



买入 (首次)

所属行业: 电子  
当前价格(元): 35.99

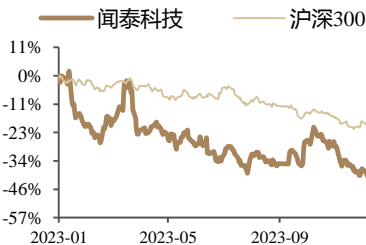
证券分析师

陈海进  
资格编号: S0120521120001  
邮箱: chenhj3@tebon.com.cn

研究助理

陈妙杨  
邮箱: chenmy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.48	-28.02	-27.80
相对涨幅(%)	-12.12	-22.77	-21.38

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

# 闻泰科技(600745.SH): ODM 龙头多元化布局, 拐点有望到来

投资要点

- 内生外延扩张业务版图, 实现高速业务高速增长。**2006年闻泰通讯成立, 最初从事IDH业务, 2008年嘉兴制造中心投产成为中国第一家手机ODM厂商, 2012年登顶全球手机ODM榜首。同时公司外延扩张业务版图, 2019年完成对全球知名IDM企业——安世半导体的收购, 2021年公司收购广州得尔塔, 正式进军光学模组领域, 形成了“半导体+产品集成+光学模组”三大业务布局。2018-2022年, 公司营收从173亿元增长至581亿元, CAGR为35%; 归母净利润从0.61亿元增长至14.6亿元, CAGR为121%。公司得以实现快速的成长的原因在于客户结构优化以及安世半导体的并表。我们认为未来随着笔电ODM、汽车电子等新业务进展顺利, 消费电子行业复苏叠加新客户开拓, 公司将持续成长。
- 多领域发力助力ODM业务转型成长。**公司作为手机ODM龙头, 近年来逐渐转型为智能制造平台型企业, 布局多种新硬件领域。智能手机业务上, 据Counterpoint, 行业ODM/IDH出货量占比从2018年的25%提升至2021年的37%, 未来有望继续提升, 行业规模在25年有望达到372亿美元。公司2022年全球市占率为19%, 地位稳固, 有望受益智能手机市场的企稳向好。新业务上, 公司笔电客户/产能拓展稳步推进, 前期的高投入带来的费用影响逐渐减小, 整体ODM业务已经在23Q2实现扭亏为盈, 23Q2/Q3 ODM业务分别盈利1.15/2.45亿元, 未来有望持续贡献利润增量。同时公司发挥ODM平台和安世半导体的协同优势, 布局汽车电子和服务器领域, 把握行业发展新机遇。
- 安世半导体为功率半导体龙头, 受益行业需求增长及新品拓展。**全球功率半导体市场规模接近500亿美元, 新能源汽车半导体用量约为传统燃油车的3倍, 具体到功率半导体这个比例在5-10倍, 电动化驱动功率半导体市场持续增长。2023H1安世营收中汽车占比超过60%, 充分受益新能源汽车行业增长。同时在IGBT和第三代半导体上公司积极布局, 抓住技术变革和国产化机遇, 不断推出新品实现矩阵式覆盖, 进一步打开成长天花板。
- 投资建议:**我们预计公司2023/2024/2025年实现收入610/678/780亿元, 实现归母净利润24.0/33.2/38.1亿元, 以1月29日市值对应PE分别为19/13/12倍。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。
- 风险提示:**终端需求不及预期、市场竞争加剧、客户拓展不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,242.81	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流通A股(百万股):	1,242.81	营业收入(百万元)	52,729	58,079	61,004	67,807	77,979
52周内股价区间(元):	41.10-68.84	(+/-)YOY(%)	2.0%	10.1%	5.0%	11.2%	15.0%
总市值(百万元):	44,728.70	净利润(百万元)	2,612	1,460	2,398	3,324	3,807
总资产(百万元):	77,640.21	(+/-)YOY(%)	8.1%	-44.1%	64.3%	38.6%	14.5%
每股净资产(元):	29.27	全面摊薄 EPS(元)	2.11	1.18	1.93	2.67	3.06
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	16.2%	18.2%	17.7%	17.4%	17.5%
		净资产收益率(%)	7.7%	4.1%	6.3%	8.1%	8.5%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 德邦研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 多业务布局，成长动能充足的行业龙头 .....	4
1.1. 历史沿革：内增外扩，ODM+IDM 双轮驱动实现高质量发展 .....	4
1.2. 股权结构：实控人地位稳定，产业股东资源优势明显 .....	5
1.3. 营收增长：半导体经营稳健，ODM 业务步入收获期 .....	5
2. 智能硬件 ODM：多领域发力共助业务转型成长 .....	8
2.1. 消费电子：手机有望复苏，新业务有望贡献业绩增量 .....	8
2.1.1. 智能手机：ODM 出货占比逐渐提升，行业龙头受益景气度向好 .....	8
2.1.2. 新业务拓展顺利，笔电行业空间巨大 .....	9
2.2. 发挥资源优势抢占 ODM 行业发展新机遇 .....	11
2.2.1. 汽车电子：功率半导体资源拉开汽车电子行业优势 .....	11
2.2.2. 服务器：AI 服务器带来行业发展新机遇 .....	12
3. 功率半导体龙头，受益行业需求爆发及新品拓展 .....	14
3.1. 功率半导体市场规模稳步增长 .....	14
3.2. 功率半导体龙头，汽车领域优势明显 .....	14
3.3. 持续拓展新品，进一步打开天花板 .....	15
4. 盈利预测 .....	17
5. 风险提示 .....	17

## 图表目录

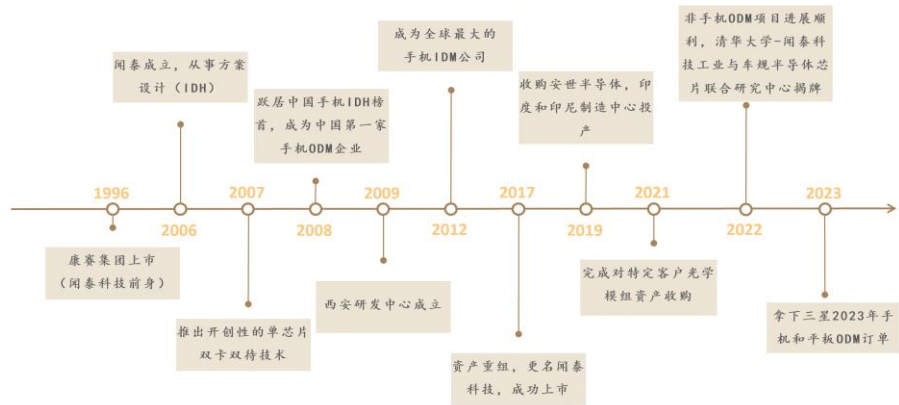
图 1: 闻泰科技发展历程: .....	4
图 2: 分业务营收 (亿元) .....	6
图 3: 智能终端和半导体业务毛利率 (%) .....	7
图 4: 公司毛利率和净利率 (%) .....	7
图 5: 费用率情况.....	7
图 6: 全球智能手机市场出货量及同比增速 (百万台, %) .....	8
图 7: 全球部分智能手机厂商市场份额 (%) .....	8
图 8: 全球智能手机 ODM/IDH 厂商出货量占比 .....	8
图 9: 全球智能手机 ODM/IDH 市场规模 (亿美元) .....	8
图 10: 全球主要智能手机 ODM/IDH 厂商市场占有率.....	9
图 11: 全球笔记本电脑出货量及委外占比.....	9
图 12: 全球平板电脑出货量及委外占比 .....	9
图 13: 笔记本 ODM/EMS 厂商份额 (2021) .....	10
图 14: 智能终端业务季度利润 (亿元) .....	10
图 15: 中国智能网联汽车市场规模 (亿元) .....	11
图 16: 闻泰科技智能座舱域控制器 .....	12
图 17: 闻泰科技供货理想的后舱娱乐屏 .....	12
图 18: 全球 AI 服务器出货量预计快速增长 (万台, %) .....	12
图 19: 全球服务器市场规模 (亿美元, %) .....	12
图 20: 闻泰科技部分服务器产品 .....	12
图 21: 全球及中国功率半导体市场规模 (亿美元, %) .....	14
图 22: 不同类型汽车半导体价值量 (美元/辆) .....	14
图 23: 安世半导体产品主要下游 .....	15
图 24: 安世半导体营收来源 (2023H1) .....	15
表 1: 公司 2023 年股权激励行权安排和业绩目标.....	5
表 2: 主流品牌 ODM 出货占比及重要合作 ODM 厂商(2021 年).....	9
表 3: 2022 年全球功率分立器件行业前 10 公司排名及变化.....	14
表 4: 主营业务拆分 (亿元, %) .....	17
表 5: 可比公司估值分析 (采用 2024/1/29 收盘价) .....	17

