌厂商生产方式，华为，小米，联想和魅族是目前手机 ODM 公司主要的合作伙伴，其中小米 ODM 占比高达 75%。据路透社报道，自 2019 年起三星宣布关闭了在中国的自有工厂，同时将部分 Galaxy A 手机的生产外包给 ODM 厂商，LG 也开始将手机大比重外放 ODM。5G 窗口期带来的竞争压力将促使更多厂商寻求借助 ODM 厂商在品质管控，供应链能力和生产制造等环节的资源优势，可以预见后续 ODM 接纳度将更为普遍，潜在市场将持续放大。

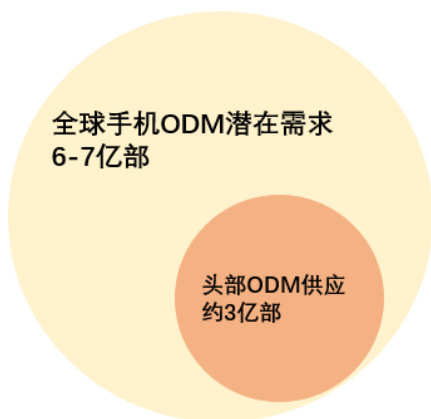
图表 17: 2018 年 TOP10 手机品牌厂商生产方式分布



来源: IHS, 中泰证券研究所

- **ODM 供应能力有限, 供需缺口将长期存在。**理论上 2000 元以下经济机型都可以外放 ODM 以降低成本提升竞争力, 前面分析该档位机型全球年出货约 10 亿部, 预计其中 60~70%都可能外放 ODM。全球经济下行压力加大, 购买性价比产品的需求更强, 经济机型出货量有望快速增长, 利好 ODM 厂商。结合旭日大数据统计推算, 2019 年前十 ODM 智能手机工厂出货量约 3 亿台, 其中前三大出货量占据绝大部分。容易看出 ODM 供应严重落后于潜在需求, 头部 ODM 资源稀缺, 议价能力有望持续提升。

图表 18: 长期看 ODM 将供不应求



来源: 旭日大数据, 中泰证券研究所

图表 19: 2019 年智能手机 ODM TOP10 出货量 (百万台)

Rank	ODMs	2018	2019	yoy
1	Wingtech	90.2	113	25%
2	Huaqin	85	89	5%
3	Longcheer	60	70	17%
4	Chino/On Tim	17.8	15.8	-11%
5	TINNO	11.5	10	-13%
6	Wind	5	4.8	-4%
7	Arima	1.2	1.2	0%
8	CCI	1	1	0%
9	Ragentek	0	0	
10	CK	0	0	

来源: IHS, 中泰证券研究所

- **疫情拖累手机总出货量下滑, 但对 ODM 影响甚微。**2019 年线下市场, 运营商停止渠道补贴, 品牌商线下扩张回归理性, 精品化战驱使使线下资源集中在体验店及核心卖场, 门店数量大幅减少, 中国智能机市场缩水严重。2020 年受新冠疫情影响, 一季度手机零售大幅萎缩, 消费者信心大幅降低, 预计全年零售量预计将出现明显下滑。

图表 20: 国内手机出货量 20Q4 出现大幅向上, 需求拐点确立



来源: 信通院, 中泰证券研究所

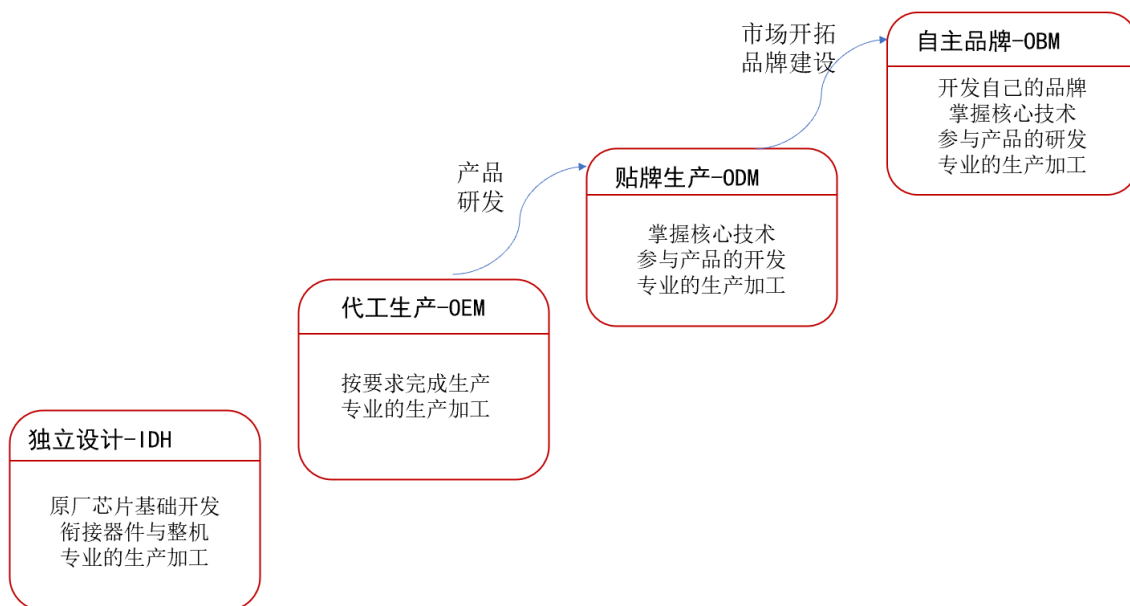
据信通院最新统计,2020年4月国内手机市场总体出货量4172.8万部,同比大幅增长14.2%,对受疫情影响的Q1需求形成强劲修复,其中国内市场5G手机出货量1638.2万部,占同期手机出货量的39.3%,需求企稳向上拐点明确,预计延后的5G手机需求将在下半年趋势向上。期间虽然总量出现了下滑,但鉴于经济机型市场ODM仍存在相当程度供不应求,对于主要ODM厂商的订单冲击影响甚微。

ODM 成为产业枢纽，深刻影响上下游

中游 ODM 在产业竞合中脱颖而出

- 根据商业策略灵活竞争协作，产业中游在分工中脱颖而出。智能手机制造可能存在 OEM-ODM-OBM 三种分工方式，不同的品牌商选择不同方式，如苹果多选择 OEM 代工，华为、小米、Oppo 和 Vivo 等品牌的经济机型开始越来越多选择 ODM 方式，三星也从全面自研自产逐步外放 ODM。

图表 21：产业竞合下的不同分工方式



来源：赛诺，中泰证券研究所

IDH (Independent Design House): 在 IC 芯片的基础上进行平台、产品和解决方案的开发设计，辅助整机迅速面市。IDH 不只围绕芯片开发外围电路，还要同时集成各种 IC 和子系统，形成满足市场需求的产品。IDH 既要求对芯片功能应用有充分了解，也要求对相关软硬件设计和客户需求把握透彻，是衔接上游 IC 元器件与下游整机之间的桥梁。

OEM (Original Equipment Manufacture): 指原始设备生产商。品牌生产者不直接生产产品，而是委托 OEM 厂商代工生产，品牌商利用自身的核心技术负责设计和开发、控制销售渠道，将生产加工任务交给外部厂商来降低成本，承接代工任务的就是 OEM，其产品就是 OEM 产品，贴上品牌商商标出售。

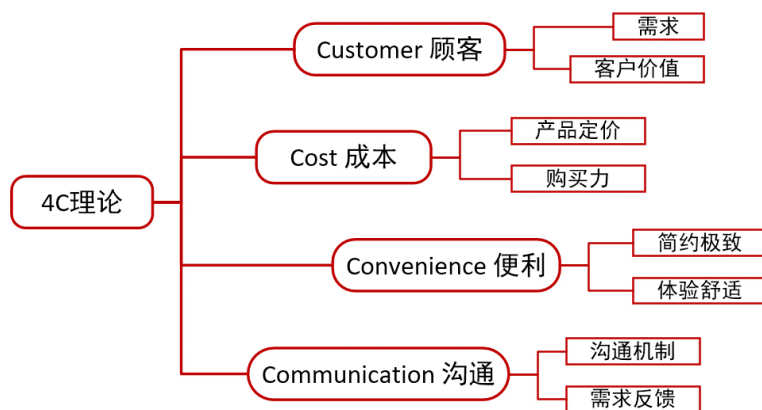
ODM (Original Design Manufacture): 指原始设计制造商。此类制造商拥有独立自主研发的能力，掌握核心技术，品牌客户只需要提出产品需求，ODM 生产商便可设计、研发并生产出符合要求的产品；客户也可以买断 ODM 生产商直接定义并研发出的产品进行生产销售。

