



中信证券研究部



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



胡叶倩雯
电子分析师
S1010517100004



苗丰
电子分析师
S1010519120001

核心观点

公司是全球手机 ODM 龙头，2020 年疫情背景下 ODM 需求韧性足，且受益三星、OPPO 等新客户释单，预计公司未来持续性高增长。此外，公司已完成对全球功率器件领先者安世集团的收购，该业务受益国产替代，长期有望接棒 ODM 业务推动公司持续成长，维持“买入”评级。

强强联合，全球 ODM 龙头收购领先功率器件厂商。 闻泰科技是全球手机 ODM 龙头，2018 年 ODM 业务贡献 95+% 营收。2018 年公司启动对安世集团 80% 股权的收购，进军上游功率半导体领域，2019 年 11 月起安世集团资产开始并表，目前公司正计划收购安世集团剩余股权。按照安世集团 100% 并表的备考口径计算，2019 年闻泰本部和安世集团营收占比分别为 79%/21%，利润占比分别为 47% 和 53%。展望未来，1) ODM 业务有望持续受益新客户加单和盈利能力改善，2) 安世集团在国产替代趋势下份额有望进一步提升，3) ODM 与安世集团在客户资源、技术研发等领域协同效应显著，我们看好公司未来在 ODM 和安世集团的双轮驱动下持续成长，备考口径下公司未来 3 年业绩 CAGR 接近 35%。

本部：三星、OPPO 等新客户加速释放 ODM 订单，公司创收及盈利能力提升。 公司是全球手机 ODM 龙头，2018 年引入三星、OPPO 等新客户，2019 年出货量 1.13 亿台，全球市占率 27.6% 位居第一，ODM 业务营收达 398 亿元，毛利率和净利率分别为 9%/3%。2020 年疫情背景下全球手机需求受到抑制，但 ODM 需求韧性足。同时公司正持续优化客户和业务结构推动量价齐升：1) **量**：来自三星等新客户的订单持续增长，我们预计公司 2020/2021 年出货量增至 1.2/1.5 亿部，2) **价**：制造和采购业务比例提升，叠加 5G 机型拉动单项目价值提升，我们预计单机净利润有望增至 15/18 元。因此我们认为本部 ODM 业务短期内将迎来持续性的高成长机遇，预计未来 3 年业绩 CAGR 接近 45%，中长期则需进一步观察公司的平台化转型进程。

安世：功率器件国产替代核心受益者，打破产能瓶颈后增速有望回升至 20+%。 安世是原 NXP 标准器件部门，产品线涉及分立器件、逻辑器件、MOSFET，并在多细分领域保持龙头地位。2019 年安世集团实现营收达 104 亿元，毛利率和净利率分别为 35% 和 12%。目前国内功率半导体需求旺盛（~150 亿美金），但自给率较低，安世集团作为全球第九大功率器件厂商，在被闻泰科技收购后有望深度受益自主可控需求。目前安世集团在上市公司资源支持下正进一步补全产品布局（如高压 MOS 和 GaN），并在国产替代趋势下加速导入国内客户，实现在国内份额的提升（目前不足 10%）。短期内安世正凭借技改+外协扩充产能，预计 3 年业绩 CAGR 接近 16%，中长期公司有望在国内政策及资本加持下实现产能大幅扩张，为后续成长提供充足动力。

风险因素：疫情持续影响需求；并购整合不及预期；三星等客户释单不及预期；商誉减值风险。

投资建议：公司已完成对安世集团 80% 股权收购，正计划收购剩余股权。看好公司长期发展同时考虑短期疫情冲击，我们调整公司 2020/21/22 年归母净利润预测为 25.9/40.6/53.9 亿元（原预测为 31.1/38.5/45.4 亿元），对应备考业绩为 28.1/43.6/57.7 亿元（假设安世 100% 并表）。**基于 2021 年分部估值法，我们给予 1 年目标市值约为 1800 亿元，维持“买入”评级。**

闻泰科技	600745
评级	买入（维持）
当前价	125.95 元
总股本	1,124 百万股
流通股本	637 百万股
52 周最高/最低价	166.33/34.52 元
近 1 月绝对涨幅	8.88%
近 6 月绝对涨幅	15.10%
近 12 月绝对涨幅	220.49%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,335.11	41,578.16	62,097.98	91,921.93	121,140.32
营业收入增长率	2%	140%	49%	48%	32%
净利润(百万元)	61.02	1,253.56	2,586.30	4,059.73	5,390.29
净利润增长率	-81%	1954%	106%	57%	33%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.10	1.76	2.30	3.61	4.80
毛利率%	9%	10%	13%	13%	13%
净资产收益率 ROE%	1.70%	5.92%	10.88%	14.76%	16.59%
每股净资产 (元)	3.20	18.85	21.15	24.46	28.90
PE	1,260	72	55	35	26
PB	39	7	6	5	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 6 月 30 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	1
公司概况：手机 ODM 龙头携手功率器件领先者	2
业务布局：强化 ODM 主业，剥离房地产，进军半导体.....	2
股权架构：并购完成后实控人地位不变	4
财务分析：并表后营收及利润大幅提升，关注财务费用增加.....	5
本部：全球 ODM 龙头，优质客户助力短期高成长.....	7
行业概述：ODM 是手机品牌开拓低端市场的优质选择.....	7
成长动力：品牌厂商加快拥抱 ODM 模式，平台化转型打开长期成长空间.....	11
竞争格局：手机进入寡头时代，ODM 同样呈现马太效应	13
公司分析：受益客户结构优化，创收及盈利能力持续改善	14
安世：功率器件领先者，受益自主可控趋势	18
安世是 NXP 原标准器件部门，多细分领域龙头.....	19
功率器件是电力电子核心器件，安世可补足国内布局短板	23
后续展望：并购协同效应显著，全方位受益自主可控.....	26
风险因素	32
盈利预测及关键假设	33
关键假设.....	33
盈利预测.....	33
附录：收购安世半导体的历程梳理	34

插图目录

图 1：闻泰科技发展历程.....	3
图 2：2018 年闻泰科技营收结构.....	3
图 3：2019 年闻泰科技备考营收结构.....	3
图 4：公司股权架构，截至 2020 年一季末.....	4
图 5：闻泰科技本部及安世集团营收情况.....	5
图 6：闻泰科技本部及安世集团业绩情况.....	5
图 7：闻泰科技本部及安世集团毛利率情况.....	6
图 8：闻泰科技本部及安世集团净利率情况.....	6
图 9：闻泰与安世销售费用率对比.....	6
图 10：闻泰与安世管理费用率对比.....	6
图 11：闻泰与安世研发费用率对比.....	6
图 12：闻泰科技资产项目.....	7
图 13：同业公司商誉占备考报表总资产、净资产比例.....	7
图 14：ODM 模式示意图.....	8
图 15：2019 年国内 ODM 重点机型表现.....	9
图 16：全球 ODM 手机出货量.....	10
图 17 全球智能手机出货量份额.....	10
图 18：ODM 企业的三种收费科目.....	11
图 19：龙旗科技关于手机 ODM 的三类业务毛利率.....	11
图 20：国内外主要手机厂商委外设计出货比例（A 客户全部机型均为自研，因此未包含在内）.....	11
图 21：2019 年全球智能手机出货量排名.....	12
图 22：三星 ODM 需求持续释放.....	12
图 23：三星首款 ODM 机型——Galaxy A6s（售价 1599/1799 元）.....	12
图 24：OPPO A5 同样采取 ODM 模式（售价 1000//1299/1499 元）.....	12
图 25：全球 5G 手机出货量分品牌预测.....	13
图 26：与德拿下阿里的天猫精灵-方糖智能音箱 ODM 项目.....	13
图 27：ODM 厂商龙旗推出自有品牌 37 度手环进军智能穿戴.....	13
图 28：全球智能手机出货量情况.....	14
图 29：全球 ODM 市场 CR3 及 Top3 厂商出货量.....	14
图 30：闻泰科技研发人员数量.....	15
图 31：闻泰科技研发支出及其营收占比.....	15
图 32：闻泰科技客户资源丰富.....	16
图 33：基于高通芯片平台，闻泰正式进军笔记本电脑领域.....	17
图 34：闻泰科技携手安世推出车规级通讯模块.....	17
图 35：公司 ODM 业务营收及预测.....	18
图 36：公司 ODM 业务净利润及预测（未考虑并购事项导致财务费用增加带来的影响）.....	18
图 37：安世半导体发展历程（详细过程参见附录）.....	19
图 38：2017 年安世半导体收入拆分——按销售模式.....	20
图 39：安世半导体直销收入中下游客户分布，2017 年.....	20
图 40：2018 年安世集团营收分布——按地区.....	20
图 41：2019 年安世集团营收分布——按地区.....	20

图 42: 安世半导体收入拆分——按产品	20
表 43: 安世集团生产布局	22
图 44: 安世半导体 ITEC 设备研发中心	23
图 45: 安世半导体客户情况	23
图 46: 功率半导体产品范围示意图	24
图 47: 功率半导体应用范围	24
图 48: 全球功率半导体市场规模及预测	25
图 49: 中国功率半导体市场规模及预测	25
图 50: 新能源化助力单车功率器件需求提升	25
图 51: 全球功率半导体市场份额（2017 年）	26
图 52: 全球功率 MOSFET 市场份额（2017 年）	26
图 53: 2018 年国内供应商的功率器件收入	26
图 54: 2019 年国内供应商的功率器件毛利率对比	26
图 55: 国内外功率器件厂商的 MOSFET 器件电压范围比较	27
图 56: GaN 领域各厂商专利布局情况	27
图 57: 国内新能源汽车销量及预测	28
图 58: 海外新能源乘用车销量及预测	28
图 59: 闻泰 ODM 手机出货量 2020 年预计达 1.3~1.4 亿部，为安世带来可观消费电子类需求	29
图 60: 国内历年基站数量	29
图 61: 国内 5G 宏基站建设规划预测	29
图 62: 中国三大白电产量	30
图 63: 中国白电产能占全球的占比较高，2018 年数据	30
图 64: 国家集成电路产业投资基金历年投入	32
图 65: 主要地方集成电路产业基金规模	32
图 66: 安世集团营收及预测	32
图 67: 安世集团净利润及预测（未考虑并购事项相关利息支出增加带来的影响）	32
图 68: 闻泰科技收购安世半导体的历程简介	35
图 69: 第一步交易完成后安世半导体境内外股权架构——2018 年 4 月，公司参加拍卖获取安世 33.66% 股权	36
图 70: 第二步交易完成后安世半导体境内外股权架构——2018 年 11 月，公司计划收购安世剩余 46.32% 股权以实现控股，完成后上市平台对安世集团的持股比例上升至 79.98%	36
图 71: 第三步交易完成后安世半导体境内外股权架构——2020 年 3 月，公司计划收购安世剩余 18.25% 股权以实现控股，完成后上市平台对安世集团的持股比例上升至 98.23%	37

表格目录

表 1: 基于 2021 年分部估值法	1
表 2: 可比公司估值表	1
表 3: 公司收购安世集团 80% 股权的资金来源	7
表 4: 手机制造行业采取的主要经营模式对比	8
表 5: ODM 企业的三种经营模式对比	10
表 6: 2017 年重点 ODM 厂商竞争力对比分析	14

表 7：5G SoC 主芯片厂商梳理.....	16
表 8：中国本土半导体企业排名	18
表 9：公司在主要产品领域的全球市占率排名（2017 年）	21
表 10：安世集团产品线	21
表 11：安世集团的产能利用率及产销率	30
表 12：安世中国先进封测平台及工艺升级项目	31
表 13：公司收入拆分（备考口径）	33
表 14：公司净利润情况（备考口径）	33

■ 估值及投资评级

公司是全球智能手机 ODM 领域龙头企业，市占率超 27%，同时通过收购安世半导体 79.97% 股权布局半导体领域，未来公司将受益于 **ODM 和半导体业务的双轮驱动**，预计公司 2020~22 年备考净利润为 28.1/43.6/57.7 亿元。考虑到两大业务发展逻辑不同，我们采用分部估值法：

1) 闻泰本部：公司加速突破海内外知名客户，终端产品逐步出货，且新客户制造及物料采购业务占比提升，我们预计公司单部手机利润水平随之增长，2020 年疫情背景下全球手机需求受到抑制，但 ODM 韧性足，短期内公司仍能实现高增长。备考口径下，我们预测公司 ODM 业务 2020/21/22 年净利润为 17.1/28.4/38.8 亿元。我们选取的可比公司包括消费电子代工制造商光弘科技、环旭电子、比亚迪电子和手机品牌厂商传音控股和小米集团，2020~22 年预测 PE 平均值为 22/20/17 倍。考虑到受益于三星等新客户释单加速，公司业绩短期内持续性高成长（剔除并购利息影响后公司未来 3 年业绩 CAGR 为 42%），**给予公司本部 2021 年 PE30 倍，对应市值 853 亿元。**

2) 安世集团：公司收购安世集团 80% 股权，2019 年 11 月起已开始并表，目前公司收购剩余 18% 股权已获证监会通过，且后续有望进一步收购剩余 2% 股权，最终实现 100% 并表。安世集团原为恩智浦标准器件部门，短期内受产能限制，预计维持稳增长，长期看公司有望在国内政策扶持下大幅扩张产能，届时有望加速成长。我们预测安世集团 2020/21/22 年净利润为 11.1/15.2/19.0 亿元。选取国内功率半导体上市公司作为可比公司，包括斯达半导、华润微、扬杰科技、捷捷微电，2020~2022 年预测 PE 平均值为 104/78/60 倍。考虑安世为国内稀缺车规级功率器件龙头，**给予安世集团 2021 年 PE65 倍，其 98% 股权对应市值 969 亿元。**

基于 2021 年分部估值法，我们认为公司备考口径下合理市值为超 1800 亿元，公司当前市值约为 1400 亿元，维持“买入”评级。

表 1：基于 2021 年分部估值法

	本部业务	安世集团	加总
2021 年净利润（亿元）	28.4	15.2	
估值方法	PE	PE	
倍数	30	65	
公司持股比例	100%	98%	
对应市值（亿元）	853	969	1822

资料来源：中信证券研究部预测

表 2：可比公司估值表

股票代码	公司简称	币种	收盘价	净利润（亿元）				PE（倍）			
			（亿元）	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
ODM 业务											
601231.SH	环旭电子	CNY	476.4	12.6	15.3	19.7	23.1	38	31	24	21
300735.SZ	光弘科技	CNY	142.9	4.3	5.7	7.5	8.7	33	25	19	16
00285.HK	比亚迪电子	CNY	399.7	16.0	74.9	31.0	35.1	25	5	13	11

股票代码	公司简称	币种	收盘价				净利润（亿元）				PE（倍）			
			（亿元）	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E			
688036.SH	传音控股	CNY	568.0	17.9	19.0	21.1	25.0	32	30	27	23			
01810.HK	小米集团-W	CNY	2,823.7	115.3	135.4	161.8	193.5	24	21	17	15			
平均								30	22	20	17			
功率半导体业务														
603290.SH	斯达半导	CNY	335.7	1.4	1.8	2.4	3.4	248	191	139	99			
688396.SH	华润微	CNY	528.2	4.0	4.8	6.5	7.6	132	110	82	69			
300373.SZ	扬杰科技	CNY	158.3	2.3	2.8	3.7	4.8	70	56	43	33			
300623.SZ	捷捷微电	CNY	146.8	1.9	2.4	3.1	3.9	77	60	48	38			
平均								132	104	78	60			
600745.SH	闻泰科技 (备考口径)	CNY	1415.7	23.7	28.1	43.6	57.7	60	50	32	25			

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2020 年 6 月 30 日收盘价；传音控股、小米集团、扬杰科技、闻泰科技使用中信证券研究部预测数据，其他公司盈利预测使用 Wind 一致预期。

■ 公司概况：手机 ODM 龙头携手功率器件领先者

业务布局：强化 ODM 主业，剥离房地产，进军半导体

公司概况：十余年打造全球手机 ODM 龙头，目前正收购安世集团进军上游半导体产业。公司成立于 2006 年，迅速成长为手机 ODM 龙头，并于 2015~2017 年间通过资产重组形式完成 A 股上市，2018 年起公司开始收购安世集团进军半导体领域，从发展角度公司可分为内生、外延两个阶段：

1) 内生增长：手机 ODM 单业务支撑公司营收体量成长至 400 亿体量。公司成立之初为华为等手机品牌提供手机设计（IDH）服务，2008 年起随着生产基地投产公司转型为原始设计制造商（ODM）。借助精品化战略、成本优势及工程师红利等，公司成功抓住华为、小米等大客户手机销量爆发式增长的机遇，10 年时间成长为全球手机 ODM 龙头，2018 年起公司主动优化客户结构，再次进入高速发展期。2019 年公司全球市占率超过 28%，驱动公司当年营收及净利润分别达到 415.8/12.5 亿元，其中 ODM 业务营收及净利润据估算分别接近 400/10 亿元（考虑并购利息），2015~19 年 CAGR 分别为 48%/67%。

2) 外延并购：收购半导体厂商安世获取新动力，已顺利实现并表。安世集团前身是全球半导体龙头恩智浦旗下标准产品事业部，2017 年独立并被国内建广资本以 27.5 亿美元收购，若考虑飞利浦时代，安世集团从事半导体生产已接近 70 年，2019 年安世集团营收及净利润分别为 103.1/12.6 亿元，分别是闻泰科技本部的 26%/1.3 倍。**2018 年起闻泰科技看好半导体产业发展机遇，以 268 亿元的对价收购全球标准半导体器件领军者安世集团 80% 股权（对应估值为 335 亿元），2019 年 11 月正式完成并表（由于资产交割时点问题，2019 年 11~12 月安世集团净利润只并表 56%）。**目前公司正计划收购安世集团剩余股权，预计 2020H2 持股比例将上升至 98%。