# 1. 多业务布局，成长动能充足的行业龙头

## 1.1. 历史沿革：内增外扩，ODM+IDM 双轮驱动实现高质量发展

外延扩张业务版图，内生增加产品覆盖度，“半导体+产品集成+光学模组”三大业务布局。闻泰科技是全球领先的集半导体、ODM 及光学模组为一体的平台型企业，为全球客户提供半导体功率器件、模拟芯片的研发设计、晶圆制造和封装测试；手机、平板、笔电、服务器、AIoT、汽车电子等终端产品研发制造；光学模组的研发制造服务。2006 年闻泰通讯成立，最初从事方案设计（IDH）业务，2008 年嘉兴制造中心投产，成为中国第一家手机 ODM 企业，2012 年公司全球手机 ODM 排名榜首，2017 年资产重组更名为闻泰科技。2019 年完成对全球知名 IDM 企业安世半导体的收购，2021 年收购广州得尔塔，正式进军光学模组领域。2022 年，公司黄石制造中心投产扩大 ODM 产能并进一步提高车载事业部的定位。

图 1：闻泰科技发展历程：



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

持续推动国际化运营，更好服务全球客户需求。公司不断加强全球客户服务和制造交付能力。**闻泰通讯（产品集成业务）**：在上海、无锡、深圳、西安设有研发中心，在嘉兴、无锡、昆明、黄石、印度、印尼均设有制造基地；**安世半导体（半导体业务）**：晶圆制造工厂在德国汉堡和英国曼彻斯特，封装测试工厂位于中国东莞、菲律宾卡布尧和马来西亚芙蓉。**得尔塔科技（光学业务）**：珠海广州建有大型生产基地，在日本熊本设有设备研发中心。

图 2：研发中心与制造基地布局全球

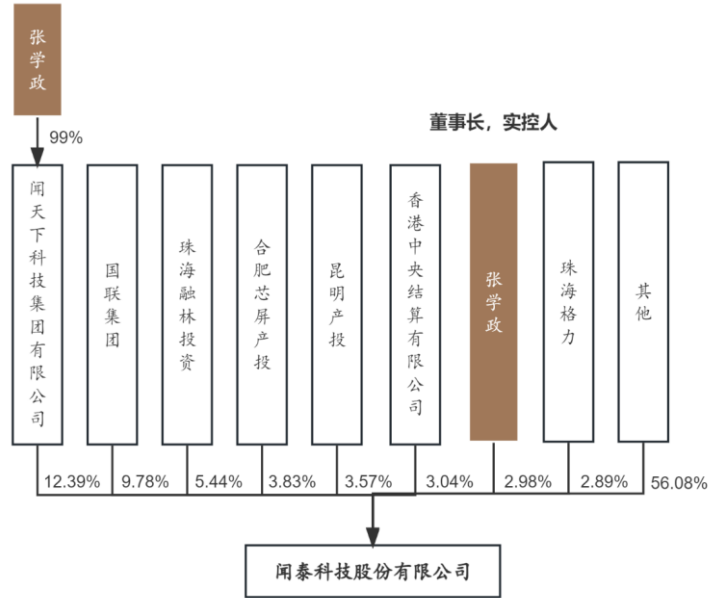


资料来源：公司官网，德邦研究所

## 1.2. 股权结构：实控人地位稳定，产业股东资源优势明显

公司股权结构稳定，股东产业资源丰富。闻泰科技实控人为董事长张学政先生，通过闻天下控制公司 12.39% 股份，并直接持有公司 2.98% 股权。公司产业股东资源丰富，第二大股东为无锡国联集成电路投资中心，持股比例 9.78%。格力电器及其一致行动人珠海融林合计持股 8.33%，为公司第三大股东。

图 8：公司股权结构（截至 2023 年三季度报）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

**实施股权激励，提升核心团队凝聚力。**公司 2023 年股权激励计划正式启动，行权价格为 38.59 元/股，分两期行权。股权激励计划实际授予股票期权数量为 1103 万份，约占总股本的 0.89%。授予股权激励计划的对象共 1819 人，占 2022 年末公司总人数的 5.3%，以核心骨干成员为主。本次股权激励计划的实施有利于有效吸引和留住公司优秀人才，提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，确保公司长期战略目标实现。

表 1：公司 2023 年股权激励行权安排和业绩目标

行权期	行权期间	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	自首次授予的股票期权授权日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予的股票期权授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	50%	公司需满足下列两个条件之一：(1) 以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率达到 80%；(2) 以 2020-2022 年平均营业收入为基数，2023 年营业收入增长率达到 8%。
第二个行权期	自首次授予的股票期权授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予的股票期权授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	50%	公司需满足下列两个条件之一：(1) 以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润增长率达到 115%；(2) 以 2020-2022 年平均营业收入为基数，2024 年营业收入增长率达到 15%。

资料来源：公司公告，德邦研究所

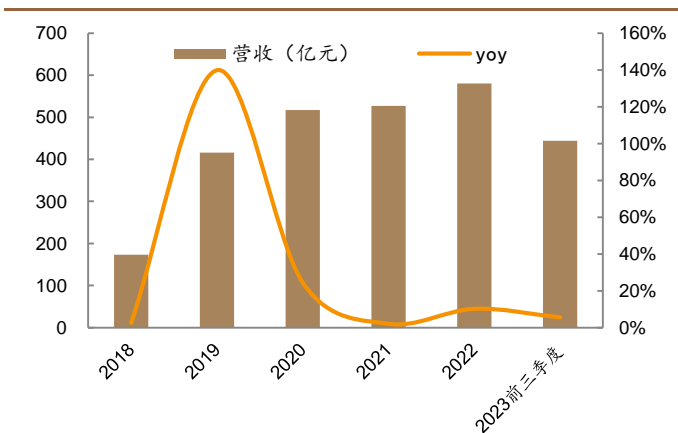
## 1.3. 营收增长：半导体经营稳健，ODM 业务步入收获期



内生外延实现跨越式增长，23 年重回成长轨道。2018-2022 年，公司营收从 173 亿元增长至 581 亿元，CAGR 为 35.29%；归母净利从 0.61 亿元增长至 14.6 亿元，CAGR 为 121%。其中 2019 年营收/归母净利分别同比增长 140%/1954%，主要是因为通讯业务优化客户结构实现业务大幅增长，以及合并安世半导体。2020 年公司营收/归母净利分别同比增长 24%/93%，主要安世控股全年业绩纳入合并范围以及通讯业务继续增长。

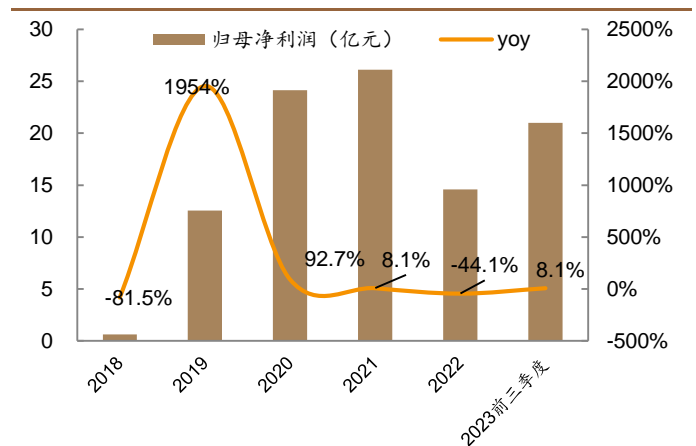
2022 年，受疫情扰动及宏观经济增速放缓等因素影响，下游消费电子市场持续疲软，同时公司计提闻泰通讯商誉减值 6.06 亿元，导致归母净利润下滑 44.1%。2023 年前三季度公司业绩有所回暖，实现营收 444.1 亿元，同比增长 5.5%；实现归母净利润 21 亿元，同比增长 8.1%。我们认为未来随着笔电 ODM、汽车电子等新业务进展顺利，消费电子行业复苏叠加新客户开拓，公司有望重新回归高增长轨道。

