



智能手机品牌及供应链梳理：1Q21 业绩强劲和 2Q21 需求走弱都不改全年复苏趋势，看好手机品牌和摄像头模组环节

- 下调部分公司目标价，大部分公司维持“买入”评级，维持智能手机出货量全年增长观点：我们下调小米集团、传音控股、舜宇光学、丘钛科技 6 家公司的目标 13%-28%，维持韦尔股份目标价，上调比亚迪电子目标价 22%，均维持“买入”评级。与 2020 年及 1Q21 相比，我们上调了这些公司估值模型中的无风险利率，或下调了公司部分业务目标估值。同时，考虑到供应链不同环节受到供需影响的差异，我们下调闻泰科技的评级至“持有”。虽然 2Q21 中国、印度等地区智能手机需求减弱，但是全年依然是复苏向上态势。我们看好手机品牌和摄像头模组两个供应链环节，建议投资人逢低吸纳布局。
- 看好智能手机供应链中手机品牌和摄像头模组环节：手机品牌（小米、传音）与模组厂商（舜宇、丘钛、韦尔）的 1Q21 业绩或者运营表现都比较强劲。这主要得益于全球智能手机需求复苏以及渠道补货动能强劲。同时，受到 1Q21 半导体产能紧缺的影响，手机品牌可以减少折扣和促销，反而提升手机毛利率，而摄像头模组各个环节的价格压力都可以向下游客户转移，因此都是相对负面影响较小的环节。展望 2Q21，中国和印度智能手机需求有走弱的压力，但是以上两个环节的公司都处于份额增长趋势确定性较高的阶段，因而我们依然对这些公司保持相对乐观的态度。
- 维持今年全球智能手机出货量同比增长 6% 预测大体不变：1Q21 全球智能手机强劲的出货量增长超出我们的预测。而中国五一期间智能手机销售同比下滑，以及印度受到疫情影响潜在的趋严封禁措施都对 2Q21 的智能手机需求有向下压力。这与部分供应链的订单能见度情况保持一致。因此，从全年看，我们维持 2021 年全球智能手机出货量增速 6% 不变。我们建议投资以全年增长视角应对供应链短期波动影响，寻找低点布局机会。
- 估值：今年 1 月二级市场情绪的火热叠加智能手机复苏明朗，推动了部分公司及行业估值的提升。进入 3 月份之后，二级市场情绪回落；以及 5 月之后，市场看到智能手机需求减弱，电子行业估值则迅速回落至当前 36x，低于历史均值。因而供应链整体估值相对吸引。
- 投资风险：供应链产能紧缺持续时间比预期要长。中国和海外智能手机需求进一步减弱，不及预期。部分行业竞争加剧导致部分公司份额增长缓慢和毛利率下行。

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2021 年 5 月 27 日

小米集团	1810 HK
评级	买入
目标价	HK\$33.3
潜在升幅	20%
传音控股	688036 CH
评级	买入
目标价	RMB205.0
潜在升幅	16%
比亚迪电子	285 HK
评级	买入
目标价	HK\$54.7
潜在升幅	22%
闻泰科技	600745 CH
评级	持有
目标价	RMB93.0
潜在升幅	6%
舜宇光学	2382 HK
评级	买入
目标价	HK\$237.0
潜在升幅	26%
丘钛科技	1478 HK
评级	买入
目标价	HK\$15.1
潜在升幅	19%
韦尔股份	603501 CH
评级	买入
目标价	RMB350.0
潜在升幅	19%

注：潜在升幅对应 2021 年 5 月 25 日收盘价

《中国智能手机品牌征战全球》

(2020-09-01)

《光学行业：点亮世界，看见未来》

(2021-2-19)

目录

智能手机供应链投资建议及总结	3
全球智能手机出货量预测大体保持不变	5
智能手机供应链业绩回顾：1Q21 业绩增长较为强劲	8
智能手机半导体供应短缺及估值分析	11
小米集团（1810.HK）	13
估值	13
乐观与悲观情景假设	14
财务报表	15
传音控股（688036.CH）	18
估值	18
乐观与悲观情景假设	20
财务报表	21
比亚迪电子（285.HK）	24
估值	24
乐观与悲观情景假设	25
财务报表	26
闻泰科技（600745.CH）	29
估值	29
乐观与悲观情景假设	30
财务报表	31
舜宇光学（2382.HK）	34
估值	34
乐观与悲观情景假设	37
财务报表	38
丘钛科技（1478.HK）	41
估值	41
乐观与悲观情景假设	43
财务报表	44
韦尔股份（603501.CH）	47
估值	47
乐观与悲观情景假设	49
财务报表	50

智能手机供应链投资建议及总结

我们下调了小米集团（1810.HK）、传音控股（688036.CH）、闻泰科技（600745.CH）、舜宇光学（2382.HK）、丘钛科技（1478.HK）等公司目标价 13%-28%，维持韦尔股份目标价，上调比亚迪电子目标价 22%。