OEM 和 ODM 两者最大的区别是，OEM 产品制造版权在品牌商手中，生产后也只能使用该品牌名称，不能冠以其他品牌再生产。而 ODM 制造商有权以自己的设计技术，独立组织生产，只要规避掉其他公司的设计识别即可。

OBM (Original Brand Manufacture): 就是品牌制造商，此类生产商能够研发、生产、销售自主品牌的产品，但由于需要进行市场开拓和品牌建设，同等产品放置在 OBM 厂商体内成本往往较大。ODM 厂商同样能通过自行定义和研发产品，贴上自己标签销售，由此演变为品牌商。

- **从营销策略看，经济机型着眼于份额优先，对既定客户群提供性价比最优方案。**在推出一款经济机型前，品牌商首先需要精细化地对目标客户群进行画像，根据准确定义的客户需求对产品进行定价、设计和选型，同时为顾客提供最大的购买和使用便利，形成双向沟通与反馈。这意味着品牌营销、渠道管理、售后服务等将消耗掉大量资源，有限的研发投入就更需要集中在产品设计定型和生产成本管控上要效益。份额优先导向下，对既定客户群提供性价比最优的方案就显得至关重要。

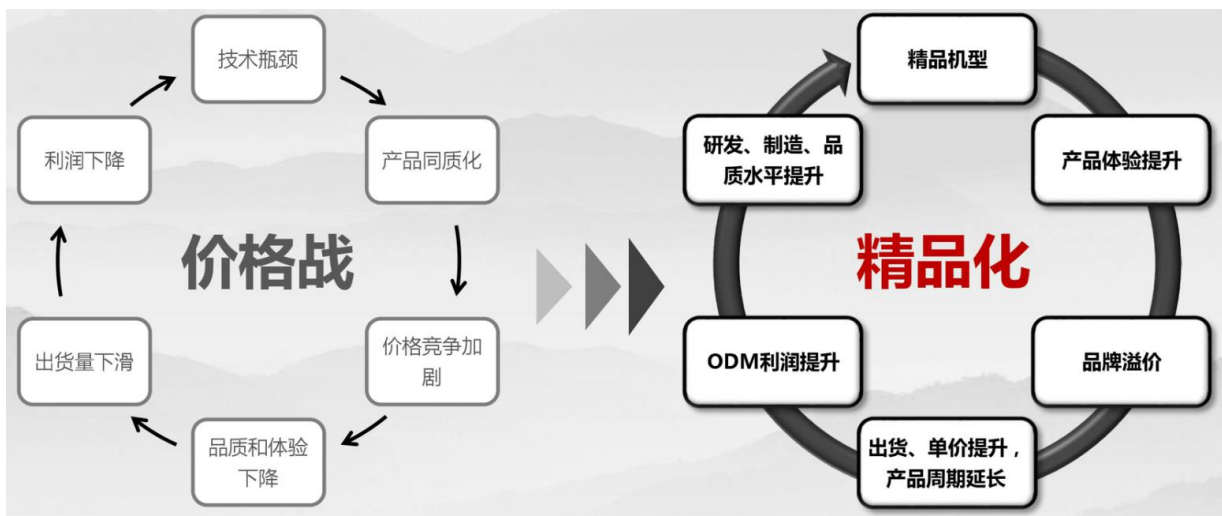
图表 22: 4C 营销理论



来源：百度，中泰证券研究所

- **经济机型精品化竞争，促使 ODM 产业地位大幅提升。**经济机型市场由于价格区间集中，产品上游通用，如果不细分设计极易同质化。将导致价格战加剧，使参与者引入恶性竞争，会影响产品质量与出货量，降低厂商利润并弱化其研发能力，技术的弱化又会进一步导致产品同质化严重，从而陷入恶性循环。打破恶性循环的关键是在细分客户群内走精品化路线。

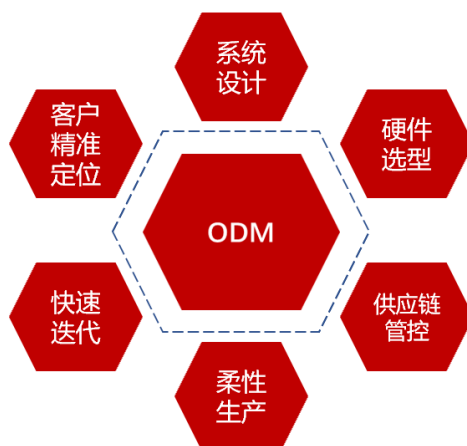
图表 23: ODM 是精品化战略下的必然选择, 会影响下游竞争格局



来源: 赛诺, 中泰证券研究所

精品化路线要求精准客户定位、系统设计和硬件选型、供应链把控、柔性生产和快速迭代。全面的品型设计积累和深刻的需求理解能力是 ODM 的独特优势。ODM 厂商汇聚了众多下游客户需求, 具备多重客户群的画像和需求匹配积累, 同类客户群中些许的硬件和外观设计差异便可影响最终的销售结果和市占率, 而这样齐备需求全景图和比较分析数据对于下游品牌商客户很难有机会完整获取, ODM 的全景图设计能力价值显得尤为稀缺。

图表 24: ODM 的多维度核心竞争力



来源: 中泰证券研究所

在整机研发和制造方面, ODM 具备出众的自主研发与生产能力。由于大量的研发制造环节具有可复用性, 核心技术得以通过长期积累沉淀, 获取较高壁垒。通过技术升级推出高质量产品, 提升产品体验, 从而真正实现品牌溢价, 增强品牌厂商的市占率和品牌定价能力, 为品牌厂商

真正提供价值。同时出货量的增加与单价的提升和产品周期的延长，会直接带动 ODM 厂商在单品上的利润增长，进而提高其研发生产能力，推动下一代产品设计定位和品质更上台阶。精品化战略是产业高度分工和需求多样化快速迭代的结果。ODM 企业核心地位已经凸显，更能协助市场形成良性竞争，推动产业正向发展。

供应链多元化，设计制造成为核心竞争力

- **智能手机与 PC 组装机类似，同时面对上游多元化和需求个性化。**智能手机的发展跟随技术创新的发展，屏幕方面：从水滴屏、到全面屏、曲面屏、折叠屏逐渐演进；摄像头方面：更多的摄像头与更高的像素配备；机身厚度方面：手机厚度持续向更薄前进；传感方面：逐渐加入指纹识别、人脸识别、AR/VR 等功能；手机品类也向着游戏手机、拍照手机等不断丰富。回顾历史，智能手机的发展历史与 PC 组装机趋势一致，上游从简单到复杂，可选越来越多元；用户也随之越来越细分，更加个性化。

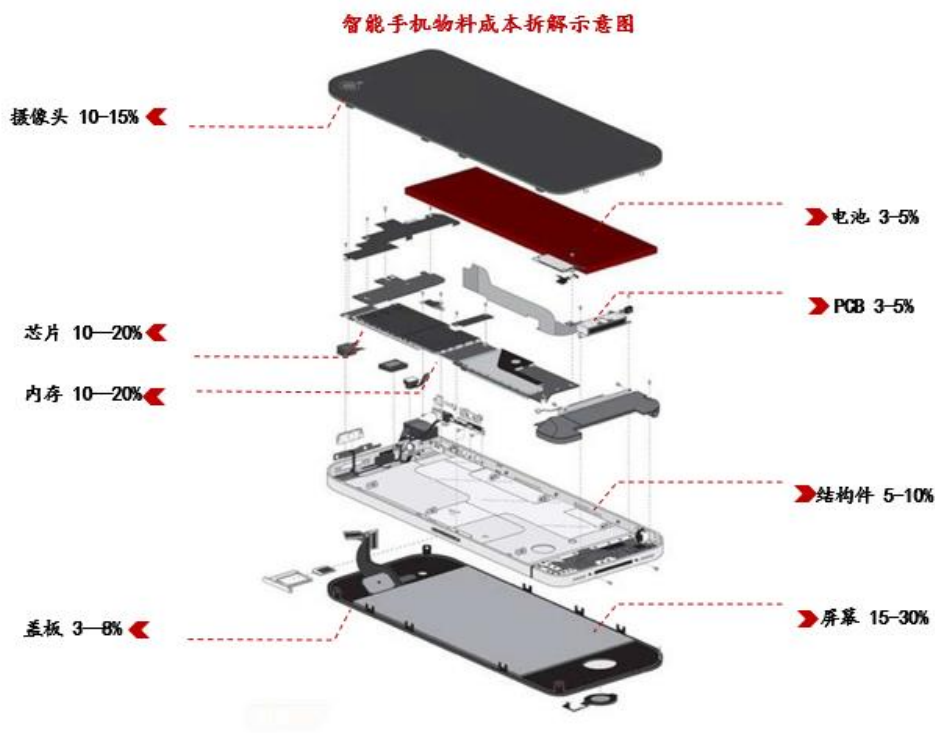
图表 25：智能手机密集融合技术创新，方案更加个性化



来源：ZTE，中泰证券研究所

- **上游供应链多元化，成本结构相对透明。**根据 IDC 分析，智能手机物料成本相对透明，其中屏幕、芯片、内存、摄像头四大块累计占比达到 45%-85%，关键部件供应紧缺或涨价会对手机成本产生显著影响。手机厂商通过委外生产控制制造成本，而自采比重和出货规模将影响 ODM 厂商的营收与利润，ODM 厂商通常在出货量超过百万部才有盈利空间，而自采比重提高也会显著提升其盈利水平。ODM 厂商普遍通过增加大客户数量，扩充其产品线以及提升上游产业链把控的方式来提升利润，降低运营风险。