图 3：营业收入及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

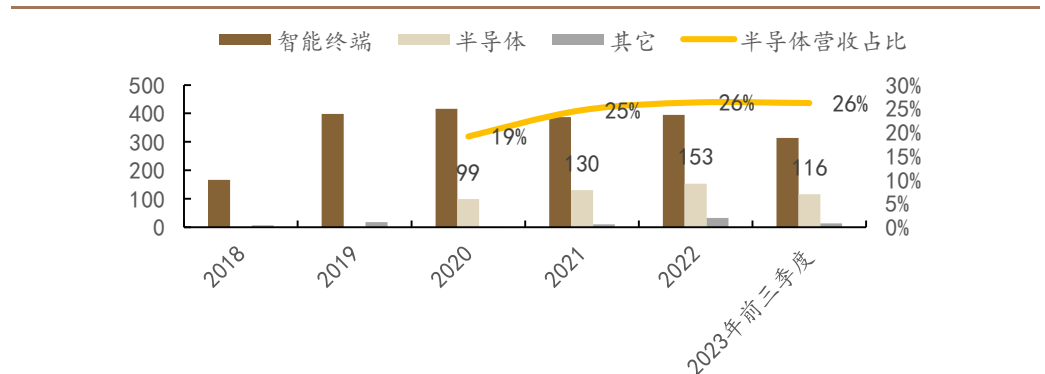
图 4：归母净利润及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

ODM 业务是营收主力，半导体业务快速增长。从营收结构看，智能终端 ODM 业务是公司营收主力，2021-2022 年营收占比约为 70%，营收绝对值自 2019 年快速增长后维持高位。公司半导体业务从 2020 年并表安世全年以来业绩快速增长，2021 和 2022 年营收增速分别 32%/17%。22 年和 23 年前三季度半导体业务营收占比约为 26%。

图 2：分业务营收 (亿元)

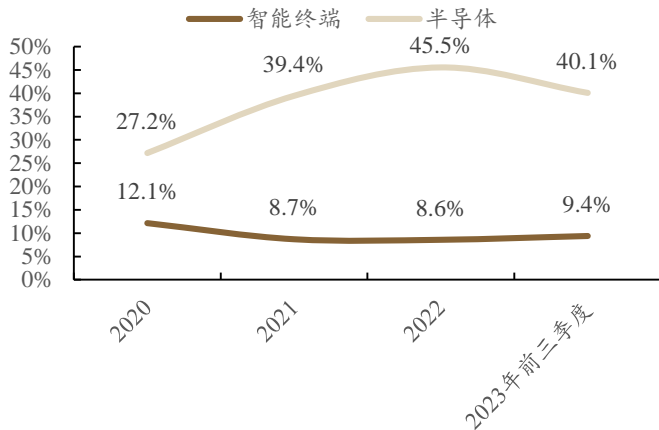


资料来源：Wind，公司公告，公司投关记录，德邦研究所

半导体业务推动公司利润率整体上行。2020-2022 年，半导体业务平均毛利率为 37.4%，远高于 ODM 业务的 9.8%，随着半导体业务的增长推动公司整体毛

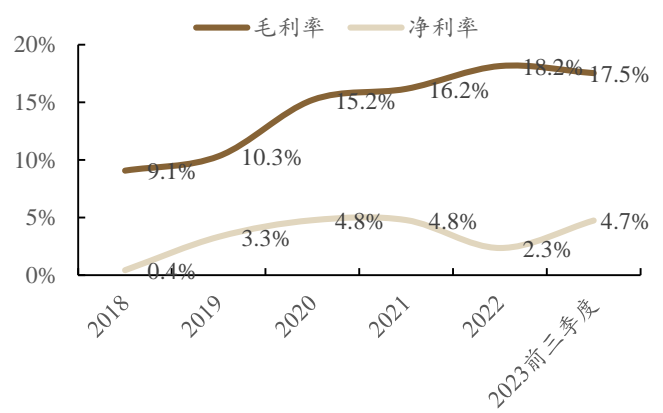
利率上行。2018-2022年，公司整体毛利率从9.1%持续增长至18.2%，2023年前三季度为17.5%。从净利率看，公司由于特定客户项目前期投入对ODM成本费用影响较大，净利率有所波动，但是2023年前三季度恢复至4.7%，随着ODM业务2023年半年报成功扭亏，未来有望持续增长。

图3：智能终端和半导体业务毛利率 (%)



资料来源：Wind，公司公告，公司投关记录，德邦研究所  
注：2023年前三季度各业务毛利率为根据公司2023半年报及投关记录披露的数据计算得出

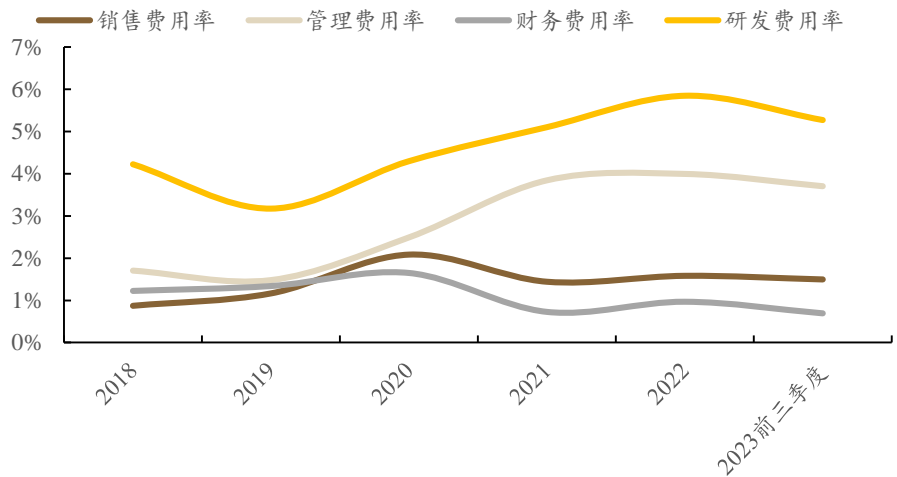
图4：公司毛利率和净利率 (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

半导体业务拉升公司盈利水平，公司的毛利率和净利率整体向上提升。公司不断加大研发和管理投入实现ODM业务开拓和半导体业务整合，管理和研发费用率提升，2023年前三季度有所回落。销售和财务费用率近年来整体处于稳定状态。