图 1：闻泰科技发展历程

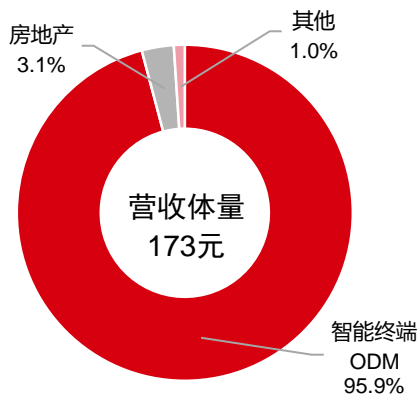


资料来源：闻泰科技公告及官网，中信证券研究部

业务结构：从手机 ODM 单业务成长切换至 ODM+半导体双轮驱动。公司在通过资产重组形式实现上市的过程中，中茵股份的部分房地产业务仍然保留在上市公司体内，截至 2018 年底，公司房地产业务仍贡献 3% 营收。2018 年起公司推动业务转型升级，收购半导体业务并剥离亏损的房地产业务。目前公司已顺利完成并表，我们预计备考口径下 2019 年公司营收结构将变为 ODM 业务占比达~80%，半导体业务（即安世）占比~20%。**展望未来，我们认为公司有望受益于 ODM 和半导体业务的双轮驱动，其中 ODM 业务中短期处在快速成长期，中长期半导体业务实现产能扩张后有望接棒。**

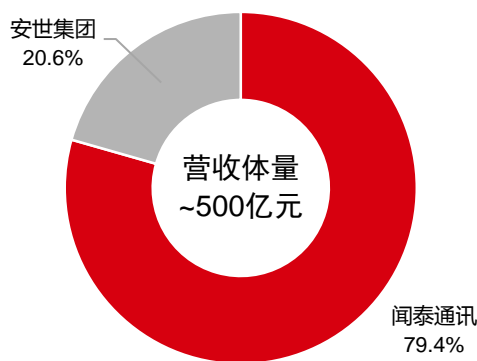
【注】备考口径为假设 2019 年初完成对安世收购，并剥离房地产资产。

图 2：2018 年闻泰科技营收结构



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

图 3：2019 年闻泰科技备考营收结构



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部测算

1) ODM 业务：中短期受益于新客户释单+5G 驱动，长期有望实现平台化转型。闻泰科技为全球手机 ODM 龙头，下游客户包括小米、华为等国内一线手机厂商，2019 年公司智能机出货量达 1.13 亿台，占 ODM 总出货量的 27.6%，占全球智能机出货量的 8.2%，ODM 领域市占率全球第一。同年公司 ODM 业务实现营收 398 亿元，过去 4 年 CAGR 为 57%，2019 年毛利率和净利率分别为 9%和 3%。展望未来，短期内三星等厂商加速拥抱

ODM 模式，公司作为行业龙头抢占更多订单，叠加 5G 带动单机盈利能力提升，短期公司高增长确定性强；长期来看，公司计划实现平台化转型，从手机到笔电、IoT、汽车电子等，有望迎来更广阔空间。

2) 半导体业务：短期维持稳增长，后续产能扩张预期兑现将迎来收获期。收购安世集团后，公司将新增半导体器件业务，包括功率分立器件（~39%）、逻辑器件（~31%）、MOSFET（~30%）等，并广泛应用于汽车、工业、移动及可穿戴设备、计算机等领域，**2019 年安世实现营收 103.1 亿元，过去两年 CAGR 为 4.5%，毛利率和净利率分别为 35% 和 12%**。由于产能不足，公司短期增长主要依赖于外协及产品结构升级，长期来看安世作为国内稀缺的车规级功率器件龙头将受到政策及资金扶持，有望在国内新建产线实现产能扩张，届时安世集团营收及业绩将迎来收获期。

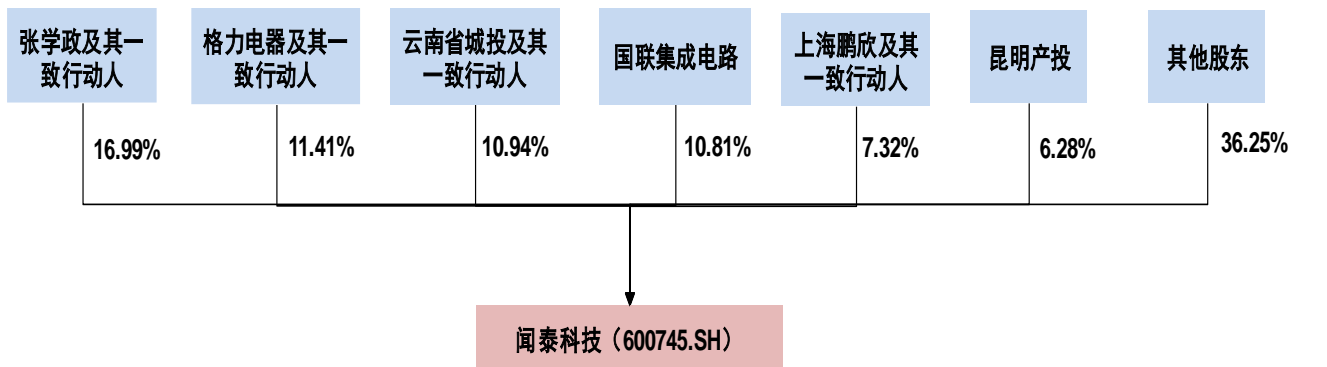
3) 房地产业务：盈利能力不足，公司计划剥离并为收购安世提供 15 亿元资金。截止 2017 年房地产业务仍贡献 7.76 亿营收，但整体处于亏损状态（其中仅淮安中茵就亏损近 3 千万元），拖累公司整体业绩。2018 年 5 月，公司发布公告将房地产业务出售给云南省城投，预计可回笼资金 19.56 亿元，我们认为剥离亏损业务将提高公司整体盈利质量，同时为安世集团的收购项目提供资金，2019 年 6 月 30 日，云南省城投已支付 12.13 亿元，预计 2020 年房地产业务有望成功剥离。

【注】云南省城投以 19.56 亿元收购公司房地产业务，其中 14.87 亿元用于购买房地产子公司的股权，4.50 亿元用于收购公司对房地产业务子公司其他应收账款的债权。

股权架构：并购完成后实控人地位不变

并购完成后张学政先生仍为公司实控人，同时引入多个战略投资者。截至 2020 年一季度，公司第一大股东为董事长兼总裁张学政先生，一方面通过全资持股的闻天下持有上市公司 13.70% 股权，另一方面以个人名义直接持有 3.29% 股权，合计持有上市公司 16.99% 的股权。在启动对安世集团收购前，张学政先生实际持股比例为 29.97%，由于并购过程公司采取股权融资方式弥补资金缺口导致公司股权结构发生变化，但张学政先生仍是公司实际控制人，需要注意的是，公司已与战略投资者达成一致性意向：“未来不谋求上市公司实际控制权”，因此张学政实际控制人地位稳固。此外，在并购过程中公司引入格力电器、国联集成电路、昆明产投等战略投资，有望为公司长期发展保驾护航。

图 4：公司股权架构，截至 2020 年一季末



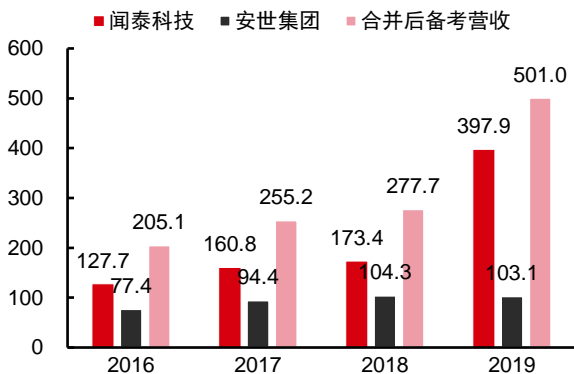
资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

财务分析：并表后营收及利润大幅提升，关注财务费用增加

收购完成后备考营收及利润均大幅上升。展望未来，短期增长看 ODM 业务，中长期则关注安世产能扩张。营收端而言，闻泰本部 2016~19 年营收分别为 128/161/173/398 亿元，3 年 GACR 为 46%，安世集团 2016~19 年营收分别为 77/94/104/103 亿元，3 年 CAGR 为 10%，以闻泰科技收购安世集团 100%股权的口径计算，公司 2016~2019 年备考营收将上升至 205/255/278/501 亿元，分别是本部的 161%/159%/160%/126%。利润端而言，闻泰本部 2016~19 年归母净利润分别为 0.5/3.3/0.6/~11 亿元，其中 2016 年利润偏低源于当时 ODM 业务只有 51%股权在上市公司体内，2018 年则受到公司调整客户结构导致 18H1 业绩承压的影响；而安世集团 2016~19 年净利润分别为 8.0/8.2/13.4/12.6 亿元，3 年 CAGR 为 16%，2016~19 年备考归母净利润分别为 6.9/9.8/11.3/21.5 亿元，分别是本部的 17.7/3.5/23.0/2.1 倍。此外安世集团毛利率与净利率分别在 34%~36%和 9%~13%，均远高于闻泰本部（7%~9%和 0~3%），并表后公司盈利能力将显著增强（2019 年备考毛利率和净利率为 15%/5%）。展望未来，公司有望迎来智能终端 ODM 与半导体业务的双轮驱动，其中 ODM 业务短期有望持续性高增长，半导体业务长期增长后劲十足，我们将在下文进行详细分析。

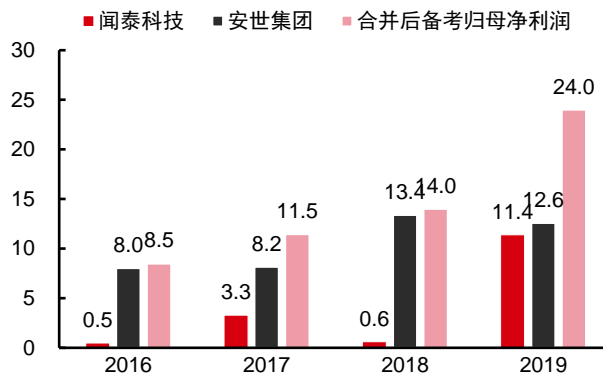
【注】2019 年 11 月开始安世并表，由于资产交割时点问题，2019 年 11~12 月安世集团只有 56%股权进行并表。

图 5：闻泰科技本部及安世集团营收情况（单位：亿元）



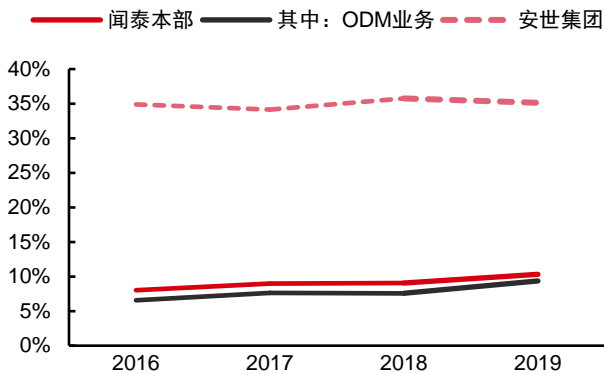
资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

图 6：闻泰科技本部及安世集团业绩情况（单位：亿元）



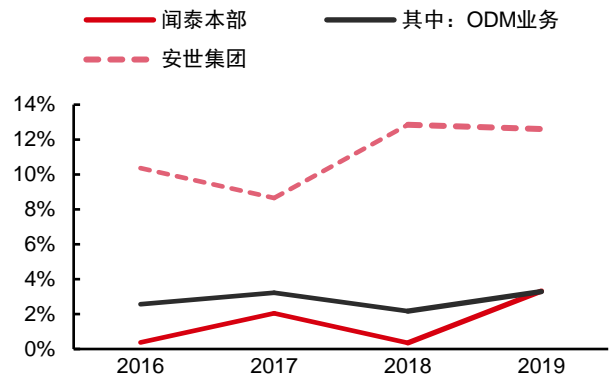
资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

图 7：闻泰科技本部及安世集团毛利率情况



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

图 8：闻泰科技本部及安世集团净利率情况



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

并购后备考期间费用率提升，其中并购相关利息支出每年在 4~5 亿元。2019 年安世集团期间费用率高出闻泰科技本部~10pcts，因此预计安世集团并表后公司整体费用率将上行，其中，**1）销售费用**：安世（7%~8%）高于闻泰（~1%），主要源于闻泰不负责手机的销售环节，因而销售费用率较低，预计并表完成后公司整体销售费用率上升至 1%~3%；**2）管理费用**：安世集团（6%~7%）高于闻泰（1~2%），主要源于安世实施股权激励+海外员工薪酬高，预计并表完成后公司整体管理费用率上升至 1%~3%；**3）研发费用**：安世集团（4%~5%）与闻泰（3%~4%）基本持平，随着闻泰科技研发 5G 产品以及安世集团加大在 GaN、SiC 等领域的投入，预计并表完成后公司整体研发费用率保持 3%~5%；**4）财务费用**：由于公司收购安世 80% 股权的过程中采取大规模借款方式以筹措资金，公司支付的总对价为 268 亿元，其中 107 亿元为借款（境内外分别为 51.6/56.32 亿元），预计未来利息支出将大幅增加。**根据我们测算，预计 2020~22 年公司因并购而新增的利息费用为 5.2/4.2/3.3 亿元。**需要注意的是，公司公告近期正在收购安世剩余 18% 股权同时计划进行配套融资，其中 29 亿元用于补充流动资金及偿还债务，考虑公司提前还款，预计实际利息支出小于预测值。

【注】由于 2019 年 11 月起安世开始并表，下图闻泰本部及备考口径 2019 年费用率高于实际值。

图 9：闻泰与安世销售费用率对比

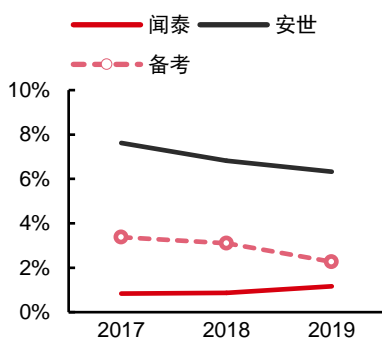


图 10：闻泰与安世管理费用率对比

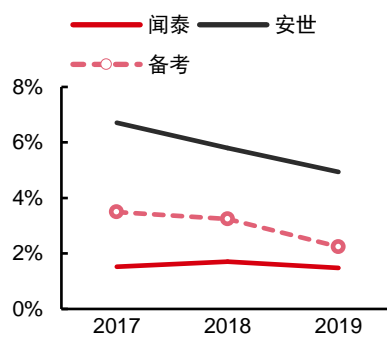
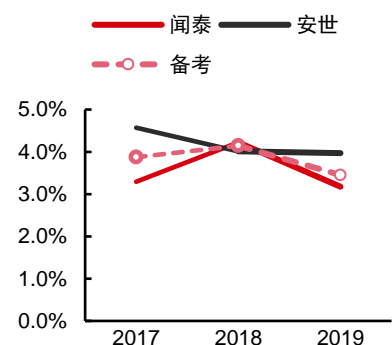


图 11：闻泰与安世研发费用率对比



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部 资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部 资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

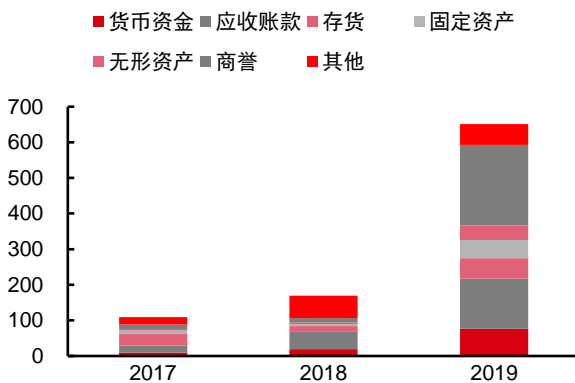
表 3：公司收购安世集团 80% 股权的资金来源

支付方式	资金来源	金额（亿元）	
股份支付	上市公司向交易对方发行股份	99.56	
现金支付	自有资金	17.05	
	募集配套资金	43.37	
	借款	闻天下借款	6.45
		兴业银行借款	35
		云南省城投借款	10.15
境外借款		56.32	
合计		267.9	

资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

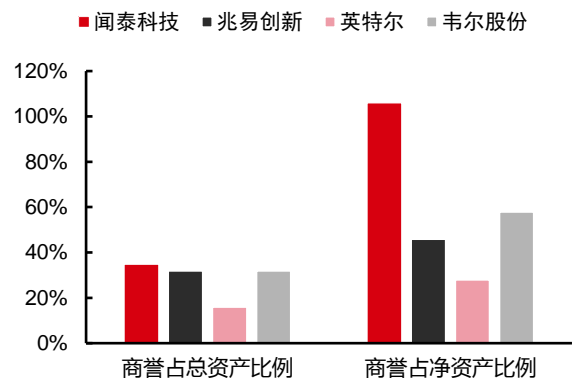
并购完成后商誉占总资产的 34.85%，在同类收购项目中偏高。根据其 2019 年年报，公司收购安世集团后形成 213.97 亿元商誉，总商誉增加至 226.97 亿元（闻泰本部商誉为 13 亿元）。商誉账面原值占合并报表总资产比例约 34.85%，占净资产比例约 105.95%。商誉后续需在每个会计年度进行减值测试，若经营状况发生恶化则存在减值风险。与同业芯片公司收购事项对比来看，兆易创新收购思立微交易中商誉占总资产及净资产的比例分别为 32.47% 及 46.10%；北京君正收购北京矽成交易中商誉占比分别为 39.20% 和 53.77%；2015 年英特尔收购 Altera 交易中商誉占比则是 16.06% 和 27.69%；韦尔股份收购豪威科技交易中商誉占总资产及净资产的比例分别为 31.51% 和 58.05%。公司在与 A 股同业公司对比中，商誉占总资产及净资产的比例均处于较高的水平。

图 12：闻泰科技资产项目（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：同业公司商誉占备考报表总资产、净资产比例



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

■ 本部：全球 ODM 龙头，优质客户助力短期高成长

行业概述：ODM 是手机品牌开拓低端市场的优质选择

国产品牌崛起颠覆手机生产模式，2019 年全球手机市场中 30% 为 ODM 机型，对应出货量约 4 亿部。在智能手机市场发展初期，头部手机品牌厂商如苹果、三星、HTC、索尼等全球性品牌，主要是以自主设计研发的方式来生产手机，通过建立起雄厚的软件、硬