从估值的角度，主要基于以下考量：

- 与 2020 年和 1Q21 相比，无风险利率预期上升，导致分母端的折现率上升，目标估值下行；
- 与 DCF 估值模型逻辑一致，无风险利率预期上行，导致科技股目标估值受到打压，调整目标估值致合理区间；
- 短期内，智能手机出货量预期从 1Q21 的高预期向 6% 的年增速的合理预期回调。

我们上调比亚迪电子目标价主要是因为采用了分部加总法估值法并提高新型智能产品业务的目标估值，以反映比亚迪电子在电子烟产品的布局和该业务品类的高增速。

同时，我们也下调闻泰科技（600745.CH）的评级至“持有”，主要考虑到公司短期内会受到上游涨价的风险带来的 ODM 利润率承压。我们建议投资持续关注该公司，等待更好的进入时机。

调整之后，我们预期除闻泰科技外的其余大多数家公司在 2H21 的利润同比增速为 0%-60%，对应 12x-64x 估值范围，处于较为合理的区间。

展望未来，我们认为，今年和明年智能手机整体出货量依然处于复苏向上的周期区间，头部优质公司依然有较强的份额获取能力以及业务的横向拓展能力。因此，大体上我们对以下公司保持相对乐观的态度。虽然短期内可能出现需求波动带来的股价波动，但是建议投资人逢低吸纳布局。

图表 1: 智能手机供应链覆盖公司业绩预测及目标价变动总结

股票代码	公司	评级	收盘价 (LC)	目标价 (LC)			每股收益变动		2021 年市盈率
				新预测	前预测	潜在升幅	2021E	2022E	
1810.HK	小米集团	买入	27.8	33.3	42.0	20%	23%	10%	24.0
688036.CH	传音控股	买入	177.0	205.0	235.0	16%	1%	7%	41.5
285.HK	比亚迪电子	买入	44.8	54.7	45.0	22%	-11%	-7%	16.7
600745.CH	闻泰科技	持有	87.8	93.0	123.0	6%	11%	7%	33.9
2382.HK	舜宇光学	买入	188.1	237.0	275.0	26%	6%	3%	30.5
1478.HK	丘钛科技	买入	12.7	15.1	21.0	19%	7%	2%	11.5
603501.CH	韦尔股份	买入	295.2	350.0	350.0	19%	5%	0%	63.9

E=浦银国际预测 截至 2021 年 5 月 25 日收盘价 资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 2: 智能手机供应链投资建议总结

公司	业绩预测调整	投资主旨及建议	估值分析	近期相关报告
小米集团 1810.HK	受惠于供应紧俏, 小米 1Q21 手机毛利率提升, 因而, 我们提升小米 2021 年和 2022 年的毛利率预期, 从而提升今明两年的盈利预测。	<ul style="list-style-type: none"> 小米智能手机份额提升明显, 尤其在中国的线上渠道以及欧洲市场。持续看好公司未来两年的手机出货量提升。同时, 在供不应求的情况下, 小米促销活动减少进一步提升手机毛利率; IoT 品类增速在 1Q21 之后再次提升, 依然维持较高增速; 虽然互联网金融和游戏板块承压, 但是凸显广告业务高毛利率。此业务板块未来有望随着小米用户的增加而保持增长。 	小米的估值已经较年初回落明显, 随着公司利润的改善以及被移出美国防务清单, 当下估值相对较吸引。	小米(1810.HK): 2021 年高成长高确定; 小米(1810.HK): 小米造车, 生生不息
传音控股 688036.CH	上调收入增速, 主要反映 1Q21 手机在非洲以外地区的高增速。同时, 考虑拓展新的国家地区的毛利率稀释, 下调公司综合毛利率。	<ul style="list-style-type: none"> 维持非洲地区每年 15%-20% 的增速以及相对稳定的毛利率; 2021 年, 印孟巴地区战略从份额优先转向利润驱动, 继续拓展东南亚印尼、泰国、菲律宾等市场。 	公司估值回调至历史均值 29x 附近, 低于当前 A 股电子行业均值的 36x, 具有估值优势。	传音控股(688036.CH): 4Q20 业绩保持强劲增长
比亚迪电子 285.HK	1Q21 因部分零部件缺料等, 公司组装业务出货量和毛利率受到负面影响, 因而我们下调 2021 年和 2022 年的盈利预测。	<ul style="list-style-type: none"> 今年, 国际客户平板产品线从 1Q 相对低位逐季成长, 是今年最大驱动力; 电子烟等新型智能产品有望快速放量, 对公司的估值有较为强力的支撑; 安卓组装和玻璃陶瓷零部件继续成长。 	由于公司各个品类增速差异较大, 因而采用分部加总法对公司进行估值。相比硬件行业估值, 比亚迪电子估值较为吸引。	比亚迪电子(285.HK) 4Q20 业绩: 大客户快速增长, 持续提供业绩增量
闻泰科技 600745.CH	下调了收入预测, 主要考虑到今年手机 ODM 出货量成长动能相对较弱。	<ul style="list-style-type: none"> ODM 业务从 4Q20 的低点逐季恢复, 但是受到上游元器件涨价的影响, 公司需要时间才能恢复到 2Q20 的利润率水平; 功率半导体需求比较旺盛, 平均单价有上升空间, 预计今年收入增速为 30% 以上。更大产能释放需要等 2022 年以后; 因短期供应端和需求端的不利影响, 下调公司评级至“持有”, 望投资人静待时机。 	公司的 ODM 业务处于恢复期, 因此给与相对低于电子行业均值的市盈率估值。功率半导体业务增长确定性较高, 给与半导体行业的市盈率估值。	闻泰科技(600745.CH): 4Q20 业绩不及预期, 看好长期增长
舜宇光学 2382.HK	今年模组出货量增速较高, 平均单价有压力, 因而整体下调收入预测。同时, 上调毛利率预测, 以反映 1Q21 供应链产能紧缺带来的满产能提前拉货。	<ul style="list-style-type: none"> 上半年模组出货量有望超预期, 市场份额增长趋势较为稳定; 手机镜头增长动能较模组弱一些, 但是市场份额增长也较为确定; 车载镜头高速增长, 有望进一步推升估值。 	公司市盈率回调至 2019 年以来的均值附近。考虑到公司三大产品成长的高确定性, 估值较为吸引。	舜宇光学(2382.HK): 2020 年业绩超预期, 2021 年指引强劲; 摄像头模组 5 月刊
丘钛科技 1478.HK	下调模组均价, 上调毛利率。主要原因为今年模组出货量动能部分来自于相对低端模组, 以及行业半导体产能紧缺带来 1Q21 产能利用率较高。	<ul style="list-style-type: none"> 虽然 2Q21 模组同比增速具有压力, 但是全年出货量指引依然较有希望达到, 市场份额增长能见度较高; 未来摄像头业务剥离上市有望推动公司估值向上。 	公司估值较为吸引, 建议投资人把握成长股的低估值机会。	丘钛科技(1478.HK) 2H20 业绩: 摄像头模组进入上升期
韦尔股份 603501.CH	受益于经营性杠杆带来的费用率下降, 略微上调公司 2021 年的盈利预测。	<ul style="list-style-type: none"> 手机 CIS 维持份额增长带来的高增速; 充分享受汽车行业摄像头需求量的激增, 车用 CIS 有望进一步放大红利; 受惠于产能紧缺带来的价格上涨, TDDI 业务营收和利润有望在今年高速增长。 	公司估值处于 A 股半导体行业均值以上, 但是公司在中国大陆的稀缺性和公司的成长性和确定性都是估值的推动力。	韦尔股份(603501.CH): 2020 年年报及 1Q21 财报详细解读