图5：费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

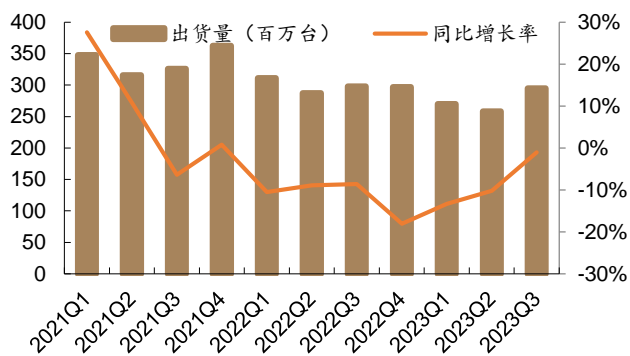
## 2. 智能硬件 ODM：多领域发力共助业务转型成长

### 2.1. 消费电子：手机有望复苏，新业务有望贡献业绩增量

#### 2.1.1. 智能手机：ODM 出货占比逐渐提升，行业龙头受益景气度向好

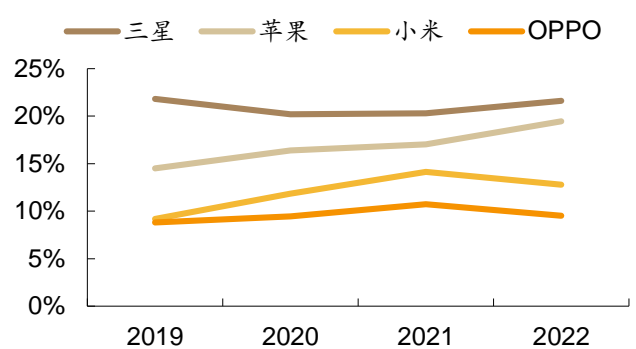
智能手机市场企稳向好，行业整体复苏在即。根据 Canalsys 数据，2023 年 Q3 全球智能手机市场出货量为 2.95 亿，降幅收窄至 1%。全球智能手机市场格局非常集中，三星、苹果等大品牌地位稳定。我们认为 2024 年手机产业链有望复苏，景气度或将持续向上。

图 6：全球智能手机市场出货量及同比增速（百万台，%）



资料来源：Canalys，德邦研究所

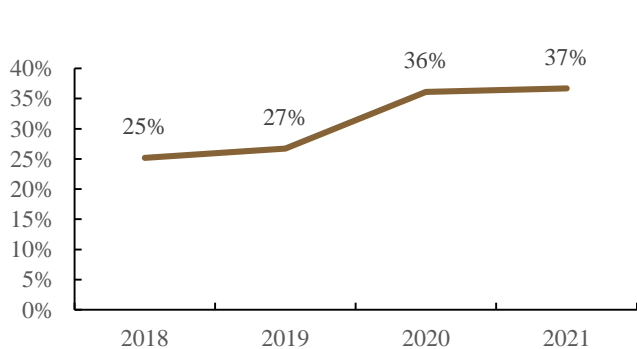
图 7：全球部分智能手机厂商市场份额（%）



资料来源：Canalys，德邦研究所

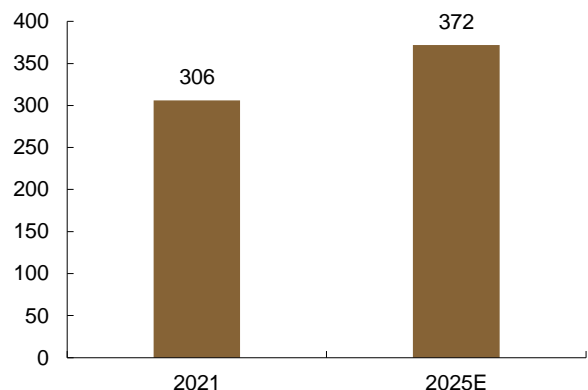
全球智能手机 ODM/IDH 出货量占比逐渐提高，25 年行业规模有望超 372 亿美元。由于 ODM 模式深入供应链带来的规模优势，对品牌方轻资产化、提升研发效率、优化采购成本、提高生产效率等明显优势。据 Counterpoint, ODM/IDH 模式占全球智能出货量比例逐渐提高，从 2018 年的 25% 提升至 2021 年的 37%，未来有望继续提升。根据 Counterpoint，2021 年 ODM/IDH 公司出货智能手机约 5.11 亿部，市场规模约为 306 亿美元，2025 年出货量有望增至近 6.4 亿部，销售额超过 372 亿美金。

图 8：全球智能手机 ODM/IDH 厂商出货量占比



资料来源：Counterpoint，德邦研究所

图 9：全球智能手机 ODM/IDH 市场规模（亿美元）



资料来源：Counterpoint，德邦研究所

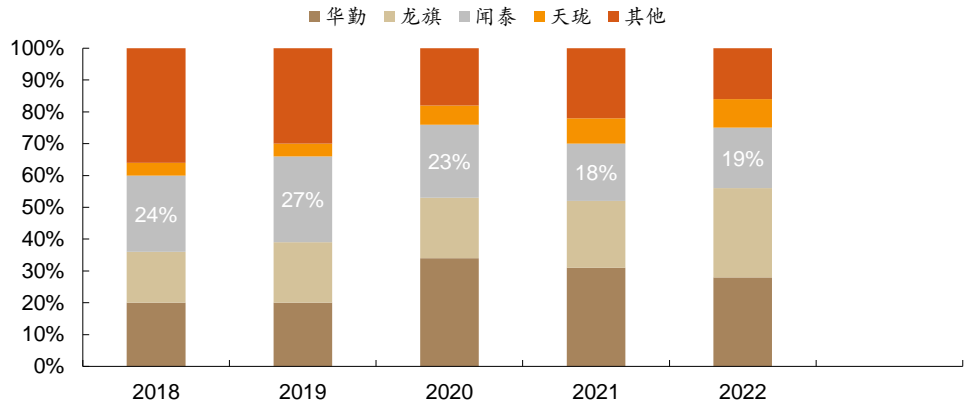
注：销售额根据 Counterpoint Research 估算的行业平均 FOB (Free On Board, 即离岸价) 售价统计所得

市场份额不断集中，CR3 从 2018 年的 60% 提升至 2022 年的 76%，闻泰为行业



**前三地位稳定。**近年来，全球智能手机 ODM/IDH 市场整合加速，份额不断向巨头品牌集中。根据 Counterpoint，2022 年全球 Top3 ODM/IDH 厂商份额分别为华勤技术、龙旗科技、闻泰科技，市场占有率分别为 28%、28%、19%。闻泰科技稳居行业前三，地位稳定。

图 10：全球主要智能手机 ODM/IDH 厂商市场占有率



资料来源：Counterpoint, 52RD, 芯语官网, 德邦研究所

**公司客户基本覆盖主流智能手机厂商，迈过寒冬有望迎来行业的春天。**公司作为全球 ODM 龙头，客户覆盖三星、小米、OPPO、荣耀等国内外主流手机厂商，客户渠道优质。公司产品质量、交付和服务取得客户高度认可，曾获三星 2022 年度 ODM 最佳质量奖，成为年度唯一获此殊荣的 ODM 企业。公司作为智能手机 ODM 龙头企业，成长性长期主要来源于行业 ODM 出货占比的进一步提升，中短期来自智能手机行业的见底复苏。当前行业已出现复苏态势，2024 年有望继续向好。

表 2：主流品牌 ODM 出货占比及重要合作 ODM 厂商(2021 年)

	ODM/IDH 出货量占比	主力合作供应商
三星	23%	华勤, 闻泰, 龙旗等
小米	78%	龙旗, 华勤, 闻泰等
Oppo	43%	华勤, 闻泰, 龙旗等
Lenovo/Motorola	86%	天珑, 中诺等
荣耀	49%	华勤, 闻泰, 龙旗, 中诺等