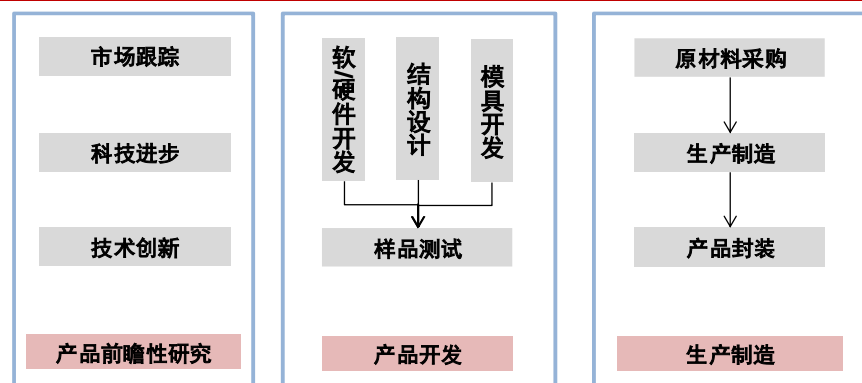
件、工业设计等研发团队，并且搭配产品规划、项目管理、供应链管理；在每年发布 3-5 款机型的目标之下，每个机型能分配到足够的项目资源，确保供应链及行销资源。然而目前主流的安卓手机品牌（如三星和 HOVM），每年都会发布十余款至数十款不等的产品，开发工作是早期的数倍；在内部资源有限的基础上，成本控制、研发能力、供应链管理等层面上难以自行负荷，于是 ODM 便扮演手机生产不可或缺的角色。回顾过去，智能机与 ODM 模式相互成就、共同创造黄金十年（尤其是国内的华为和小米，ODM 比例一度接近甚至超过 50%）。根据 IDC 数据，2019 年全球手机销量达 14.7 亿部，其中 ODM 厂商贡献 30%（4.1 亿台）。

表 4：手机制造行业采取的主要经营模式对比

	含义	特点	俗称
OEM	原始设备制造商	按要求完成生产、不参与产品开发、专业的生产加工	代工生产
EMS	电子制造服务商	在 OEM 基础上，参与供应链管理、物料采购	代工生产
IDH	独立设计公司	负责手机主板的生产、参与产品的设计开发、外协加工	方案设计
ODM	原始设计制造商	掌握核心技术、参与产品的开发、专业的生产加工	原始设计制造
OBM	自有品牌生产商	掌握核心技术、参与产品的开发、专业的生产加工、负责销售与推广	

资料来源：龙旗科技招股说明书，中信证券研究部

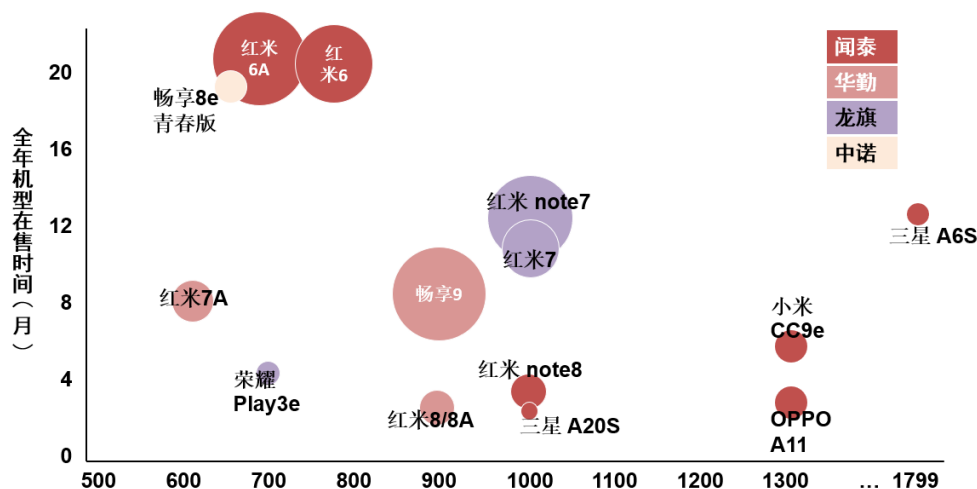
图 14：ODM 模式



资料来源：电子发烧友

在手机行业 ODM 模式主要服务于中低端机型，全球潜在需求在 6~7 亿部。目前智能手机主流的设计生产模式为：中高端机型手机厂商自行设计+自己生产或委外 EMS 生产，中低端机型选择委外 ODM。以华为为例：4000 元以上的高端机型采用自行设计+EMS 生产（少量自产），在总销量占比约 10%；1000-4000 元价位段的中端和中低端机型基本采用自行设计+EMS 生产（全部），在总销量占比约 60%~70%；1000 元以下的低端机型基本选择委外设计生产，在总销量占比约 20%~30%，委外的 ODM 厂商包括闻泰、华勤、龙旗等。整体来看，手机行业的 ODM 订单需求主要集中于中低端领域，根据产业调研，2019 年全球 1500 元及以下机型出货量约 6~7 亿部。此外，消费升级趋势下，手机整体市场逐步由低端向中低端转移，ODM 厂商追随品牌客户步伐，所生产的手机机型价格区间也逐步由千元机向上渗透，如闻泰参与的 OPPO A11、三星 A6S、小米 CC9e 等。

图 15：2019 年国内 ODM 重点机型表现



资料来源：赛诺咨询，中信证券研究部绘制

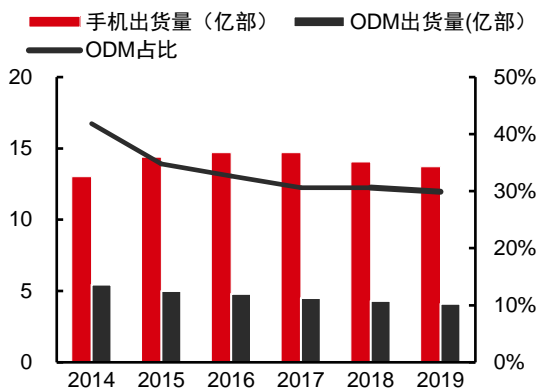
存量竞争时代品牌厂商注重性价比，ODM 占比有望触底反弹至 40~50%。复盘历史，全球手机市场的 ODM 实际需求释放节奏与手机市场竞争格局的变化高度相关，大致可以分为三个阶段：

——**1) 行业爆发初期：**2007 年 A 客户发布第一款 iPhone 开启智能机时代，2010 年左右智能手机行业迎来爆发。在行业爆发初期，市场格局呈现“山寨横行、品牌林立”的特征，在发展过程中很多品牌或白牌厂商借助 ODM 模式加速发展，**全球智能手机的 ODM 占比一度高达 40~50%**；

——**2) 品牌林立向寡头垄断切换的阶段：**2013~14 年开始，全球手机市场格局逐步从“品牌林立”走向“寡头垄断”。在这一阶段手机品牌持续追求**创新**以实现份额扩张，因此对 ODM 依赖相对降低。部分依赖 ODM 模式的厂商份额衰退，与此同时 OPPO、vivo、三星等坚持自研的品牌厂商份额仍持续提升，**导致全球手机 ODM 比例由 2014 年的 42% 下降至 2019 年的 30%**。

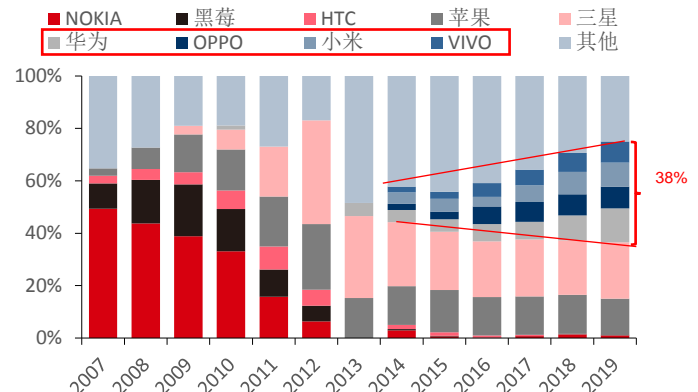
——**3) 存量竞争时代：**目前全球手机市场风格由增量转为存量，品牌厂商的重点也从“追求创新”转向“追求高性价比”，尤其是在中低端手机市场。2018~19 年期间三星、OPPO、LG 等坚持自研的厂商纷纷加速拥抱 ODM 模式，**我们预计未来全球手机 ODM 占比有望回升至 40~50%，对应每年 6~7 亿部的 ODM 需求。**

图 16：全球 ODM 手机出货量（单位：亿部）



资料来源：赛诺咨询，中信证券研究部

图 17 全球智能手机出货量份额



资料来源：IDC, Gartner, 中信证券研究部

商业模式：ODM 兼具 IDH 与 OEM 职能，盈利来源多元化。由于兼具 IDH 和 OEM 的经营特点，ODM 需承担从产品研发到加工生产的全流程，因此收费模式也更加多元化。ODM 企业一般拥有 IDH、客户供料生产、非客户供料生产三种经营模式，具体营收又由技术服务费、加工服务费、物料采购收入三部分组成，其中前者毛利率较高，后两者毛利率偏低，以全球第三大手机 ODM 厂商龙旗为例，技术服务业务毛利率在 70%~90%，加工服务、整机和散料销售的毛利率分别在 1%~4%和 5%~7%。从单机净利润来看，物料采购强于加工服务强于技术服务，根据我们测算分别为 20~30/2.5~3.5/1~1.5 元。一般而言，手机 ODM 项目中研发服务 100%交由 ODM 厂商完成，而制造和采购服务只有一定比例交由 ODM 厂商。综合来看，ODM 厂商先凭借在中低端手机领域领先的设计能力获取更多 ODM 订单（即研发项目），然后通过提升制造和采购业务的比例从而强化盈利能力。

表 5：ODM 企业的三种经营模式对比

经营模式	具体细节	收费科目	成本科目	营收金额	利润金额	利润率	单机利润
IDH+外协生产	为客户提供手机机型的研发设计服务	技术服务收入	研发费用	低	低	高	低
客户供料型 ODM	完成设计后，由客户提供物料，公司进行加工生产	按整机收费（技术服务收入+加工服务收入）	研发费用+人工成本+制造费用	中	中	中	中
非客户供料型 ODM	完成设计后，公司采购并进行加工生产，按整机销售价格收取产品销售费	按整机收费（技术服务收入+加工服务收入+物料采购收入）	研发费用+人工成本+制造费用+物料费用（占 80%~85%）	高	高	低	高

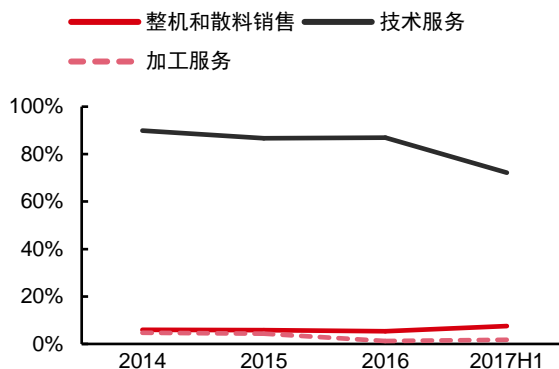
资料来源：闻泰科技公告，龙旗科技招股说明书，产业调研，中信证券研究部

图 18：ODM 企业的三种收费科目

收费科目	具体细节
技术服务收入	可分为项目开发费和技术提成费，2017 年闻泰和龙旗的技术提成费价格为 4.32 元/部~6.48 元/部（含税）
加工服务收入	以龙旗对小米的收费为例，加工服务费一般约 30 元/部
物料采购收入	不同客户的手机机型可以共用大部分元器件，因此 ODM 厂商采购物料时享有规模效应，如闻泰就拥有 10%-15% 的价格优势。此时 ODM 企业可以赚取价差

资料来源：闻泰科技公告，龙旗科技招股说明书，中信证券研究部

图 19：龙旗科技关于手机 ODM 的三类业务毛利率

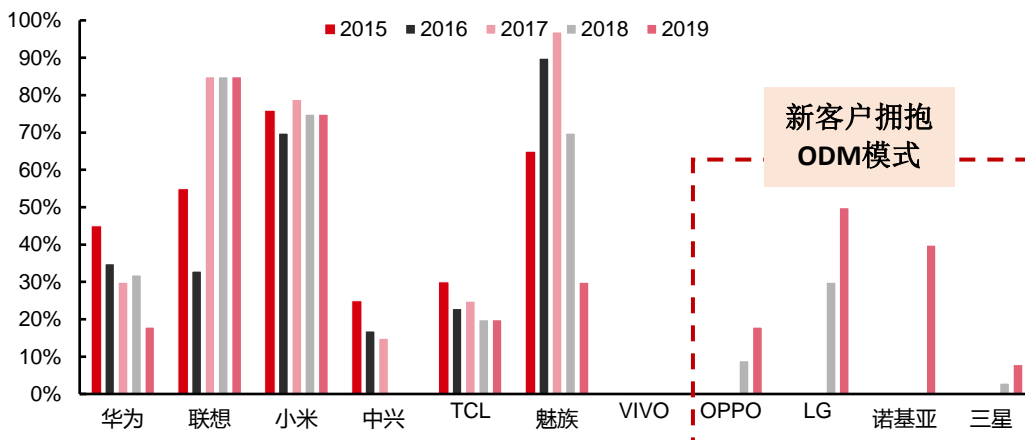


资料来源：龙旗科技招股说明书，中信证券研究部

成长动力：品牌厂商加快拥抱 ODM 模式，平台化转型打开长期成长空间

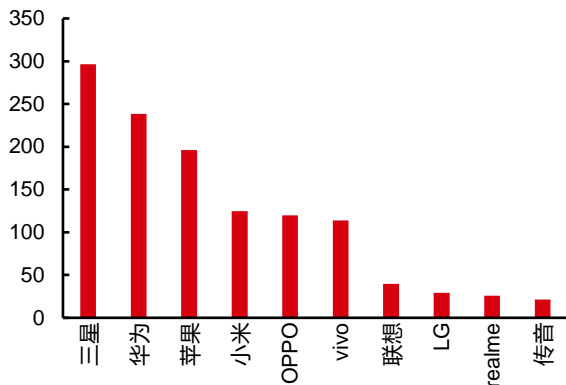
短期动力 1：低端手机竞争加剧，三星、OPPO 等拥抱 ODM 模式。此前选择 ODM 模式的手机品牌主要包括华为、小米、中兴、魅族等国产品牌。三星、OPPO 等在 2017 年之前主要采用自行设计和生产的方式；2018 年以来，为争夺市场份额，三星、OPPO 等品牌也开始选择将低端机型交由 ODM 厂商而自身专注高端机型研发，代表机型为 1000~2000 元级别的三星 A6s 和 OPPO A5，VIVO 目前也正积极评估 ODM 项目。在拥抱 ODM 模式后，品牌厂商在低端机型领域的价格竞争力有望强化，备料风险和成本也将得到显著降低，因此我们认为中低端手机领域 ODM 化是大势所趋，ODM 厂商有望迎来更多订单。以三星为例，目前已关闭在天津及惠州的手机工厂（合计产能约 1 亿部/年），计划将产能转移至印度、越南并加大 ODM 订单，根据 IHS 估算三星 2019 年 ODM 机型占比由 3% 上升至 8%（对应出货量约 2400 万部），后续 ODM 出货量更有望上升至 1 亿部。若进一步考虑其他品牌厂商对 ODM 机型的新增需求，我们预计未来全球 ODM 手机出货量将上升至 6~7 亿部。

图 20：国内外主要手机厂商委外设计出货比例（A 客户全部机型均为自研，因此未包含在内）



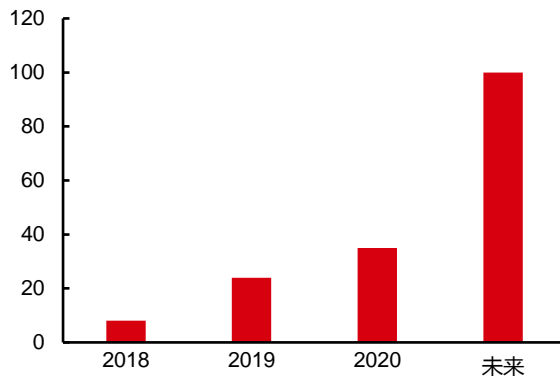
资料来源：IHS，中信证券研究部 注：委外设计包括 IDH 和 ODM 两种模式

图 21：2019 年全球智能手机出货量排名（单位：百万部）



资料来源：Counterpoint，中信证券研究部

图 22：三星 ODM 需求持续释放



资料来源：产业调研，中信证券研究部

图 23：三星首款 ODM 机型——Galaxy A6s（售价 1599/1799 元）



资料来源：京东商城

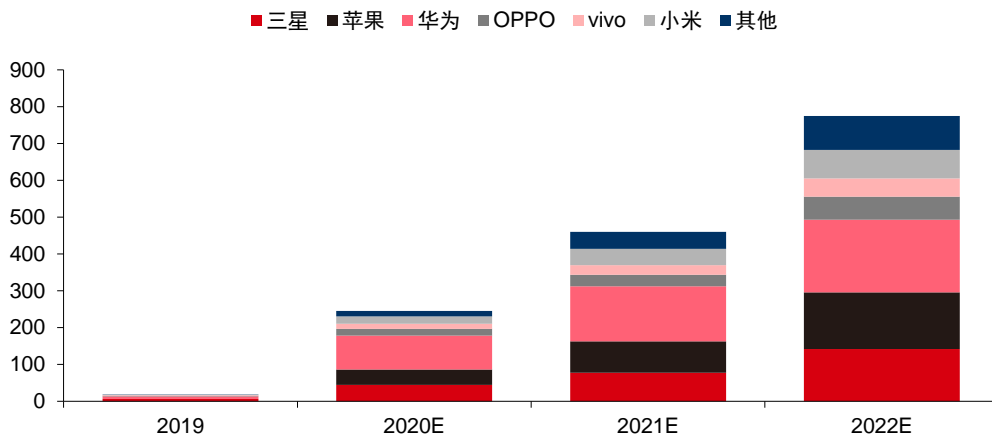
图 24：OPPO A5 同样采取 ODM 模式（售价 1000//1299/1499 元）