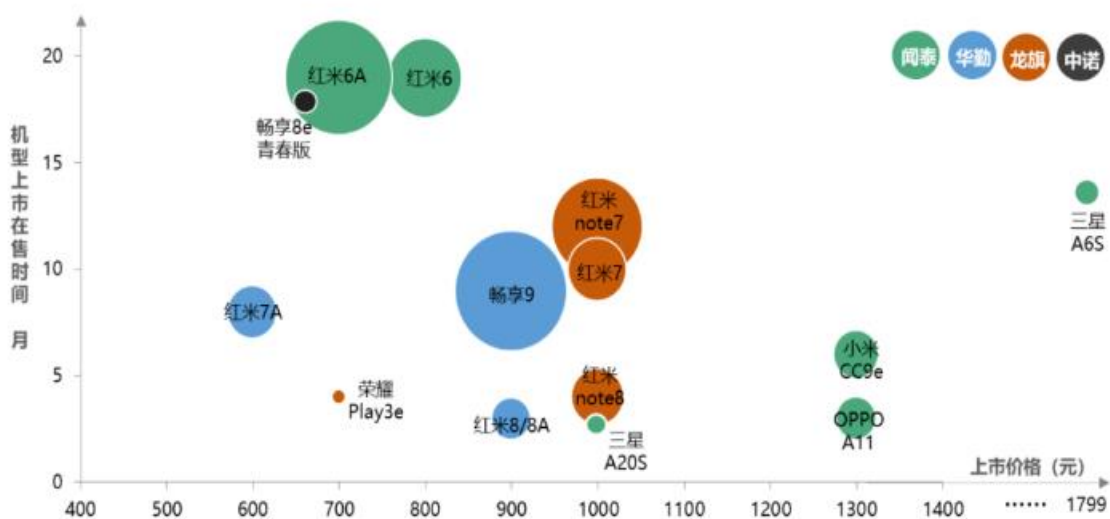
图表 26：供应链成本相对透明，上游供应多样化



来源：IDC，中泰证券研究所

- **下游需求细分多变，ODM 切实创造商业效益。**随着智能机逐渐步入个性化时代，产品种类多样化，客户需求细致化，对品牌厂商提出了更高的要求。ODM 借助自身的全景图优势，为品牌商设计生产出诸多爆款产品，切实提升了品牌市占份额，创造了商用效益。叠加疫情影响，品牌厂商的自身设计与投放能力都面临新压力。ODM 厂商具有更全面的供应链体系，更快速的响应能力，在疫情压力下品牌商对 ODM 的倚重度有望继续加大。

图表 27：2018 年 ODM 明星机型

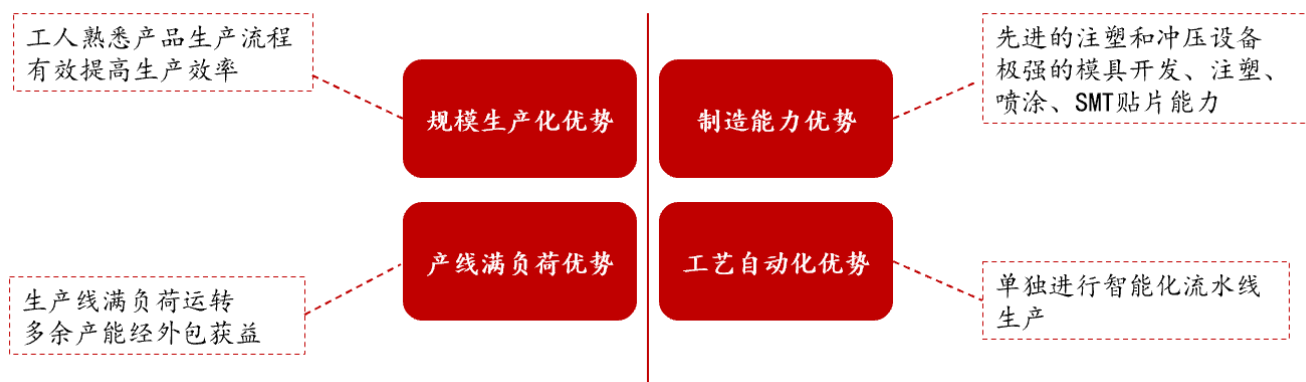


来源：赛诺，中泰证券研究所

中游 ODM 枢纽性地位正在强化

- **ODM 专注设计和制造环节，产业分工更具优势。**对于集中了设计和制造的中台 ODM 环节，在分工方面具备更强的专业度和规模效应，尤其具备一站式生产能力的龙头厂商，能更直接压缩中道成本，并通过柔性产线优化生产和测试能力。虽然整体上手机生产能力是富余的，但属于 ODM 厂商的自产产能可以更好地实现智能化，从而大幅优化生产效率与成本控制，通过与自有工厂衔接以及对生产流程的优化，可在保障产品品质的同时，有效提升生产效率，提升盈利空间。

图表 28：ODM 优势示意图



来源：中泰证券研究所

首先是产能优势，在多年积累形成的规模化生产条件下，工人对产品生产流程非常熟悉，对于操作设备得心应手，能够有效提高生产效率；其次是产线满负荷优势，头部企业的海量订单能让生产线满负荷运转，不间断生产，多余的产能更能通过外包实现收益；从工艺优势角度看，注塑和冲压设备，模具开发、注塑、喷涂、SMT 贴片能力和工艺自动化使得 ODM 能够针对某一款机型单独进行智能化流水线生产，并对测试方案优化，产能与工艺全方位巩固了头部公司行业领先的地位。

- **ODM 能预判销量趋势，有效管控供应链，掌握对上游定价权。**ODM 厂商与国内外主流厂商合作，作为信息集合点，能够相对精准的预判上游供应链的技术发展趋势、客户最新需求和价格波动。一款新机型往往需要超过 6 个月左右研发设计，而随后在不到半年就需要量产上市。进入 5G 竞争窗口期，各厂商将频繁推出 5G 新机型，迅速压缩从设计到交付的周期，将有可能从原来的接近一年压缩到 6 个月左右。ODM 快速的设计交付能力将为手机客户赢得市场竞争时间，同时也推升了 ODM 厂商对于上游采购自主度，随着自采比重的提升可以预见 ODM 对于提前锁定供应链，掌握对上游的定价权将有更强的话语权。

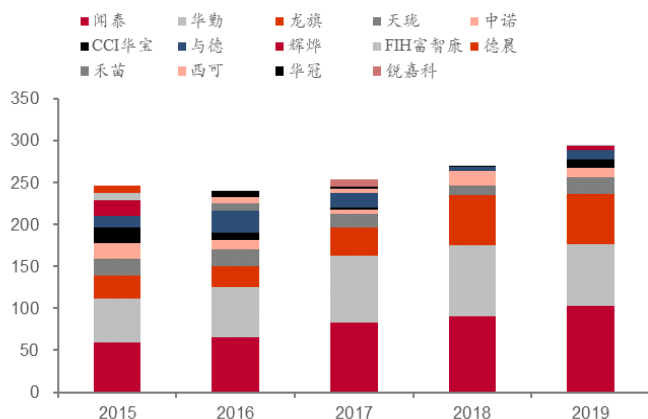
图表 29: 预知销量和需求, 锁定供应链



来源: 闻泰科技业绩发布会, 中泰证券研究所

- **ODM 整体供应能力远低于潜在需求。**近三年 ODM 行业集中度实现了快速提升, 到 2019 年前十大已经超过亿部, 其中前三大厂商闻泰、华勤和龙旗约占总出货量绝大多数。根据之前估算, 以全年年均出货量 18 亿部计算, 其中约 10 亿部价格都位于 2000 元以下, 预计其中 60~70% 都存在外放 ODM 潜在需求。ODM 整体供应能力远远不足。
- **ODM 竞争格局头部效应明显, 趋势不断强化。**从 2019 年末的数据上看, 单月前十大的出货量约在 4000 万部, 而头部的三家 ODM 厂商出货量为 2800 万部, 占据了 70%, 第一大的闻泰出货量近 1/3, 向头部集中的格局已经十分明显。下游存量市场的竞争将促使手机 ODM 需求仍在加大, 一方面 ODM 供应能力有限, 另一方面头部 ODM 具有更好的市场敏锐度、设计制造和成本管控能力, 有望持续享有一线订单带来的量价齐升。可以预见 ODM 市场的头部效应将不断强化。