资料来源：Counterpoint, 德邦研究所

注：1、Oppo 含 Oppo, One Plus, Realme

2、小米含红米、Poco

3、ODM 出货内占比指品牌厂商由 ODM 出货占品牌全球出货量的比例

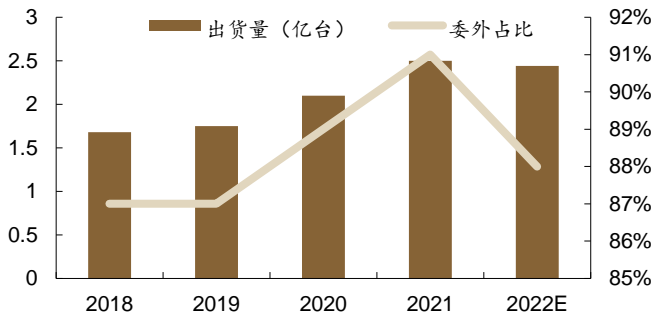
4、主力供应商排名不分先后

### 2.1.2. 新业务拓展顺利，笔电行业空间巨大

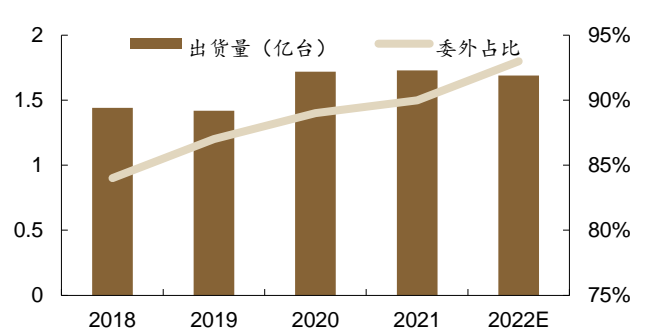
**委外模式是笔记本电脑/平板主流，占比接近 90%，市场规模巨大。**由于笔记本电脑和平板电脑行业技术发展和方案设计较为成熟，产业链分工明确、完整，更新迭代的幅度较小，平板品牌厂商主要负责产品的研发或销售，而将产品的生产制造，以及部分产品的设计委托给 ODM/EMS 厂商。根据 Counterpoint 数据，2021 年约 91% 的笔记本电脑，90% 的平板电脑是由 ODM/EMS 厂商生产，是行业主要的生产方式。

图 11：全球笔记本电脑出货量及委外占比

图 12：全球平板电脑出货量及委外占比



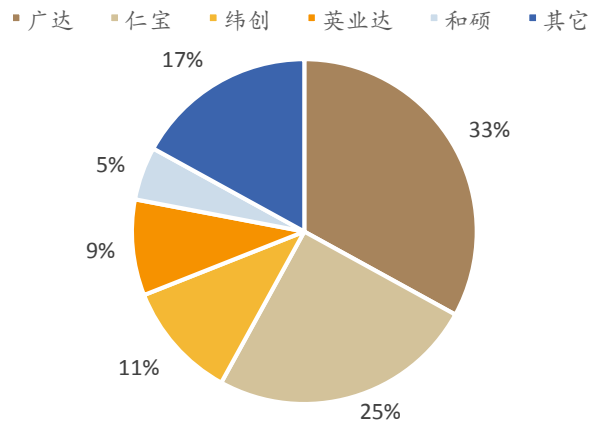
资料来源: Counterpoint, 华勤技术招股书, 德邦研究所



资料来源: Counterpoint, 华勤技术招股书, 德邦研究所

笔记本 ODM 厂商以中国台湾企业占主导, 份额超过 80%, 大陆厂商空间巨大。根据 Counterpoint, 2021 年全球笔电 ODM/EMS 厂商前五名均为中国台湾厂商, 广达、仁宝、纬创、英业达、和硕市场份额分别为 33%/25%/11%/9%/5%, CR5 超过 80%。中国大陆厂商在笔电 ODM/EMS 市场起步较晚, 凭借成本效率和供应链优势有望后来居上, 潜力巨大。

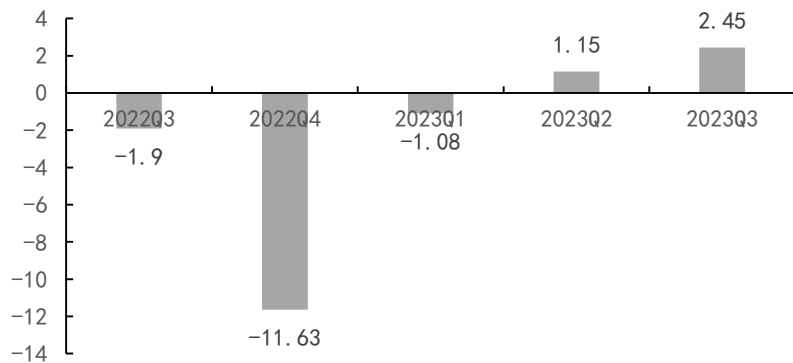
图 13: 笔记本 ODM/EMS 厂商份额 (2021)



资料来源: Counterpoint, 芯八哥, 德邦研究所

公司笔电客户/产能持续推进, 整体 ODM 业务扭亏为盈。公司笔电业务客户市场拓展方面取得良好进展, 与特定客户合作开展顺利。公司推进昆明智能制造产业园项目 (二期), 若全部投产, 预计增加年产 600 万台笔记本电脑生产能力, 在黄石工厂增加笔记本电脑配套结构件制造能力。由于昆明工厂主要用于生产特定客户笔记本电脑, 项目前期投入对公司产品集成业务的成本费用影响较大, 公司 2023 上半年正在通过整合以实现降本增效, 整体 ODM 业务也实现扭亏为盈, 2023 年 Q2/Q3 分别实现净利润 1.15/2.45 亿元。

图 14: 智能终端业务季度利润 (亿元)



资料来源：Wind，公司公告，公司投关记录，德邦研究所  
注：2022Q4 闻泰通讯计提 6 亿商誉减值

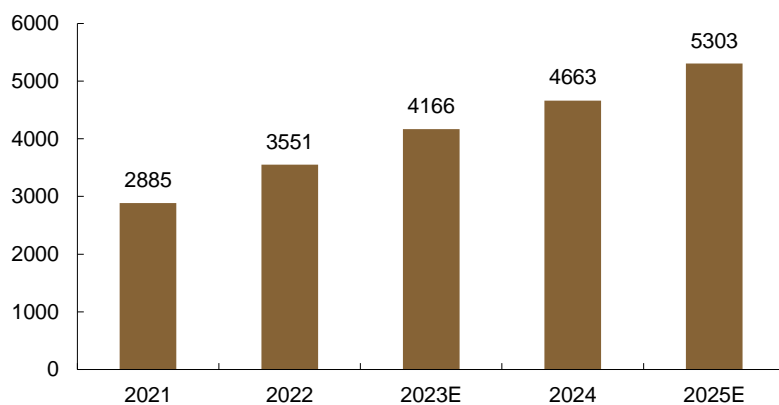
**其它消费电子 ODM 业务特定客户拓展顺利。**公司在消费电子 ODM 业务上继续拓展客户和品类，从传统手机 ODM 业务拓展至平板、笔电等更广阔的领域。除了笔电业务外，公司与特定客户的智能家具业务合作顺利，2022 年顺利合作预计约 50 亿项目并在当年实现常态化出货，该项目是公司与特定客户合作第 1 个项目，其顺利量产也为与其开展更多产品领域的合作奠定了基础。

## 2.2. 发挥资源优势抢占 ODM 行业发展新机遇

### 2.2.1. 汽车电子：功率半导体资源拉开汽车电子行业优势

**引入安世汽车产业资源，打造汽车电子竞争优势。**智能汽车预计为未来的黄金赛道，智能驾驶、智能驾驶舱、智能车联网成为电子企业实现快速发展的新突破口。根据汽车之家数据，2025 年中国智能网联汽车市场规模将超过 5300 亿，2021-2025 年 CAGR 有望达到 16.4%。公司旗下安世半导体与 Tier1 供应商和各大车厂保持着长期和紧密的合作关系，与其它产品线在技术、供应链、市场方面协同创新、相互赋能，打造公司汽车电子板块竞争优势。

图 15：中国智能网联汽车市场规模（亿元）



资料来源：汽车之家研究院，前瞻产业研究院，腾讯网，德邦研究所

**三大汽车产品线齐头共进，推动公司转型成 Tier1 供应商。**公司汽车电子业务将沿着三大汽车产品线方向逐步拓展。一是包括后排屏在内的车内触控屏，二是 ADAS（高级驾驶辅助），三是车联网系统中智能车载终端。闻泰通讯在智能座舱、智能网联等方面已经同多家主机厂、Tier1、芯片供应商等生态链的上下游建立合作关系，为国内新能源汽车头部厂商品牌配套的智能座舱产品已量产出货；三大业务相互赋能，推动闻泰科技从半导体芯片供应商（安世半导体）转型为汽车 Tier1 供应商。