资料来源：京东商城

短期动力 2：2020 年疫情冲击下 ODM 需求相对坚韧，后续有望受益 5G 拉动的换机需求。2020 年 Q1，受到新冠疫情冲击，国内智能手机出货量 4895.3 万部，同比-36%，Q2 起随着国内疫情基本得到控制，手机需求亦快速复苏，预计全年维度下滑 10%左右。海外方面由于疫情仍在蔓延，短期内持续性影响下游需求，我们预测全球手机销量 2020 年下滑 10~15%。需要注意的是，根据产业调研，**ODM 市场在本轮疫情背景下砍单幅度相对较少**。此外，疫情对手机需求的影响只是短期抑制而非消失，目前各大品牌厂商仍继续加快 5G 手机布局节奏，推动价格带进一步降低，2020Q2 已有 2000 元以下 5G 机型发布，预计 2020Q4 或将有千元级别 5G 机型面世。根据产业调研，ODM 厂商正积极参与低端 5G 机型项目，后续有望打开新的成长空间。

图 25：全球 5G 手机出货量分品牌预测（单位：百万部）



资料来源：IDC，中信证券研究部预测

长期动力：ODM 厂商向多品类形态拓展，长期看平台化转型打开行业天花板。为平滑手机销量周期的影响，ODM 厂商积极拓展手机以外的产品以获取新的发展动力，如笔记本、智能穿戴、AR/VR、汽车电子、机器人等领域，尽管目前出货量低于手机，但利润空间更具吸引力。此外，正如我们多次强调，未来科技产业将呈现“硬件公司平台化，软件厂商硬核化”发展趋势，而阿里、谷歌等全球平台型龙头厂商在推动硬件落地时，考虑到成本和效率，倾向于选择与 ODM 厂商进行合作以智能硬件抢占流量入口，目前阿里天猫精灵及京东叮咚等智能音箱均交由 ODM 厂商设计生产（与德负责天猫精灵-方糖智能音箱项目），未来随着产业趋势进一步明晰，ODM 厂商有望迎来更广阔空间。

图 26：与德拿下阿里的天猫精灵-方糖智能音箱 ODM 项目



资料来源：华勤通讯官网

图 27：ODM 厂商龙旗推出自有品牌 37 度手环进军智能穿戴



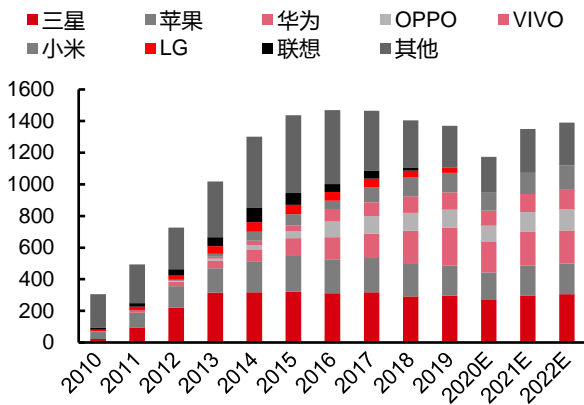
资料来源：龙旗科技官网

竞争格局：手机进入寡头时代，ODM 同样呈现马太效应

智能手机进入存量市场，CR6 高达 75%，驱动 ODM 份额向龙头集中。根据 IDC 数据，自 2016 年智能手机市场风格由增量转为存量后，手机品牌竞争格局呈现强者恒强，寡头割据的局面，全球 CR6 占比持续提升，至 2020Q1 达到了 81%。与此同时，随着技术创新加大手机生产难度，ODM 龙头厂商具备雄厚研发和制造实力以及强供应链管控能

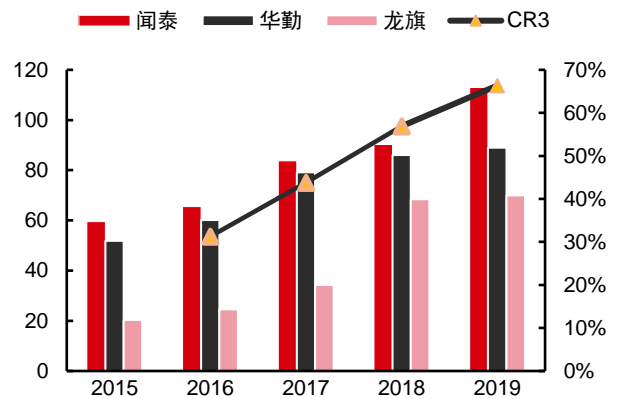
力的，在争夺手机品牌厂商订单的过程中优势突出，因此份额也进一步向 ODM 龙头集中，2019 年前 3 名出货量同比+11.2%至 2.72 亿部，Top3 市占率也提升至 66%(同比+9pcts)。

图 28：全球智能手机出货量情况（单位：百万部）



资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

图 29：全球 ODM 市场 CR3 及 3 厂商出货量（单位：百万部）



资料来源：赛诺咨询，中信证券研究部 注：出货量数据包括由 ODM 厂商研发但不是其生产销售的手机，一般高于实际销售额

聚焦精品+绑定大客户，是 ODM 龙头的成功之道。 ODM 手机单项目研发投入大（千万级别），ODM 厂商希望通过大批量出货及延长产品生命周期来摊薄研发成本，因此更多的 ODM 厂商聚焦精品机型，并与手机大客户深度绑定。其中闻泰科技在 ODM 厂商中执行精品化战略最为成功，2017 年国内机型出货百万以上型号数量达 11 款，热销的千元以上机型达 6 款，均位居第一。明星机型越多，意味着公司研发成本摊薄同时技术提成收入增加；千元以上机型越多则代表公司出货单价领先同行且利润空间更大，因此我们认为精品化战略是闻泰、华勤、龙旗等厂商持续领跑的重要原因。

表 6：2017 年重点 ODM 厂商竞争力对比分析

ODM 厂商	重点客户	2017 年部分重点客户出货量（百万部）				全球出货千万级的客户数量	国内机型出货百万以上型号数量	国内千元以上热销机型
		小米	华为	联想	魅族			
闻泰	华为、小米、魅族、联想（MOTO）、中国移动、华硕、TCL（Alcatel）	39.1	17.3	11.0	9.7	3 家	11 款	6 款
华勤	华为、小米、联想（MOTO）、LG、中国移动、深圳传音、魅族、华硕	25.4	22.4	11.6		3 家	6 款	4 款
龙旗	华为、小米、联想、TCL、360、HTC、GM（土耳其）、BQ（西班牙）	16.2	2.2	5.5		2 家	2 款	2 款
与德	魅族、联想、华硕、中兴、TCL			7.7	4.8	1 家	2 款	2 款
中诺	华为		8.1			1 家	1 款	1 款

资料来源：赛诺研究，中信证券研究部 注：热销机型标准为月均销量十万台以上

公司分析：受益客户结构优化，创收及盈利能力持续改善

高研发投入+自动化生产+供应链管控，快速响应能力赢得客户信赖。公司成立于 2006 年，起初提供 IDH 服务，并凭借与展讯联合研发的单芯片双卡双待技术迅速成为国内第一。由于看好 ODM 具有产品质量高、创收和盈利能力强、客户粘性大等优势，公司 2008 年在嘉兴工厂落成后正式转为 ODM 模式，并通过强化研发、生产、供应链管理 etc 能力获取

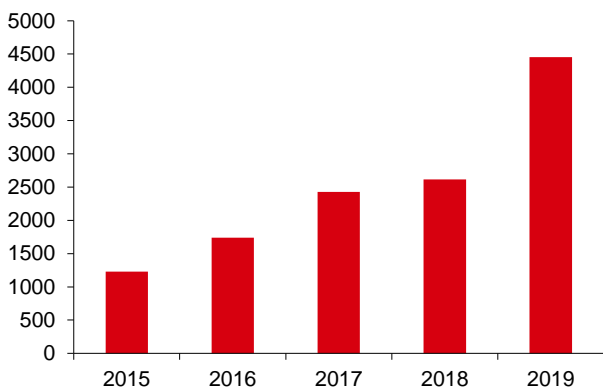
快速响应能力，赢得客户信赖：

1) 研发能力：公司以创新为导向，积极将先进功能引入低端机型。公司在上海、深圳、西安、嘉兴、无锡设有研发中心，并在巴西、印度等多个海外市场设立技术支持团队。2019 年公司研发人员达 4455 人，2019 年研发支出高达 20.9 亿元，营收占比 5%，并采取横向芯片平台研发与纵向按客户需求研发相结合的模式，在手机行业内最早将指纹识别、人脸识别、全面屏等技术普及至低端机型（以**低端机成本实现中端机功能**）。值得一提的是，2019 年公司开发的 OPPO A5 和红米 6A 位列全球前十大畅销机型，2019H1 单机出货量均接近千万部，证明了公司产品研发和把握消费者需求的能力。

2) 生产能力：ODM 行业少数拥有自建模具厂的公司，正强化全球生产基地布局。公司拥有嘉兴、无锡、印度、印尼等多处生产基地，并积极升级为智能制造。嘉兴工厂同时拥有模具、注塑、喷涂能力，且贴片、组装产线自动化程度在国内 EMS 工厂中最高，因而公司参与的生产环节数量是业内第一，需要注意的是，掌握生产流程细节不仅可以管控品质，还有利于研发方案的改进及研发成本的降低。2019 年开始公司为实现实现全球接单当地交付，在海外建立大规模生产基地，目前已在印度、印尼两地建立工厂，按照规划两地工厂满产后将新增手机整机及机壳产能 350 万台/月，达产后公司自主产能有望实现翻倍（国内工厂年产能约 3000 万部）。此外，公司还计划投资 21 亿元建设昆明智造中心，进一步强化制造环节的布局，预计公司未来**自制比例**（总出货量中由公司负责生产的比例）有望由 2018 年的 30% 提升至 60%~70%。

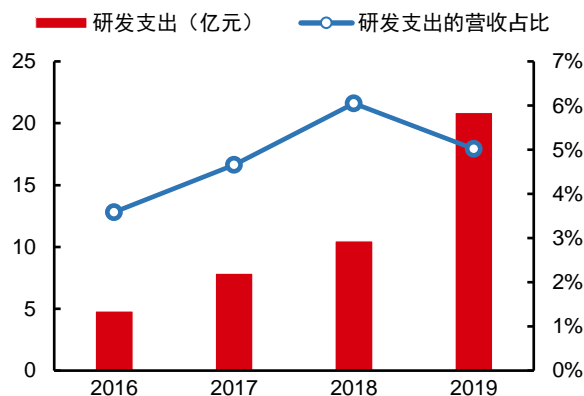
3) 供应链管理能力：与同行相比具备 10%~15% 价格优势。公司致力于元器件的通用化和标准化，单一标准元器件的采购量大幅提高，因此成为供应链企业的大客户。尽管上游原材料经常出现涨价缺货的情况，但公司订单大且需求稳定，因而供应链厂商都愿意与公司紧密合作，同时在采购价格、交付速度和质量上给予优先保障。三星等新客户看好公司供应链能力，选择将物料由公司采购，预计公司**自采比例**有望升至 30%~40%。

图 30：闻泰科技研发人员数量（单位：人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：闻泰科技研发支出及其营收占比

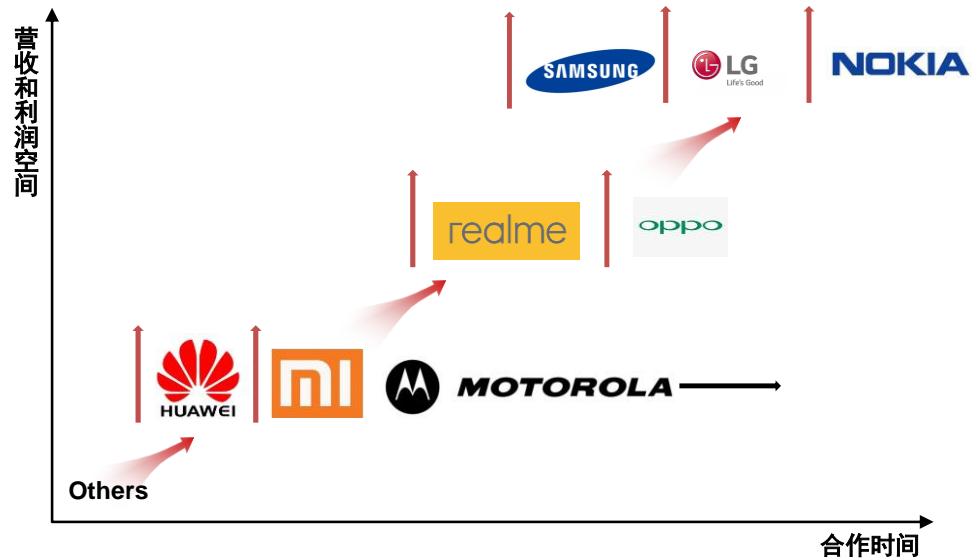


资料来源：Wind，中信证券研究部

坚持“精品化”战略，与顶尖手机品牌厂商一同成长，目前正持续优化客户结构。公司的成功还源自于选定“精品化战略”：2013 年公司判断“机海战术”在手机行业已然失效，开始采取精品化战略，砍掉 90% 客户并专注为排名居前的手机品牌打造畅销机型。在

此过程中，公司打造出小米红米系列、华为畅享 6/6S 等一批畅销机型，随着华为、小米等品牌厂商出货量大增，公司也随之成长为全球第一大手机 ODM 厂商。目前公司正持续优化客户结构，并有望受益于量价齐增趋势：**1) 量：**三星、OPPO、LG 等新客户正加快释放 ODM 订单，公司凭借领先优势获得多数份额，2020 年出货量有望同比+8%至 1.2 亿部；**2) 价：**新客户制造和采购比例高于老客户，驱动公司单机利润水平提升，2019 年由原先的 5~6 元/部提升至 11~12 元/部，2020 年采购比例有望进一步提升，看好公司创收及盈利能力持续改善。

图 32：闻泰科技客户资源丰富



资料来源：产业调研，中信证券研究部

携手高通及联发科掌握核“芯”资源，目前正抢跑 5G 世代。由于芯片是手机最核心部件，公司始终注重与芯片厂商保持紧密合作关系，从展瑞到联发科再到高通，目前公司 90% 的芯片平台来自高通，10% 来自联发科。目前公司已成为高通最大 ODM 客户，并于 2016 年双方签订战略合作协议：基于骁龙芯片平台，高通全力支持公司在手机、VR、车联网、笔记本电脑方面领域的发展。根据产业调研，公司将基于高通和联发科 5G 芯片平台，助力品牌厂商和运营商客户降低终端售价来加速 5G 机型的普及，2020 年 Q2 已推出 2000 元以下的 5G 手机，有望在 ODM 领域抢跑 5G 世代。

表 7：5G SoC 主芯片厂商梳理

品牌	芯片	发布时间	定位	图像核心	计算核心	集成/外挂	制程	模式	5G 速率
三星	Exynos9820	2018Q4	高阶	Mali-G76 MP12	2xExynos M4 2xCortex-A75 4xCortex-A55	集成	8nm	NSA	2.0Gbps 下行 316Mbps 上行
	Exynos990	2019Q4	高阶	Mali-G77 MP11	2x ExynosM5 2x Cortex A76 4x Cortex A55	外挂	7nm	NSA/SA	7.35Gbps 下行
	Exynos 980	2019Q4	中阶	5xArm Mali-G76	2xCortex-A77 6xCortex-A55	集成	8nm	NSA/SA	3.55 Gbps 下行 1.38 Gbps 上行
高通	骁龙 855 系列	2018Q4	高阶	Adreno640	1xCortex-A76 3xCortex A76	外挂	7nm	NSA	2Gbps 下行 316Mbps 上行

品牌	芯片	发布时间	定位	图像核心	计算核心	集成/外挂	制程	模式	5G 速率
	骁龙 865 系列	2019Q1	高阶	Adreno 650	4xCortex-A55	外挂	7nm	NSA/SA	3Gbps 下行 7Gbps 上行
					1xCortex-A77				
					3xCortex A77 4xCortex-A55				
	骁龙 765 系列	2019Q2	中阶	Adreno 620	1xCortex-A76	集成	7nm	NSA/SA	3.7 Gbps 下行 1.6 Gbps 上行
					1xCortex-A76 6xCortex-A55				
	骁龙 768G 5G	2020Q2	中阶	Adreno 620	2xCortex-A76 6xCortex-A55	集成	7nm	NSA/SA	3.7Gbps 下行 1.6Gbps 上行
华为	麒麟 990	2019Q3	高阶	Mail-g76	4xCortex-A76	集成	7nm+EUV	NSA/SA	2.3Gbps 下行 1.25Gbps 上行
					4xCortex-A55				
					1xCortex-A76				
	麒麟 820	2020Q1	中阶	Mail-G57 6 核	3xCortex-A76	集成	7nm	NSA/SA	2.9 Gbps 下行 1.2 Gbps 上行
					3xCortex-A76				
	麒麟 985	2020Q2	高阶	Mali-G77	4xCortex-A76 4xCortex-A55	集成	7nm	NSA/SA	1277Mbps 下行 173Mbps 上行
联发科	天玑 1000L	2019Q4	中阶	Mali-G77	4xCortex-A77	集成	7nm	NSA/SA	4.7 Gbps 下行 2.5 Gbps 上行
					4xCortex-A55				
	天玑 800L	2020Q2	低阶	Mali-G77	4xCortex-A77 4xCortex-A55	集成	7nm	NSA/SA	4.7Gbps 下行 2.5Gbps 上行
紫光展锐	虎贲 T7510	2019Q4	低阶	Mail-G57 MP4	4xCortex-A76	外挂	6nm	NSA/SA	3.25 Gbps 下行 1.25 Gbps 上行
					4xCortex-A55				
	虎贲 T7520	2020Q1	中阶	Arm Mail-G57	-	集成	6nm	NSA/SA	3.25 Gbps 下行 1.25 Gbps 上行