图表 30: ODM 厂商集中度情况 (亿部)



来源: IHS, 旭日大数据, 中泰通信, 中泰证券研究所

图表 31: 2019 H1 全球智能手机 ODM 厂商份额变动

Ranking	ODM & IDH	Market Share	YoY Growth
1	WINGTECH	28%	23%
2	LONGCHEER	21.4%	71%
3	HUAQIN 华勤通信	21%	-18%
4	FIH	3.2%	12%
5	TINNO	2.7%	-35%
6	Ontim	1.7%	-36%
7	智尊海派	1.6%	-3%
8	BYD	0.8%	-24%
9	FortuneShip	0.8%	-17%
10	COMPAL	0.7%	17%

来源: Counterpoint, 中泰证券研究所

- **ODM 优势越来越明确, 可以预见更多的经济机型有外放的需求。**随着 5G 竞争的加剧, 这种需求传导到中台会造成 ODM 供不应求状况日甚。一方面 ODM 的产能在未来几年还将有一定程度的上升, 比如 2019 年闻泰、华勤和龙旗的出货量分别增长了 25%、5% 和 17%; 另一方面订单的分化仍在加深, 头部厂商将享有盈利更强的一线订单, 带来出货量和单机平均盈利能力双双提升。
- **宏观和产业的不确定性, 将强化 ODM 的产业地位和议价能力。**未来几

年贯穿消费电子领域的有两条主线：首先是 5G 带动下的智能终端创新，传统的手机、笔电和平板平均迭代周期将显著压缩，新器件新技术的应用将达到空前的高度；另外新形态终端，如 TWS 耳塞、VR 眼镜和手表、无人机等，终端形态进入密集创新周期，在其中产品的商业成熟期和业务模式面临重大不确定。新品类放在品牌厂商体内会面临较大试错风险和成本压力，可以预见外放 ODM 将是非常明确的趋势，ODM 将由是打开更大的增量空间。

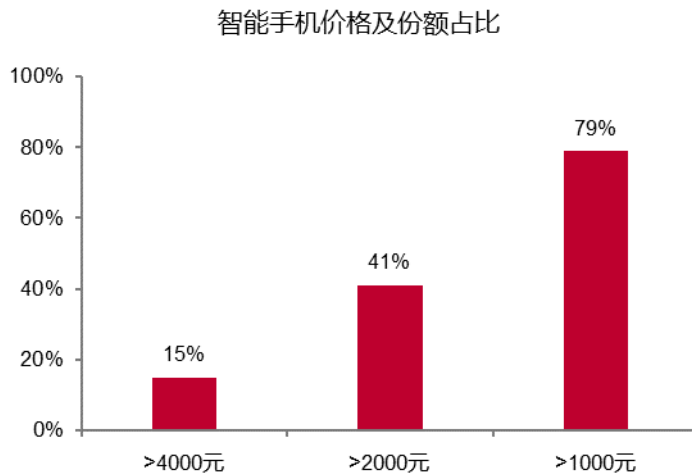
另一条主线是来自于美国的经贸压力和对国内龙头科技公司的技术封锁在未来可能常态化。虽然实现自主可控是长期趋势，但一定时段内，技术遏制会加大对于类似华为的龙头在高端市场主芯片的研制压力，相当部分资源投入有可能会向中档和经济机型下沉，进一步加剧该部分业已激烈的竞争，品牌商对于中台 ODM 的倚重度会加大，从而在整体上推升中台的产业地位和议价能力。

乘势 5G，迈向智能终端设计制造平台

5G 启动换机潮，新形态终端爆发

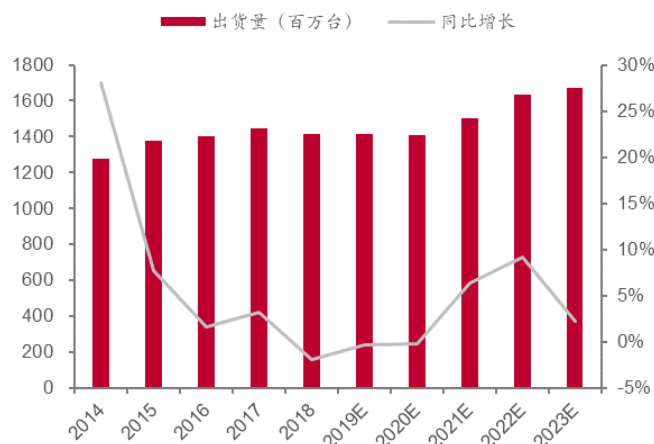
- **5G 换机周期启动，终端快速上量。**5G 将带来高网速、低时延、低功耗、广覆盖、高容量等多方面技术优势，从而推进云计算、大数据、物联网、人工智能等领域的跨越式发展。4G 手机发展逐渐固化，在消费者求新的心理需求下，将迎来新一轮的 5G 手机换机潮，换机诉求有望超预期。据 IHS 预测，至 2023 年全球智能手机出货量将达到 16 亿台，其中 IDC 预测将有 5 亿台 5G 手机，占比超过 30%。
- **智能手机是 5G 终端规模发展的先发产品。**5G 网络建设开始全面推进之后，大量的资本投入导入基础设施，财务压力将促使运营商尽快大量铺开 5G 业务，5G 套餐的制定预示着运营商下一阶段对用 5G 用户渗透率的关注和考核已经开始，预计在标准和产业链成熟后，对 4G 低频谱的重耕也将在后续启动，推动用户从 4G 向 5G 全面迁移。智能手机在阶段作为先发产品规模化将较为确定，终端价格、杀手应用、网络覆盖、通信资费是影响推进的关键因素。

图表 32：智能手机是 5G 终端规模化的先发产品，经济型主导

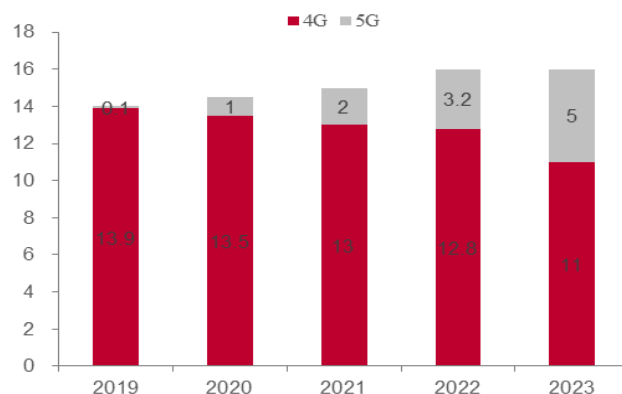


来源：中国移动 5G 手机白皮书，中泰证券研究所

- **5G 手机将是未来三年驱动总量增长的核心力量。**在 5G 建设第一阶段，也就是 2018 到 2023 年，主要还是承接既有移动互联需求，以 eMBB 场景为主。我们预计 5G 手机将在 2020 年起将逐步快速起量。根据 IDC 预测，全球智能手机在 2020 年开始迎来整体较快增长，增速到达 3.5% 到 3.7% 左右，随后将逐步回落到 3% 左右的增速。与此同时，5G 手机的数量将迅速提升，2020 年虽然受到疫情影响，全球出货量仍有望超过亿部，到 2023 年有望突破 5 亿部，复合增速高达 58.67%，整体渗透率也将接近 27%，届时增将是带动智能手机增长的中坚力量。

图表 33: 全球智能手机出货量及预测 (百万部)


来源: IHS, 中泰证券研究所

图表 34: 全球 4G、5G 手机出货量预测 (亿部)


来源: IDC, 中泰证券研究所

- **品牌商密集推出 5G 手机, 经济机型将快速拉动用户渗透率。**自 2019 年 8 月份起, 各家厂商陆续推出 5G 手机, 如华为的 Mate20 X, 三星的 Galaxy Note10+5G, OPPO 的 OPPO Reno3, VIVO 的 IQOO Pro 5G, 小米的 Redmi K30 等。其中 Redmi K30 仅售 1999 元, 率先引领 5G 手机售价进入 1 字头时代。参考 4G 时代用户迁移史, 随着运营商正加速完成 5G 网络布局, 下个阶段经营重心将转移到提升 5G 用户渗透率方面, 经济机型在 5G 同样将成为加速用户迁移的核心手段。