图 16: 闻泰科技智能座舱域控制器



闻泰科技智能座舱域控制器

资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 17: 闻泰科技供货理想的后舱娱乐屏

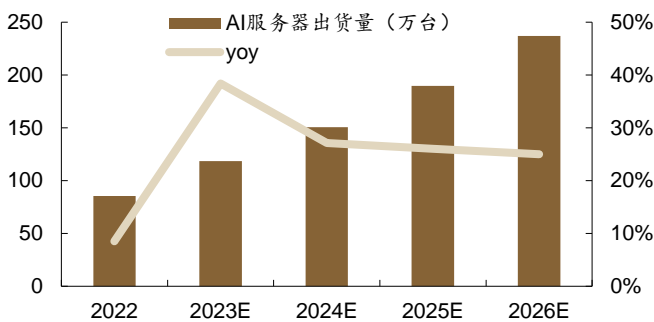


资料来源: 理想官网, 德邦研究所

### 2.2.2. 服务器: AI 服务器带来行业发展新机遇

**AI 浪潮推动服务器市场持续增长。**随着生成式 AI 行业爆发, AI 服务器作为算力底座, 出货量也快速增长。根据 Trend Force, 2023 年 AI 服务器 (含搭载 GPU、FPGA、ASIC 等) 出货量预计 118 万台, 预计同比增长 38.4%, 占整体服务器出货量近 9%, 预计到 2026 年占比将提升至 15%。2026 年 AI 服务器出货量有望达到 236 万台, 2022-2026 年 CAGR 有望达到 29%, 带动服务器市场整体持续增长。根据 IDC 数据, 2022 年全球服务器市场规模为 1232 亿美元, 2027 年有望达到 1891 亿美元, 2022-2027 年 CAGR 为 9%。

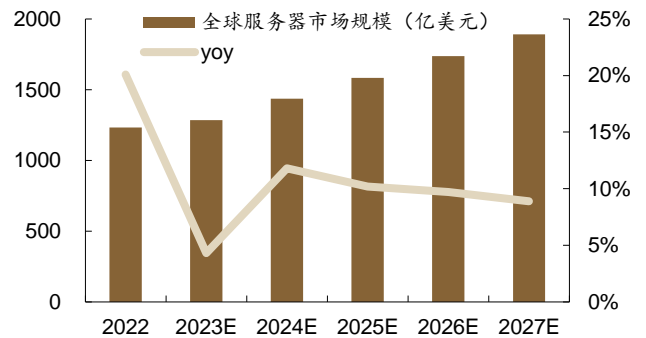
图 18: 全球 AI 服务器出货量预计快速增长 (万台, %)



资料来源: Trend Force, 德邦研究所

注: AI 服务器包括搭载 AI 训练、推理用的 GPU/FPGA/ASIC 等加速芯片的服务器

图 19: 全球服务器市场规模 (亿美元, %)



资料来源: IDC, 德邦研究所

**公司服务器 ODM 业务 2023 年量产出货。**公司 2020 年组建服务器事业部, 依托产品集成业务的研发制造能力及功率半导体器件的能效优势进行业务发展, 如服务器电源可直接使用安世的 GaN FET 功率器件。公司产品包括服务器整机、加速卡和主板等, 可用于数据中心、边缘计算、人工智能等场景。公司服务器 ODM 业务在国际短视频、电商等互联网客户以及运营商等客户不断推进, 2023 年已经开始量产, 研发出的液冷技术服务器也与客户开始对接, 服务器 ODM 有望成为公司产品集成业务的又一增长点。

图 20: 闻泰科技部分服务器产品



T656

P10 加速卡

资料来源：公司官网，德邦研究所

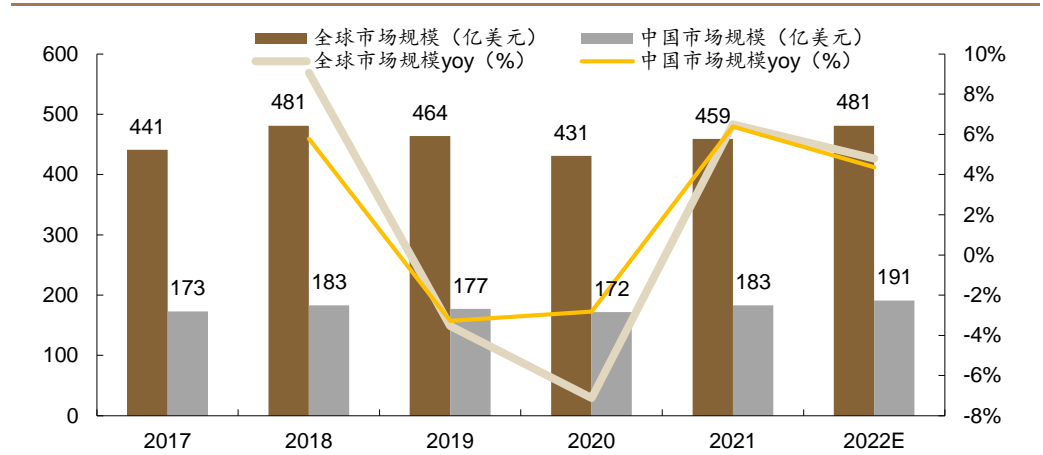


### 3. 功率半导体龙头，受益行业需求爆发及新品拓展

#### 3.1. 功率半导体市场规模稳步增长

全球功率半导体市场规模接近 500 亿美元。随着下游应用领域的不断拓宽，预计功率半导体市场规模将呈现稳健增长的态势。根据 Omdia 数据，2022 年全球功率半导体市场规模预计为 481 亿美元，中国市场规模约为 191 亿美元。

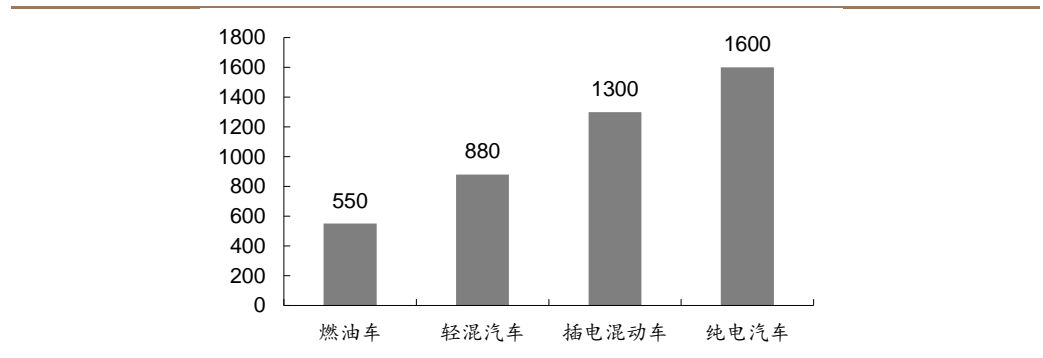
图 21：全球及中国功率半导体市场规模（亿美元，%）



资料来源：Omdia，中商产业研究院，德邦研究所

汽车电动化驱动功率半导体市场持续增长。据 Strategy Analytics，一台新能源汽车上用到的半导体数量约为传统燃油车的 3 倍，具体到功率半导体这个比例在 5-10 倍。从不同汽车类型半导体价值来看，传统燃油汽车上半导体价值在 550 美元左右，轻混类汽车在 880 美元左右，插电混动汽车在 1,300 美元左右，纯电动汽车在 1,600 美元左右，还处于增长趋势中。总体来看，汽车电动化是功率半导体市场增长重要驱动力。

图 22：不同类型汽车半导体价值量（美元/辆）



资料来源：Strategy Analytics，德邦研究所

#### 3.2. 功率半导体龙头，汽车领域优势明显

安世半导体全球排名持续攀升至第 5，中国排名稳居第 1。安世半导体是闻泰科技半导体业务承载平台，是全球领先的分立和功率芯片 IDM 龙头厂商，是全球龙头的汽车半导体企业，23 年半年报披露其拥有近 1.6 万种产品料号。综合芯谋研究，安世半导体已连续 3 年稳坐中国功率分立器件公司排名榜首，在全球排名中的位置则不断攀升，2020 年该公司位列全球第 9 名，2021 年上升 3 名至全球第 6 名，2022 年再次上升 1 名至全球第 5 名。