资料来源：各品牌产品发布会，中信证券研究部

看好智能硬件成为流量入口趋势，公司正积极平台化转型拓展收入来源。除手机业务外，公司同步在笔记本电脑、平板电脑、IoT 及汽车电子相关产品积极研发布局。一方面，物联网时代智能硬件将呈现百花齐放状态，手机外其他硬件市场也有望迎来爆发；另一方面手机与其他智能硬件在技术上存在大规模重叠，且均可基于高通平台，公司在大型芯片平台的开发经验和硬件技术积累，可助力公司通过内生形式实现从手机到笔电、平板、IoT、VR/AR、车载模块的平滑过渡，最终实现平台化转型。

图 33：基于高通芯片平台，闻泰正式进军笔记本电脑领域



资料来源：闻泰科技官网

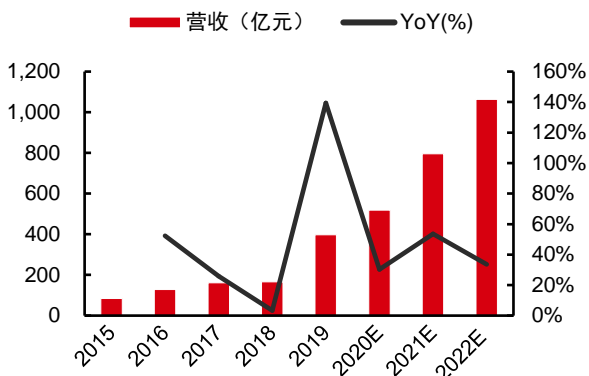
图 34：闻泰科技携手安世推出车规级通讯模块



资料来源：闻泰科技官网

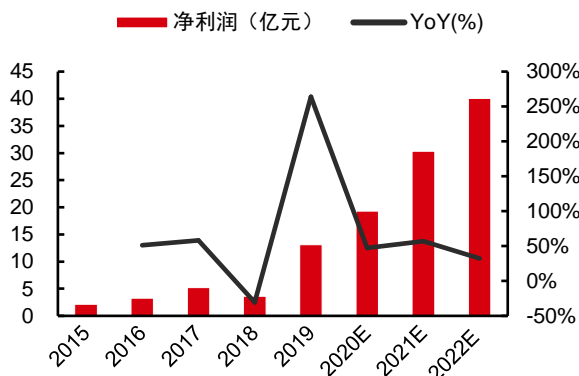
盈利预测：客户结构优化+采购比例提升，公司持续性高增长。随着手机 ODM 订单进一步向龙头集中，我们预测公司 ODM 手机出货量持续增长（预计 2020 年同比+8%至 1.2 亿部），同时三星等新客户订单的物料采购占比进一步提升，驱动公司单机净利润增长。2019 年量价齐升逻辑已有所体现，2020 年疫情冲击下部分需求延缓释放，但 ODM 需求韧性足，因此我们仍然看好公司今年及未来 2 年的成长性，如果仅考虑经营业绩，预计未来 3 年公司营收及利润 CAGR 分别为 39%/45%。

图 35：公司 ODM 业务营收及预测



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 36：公司 ODM 业务净利润及预测（未考虑并购事项导致财务费用增加带来的影响）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

■ 安世集团：功率器件领先者，受益自主可控趋势

闻泰科技顺应国家自主可控号召，通过收购优质资产进军功率半导体领域，补足国内短板。认识到半导体产业作为“国之重器”的重要地位，国家通过政策、资金等手段大力推动半导体产业向自主可控方向发展，更多参与全球分工并获取话语权。闻泰科技顺应国家打造自主可控半导体产业的趋势，通过并购海外优质半导体资产（即安世集团）的方式快速获取功率半导体领域的核心技术和工艺技能。单以销售额计算，2017 年安世半导体在我国本土半导体行业中位居第 7 位，在获得国内资本及政策加持后还将进一步提升。闻泰科技完成对安世集团并购后有望在功率器件领域获取全球竞争优势，补足国内在该领域的布局短板，有助于推动中国本土集成电路产业的升级迭代。2019 年 11 月公司已成功实现对安世集团控股，目前正推进对剩余 18% 股权的收购进程，未来有望实现 100% 控股；此外，公司董事长张学政先生自 2020H1 开始担任安世半导体 CEO，加速推动并购整合，助力安世集团在国内自主可控需求下加速成长。

表 8：中国本土半导体企业排名

排名	企业	2017 年销售额 (亿元)	业务模式
1	海思半导体	361	设计
2	新潮科技	243	封测
3	中芯国际	202	代工
4	华达微电子	199	封测
5	紫光展锐	110	设计

排名	企业	2017 年销售额（亿元）	业务模式
6	华虹集团	95	代工
7	安世半导体	94	IDM
8	华天科技	90	封测
9	中兴微电子	76	设计
10	华润微电子	59	IDM
11	华大半导体	52	设计

资料来源：中国半导体行业协会，中信证券研究部

安世集团是 NXP 原标准器件部门，多细分领域龙头

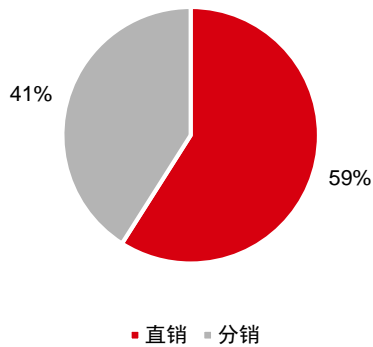
公司概况：专注标准半导体器件，汽车电子是最大下游。安世集团总部位于荷兰奈梅亨，前身为 NXP（恩智浦）的标准产品部门，自 2017 年 2 月起开始独立经营，若追溯至飞利浦时代，公司已有超过 60 年的半导体产品开发及生产经验。目前安世集团采取 IDM 经营模式，主营产品包括分立器件、逻辑器件以及 MOSFET 器件，分别位居全球第一、第二、第二。安世目前拥有 10000 多种产品型号，每年新增 800 个型号，2019 年出货约千亿颗，对应营收体量达 104 亿元，毛利率为 35.1%，净利率为 12.2%，所在细分领域的整体市占率接近 15%。安世集团客户分布于汽车电子、通信、工业、消费电子、计算机等多个领域，其中汽车电子占据 42% 营收是安世集团最重要下游。

图 37：安世半导体发展历程（详细过程参见附录）



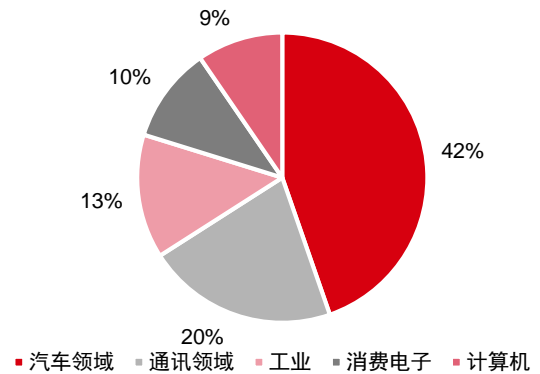
资料来源：闻泰科技公告及官网，中信证券研究部

图 38：2017 年安世半导体收入拆分——按销售模式



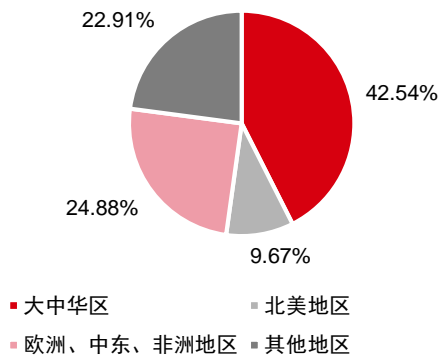
资料来源：安世集团公告，中信证券研究部

图 39：安世半导体直销收入中下游客户分布，2017 年



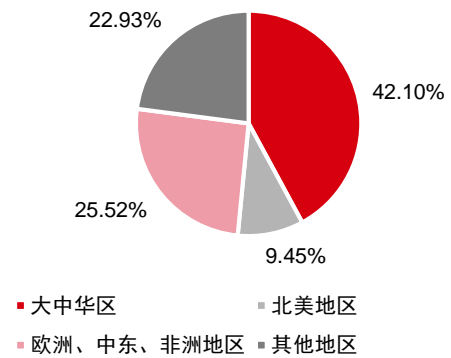
资料来源：安世集团公告，中信证券研究部

图 40：2018 年安世集团营收分布——按地区



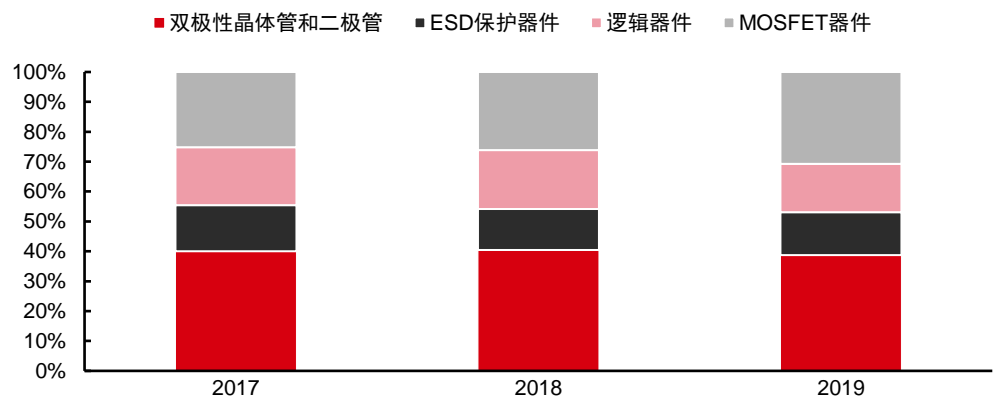
资料来源：安世集团公告，中信证券研究部

图 41：2019 年安世集团营收分布——按地区



资料来源：安世集团公告，中信证券研究部

图 42：安世半导体收入拆分——按产品



资料来源：安世集团公告，中信证券研究部

产品布局：可提供超 1 万种产品型号，并在多细分领域取得龙头优势。安世集团拥有 10000 多种产品型号，可为客户提供一站式采购服务，根据产品类型可分为分立器件、逻辑

辑和保护器件、MOSFET 器件三大事业部，2018 年营收占比分别为 40%、33%、26%，此外还有少量营收来自代工业务（服务于 NXP），其中

1) 分立器件部门：产品线主要包括双极性晶体管和二极管等产品，2018 年营收~42 亿元，毛利率约 34%。2018 年该领域潜在市场空间为 25.2 亿美元，安世集团市占率约 25%全球第一，其主要竞争对手是罗姆和安森美。

2) 逻辑和保护器件部门：产品线主要包括逻辑门、计数器等逻辑器件和 ESD（防静电）、TVS（瞬时电压电涌抑制器）等保护器件，2018 年营收~35 亿元，毛利率约 43%。2018 年该领域潜在市场空间 18 亿美元，安世集团市占率约 27%位居全球第二，其主要竞争对手是 TI 和安森美。

3) MOSFET 器件部门：产品线主要包括汽车 MOSFET、小信号 MOSFET 和功率 MOSFET 等，2018 年营收~27 亿元，毛利率约 32%。2018 年该领域潜在市场空间 64 亿美元，安世集团市占率约 6%，其中公司在小信号 MOSFET 领域位居全球第三，在汽车 MOSFET 领域位居全球第二。

表 9：安世集团在主要产品领域的全球市占率排名（2017 年）

排名	分立器件	逻辑器件	小信号 MOSFET 器件	车用功率 MOSFET 器件
1	安世半导体	TI	Rohm	Infineon
2	Rohm	安世半导体	ON Semi	安世半导体
3	ON Semi	ON Semi	安世半导体	ON Semi

资料来源：IHS，中信证券研究部

表 10：安世集团产品线

产品线	产品系列	主要产品	关键应用领域
双极性晶体管和二极管	双极性晶体管	通用双极性晶体管	通用开关和放大、电流镜、LED 驱动器、基准电压源（TL431）、达林顿晶体管
		低 VCEsat(BISS)晶体管	电源管理、电动装置、负载开关、线性稳压器、LED 照明
		配电阻晶体管（RET）	控制 IC 输入、开关负载
	二极管	通用齐纳二极管	通用型调节和电压基准功能、过压保护
		开关二极管	通用开关、超高速开关
		肖特基二极管	反向极性保护、电源管理
		肖特基整流器	低压整流、高效 DC-DC 转换、反极性保护、低功耗应用
		PN 整流器 ≥ 1 A	极性保护、高频转换器、开关电源中的续流应用、LED 背光
		三端可调分流稳压器	过载保护、安全区保护等多种保护电路
		特定应用 ESD 解决方案	音频接口保护、汽车总线保护、数据与音频接口如汽车多媒体线路保护、过压保护如安全气囊控制器、ABS、ESC、汽车驾驶接口保护如仪表盘、手机接口、便携式消费电子接口、消费电子接口、计算接口、高清多媒体接口、NFC 天线保护、具备高压(>5 V)电平的高速数据线保护
逻辑及 ESD 保护器件	ESD 保护器件和 TVS	带集成保护的 EMI 解决方案	MIPI CSI 摄像头接口、MIPI DSI 显示屏接口、HDMI、需要高达 2 GHz 通带的 LVDS 信号
		通用 ESD 保护器件	相机、打印机、便携式媒体播放器、硬盘等电子产品
		用于高速接口的低电容 ESD 保护器件	便携式电子设备，包括手机和配件、音频和视频设备、天线保护、USB 接口、高速数据线路
		瞬时电压电涌抑制器(TVS)	移动应用、电源、电源管理、汽车应用、电信电路保护
	逻辑器件	缓冲器、驱动器、收发器	噪音消除、显示仪表盘、信息娱乐、视觉控制、电池管理系统

产品线	产品系列	主要产品	关键应用领域
		计数器/分频器	汽车定时应用
		触发器、锁存器、寄存器	车身控制和中央网关模块中的定时同步、仪表盘模块中的受控延迟增加、同步显示驱动器、报警信号灯和灯控制器的信号
		逻辑门	电动助力转向、车内照明、信息娱乐系统、发动机监控、导航和仪表盘
		逻辑电压转换器	I ² C、显示仪表盘、信息娱乐、视觉控制、电池管理系统
		专业逻辑器件	锁相环(PLL)、数字比较器、打印机接口等
		开关、多路复用器、解复用器	电动车窗、电动门锁和电动后视镜控制、高级诊断和引擎控制模块、牵引和稳定性控制模块
MOSFET 器件	MOSFET 器件	汽车 MOSFET	电源管理中使用的负载开关，包括各类车体控制单元（车门、座椅控制、车窗升降）、娱乐系统（汽车音响、导航）、安全控制系统（安全气囊、LED 照明）
		小信号 MOSFET	电视、机顶盒、平板显示器、电源、电脑主板等
		功率 MOSFET	电信 DC-to-DC 解决方案、电压调节模块（VRM）、负载点模块（POL）、次级侧同步整流等

资料来源：安世集团公告，中信证券研究部

商业模式：IDM 模式保证产品迭代速度。安世集团大部分产品采取 IDM 生产模式（逻辑器件同时采取 IDM 和 Fabless 模式），覆盖半导体设计、制造、封测的全部环节，可自主调整产能以适应客户的持续稳定大批量需求，且具备更快的产品迭代速度和更强的产线配合能力。安世集团旗下资产包括设计部门，英国和德国的两座前端晶圆加工工厂和中国、马来西亚、菲律宾的三座后端封测工厂，并在荷兰拥有工业技术设备中心 ITEC，当前公司整体晶圆年产能接近 70 万片（等效 8 寸晶圆）。

表 43：安世集团生产布局

制造基地	业务	产能	特点
德国汉堡晶圆厂	晶圆制造	35000 片晶圆/月（8 英寸当量）	全球最大的晶体管、二极管晶圆加工工厂之一
英国曼彻斯特晶圆厂	晶圆制造	24000 片晶圆/月（8 英寸当量）	历史超过 30 年，是 6 英寸功率 MOSFET 生产基地
中国广东封测厂	封装测试	750 亿件/年	规模最大的小信号组件工厂；支持高功率和中等功率 SMD 封装、DFN 和晶圆级选项
马来西亚芙蓉工厂	封装测试	200 亿件/年	服务于小信号和二极管理器件，支持多引脚和高度多元化封装
菲律宾卡不尧工厂	封装测试	10 亿件产品/年	MOSFET 器件的封装与测试基地；支持夹片粘合/功率封装（TO-220、DPAK、D2PAK、LFAK）

资料来源：安世集团公告，中信证券研究部

技术能力：坚持车规级产品品质，并持续推动技术创新。安世管理团队均为 NXP 标准产品业务事业部从业多年的管理人员，对半导体行业理解深刻，后续将推动公司持续发展。安世集团高度重视技术研发，2017~19 年公司研发支出分别为 5.4/5.7/6.0 亿元，其营收占比分别为 6.2%/5.4%/5.8%，每年可推出 800 种新产品。此外，安世集团技术能力还体现在车规级产品品质、自研封测设备、积极布局新材料：1) **车规级产品品质**：安世追求卓越的产品品质，绝大部分产品均满足车规级可靠性认证的严格标准（已通过 AEC-Q100 和 Q101 标准认证两项汽车认证测试）。此外，安世具有超低不良率，2018 年其产品失效率达到每 10 亿个器件中仅有 6 个失效产品。2) **自研封测设备降成本**：由于标准器件体积小、产量高，因此封测是标准器件制造的重要环节。安世集团 1991 年在荷兰成立工业

技术设备中心 ITEC，为大批量、低成本封测提供具有竞争力的技术设备，目前安世集团旗下工厂中共有 2500 多台 ITEC 设计的设备。

图 44：安世半导体 ITEC 设备研发中心



资料来源：安世集团公告

客户资源：世界一流的全球销售网络，服务客户超过 2.5 万家。安世集团构建了覆盖全球的分销体系和销售网络，在 60 多年的发展过程中积累了丰富的客户资源：1) 覆盖面广：遍布汽车、工业与动力、移动及可穿戴设备、消费及计算机等行业国内外顶级的制造商和服务商，2) 数量多：客户数量超 2.5 万家，与包括博世、华为、苹果、三星、华硕、戴尔、惠普等在内的优质客户建立起长期稳定的合作关系。