图表 35: 5G 手机密集推出

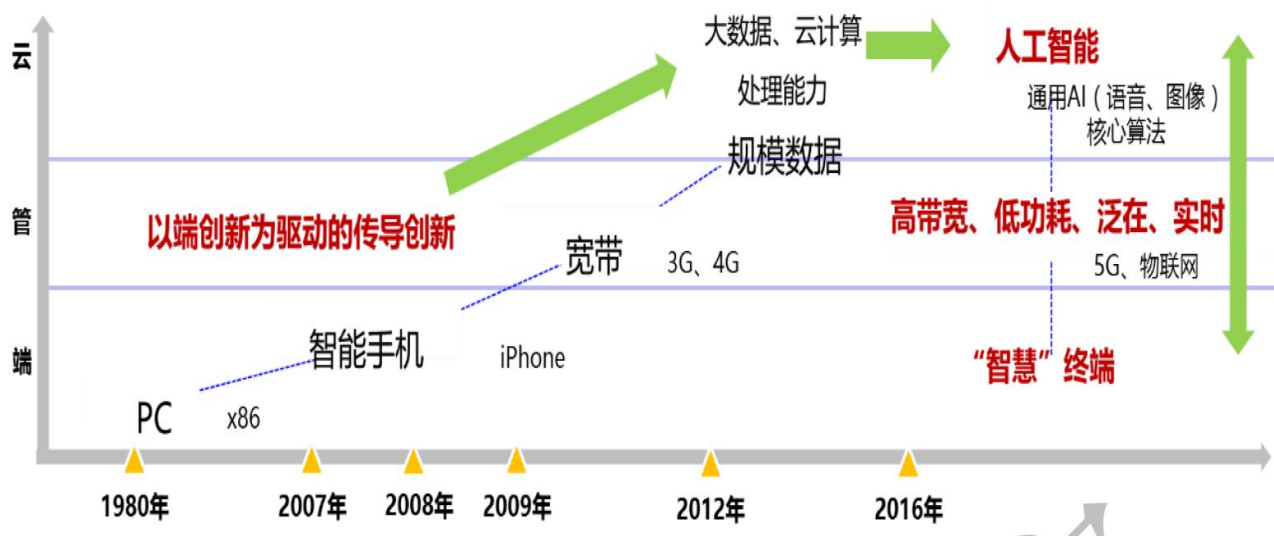
品牌	型号	芯片	价格	上市时间
华为	华为 HUAWEI Mate20 X (5G)	麒麟980+巴龙5000	¥4,999.00	2019年9月
	华为 HUAWEI Mate30 (5G)	麒麟990	¥4,999.00	2019年11月
	华为 HUAWEI Mate30 pro (5G)	麒麟990	¥6,399.00	2019年11月
	华为 HUAWEI nova 6 5G	麒麟990	¥3,799.00	2019年12月
	华为 HUAWEI P40 Pro+ 5G	麒麟990 5G SoC	¥7,988.00	2020年6月
荣耀	荣耀V30 (pro) 5G	麒麟990	¥3,299.00	2019年11月
小米	小米9 Pro 5G	骁龙855plus	¥3,699.00	2019年9月
	Redmi K30 5G	骁龙765G 5G集成芯	¥1,999.00	2019年12月
OPPO	OPPO Reno3	骁龙765G 5G集成芯	¥2,699.00	2019年12月
vivo	vivo iQOO Pro 5G	骁龙855plus	¥3,498.00	2019年8月
	vivo NEX 3 5G	骁龙855plus	¥4,998.00	2019年9月
三星	三星 Galaxy A90 5G	骁龙855	¥3,868.00	2019年10月
	三星 Galaxy Note10+ 5G	骁龙855	¥7,999.00	2019年9月
中兴	中兴 ZTE 天机Axon 10 Pro	骁龙855	¥4,999.00	2019年5月
中国移动	中国移动 先行者X1	骁龙855	¥4,599.00	2019年8月

来源: 互联网资料整理, 中泰证券研究所

为了缓解网络建设初期的投资压力, 提升 5G 网络利用率, 可以预见类似 4G 手机的补贴政策和套餐设计将大力出台, 近三年经济机型将成为 5G 手机的主流, 2020 年是 5G 手机起量元年, 未来品牌厂商将历经争夺份额的窗口期, 在 5G 用户渗透率驱动目标和产业链迅速成熟的共同催化下, 5G 品牌机格局有望在三年内取得稳定。

- 参考“管端云”发展规律，智能终端将整体迎来实质性创新。从上世纪开始“管”创新从2G、3G逐渐发展到了4G、5G；“端”创新经历了从电脑到智能手机的发展过程，通信技术于终端技术共同孕育应用，催生了海量数据，“云”路径下的云计算和大数据等技术也逐渐成熟。三条路径相互驱动，如今又从5G管创新轮动到终端创新节点，以“智慧”终端为表现形式的移动智能终端产业生态圈将迎来创新爆发，为下一阶段5G、物联网应用探索做好铺垫。

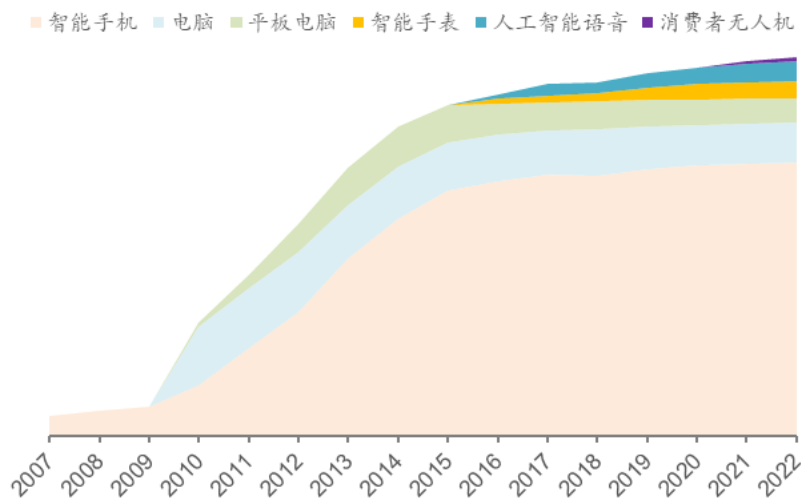
图表 36：移动智能终端生态随管和云共同演化



来源：移动智能终端暨智能硬件白皮书，中泰证券研究所

- 智能硬件全面多元化，有望实现“智能手机+IOT 终端”的生态格局。厂商对 IOT 的投入和布局有利于其巩固自身硬件、内容及服务生态圈，赢得未来发展的先机，并提高用户对品牌的粘性。据 Counterpoint Market Monitor 显示，全球 PC 市场已较为饱和，市场持续下滑，销量主要源于商业采购及换机需求，容量维持在每年 2.5 亿台左右；全球智能手表出货量将以 20%左右的复合增长率高速增长，接近平板电脑市场容量，其中美国和中国是最大的市场，市场份额超过 60%；全球智能音箱出货量将从 2018 年的 7000 万增长至 2020 年 1.2 亿台，成为除传统智能终端（智能手机、PC 和平板电脑）外第二个出货量过亿的新兴终端产品（第一个是智能手表）。

图表 37: 全球智能硬件产业出货量趋势图



来源: Counterpoint, 中泰证券研究所

- **从手机产业趋势看智能硬件发展，ODM 将在变化中迎来增量机遇。**从全球智能硬件出货量来看，2009 年开始出现了井喷，发展迅猛，平板电脑和笔电也成为了除手机外的智能硬件代表，虽然规模有所收缩，但 2016 年来基本保持稳定。今年随着品牌手机厂商如华为、小米逐步向该领域拓展，新的技术与硬件创新开始在笔电和平板中普及，生物识别、触摸屏和高速互联模组应用逐步兴起，为产业引入变局。预计未来总量虽然保持稳定，但竞争格局将发生较大变化。传统智能硬件的设计迭代周期缩短，品类更加细分，给 ODM 厂商带来新的发展机遇。

闻泰正崛起为智能终端制造平台型企业

- **闻泰具备最齐全的规模化制造能力。**从制造能力上看，闻泰在嘉兴和无锡的智能制造基地同时拥有较强的模具、注塑、喷涂能力，并同时拥有国内自动化程度高的贴片和组装能力，一站式生产能力使闻泰科技成为全球顶级品牌商和运营商的长期合作商。在出货规模上，闻泰在 2019 年整体出货量接近 1.2 亿部，19Q4 出货高点超过单月 1000 万部，预计 2020 年出货量将保持在 ODM 总量 1/3 以上的占比。随着闻泰昆明智能制造产业园项目的建成和投产，其出货能力在有望快速扩大，为业务发展形成重要支撑。