表 3：2022 年全球功率分立器件行业前 10 公司排名及变化

2022 年排名	2021 年排名	全球功率分立器件公司	排名变化
1	1	Infineon	无变化
2	2	Onsemi	无变化
3	13	ROHM	上升 10 名
4	3	STM	下降 1 名
<b>5</b>	<b>6</b>	<b>安世半导体 Nexperia</b>	<b>上升 1 名</b>
6	5	Mitsubishi	下降 1 名
7	4	Vishay	下降 3 名
8	31	Danfoss	上升 23 名
9	7	Toshiba	下降 2 名
10	9	Renesas	下降 1 名

资料来源：芯谋研究，德邦研究所

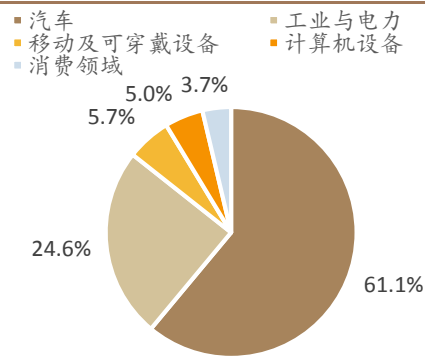
安世汽车营收占比超过 60%，更受益新能源汽车行业增长。从下游应用领域看，23 年上半年汽车营收占比为 61%，相比 2022 年的 48% 进一步提高。以汽车为主的应用结构也让公司更多受益于新能源汽车行业带来的功率半导体需求增长。根据公司 23 年半年报，汽油车时代，全球汽车单车平均应用安世芯片达 300 颗以上，在当前的电动车中，已有客户案例单车最高应用接近 800 颗，随着电动化智能化的趋势，以及产品料号的持续扩充，未来的增长仍将较大。

图 23：安世半导体产品主要下游

汽车领域	工业与电力领域	移动与可穿戴设备	消费类产品领域	计算机领域
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 车身控制</li> <li>✓ 底盘与安全</li> <li>✓ 动力传动系统</li> <li>✓ 高级驾驶辅助系统 (ADAS)</li> <li>✓ 车灯照明</li> <li>✓ 制动系统</li> <li>✓ 转向系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 电源供应</li> <li>✓ 电机控制</li> <li>✓ 工业照明</li> <li>✓ 电信基础设施</li> <li>✓ 数据服务器</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 智能手机</li> <li>✓ 智能手表、健身和 GPS 追踪器等可穿戴设备</li> <li>✓ 平板电脑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 手持设备，如便携电动工具</li> <li>✓ 智能家居应用</li> <li>✓ 音频与视频</li> <li>✓ 游戏</li> <li>✓ 电器与白色家电</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 笔记本电脑</li> <li>✓ 台式电脑</li> <li>✓ 存储设备</li> <li>✓ 外围设备</li> </ul>

资料来源：闻泰科技公告，德邦研究所

图 24：安世半导体营收来源 (2023H1)



资料来源：闻泰科技公告，德邦研究所

### 3.3. 持续拓展新品，进一步打开天花板

IGBT 和第三代半导体还有巨大发展空间。安世 IGBT 业务发展尚处起步阶段，发展空间巨大。2023 年 H1 半导体业务重点包括晶体管（包括保护类器件 ESD/TVS 等）、MOSFET 功率管、模拟与逻辑 IC，2023 年上半年三大类产品占收入比重分别为 41%（其中保护类器件占比 9%）、43%、16%。而 2021 年全球功率半导体中 IGBT 规模占比高达 29.7%，安世半导体在 IGBT 有巨大的发展空间，同时 GaN、SiC 等第三代半导体方兴未艾，公司也有望受益新行业的成长机遇。

图 16：全球功率半导体分立器件市场规模占比 (2021)

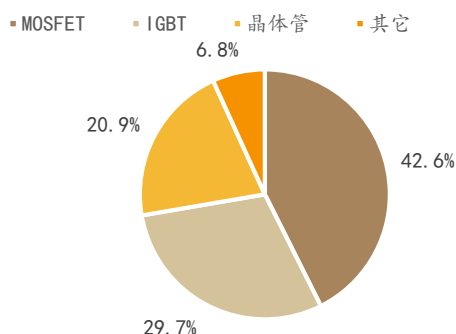
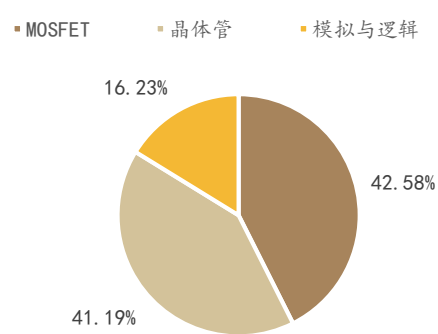


图 17：安世业务线营收占比 (2023H1)

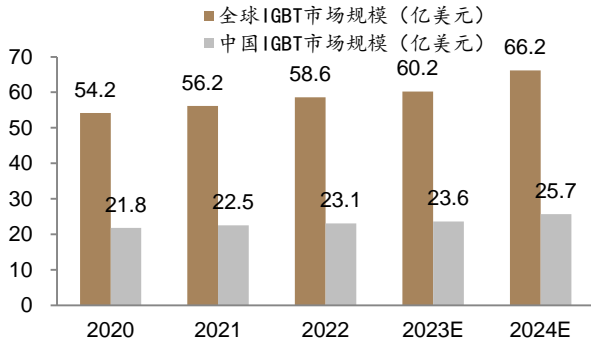


资料来源：芯谋研究，德邦研究所

资料来源：闻泰科技公告，德邦研究所

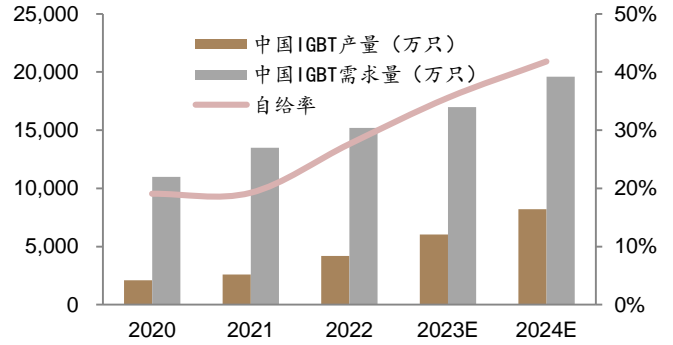
中国 IGBT 市场潜力巨大，公司相关产品已实现覆盖。中国 IGBT 市场空间巨大，2022 年约为 23 亿美元，全球占比 39%。同时自给率较低，2022 年仅为 28%，需求缺口巨大。安世作为闻泰旗下的半导体平台有望抓住市场机遇，当前公司进展顺利，根据 23 年半年报，公司 IGBT 产品已经能覆盖车载充电器/压缩机/PTC 加热器等车用场景，同时光伏逆变器/工业电机驱动等工业场景也实现了产品覆盖。

图 21：全球及中国 IGBT 市场规模



资料来源：质链网，德邦研究所

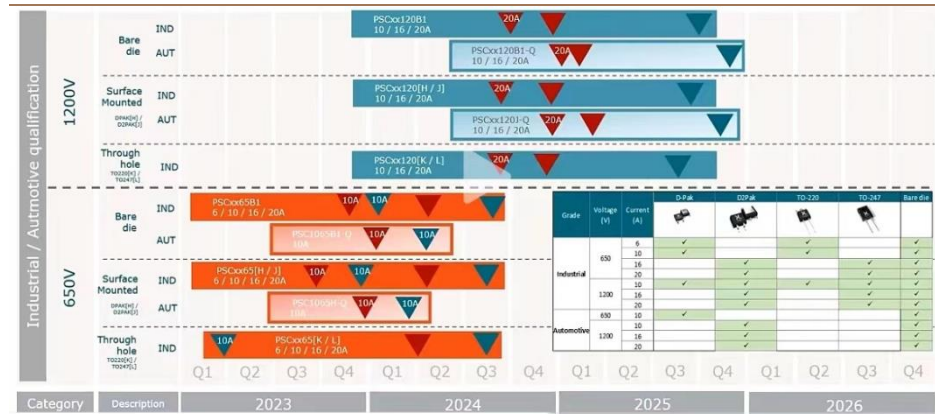
图 22：中国 IGBT 产量 (万只) 及自给率 (%)