图 45：安世半导体客户情况



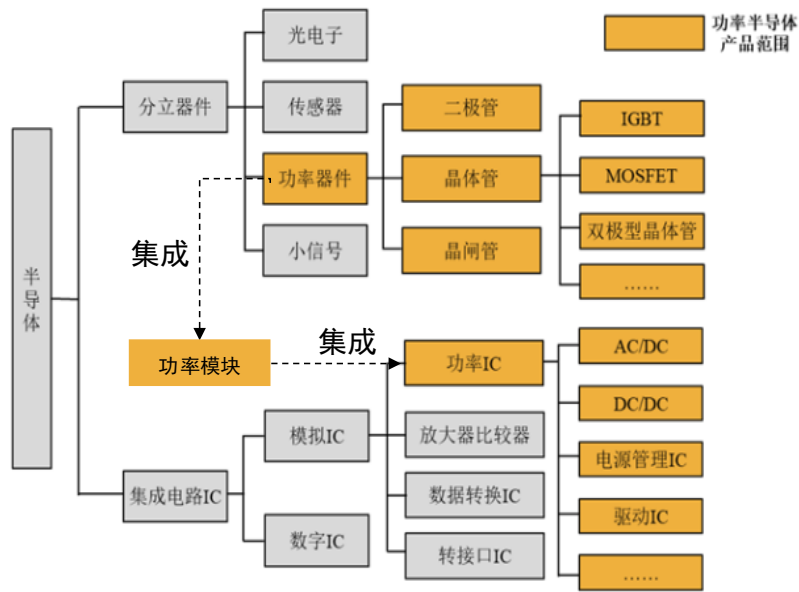
资料来源：安世集团公告及官网

功率器件是电力电子核心器件，安世可补足国内布局短板

安世半导体产品种类高达 10000 余种，公司按产品类型将其可分为双极性晶体管和二极管、MOSFET 器件和逻辑及 ESD 保护器件三大事业部，其中前两者均属于功率半导体中的分立器件，2019 年两大事业部营收占比超 65+%，因此下面我们重点分析功率半导体业务。

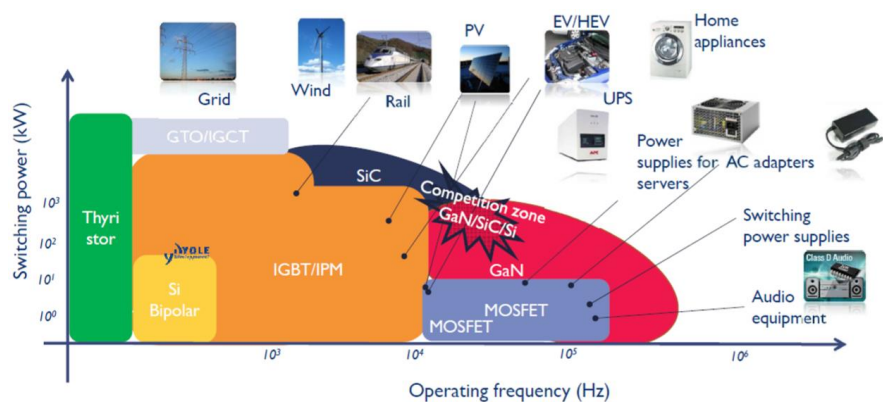
功率半导体是电力电子装置中实现电能转换与电路控制的核心器件。功率半导体器件（Power Semiconductor Device）又称为电力电子器件，是电力电子装置实现电能转换、电路控制的核心器件，可实现变频、变流、变压、整流、直流交流转换、功率放大、功率控制等，还具备节能效应，广泛应用于移动通讯、消费电子、新能源交通、轨道交通、工业控制、发电与配电等电力、电子领域，涵盖低、中、高各个功率层级。功率半导体器件种类繁多，按集成度可分为功率 IC、功率模块和功率分立器件三大类，其中功率分立器件中 MOSFET、功率二极管、IGBT 占比分别为 35%、31%、25%，是最主要的品类，此外还包括晶闸管、双极性晶体管等；而按照材料类型功率器件又可分为传统的硅基功率半导体器件以及宽禁带材料功率半导体器件，其中以 SiC、GaN 为代表的第三代半导体材料具有宽禁带特性，SiC 适用于高压电路，GaN 适用于低压高频领域，两者均具备优异性能，为未来发展方向。

图 46：功率半导体产品范围



资料来源：华润微电子招股说明书

图 47：功率半导体应用范围

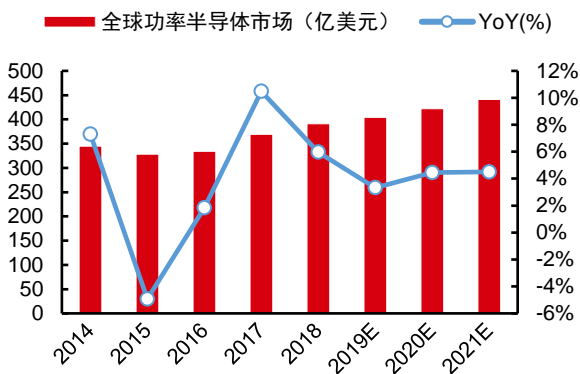


资料来源：Yole Development 注：X 轴表示切换功率，Y 轴表示工作频率。

全球功率器件空间约 400 亿美元，维持 4% 增速，其中 35% 需求来自国内。由于功率器件在电子电力领域的必备属性，其下游需求基本保持稳定，根据 IHS 统计，2018 年全

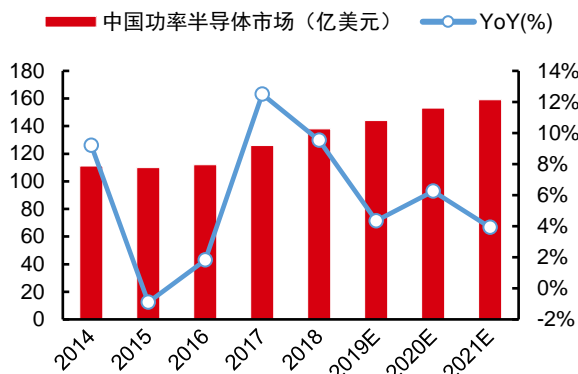
球功率半导体器件整体市场规模接近 391 亿美元。受益于交通、新能源、消费等行业电子化程度提高以及节能减排的需求增加，未来全球功率半导体市场维持稳健增长态势，IHS 预测 2018~21 年 CAGR 为 4.1%。从地区来看，中国是全球最大的功率半导体消费国，2018 年市场需求规模达到 138 亿美元，占全球总需求的 35%，IHS 预计未来中国功率半导体需求增速在 4.8% 左右，略高于全球市场。

图 48：全球功率半导体市场规模及预测



资料来源：IHS（含预测），中信证券研究部

图 49：中国功率半导体市场规模及预测

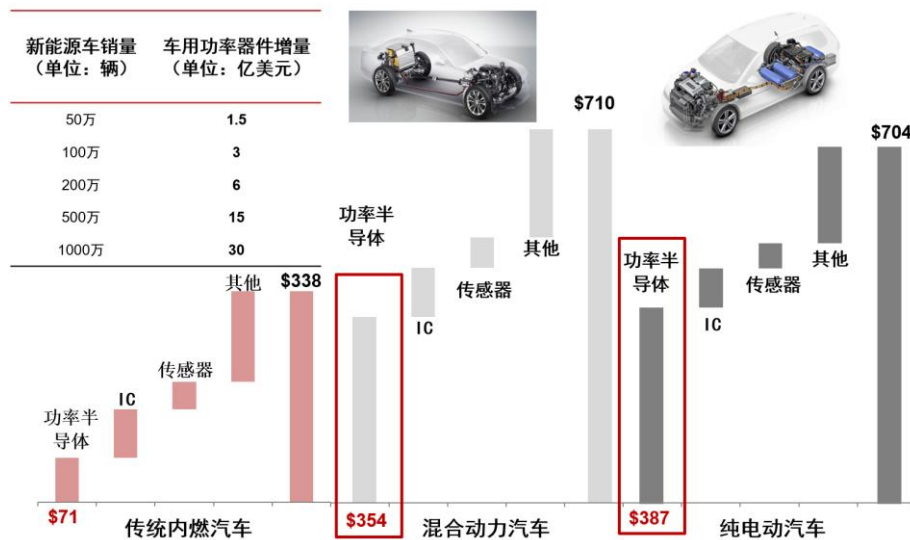


资料来源：IHS（含预测），中信证券研究部

汽车端需求占比约 16%，智能化+电动化趋势下为功率器件最有望快速增长的下游。

功率器件是汽车的必备零部件，引擎、驱动系统、照明系统等均需使用功率半导体，根据英飞凌预测 2018 年全球功率半导体市场规模约 62 亿元，占全球功率器件总需求的 16%。目前汽车行业加速智能化+电动化，驱动功率器件的单车价值量上升。根据 Strategy Analytics 统计，传统汽车功率器件价值约 71 美元，而混合动力车和纯电动车的功率器件价值量将分别上升至 354 和 387 美元，有望驱动汽车功率器件市场的爆发。此外，2019 年 9 月我国政府发布《交通强国纲要》，加速推进我国交通设备的新能源化，有望进一步加快我国国内车用功率器件需求释放。

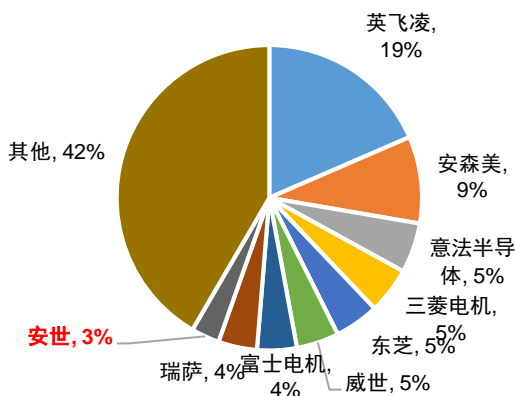
图 50：新能源化助力单车功率器件需求提升



资料来源：Strategy Analytics，中信证券研究部

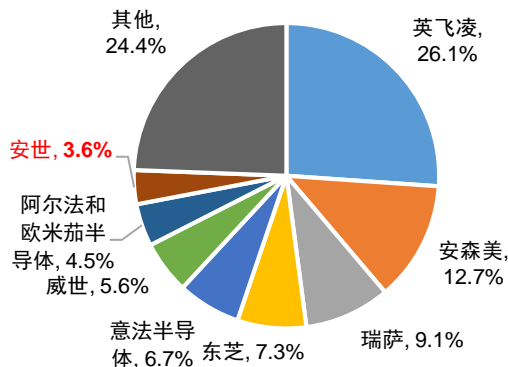
海外厂商占据主导地位，国内自给率有待提升，安世有望成为国产替代先锋。尽管中国是全球最大的功率半导体器件市场，但产业链自主能力有限。根据 IHS 统计，全球功率半导体巨头主要集中于美国、欧洲、日本三个地区，在安世半导体被收购前全球前十大功率半导体公司中没有一家来自中国大陆。中国大陆的功率器件企业起步晚，尽管也涌现出如华润微电子、扬杰科技等一批优秀的企业，但产品组合广度、技术能力、客户资源等方面较海外大厂仍有较大差距。此外，国内厂商产品线主要集中于中低端器件，高端产品仍高度依赖海外大厂，国产替代空间广阔。其中安世半导体在全球功率半导体市场位居前十，其技术能力、营收体量均高于国内竞争对手。尤其产品质量要求较高的汽车领域，安世为国内稀缺的车规级厂商，收购完成后有望成为功率器件领域国产替代先锋，填补国内相关布局短板。

图 51：全球功率半导体市场份额（2017 年）



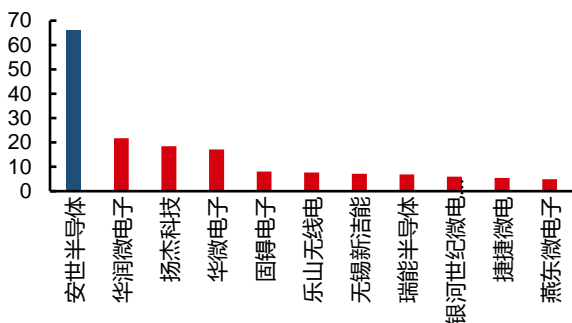
资料来源：IHS，中信证券研究部

图 52：全球功率 MOSFET 市场份额（2017 年）



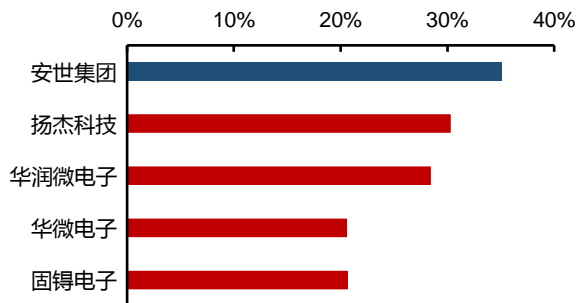
资料来源：IHS，中信证券研究部

图 53：2018 年国内供应商的功率器件收入（单位：亿元）



资料来源：中国半导体行业协会，中信证券研究部

图 54：2019 年国内供应商的功率器件毛利率对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

后续展望：并购协同效应显著，全方位受益自主可控

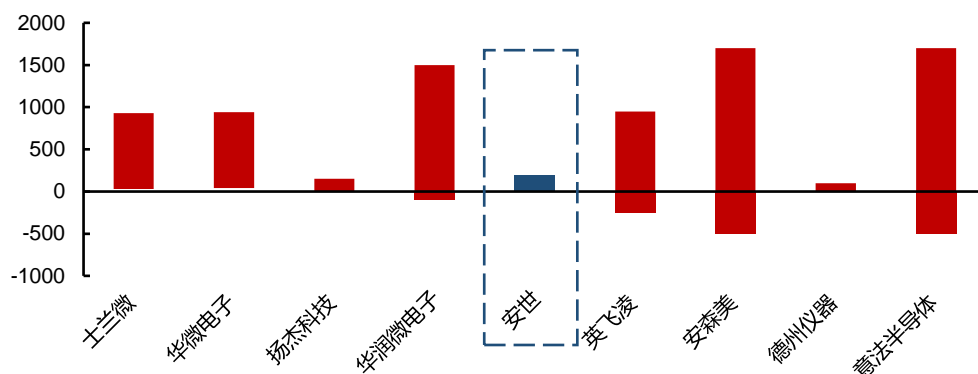
并购完成后，上市公司将加大对安世半导体的支持力度：一方面，安世有望获得国内政策及资金支持，继续研发新技术扩充产品品类，并在国内新建晶圆厂以扩大产能；另一方面，借助闻泰科技的客户资源，安世将加速导入国内大客户，受益于功率器件的国产替代进程。

1、技术端：进军更高端功率器件，不断完善产品线

公司计划进一步扩张产品线，进军更广阔市场。此前在恩智浦体内时，安世半导体专注于标准器件的研发与生产，在部分高端的功率器件领域布局相对不足。随着国内资本的加持，预计安世半导体将进一步加大研发资源的投入，并计划进军大功率 MOSFET、GaN、SiC 等领域，进一步强化在国内功率器件领域的龙头地位。

1) 大功率 MOSFET：安世半导体在 MOSFET 器件领域主要聚焦于中低功率产品（0~200V），在 MOSFET 领域的布局弱于海外大厂及部分国产领先厂商，目前公司正积极研制大功率 MOSFET 器件产品，有望补足短板，并打开更广阔市场空间。

图 55：国内外功率器件厂商的 MOSFET 器件电压范围比较（单位：V）



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

2) GaN 和 SiC 产品：GaN 作为第三代半导体材料，具有体积小、耐高压、耐高温、可高频操作的特点，目前应用于快充、新能源汽车等领域。公司于 2018 年与 Cree 就 GaN 功率器件专利组合签署付费专利许可协议，加速在 GaN 领域的布局。2019 年安世已顺利推出 650GaN MOSFET 产品，并已开始为博世、华为等客户批量供货。此外，公司还积极布局另一种第三代半导体材料 SiC，目前正在有序推进。

图 56：GaN 领域各厂商专利布局情况



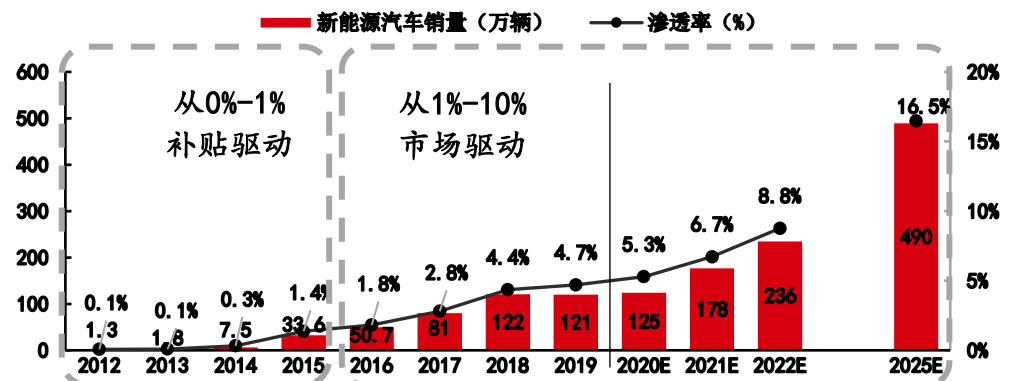
资料来源：Knowmade

2、需求端：全面受益国产替代，公司多领域迎来增量需求

全方位受益国产替代趋势，国内旺盛需求拉动公司整体营收增长。正如上文所分析，目前国内功率器件市场中汽车、手机、通信、家电等领域需求旺盛，且国产替代空间广阔。目前安世集团来自国内客户的直销收入占比不足 30%，后续在并购完成后，安世作为国内首屈一指的功率器件龙头，旗下产品将加速导入国内大客户，深度受益自主可控趋势，在多个领域实现份额扩张。