图表 38: TOP 5 ODM 厂商提供生产能力对比

公司	生产基地	生产能力	2019 年智能机出货量 (万台)
闻泰	嘉兴、无锡	贴片/组装/模具/注塑/喷涂	11,300
华勤	东莞、南昌	贴片/组装	8,900
龙旗	深圳、南昌、印度	贴片/组装	7,000
与德	惠州、印度	贴片/组装	1,580
天珑	深圳、江西、四川、贵州	贴片/组装	1,000

来源: 赛诺, 中泰证券研究所

- 闻泰的竞争优势相对于友商仍在拉大。手机品牌厂商的竞争传导至下游。技术、产品、产能、资金成为影响 ODM 行业发展的关键因素，行业竞争门槛大幅提升，具有更强的研发，品质管控，供应链和生产制造等综合实力的 ODM 厂商才有能力应对手机市场的变化。据 Counterpoint 统计，2019 年上半年全球 ODM 厂商市场份额 TOP3 为 70%，集中度明显提升。闻泰 ODM 出货量更是呈现出 25% 的高增长，接近第二和第三合计出货的量级，显著高于其他厂商，龙头效应明显。

图表 39: 2019 年 11 月 ODM/OEM 出货量 TOP10



来源：旭日大数据，中泰证券研究所

图表 40: 2019 年 12 月 ODM/OEM 出货量 TOP10



来源：旭日大数据，中泰证券研究所

- 客户结构持续优化，优质订单比重持续提升。自 2018 年对客户结构进行战略调整以来，公司的客户结构持续优化。开拓海外重要客户三星后，成为其核心 ODM 供应商，在三星外放战略重占领先比重，极大提升了平均单机盈利能力，龙头效应带动下，Oppo、LG、小米、联想和魅族等优质客户纷纷加大和公司的业务量，头部客户占比优化，为 ODM 盈利能力形成长期支撑。另外 5G 运营商定制机和非手机品类终端（笔电、平板等）单品价值量显著超过手机。预计 2020 年公司 ODM 平均盈利将保持 19Q4 以来的高水平。
- 发力物联终端，构建千亿级产业生态平台。闻泰科技与高通、移动、联通、电信建立良好的合作关系，成为高通“5G 领航计划”成员、中国移动“5G 终端先行者计划”成员、与中国联通建立 5G 研发中心、与中国电信签订 5G 创新合作协议，积极构建从集成电路设计、AI 算法、IoT 到终端产品（4G/5G）研发的千亿级产业生态平台。闻泰科技还进军 VR、车联网/汽车电子等新领域。据公司官网发布，闻泰科技已经与暴风、创维、小魅、保千里等客户合作推出 VR 一体机、360° 全景摄像头以及 VR 手机等 VR 产品；东风、开瑞等汽车公司的 T-BOX 车机产品已经开始出货；与高通携手研发的首款高通平台芯片笔记本电脑也将于

今年底上市；未来还将推出智能电动汽车嵌入式车载计算单元(核心板)，进入智能电动汽车产业链。

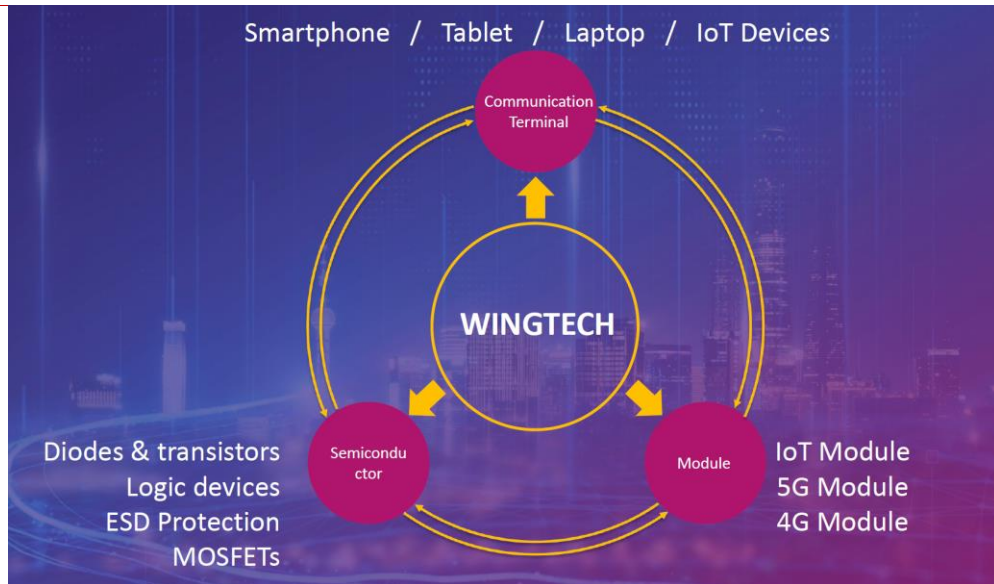
图表 41：闻泰科技在 5G 智能终端布局



来源：闻泰科技业绩发布会，中泰证券研究所

随着 5G 物联时代到来，ODM 竞争力有望逐步拓展至笔电、Pad、物联网和解决方案等领域，构建全新的 ODM 业务增长点，同时强化自产能力与自采供应链管控能力，盈利也将相应快速增长。

图表 42：5G 智能终端平台型企业，模组或为新一极



来源：闻泰科技业绩发布会，中泰证券研究所

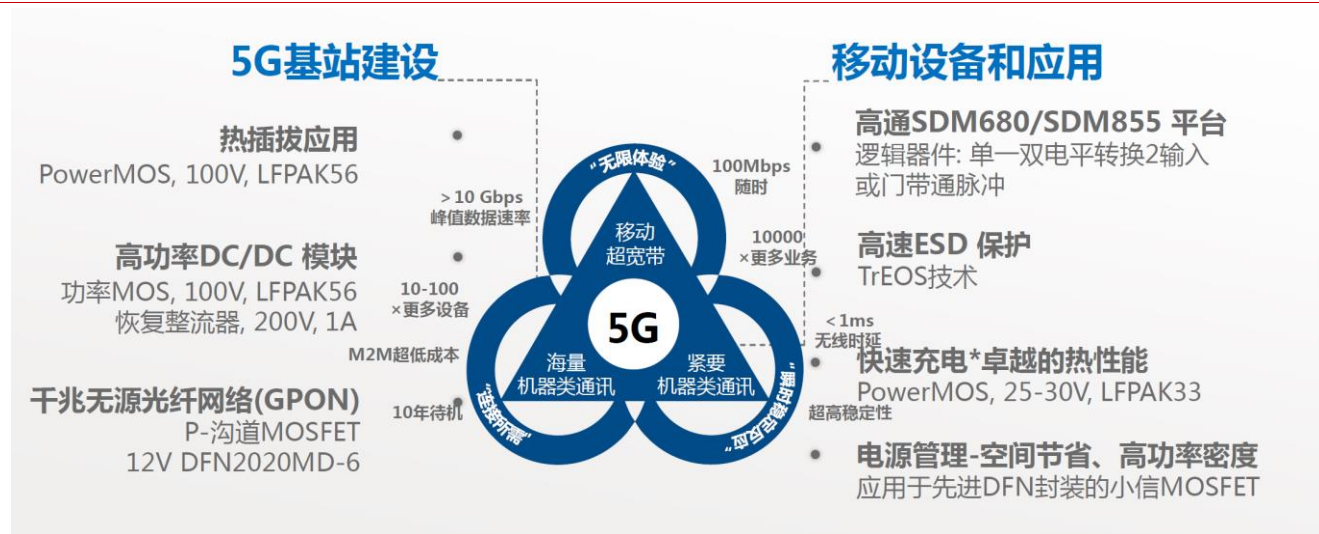
- **终端模组或成为全新的业务单元。** 闻泰强大的终端设计制造能力有望和安世独特的全球领先产业地位形成协同，典型在安世具备优势的车载电子器件领域，安世已进入第一流车厂客户，为 tier1 厂提供器件；而闻泰领先的系统设计制造能力完全可以补齐 tier1 环节，提供有竞争力的模块

解决方案，助力安世车规级业务向下游延伸。闻泰对于车载模组的系统设计能力叠加安世器件，有望实现从器件向模块供应升级，形成协同在新业务线上的突破。车规级模块整体规模将是器件的十倍以上，而综合毛利相比器件并不降低（英飞凌也有类似车载模块业务）。从长期来看协同有望产生模块业务，有望在公司业务版图中成为全新一极。