资料来源：质链网，德邦研究所

不断推出车规级 SiC 和 GaN 新品。GaN 方面，安世当前 GaN 产品主要用于汽车电驱逆变、电控和电源，不到 3 年就推出了三代 650V 高功率氮化镓场效应晶体管 (GaN FET)，提供从 2kW 到 250kW 的 GaN 应用方案并推向更高的功率水平。23 年公司继续推出了首款用于低电压 (100/150 V) 和高电压 (650 V) 应用的增强模式 (e-mode) 功率 GaN FET。SiC 方面，2022 年，闻泰正式进军高功率碳化硅 (SiC) 市场，2023 年 11 月，闻泰宣布正式与三菱电机共研 SiC 芯片，推出其首款 SiC MOSFET。

图 25：闻泰科技 SiC 产品 Roadmap



资料来源：安世半导体公众号，德邦研究所

## 4. 盈利预测

关键假设：

公司智能终端业务中手机部分有望受益行业复苏，笔记本电脑、服务器、汽车电子等新业务有望带动增长。2023-2025 年预计实现营收 415、465、534 亿元，毛利率分别为 9.8%、10.0%、10.2%。

半导体业务，公司作为全球功率半导体领先企业，中国功率半导体龙头市场地位稳固。下游应用以汽车为主，受益汽车电动化带来的行业增长，同时 IGBT 和第三代半导体等新产品拓展顺利。2023-2025 年预计实现营收 158、170、196 亿元，毛利率分别为 41%、40%、40%。

表 4：主营业务拆分（亿元，%）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>					
收入	527	581	610	678	780
YoY	2.0%	10.1%	5.0%	11.2%	15.0%
毛利率	35.1%	33.0%	17.7%	17.4%	17.5%
<b>智能终端</b>					
营收	387	395	415	465	534
YoY	-7.2%	2.1%	5.0%	12.0%	15.0%
毛利率	8.7%	8.6%	9.8%	10.0%	10.2%
<b>半导体</b>					
营收	130	153	158	170	196
YOY	31.7%	17.4%	3.0%	8.0%	15.0%
毛利率	39.4%	45.5%	41.0%	40.0%	40.0%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所测算

表 5：可比公司估值分析（采用 2024/1/29 收盘价）

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE (X)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
华勤技术	62.47	452.44	26.80	29.50	34.80	16.88	15.34	13.00
立讯精密	27.16	1944.84	111.81	143.84	179.59	17.39	13.52	10.83
斯达半导	139.40	238.31	9.41	11.85	14.57	25.31	20.12	16.35
平均						19.86	16.33	13.40
闻泰科技	35.99	447.29	23.98	33.24	38.07	18.65	13.46	11.75

资料来源：Wind，德邦研究所

注：华勤技术、立讯精密、斯达半导 2023/2024/2025 年归母净利润为 Wind 一致预期

投资建议：

我们预计公司 2023/2024/2025 年实现收入 610/678/780 亿元，实现归母净利润 24.0/33.2/38.1 亿元，以 1 月 29 日市值对应 PE 分别为 19/13/12 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 5. 风险提示

终端需求不及预期、市场竞争加剧、客户拓展不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.18	1.93	2.67	3.06
每股净资产	28.89	30.68	33.16	36.03
每股经营现金流	1.34	9.32	5.93	7.91
每股股利	0.20	0.13	0.19	0.19
价值评估(倍)				
P/E	44.56	18.65	13.46	11.75
P/B	1.82	1.17	1.09	1.00
P/S	0.77	0.73	0.66	0.57
EV/EBITDA	11.69	6.26	4.54	3.63
股息率%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.2%	17.7%	17.4%	17.5%
净利润率	2.5%	3.9%	4.9%	4.9%
净资产收益率	4.1%	6.3%	8.1%	8.5%
资产回报率	1.9%	2.9%	3.7%	4.0%
投资回报率	4.4%	4.8%	6.0%	6.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.1%	5.0%	11.2%	15.0%
EBIT 增长率	18.0%	6.4%	33.2%	13.3%
净利润增长率	-44.1%	64.3%	38.6%	14.5%
偿债能力指标				
资产负债率	52.3%	53.4%	53.0%	52.8%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.1
现金比率	0.3	0.5	0.6	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	52.0	53.9	56.7	54.2
存货周转天数	77.8	60.2	63.3	67.1
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	5.5	5.8	6.4	8.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,460	2,398	3,324	3,807
少数股东损益	-100	-103	-103	-104
非现金支出	3,942	4,395	5,092	5,906
非经营收益	1,002	699	365	697
营运资金变动	-4,641	4,196	-1,307	-479
经营活动现金流	1,664	11,585	7,370	9,827
资产	-6,914	-3,115	-4,491	-4,448
投资	-380	-878	-559	-599
其他	145	67	427	117
投资活动现金流	-7,149	-3,926	-4,623	-4,930
债权募资	2,671	1,141	734	654
股权募资	13	-4	0	0
其他	-676	-926	-1,034	-1,055
融资活动现金流	2,008	211	-300	-401
现金净流量	-3,377	7,870	2,447	4,496

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	58,079	61,004	67,807	77,979
营业成本	47,534	50,179	56,009	64,304
毛利率%	18.2%	17.7%	17.4%	17.5%
营业税金及附加	136	189	190	203
营业税金率%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	919	915	1,004	1,107
营业费用率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用	2,320	2,428	2,685	3,080
管理费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	3,394	3,172	3,397	3,798
研发费用率%	5.8%	5.2%	5.0%	4.9%
EBIT	3,799	4,044	5,388	6,103
财务费用	560	663	683	709
财务费用率%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%
资产减值损失	-1,110	-673	-140	-150
投资收益	61	67	427	117
营业利润	2,112	3,281	4,602	5,292
营业外收支	-5	-3	-1	-2
利润总额	2,107	3,278	4,601	5,290
EBITDA	6,514	7,766	10,339	11,859
所得税	747	983	1,380	1,587
有效所得税率%	35.5%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东损益	-100	-103	-103	-104
归属母公司所有者净利润	1,460	2,398	3,324	3,807

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,828	16,698	19,145	23,640
应收账款及应收票据	8,270	9,005	10,540	11,579
存货	10,132	8,145	9,579	11,673
其它流动资产	2,599	3,575	4,098	4,695
流动资产合计	29,829	37,423	43,363	51,587
长期股权投资	276	354	414	513
固定资产	10,524	10,474	10,654	9,704
在建工程	4,022	2,837	2,060	1,572
无形资产	4,991	5,229	5,709	6,146
非流动资产合计	46,861	45,787	45,386	44,176
资产总计	76,690	83,210	88,748	95,763
短期借款	7,951	9,092	9,826	10,480
应付票据及应付账款	14,037	17,391	18,481	20,831
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,686	4,582	5,317	5,866
流动负债合计	26,674	31,064	33,624	37,177
长期借款	2,617	2,617	2,617	2,617
其它长期负债	10,785	10,785	10,785	10,785
非流动负债合计	13,402	13,402	13,402	13,402
负债总计	40,076	44,466	47,026	50,579
实收资本	1,246	1,243	1,243	1,243
普通股股东权益	35,899	38,132	41,214	44,779
少数股东权益	715	611	508	405
负债和所有者权益合计	76,690	83,210	88,748	95,763



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈海进，电子行业首席分析师，6年以上电子行业研究经验，曾任职于民生证券、方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士。电子行业全领域覆盖。

陈妙杨，电子行业研究助理，上海财经大学金融硕士，覆盖 PCB、面板、LED 等领域。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。