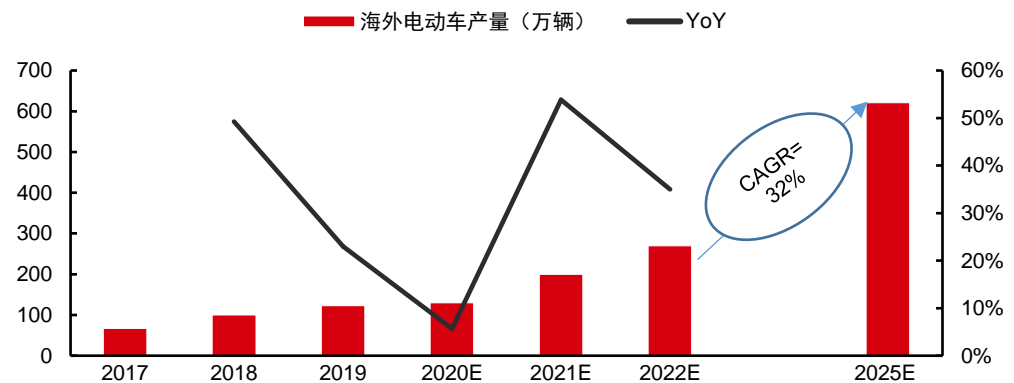
——汽车：作为国内稀缺的车规级功率器件厂商，公司有望受益于新能源爆发趋势。正如上文所分析，2018 年全球汽车功率半导体市场规模约 62 亿美元，且智能化、电动化正驱动其市场需求迅速扩张。与此同时，国内功率器件厂商在汽车电子领域布局相对不足，仅有比亚迪、株洲中车时代等少数厂商的部分产品通过车规认证。安世集团高度重视汽车电子领域（直销客户中营收占比 42%），且大部分产品均满足车规级认证标准，目前已拥有博世、比亚迪、大陆、德尔福、电装等全球顶尖的 Tier 1 客户，后续有望加速切入国内客户，受益于国内车用功率器件的快速爆发及国产替代。

图 57：国内新能源汽车销量及预测（万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

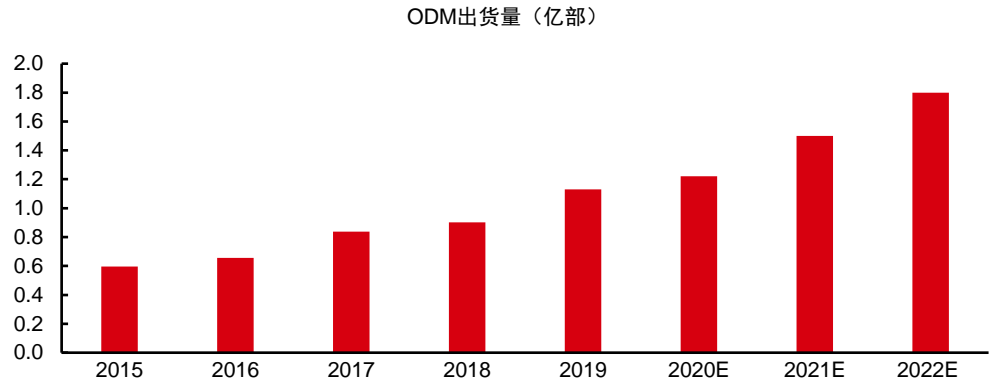
图 58：海外新能源乘用车销量及预测（万辆）



资料来源：Marketlines, AECA, EV Volumes, 中信证券研究部预测

——手机：顺势拿下闻泰订单，同时有望提升国内消费电子端份额。就单部手机而言，安世集团可提供的产品包括快充 MOSFET 和用于防静电的 ESD 保护器件，根据产业调研，单部手机价值量在 0.68~2.68 美元。闻泰科技作为全球手机 ODM 龙头，我们预计其 2020 年手机出货量将超 1.2 亿部，其中所需的功率器件将陆续换用安世产品，为安世带来更多业务机会。另一方面，安世此前主要通过分销渠道进入中国消费电子市场，其市场份额低于安森美，未来安世有望借助闻泰在国内丰富的客户资源进一步拓展中国渠道和客户，在国产替代趋势下实现份额扩张。

图 59：闻泰 ODM 手机出货量 2020 年预计达 1.2 亿部，为安世带来可观消费电子类需求



资料来源：赛诺咨询，产业调研，中信证券研究部（含预测）

——通信：华为加快打造自主可控供应链，安世全面替代安森美。2019 年 5 月起美商务部将华为纳入出口管制实体名单，美国厂商安森美原来是华为原来最重要的功率器件供应商，目前已暂停对华为供货。安世在双极性晶体管和二极管、逻辑和 ESD 保护器件、MOSFET 器件等产品线可部分替代安森美，助力华为打造自主可控供应链。为保障 5G 基建，华为加速转向安世。根据产业调研，2018 年华为从安世采购金额约 3 千万美金，目前有望迎来跨越式增长，同时公司正积极开拓其他通信客户。

【注】热插拔：即带电插拔，指的是在不关闭系统电源的情况下，将模块、板卡插入或拔出系统而不影系统的正常工作。

图 60：国内历年基站数量（万站）

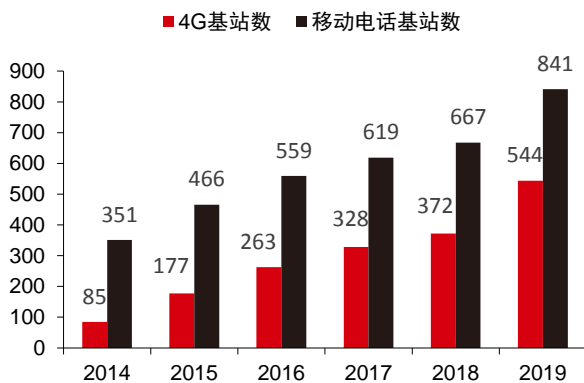
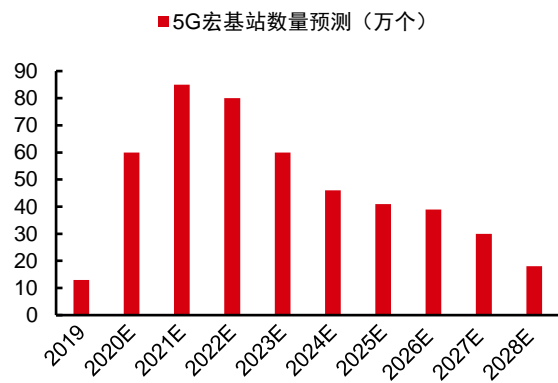


图 61：国内 5G 宏基站建设规划预测（万站）

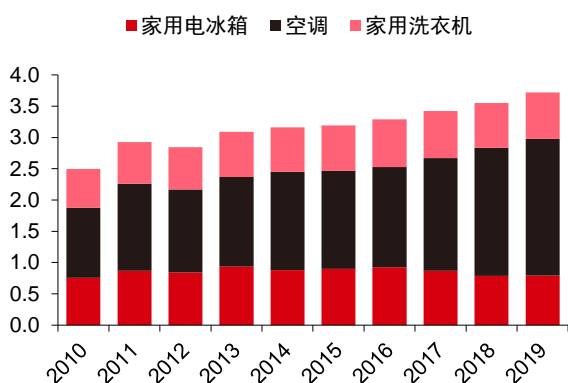


资料来源：工信部，中信证券研究部

资料来源：工信部，中信证券研究部预测

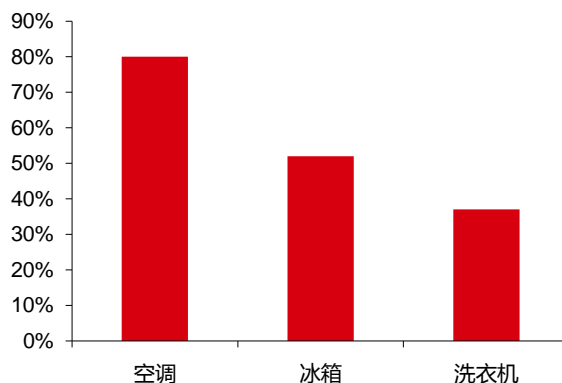
——家电：格力助力闻泰收购安世，后续有望携手进军半导体。在闻泰科技收购安世集团的过程中，格力电器作为战略投资者出资 30 亿，目前格力电器已成为公司第二大股东（考虑配套融资，格力电器直接持有闻泰科技 3.19% 股权，同时通过控股子公司珠海融林间接持有 8.22%）。格力电器自 2018 年起计划进军半导体领域，此次战略投资闻泰科技同样有助于加快其在功率器件领域的布局。我们看好安世集团顺利切入格力电器供应链，并借此提升在我国家电行业供应链中的份额。

图 62：中国三大白电产量（亿台）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 63：中国白电产能占全球的占比较高，2018 年数据



资料来源：产线在线，中信证券研究部预测

3、产能端：获国内政策及资金加持，未来产能扩张可期

公司目前产销率处于高水位，产能不足制约营收增长。由于公司大部分产品均采用 IDM 生产模式，因此公司营收增长与产能相关性较高。目前公司整体晶圆产能接近 70 万片/年（等效 8 英寸），目前产能利用率已处于较高水平。此前，安世在恩智浦体内时得不到充足的资本支持，因此公司只能采用外协加工方式（包括晶圆制造和封装测试）以满足客户需求，短期内公司营收增长主要依靠高单价产品销售占比提升，产能不足已成为制约公司营收快速增长的重要因素。

表 11：安世集团的产能利用率及产销率

产品类型	2018		2019	
	产能利用率	产销率	产能利用率	产销率
双极性晶体管 and 二极管	93.92%	101.00%	94.76%	89.35%
ESD 保护器件	79.38%	97.03%	95.08%	114.42%

	2018		2019	
逻辑器件	79.38%	95.22%	93.66%	99.66%
MOSFET 器件	87.50%	101.83%	93.43%	98.59%

资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部 注：1) 产销率=销量/产量，此处产量系总产量，包括安世集团自有工厂产量和外协产量；2) 产能利用率=产量/产能，此处产量系自有工厂产量。

并购完成后将受到国内政策及资金扶持，安世有望加大资本开支以扩充产能。国内半导体产业已成为经济和社会发展的先导性和支柱性产业，没有芯片就没有安全，我国发展半导体自主可控的意愿极为迫切，近年来我国集成电路扶持政策密集颁布，融资、税收、补贴等政策环境不断优化。目前大基金二期临近，其募资规模在 1500 亿~2000 亿元，预计可带动 5250 亿~7000 亿元地方及社会资金，总计约 7000 亿~9000 亿投入集成电路产业。安世集团将从全球功率器件领跑者转变为国内功率器件龙头，有望受到国内政策扶持。此外，**相比 NXP，公司将更加重视安世集团的发展，后续将加大对安世的资本开支，全方位扩张产能为后续营收扩张提供充足保障：**

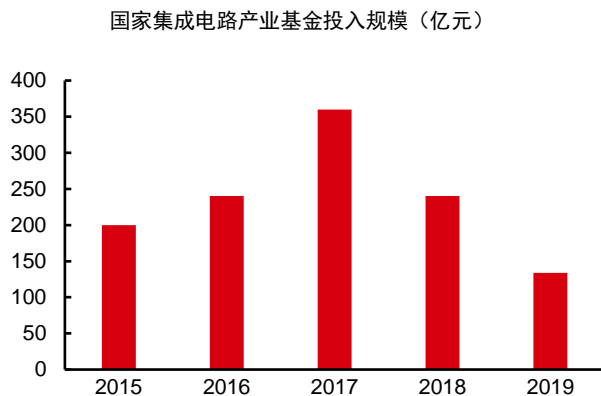
- 1) 公司正对汉堡及曼彻斯特晶圆厂进行技改，我们预计可扩张 20%前端产能；
- 2) 公司后续有望在国内资本扶持下新建国内晶圆厂；
- 3) 公司计划投资 18 亿元用于安世东莞封测厂的设备更新及智慧工厂升级，该项目达产后可新增标准器件封装产能约 78 亿件/年。

表 12：安世中国先进封测平台及工艺升级项目

序号	项目名称	主要建设内容	项目投资金额（万元）
1	高功率 MOSFET 先进封装产线导入子项目	基于安世集团领先的 LPAK 封装技术，在安世中国增加高功率 MOSFET 产线，补充目前集团内的潜在产能缺口，可满足安世集团长期的增长战略	56,957
2	原标准器件产品增产提效改造子项目	保持原产能每年 5%的稳定增长；更换部分老旧机器，优化调整厂区的产线布局，扩大并升级质量分析实验室；优化后端品质检测产线等	79,243
3	半导体封测智能工厂自动化及基础设施子项目	工业自动化硬件、软件和基础设施建设；产能扩大及工程项目的基础设施建设，消防设施升级	44,602
合计	180,802		

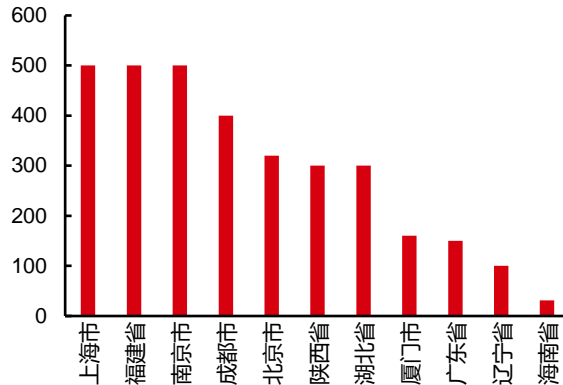
资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

图 64：国家集成电路产业投资基金历年投入（单位：亿元）



资料来源：新华网，中信证券研究部

图 65：主要地方集成电路产业基金规模（单位：亿元）

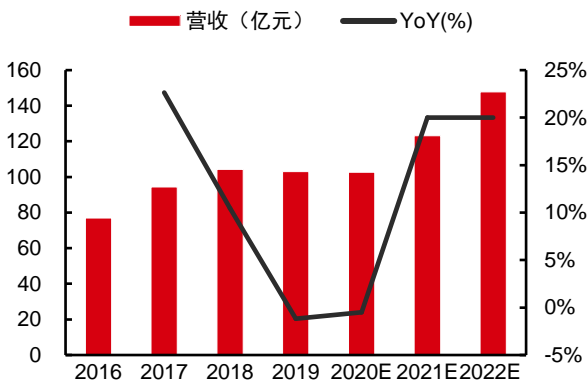


资料来源：新华网，中信证券研究部

4、盈利端：短期维持稳增长，长期则需关注产能扩张情况

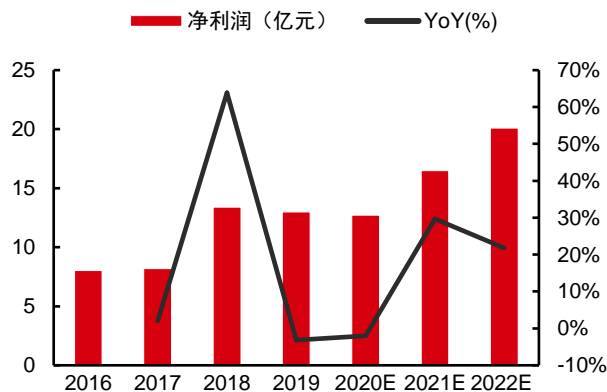
预计公司短期内业绩维持 15%~20% 稳定增长，中长期需关注产能落地节奏。公司大部分产品采取 IDM 生产模式，短期受限于产能扩张有限，公司增长主要依靠产品结构升级及增加外协比例。2020 年疫情背景下，公司马来西亚及菲律宾封测厂产能 Q1~Q2 受到冲击，而公司晶圆厂及封测厂仍保持正常经营，考虑国产替代需求，预计公司仍能维持稳健增长。中短期来看，受益于技改+外协，预计公司营收及业绩增速有望逐步回升，中长期公司有望在国内政策和资本加持下实现产能扩张，进而推动业绩增速提升，具体节奏仍需关注公司新建产能预期的兑现节奏。

图 66：安世集团营收及预测



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部预测

图 67：安世集团净利润及预测（未考虑并购事项相关利息支出增加带来的影响）



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部预测

■ 风险因素

疫情持续影响需求；并购整合不及预期；三星等客户释单不及预期；商誉减值风险。

■ 盈利预测及关键假设

关键假设

- 1、ODM 业务来自三星等新客户的订单持续增长，且单机利润水平显著提升；
- 2、安世集团营收及利润保持稳增长；
- 3、房地产业务剥离及安世集团后续收购均如期实施。

盈利预测

公司本部方面，公司完成客户结构优化，目前三星等新客户正加速释放订单，且单部手机盈利能力持续提升。安世集团方面，被闻泰科技收购后有望深度受益功率器件的国产替代需求，并实现在国内市场的份额提升，短期受制于产能，公司营收及业绩保持稳步增长，长期则有望迎来高增长。目前安世集团 80%资产已实现并表，公司正计划收购安世集团剩余股权。备考口径（安世集团 100%并表）下我们预计公司 2020~22 年营收为 621/919/1211 亿元，净利润为 28.1/43.6/57.7 亿元。

表 13：公司收入拆分（备考口径）

	2019	2020E	2021E	2022E
总营收（亿元）	500.9	621.0	919.2	1211.4
YoY(%)	140%	49%	48%	32%
ODM 业务	397.9	518.4	796.2	1063.7
YoY(%)	139%	30%	54%	34%
手机	397.9	498.4	746.2	983.7
出货量（亿部）	1.1	1.2	1.5	1.8
研发	11.3	15.3	19.5	24.3
单部手机收费(元/部)	10	12.5	13	13.5
制造	27.5	28.6	44	60.5
制造数量（部）	0.5	0.5	0.8	1.1
单部手机加工费	55	55	55	55
物料采购	359.1	454.6	682.7	898.9
物料采购比例	30%	35%	41%	44%
手机平均 BOM（元）	1059	1080	1110	1135
其他智能硬件	0	20	50	80
安世集团	103.1	102.6	123.1	149.4
YoY(%)	-1%	-1%	-1%	20%