协同安世，定位 IDM 纵向延伸

- **全球半导体标准器件龙头，国内唯一规模化 IDM 厂商。**安世集团是全球领先的半导体标准器件供应商，前身是半导体巨头恩智浦的标准件业务事业部，拥有 60 多年的半导体行业专业经验，其主要产品为逻辑器件、分立器件和 MOSFET 器件，是世界一流标准产品的首选生产商、供应商。作为全球为数不多的整合器件 IDM 制造商，安世集团覆盖了半导体产品的设计、制造、封装测试的全部环节，是典型的主打垂直一体化模式半导体企业，全年出货量超过 1000 亿片，产品种类过万种。目前安世集团在英国和德国分别拥有一座前端晶圆加工工厂，在中国广东、马来西亚、菲律宾分别拥有一座后端封测工厂，并在荷兰拥有一座工业设备研发中心 ITEC，销售网络覆盖全球主要地区。

图表 43：安世在 5G 时代的创新布局



来源：闻泰科技业绩发布会，中泰证券研究所

- **5G 新需求为安世打开创新空间。**5G 启动万物互联，叠加汽车电子化和供能智能化，各领域对功率半导体需求将空前强劲，预计未来十年需求空间将不断站上新台阶。根据闻泰科技在业绩发布会上做出的预测，5G 手机 2020 年迎来换机潮，未来 6 年 30 亿出货量，每部手机中平均使用安世器件约 30 颗；新品智能终端和 IoT 设备有望形成百亿规模连接数，产业终端在变频、整流、功率控制、节能等方面均需要功率器件，平均每个终端将有数十颗的需求；车载电子化是对增长拉动最强劲的领域，车载半导体未来复合增速有望达到 11~13%，其中 2~3% 来自汽车增长，7~9% 增长来自汽车电子化渗透度加深，3% 来自单品价格增长，安世提

供的器件在单车中的价值量有望从 70 美元上升到 350 美元。安世在相应领域开启了围绕下一代复合半导体和新器件形态的创新投入。

- **供应链纵向打通，进而推动横向业务拓展。**在国内手机市场趋于饱和的现状，及 5G 网络和物联网技术的发展，使得移动物联终端的形态开始由手机向各类型的非手机终端转移，据中国信息通信研究院泰尔终端实验室综合数据库统计，2018 年在进网检测中送检的非手机产品款型数占比超过手机产品款型数占比达到 52.9%，比例明显提升。对于 ODM 厂商而言，通过横向扩张品类，可以提前在新领域布局，同时，上游供应链的延伸打通，将有效降低厂商备货风险及成本，提升 ODM 厂商的毛利率，促进行业的良性发展。我们认为，在物联终端长期上量的过程中，闻泰正在成为 5G 智能终端的设计枢纽和制造平台。

图表 44：纵向打通供应链，横向拓展业务范围



来源：赛诺，中泰证券研究所

- **双翼协同战略将在 5G 智能物联时代将迎来最好机遇。**5G 将是人联和物联时代的分界线，从规模到场景，都将迎来物联终端的爆发式增长。按照中移动总结多方数据所作的预测，到 2023 年全球人联数量将为 116 亿，物联数量将为 198 亿；国内人联数量将为 29 亿，物联数量为 44 亿。5G 智能物联的大时代背景，将助推公司充分发挥终端 ODM 优势，快速促进物联解决方案落地，并持续打开产能；而终端规模暴增也将数倍提升对于安世标准器件需求，双翼协同将助力公司在 5G 时代迎来高质量快速增长。安世与 ODM 的协同将打通产业链上游和中游，形成从芯片设计、晶圆制造、半导体封装测试到终端产品研发设计、生产制造于一体的产业平台。

图表 45：协同发展，联动创新



来源：闻泰科技业绩发布会，中泰证券研究所

投资建议

- 手机厂商通过精分客户群和优化性价比在庞大的经济机型市场抢占份额。元器件组件多样化和客户结构精细化，让客户定位、硬件选型、供应链管理、柔性生产和快速投放成为决胜关键。ODM 龙头闻泰具备全景图设计经验、立足本土的强大制造和供应链把控力，成为直接影响下游格局的产业枢纽。5G 终端新形态迭出，闻泰协同安世，正快速成长为智能终端研制的平台型企业。
- **存量竞争激烈，驱使手机厂商外放经济机型设计制造力度加大，业态正历经剧变。**近年来，智能手机产业集中度迅速提升，存量市场竞争格局仍在优化，外部压力促使厂商普遍采取差异化的经营策略：通过高端机型强化品牌、核心技术，巩固价值客户群；经济机型用以抢占份额、支撑规模、奠定增值服务基础。而后者成功的关键在于特定目标客户群内实现最优性价比，这对于市场定位、硬件设计选型、供应链把控、柔性迭代和海量出货要求极高，随着目标客户群越来越细分和产品迭代周期缩短，经济机型正在越来越多地消耗品牌厂商的有限资源。头部手机厂正加速外放经济机型的设计制造，形成越来越庞大的手机和智能终端 ODM 需求。当前 ODM 供应量整体紧缺，优质的设计制造能力更为有限，中期看很难缓解。中台 ODM 业态由是衍生出深刻的变化。
- **ODM 龙头正向设计枢纽和制造平台演化，将直接影响上下游格局。**经济机型的竞争核心围绕市场定位和方案最优，在客户群越来越细分的同时，上游基带平台、元器件组件趋于多样化，创造了更多方案选择，尤其在 5G 手机竞争的启动期，经济型手机迭代节奏明显加快。对客户群精确画像、产品设计和硬件选型、长期供应链把控力、柔性生产和快速迭代投放，成为决胜经济机型市占率的关键。这些要素恰好是 ODM 龙头的独特价值，其方案设计和产品交付的质和量都具备明显优势。是否能够获取头部 ODM 资源，将直接影响下游产品竞争格局，长锁定期和大采购量也使其对上游具备议价能力。因此 ODM 龙头产业地位急剧提升，正迈向设计枢纽和制造平台。ODM 品牌化和龙头效应将越来越突出。
- **5G 终端新形态迭出，闻泰将协同安世不断开辟新领域。**闻泰是全球 ODM 第一大厂商，在 2018 年对客户结构战略调整，高效优化组织结构，充分发掘内生竞争力，与友商的比较优势进一步拉大。其枢纽性地位铸就了全景图优势，方案设计能力领先，对供应链把控力强，更不断加码制造柔性和扩充产能。5G 阶段新形态终端迭出，产业在外部冲击下面临变数，产品从定型到成熟上量存在较大不确定，更有利于 ODM 发挥高效迭代的优势。安世与 ODM 协同将打通上游和中游，形成从芯片设计、晶圆制造、半导体封测到终端研发设计、生产制造于一体的产业平台，在非手机终端、车载 tier1 终端等领域长期看也有望持续突破，推动规模快速上量，盈利能力持续优化。公司正加快成长为 5G 智能终端的平台型企业。

- 参考 A 股相关公司：其中含 ODM 业务的公司当前市值对应 2021 年业绩所得动态估值水平约在 12x~19x；含功率半导体、独立器件、芯片设计和制造业务的公司市值对应 2021 年业绩的动态估值为约 36x~172x。

图表 46：可比公司估值（亿元）

证券代码	证券简称	总市值	净利润			PE			PEG		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
601138.SH	工业富联	2,888.88	186.06	193.77	223.36	19.5	14.91	12.93	1.93	3.6	0.85
300735.SZ	光弘科技	142.45	4.29	5.74	7.53	28.02	24.81	18.92	0.49	0.73	0.61
300373.SZ	扬杰科技	129.69	2.25	2.92	3.75	36.07	44.42	34.58	1.79	1.5	1.22
603501.SH	韦尔股份	1,643.82	4.66	22.55	31.78	265.98	72.87	51.89	1.2	0.19	1.28
300223.SZ	北京君正	456.21	0.59	1.41	2.58	299.11	323.17	176.97	0.9	2.3	2.14
300623.SZ	捷捷微电	119.95	1.90	2.45	3.08	37.41	49.05	38.96	2.58	1.7	1.5
600703.SH	三安光电	1,026.13	12.98	18.94	25.37	57.67	54.71	40.72	-1.07	1.23	1.18

来源：Wind 截止 2020 年 6 月 9 日，中泰证券研究所

- **主要假设：**盈利预测中假设 2020 年 ODM 出货量 1.2 亿部，安世规模和业绩水平预计和 2019 年保持一致，上市公司全年对安世权益占比约为 78%，且年内完成定增和配套融资方案。2021 年假设 ODM 出货量 1.5 亿部，安世营业规模和业绩预计相比 2019 年增长 30%，上市全年公司对安世权益占比约为 100%。2022 年 ODM 出货量假设 2 亿部，安世规模和业绩水平预计相比 2019 年增长 50%。
- 预计 2020-2022 年公司将实现归母净利润为 32.12、47.09 和 59.4 亿元，假设今年能够完成定增和配套融资方案，则 2020-2022 年对应 EPS 分别为 2.58、3.78 和 4.77 元。目前公司股票价格对应 2021 年 PE 为 28.27x，考虑到未来几年行业发展景气度高企，公司两项业务均为产业龙头，且比较优势将持续凸显，我们认为闻泰科技目前被明显低估，维持买入评级，建议长期战略性配置。