资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部预测

表 14：公司净利润情况（备考口径）

	2020E	2021E	2022E
闻泰本部	19.3	30.3	40.1
YoY(%)	47%	57%	32%
考虑并购利息前净利润（亿元）	12.7	16.5	20.08
YoY(%)	3%	30%	22%

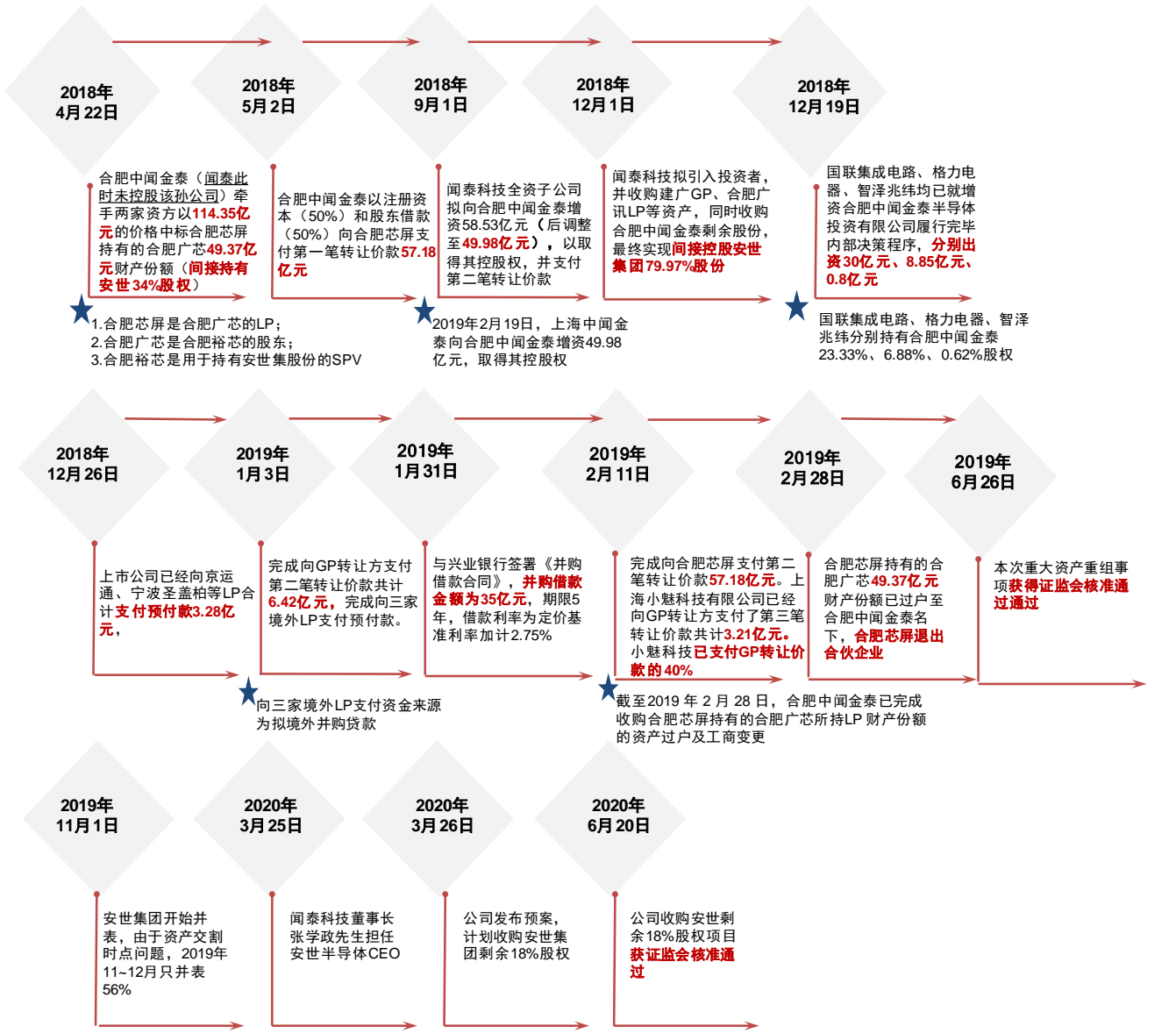
	闻泰本部	17.1	28.4	38.8
	YoY(%)	64%	67%	36%
考虑并购利息后净利润（亿元）	安世集团	11.1	15.2	19.0
	YoY(%)	-12%	37%	25%
	合并归母净利润	28.1	43.6	57.7
	YoY(%)	17%	55%	32%

资料来源：中信证券研究部预测 注：备考口径下按照安世集团 100%并表计算合并归母净利润

附录：收购安世半导体的历程梳理

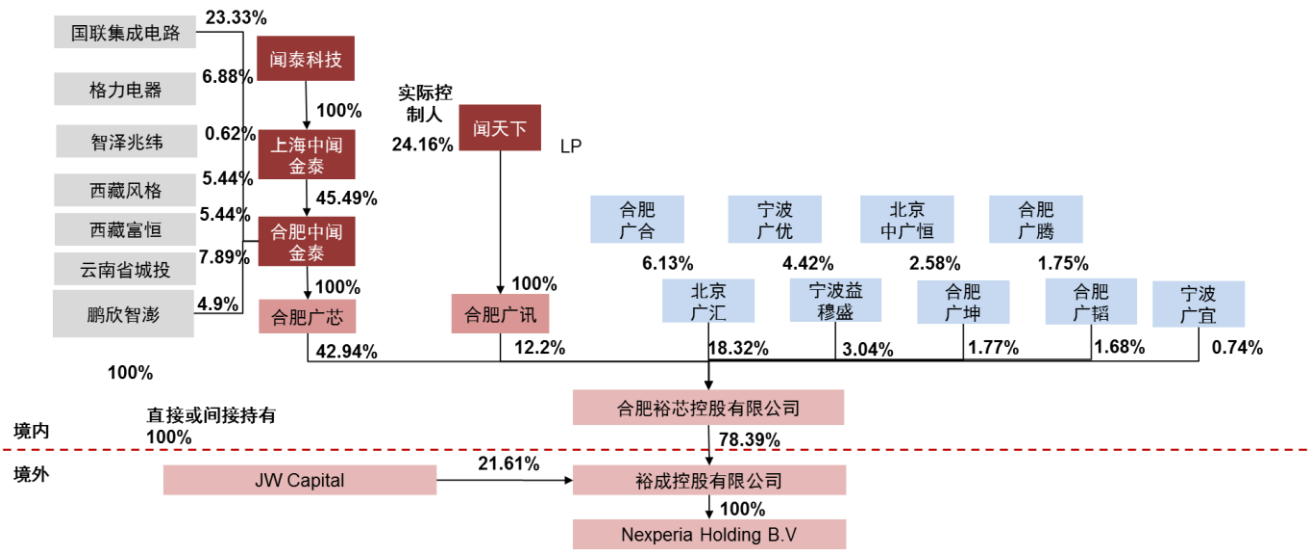
公司自 2018 年 4 月 17 日起启动重大资产重组工作，开始着手收购安世集团以进军半导体上游产业。闻泰科技对安世集团的收购分为两步：第一步是成立孙公司合肥中闻金泰，中标合肥广芯 49.37 亿财产份额，间接取得安世集团 33.66%股权；第二步是通过参股公司小魅科技收购境内和境外基金相关股权，再取得安世集团 46.32%股权（合计取得安世集团 80%股权），最终实现闻泰科技对安世集团的间接控制。2020 年 3 月，公司再次启动对安世剩余股权的收购，本次项目实施后公司对安世集团持股比例将上升至 98.23%。本文将闻泰科技对安世集团的收购历程以及每次收购后安世集团的股权架构变化梳理如下：

图 68：闻泰科技收购安世半导体的历程简介



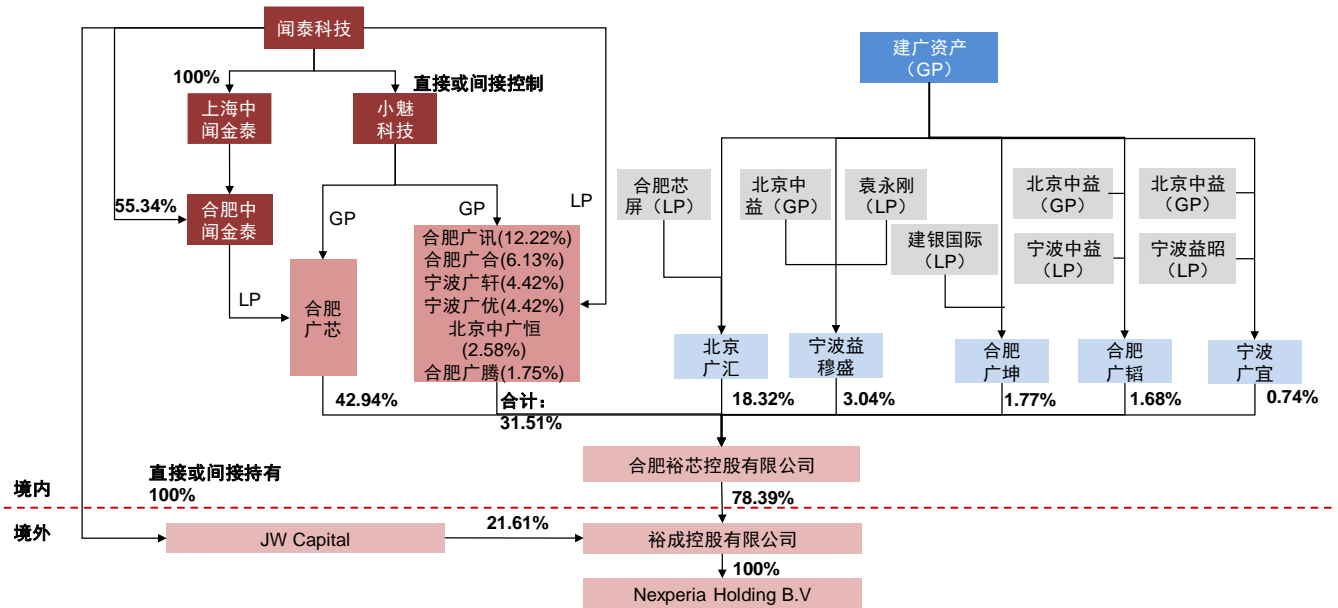
资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

图 69：第一步交易完成后安世半导体境内外股权架构——2018 年 4 月，公司参加拍卖获取安世 33.66%股权



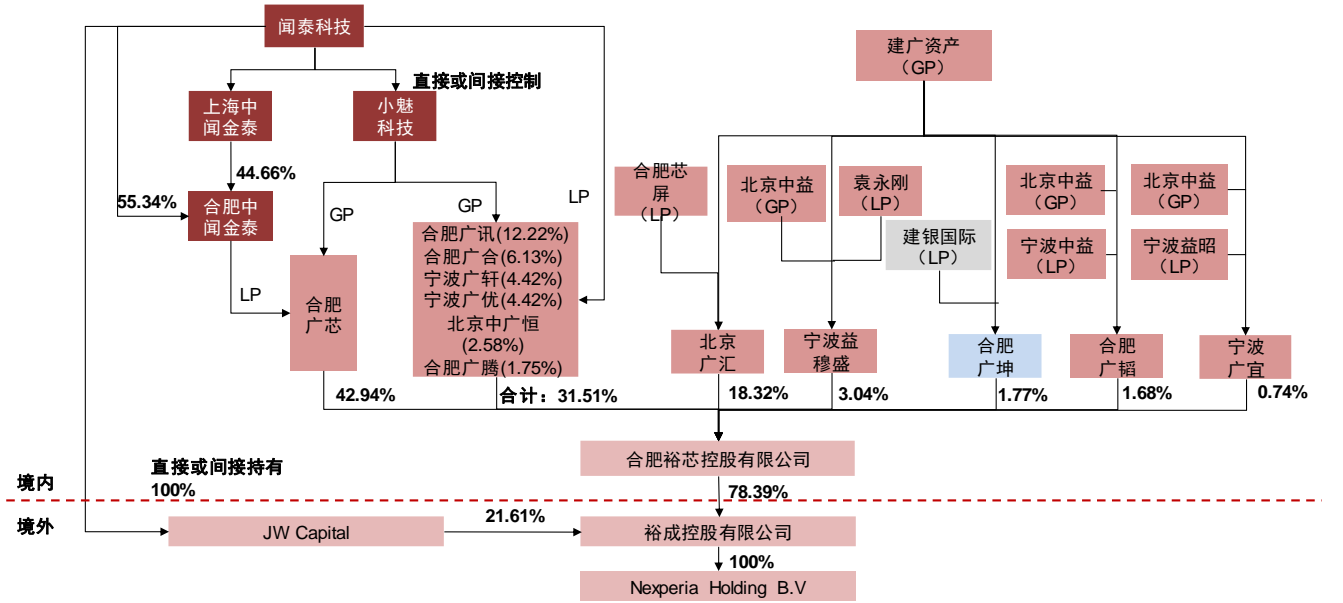
资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

图 70：第二步交易完成后安世半导体境内外股权架构——2018 年 11 月，公司计划收购安世剩余 46.32% 股权以实现控股，完成后上市平台对安世集团的持股比例上升至 79.98%



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

图 71：第三步交易完成后安世半导体境内外股权架构——2020 年 3 月，公司计划收购安世剩余 18.25% 股权以实现控股，完成后上市平台对安世集团的持股比例上升至 98.23%



资料来源：闻泰科技公告，中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,335	41,578	62,098	91,922	121,140
营业成本	15,764	37,286	53,790	80,131	105,972
毛利率	9.06%	10.32%	13.38%	12.83%	12.52%
营业税金及附加	62	74	124	184	233
销售费用	151	484	869	1,195	1,417
营业费用率	0.87%	1.16%	1.40%	1.30%	1.17%
管理费用	295	615	994	1,287	1,551
管理费用率	1.70%	1.48%	1.60%	1.40%	1.28%
财务费用	732	1,320	2,068	3,061	3,840
财务费用率	4.22%	3.17%	3.33%	3.33%	3.17%
投资收益	212	556	562	566	487
营业利润	1.22%	1.34%	0.90%	0.62%	0.40%
营业利润率	(10)	564	0	0	0
营业外收入	69	1,537	3,533	5,630	7,642
营业外支出	0.40%	3.70%	5.69%	6.12%	6.31%
利润总额	4	4	0	0	0
所得税	9	67	28	35	43
所得税率	64	1,473	3,504	5,595	7,599
少数股东损益	(8)	94	631	1,007	1,596
归属于母公司股东的净利润	-13.34	6.37%	18.00%	18.00%	21.00%
净利率	11	126	287	528	613

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	64	1,473	3,504	5,595	7,599
所得税支出	8	-94	-631	-1,007	-1,596
折旧和摊销	328	651	919	1,001	1,083
营运资金的变化	2,813	3,407	-5,330	-391	-1,557
其他经营现金流	59	-817	757	476	542
经营现金流合计	3,272	4,620	-780	5,673	6,071
资本支出	-180	-965	-500	-500	-500
投资收益	-10	564	0	0	0
其他投资现金流	-1,449	-11,903	-144	-165	-221
投资现金流合计	-1,639	-12,304	-644	-665	-721
发行股票	0	6,358	0	0	0
负债变化	7,224	18,327	1,529	1,266	673
股息支出	-13	0	0	-336	-406
其他融资现金流	-8,635	-10,962	-562	-566	-487
融资现金流合计	-1,424	13,722	968	364	-221
现金及现金等价物净增加额	209	6,038	-456	5,372	5,130

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,903	7,714	7,258	12,630	17,760
存货	1,625	5,678	7,867	11,899	15,790
应收账款	5,088	14,022	20,492	29,439	39,875
其他流动资产	3,207	3,410	4,061	4,968	5,823
流动资产	11,824	30,823	39,679	58,937	79,248
固定资产	544	5,118	4,699	4,198	3,615
长期股权投资	1,176	42	42	42	42
无形资产	461	4,075	4,075	4,075	4,075
其他长期资产	2,937	25,072	25,203	25,377	25,609
非流动资产	5,118	34,308	34,020	33,692	33,342
资产总计	16,942	65,132	73,698	92,629	112,590
短期借款	2,000	2,778	5,308	8,574	11,046
应付账款	8,088	21,693	26,895	40,065	52,986
其他流动负债	3,043	6,598	5,559	5,802	6,572
流动负债	13,131	31,069	37,761	54,441	70,605
长期借款	0	11,306	10,306	8,306	6,506
其他长期负债	80	1,335	1,335	1,335	1,335
非流动性负债	80	12,641	11,641	9,641	7,841
负债合计	13,211	43,710	49,402	64,082	78,446
股本	637	1,124	1,124	1,124	1,124
资本公积	2,382	18,269	18,269	18,269	18,269
归属于母公司所有者权益合计	3,595	21,189	23,776	27,499	32,484
少数股东权益	136	233	520	1,048	1,661
股东权益合计	3,731	21,422	24,296	28,547	34,144
负债股东权益总计	16,942	65,132	73,698	92,629	112,590

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	2.48%	139.85%	49.35%	48.03%	31.79%
营业利润增长率	-81.83%	2122.33%	129.89%	59.37%	35.75%
净利润增长率	-81.47%	1954.37%	106.32%	56.97%	32.77%
毛利率	9.06%	10.32%	13.38%	12.83%	12.52%
EBITDA Margin	3.15%	6.39%	7.57%	7.22%	7.06%
净利率	0.35%	3.01%	4.16%	4.42%	4.45%
净资产收益率	1.70%	5.92%	10.88%	14.76%	16.59%
总资产收益率	0.36%	1.92%	3.51%	4.38%	4.79%
资产负债率	77.98%	67.11%	67.03%	69.18%	69.67%
所得税率	-13.34%	6.37%	18.00%	18.00%	21.00%
股利支付率	20.89%	0.00%	13.00%	10.00%	10.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。