图表 47：主要财务数据和盈利预测

2020年6月9日											
利润表						财务指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,335.1	41,578.2	67,222.4	95,379.6	147,313.4	成长性					
减：营业成本	15,764.0	37,286.2	59,638.1	84,565.1	132,418.9	营业收入增长率	2.5%	139.8%	61.7%	41.9%	54.4%
营业税费	62.3	74.0	100.8	152.6	235.7	营业利润增长率	-81.8%	2122.3%	132.7%	43.5%	26.0%
销售费用	150.6	483.6	773.1	1,106.4	1,708.8	净利润增长率	-81.5%	1954.4%	156.2%	46.6%	26.2%
管理费用	295.5	615.3	2,857.0	4,196.7	6,437.6	EBITDA增长率	85.9%	273.9%	4.5%	38.7%	23.4%
财务费用	211.8	556.3	400.0	330.0	150.0	EBIT增长率	119.0%	325.0%	-3.9%	37.2%	21.5%
资产减值损失	96.8	-359.7	50.0	100.0	100.0	NOPLAT增长率	-26.6%	515.4%	89.7%	37.2%	21.1%
加：公允价值变动收益	-	19.5	1.6	-	-	投资资本增长率	-28.6%	949.3%	40.2%	-45.4%	60.6%
投资和汇兑收益	-10.3	563.6	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	1.8%	474.2%	68.2%	13.3%	50.2%
营业利润	69.1	1,536.6	3,575.0	5,128.8	6,462.4	利润率					
加：营业外净收支	-5.5	-63.5	-5.0	-5.0	-5.0	营业利润率	9.1%	10.3%	11.3%	11.3%	10.1%
利润总额	63.6	1,473.1	3,570.0	5,123.8	6,457.4	净利润率	0.4%	3.7%	5.3%	5.4%	4.4%
减：所得税	-8.5	93.8	232.1	338.2	426.2	EBITDA/营业收入	0.4%	3.0%	4.8%	4.9%	4.0%
净利润	61.0	1,253.6	3,212.2	4,709.0	5,940.7	EBIT/营业收入	7.1%	11.1%	7.2%	7.0%	5.6%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	运营效率	5.5%	9.8%	5.8%	5.6%	4.4%
货币资金	1,903.2	7,714.2	12,472.1	18,918.8	27,446.7	固定资产周转天数					
交易性金融资产	-	1,499.5	1,499.5	1,499.5	1,499.5	流动资本周转天数	17	25	28	21	14
应收账款	4,874.4	15,083.6	5,601.9	10,294.7	14,257.5	流动资产周转天数	-7	-25	-7	-29	-31
应收票据	256.7	-	2,240.7	938.6	3,971.9	总资产周转天数	201	185	178	156	150
预付账款	35.0	170.0	78.5	273.9	277.8	应收账款周转天数	77	86	55	30	30
存货	1,625.3	5,677.8	12,545.0	13,294.4	27,167.0	存货周转天数	50	32	49	49	49
其他流动资产	3,129.5	678.3	1,333.9	1,716.8	1,244.4	总资产周转天数	289	355	369	300	249
可供出售金融资产	50.8	-	33.8	28.2	20.7	投资资本周转天数	64	127	173	110	65
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,176.0	42.3	42.3	42.3	42.3	ROE	1.7%	5.9%	9.0%	11.7%	9.8%
投资性房地产	-	-	-250.2	-333.6	-444.7	ROA	0.4%	2.1%	4.6%	5.5%	5.1%
固定资产	544.2	5,118.5	5,366.5	5,618.5	5,792.1	ROIC	8.9%	76.6%	13.8%	13.5%	30.1%
在建工程	32.7	486.7	273.4	166.7	113.3	费用率					
无形资产	673.0	4,570.8	7,620.5	10,279.8	12,548.7	销售费用率	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
其他非流动资产	2,641.5	24,089.9	23,701.2	23,793.4	23,677.7	管理费用率	1.7%	1.5%	4.3%	4.4%	4.4%
资产总额	16,942.2	65,131.8	72,559.1	86,532.0	117,615.0	财务费用率	1.2%	1.3%	0.6%	0.3%	0.1%
短期债务	1,999.8	2,778.1	4,313.0	-	-	三费/营业收入	3.8%	4.0%	6.0%	5.9%	5.6%
应付账款	6,325.9	18,255.2	8,250.7	29,333.9	29,519.0	偿债能力					
应付票据	2,106.5	5,864.3	5,732.0	10,711.3	15,036.8	资产负债率	78.0%	67.1%	50.3%	52.8%	47.9%
其他流动负债	2,698.7	4,171.2	6,432.7	5,034.3	10,940.1	负债权益比	354.1%	204.0%	101.3%	112.0%	91.9%
长期借款	-	11,306.0	11,306.0	-	-	流动比率	0.90	0.99	1.45	1.04	1.37
其他非流动负债	80.3	1,335.0	485.9	633.7	818.2	速动比率	0.78	0.81	0.94	0.75	0.88
负债总额	13,211.3	43,709.8	36,520.2	45,713.1	56,314.1	利息保障倍数	4.51	7.30	9.76	16.24	43.42
少数股东权益	136.3	232.6	358.4	434.9	525.4	分红指标					
股本	637.3	1,124.0	1,245.0	1,245.0	1,245.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	2,953.8	20,094.4	34,435.6	39,139.0	59,530.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,730.9	21,422.0	36,038.9	40,818.9	61,300.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	72.1	1,379.3	3,212.2	4,709.0	5,940.7	EPS(元)	0.05	1.12	2.58	3.78	4.77
加：折旧和摊销	327.9	650.9	933.5	1,353.2	1,768.7	BVPS(元)	3.20	18.85	28.66	32.44	48.82
资产减值准备	96.8	352.5	-	-	-	PE(X)	2,025.6	98.6	42.6	29.1	23.0
公允价值变动损失	-	-19.5	1.6	-	-	PB(X)	34.4	5.8	3.8	3.4	2.3
财务费用	217.9	597.9	400.0	330.0	150.0	P/PCF	56.9	-13.5	-18.9	21.5	-21.9
投资收益	10.3	-563.6	-100.0	-100.0	-100.0	P/S	7.1	3.0	2.0	1.4	0.9
少数股东损益	11.1	125.8	125.8	76.6	90.5	EV/EBITDA	10.0	23.7	28.7	17.4	13.2
营运资金的变动	333.4	7,320.1	-7,323.8	19,810.8	-9,955.9	CAGR(%)	304.8%	63.5%	115.2%	304.8%	63.5%
经营活动产生现金	3,272.0	4,620.0	-2,750.7	26,179.7	-2,106.0	PEG	6.6	1.6	0.4	0.1	0.4
投资活动产生现金	-1,639.2	-12,304.4	-3,707.5	-3,968.8	-3,939.2	ROIC/WACC	1.0	8.3	1.5	1.5	3.2
融资活动产生现金	-1,424.1	13,722.4	11,216.1	-15,764.1	14,573.0	REP	5.1	0.5	2.5	3.9	1.0

来源：基于Wind在6月9日数据,中泰证券研究所

风险提示

- **整合风险：**上市公司与安世集团的业务模式不完全相同，两者之间能否顺利实现整合具有不确定性。如果整合措施使用不当或整合时间过长，或出现其他因素导致整合过程不顺利，可能影响上市公司的经营与发展，进而会对上市公司的业绩产生不利影响。
- **5G 智能手机和物联终端上量不及预期风险：**5G 今年全面商用，5G 手机形成量产并且价格被大众所接受，是拉动用户渗透率的关键，非手机智能终端也将迎来全面创新，但和需求生态培育密切相关；另外 5G 物联终端的上量取决于网络铺垫规模和应用场景的发掘，其节奏存在不确定性。
- **半导体需求下滑的风险：**半导体行业具有较强的周期性波动态势，目标公司经营业绩会因为半导体市场的周期性波动而产生一定的影响，在较强的经济周期下，目标公司通常为跟上终端产品的需求量而扩大产能，但在较弱的经济周期下，较高的固定成本和过量的存货储备会对目标公司的生产经营造成不利影响，从而降低目标公司的毛利率水平。
- **市场系统性风险**

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。