资料来源: 浦银国际

全球智能手机出货量预测大体保持不变

2021 年全球智能手机需求在复苏中，但市场需从 1Q21 的高预期向下调整

我们基本维持去年 12 月科技行业展望中全球智能手机出货量 2021 年和 2022 年分别同比增长 6%和 4%的预测。虽然全球智能手机在 1Q21 出货量同比大增 25%，超出我们的预期。但是我们也留意到，近期智能手机需求会相对走弱，因此，我们对 2Q21 智能手机出货量的预测相对保守。所以，整体来看，我们依然大体维持此前的预测。

在今年一季度，全球主要国家和地区的智能机销量都录得较高同比增长。其中，中国、亚洲其他地区和北美分别录得同比 30%、37%和 24%的增速。我们认为，其中部分原因来自于 2020 年四季度手机供应链进入紧缺周期，导致智能手机渠道库存下降。因此，1Q21 手机品牌厂商有较为明显的补库存动作，从而推动一季度的出货量快速上升。进入二季度，随着此轮补库存的结束，拉货动能也随之减弱。

但是，我们仍然对今年全年智能手机出货量保持正增长保持乐观。我们认为，今年全球智能手机 6%的增长是相对合理的基准和预期。建议投资人以此作为参考，以及时调整可能出现的供应或者需求调整。基于此，我们倾向于认为手机供应链半导体产能紧缺的问题会在一定程度得到缓解。

对中国智能手机出货量维持谨慎乐观的态度

根据 IDC，中国 1Q21 智能手机出货量同比增长 30%；根据信通院的数据，中国一季度智能手机出货量同比增长 101%。主要原因有两个方面，一个是去年低基数的影响，二是国内手机品牌的补库存动作。

进入二季度，我们了解到，“五一”期间，中国智能手机销量有同比 10%-20% 的下滑。而信通院数据 4 月手机出货量同比下降 34%。部分供应链也表示 5 月和 6 月零部件出货动能将相较于一季度走弱。因此，我们对中国 2Q21 出货量保持相对谨慎的预测，环比下降 8%，同比下降 10%。

印度市场需求有下降风险，但是仍然较去年有增长

从去年三季度主要城市解封之后，印度市场就维持了较高智能手机同比增长，3Q20、4Q20和1Q21智能手机出货量分别同比增长16%、21%和18%。目前，市场较为担心印度疫情再次暴发从而导致印度智能手机需求出现与去年二季度类似的大幅下滑。我们认为，虽然印度确实存在需求或供应风险，但是和去年相比，一是印度的封禁措施没有去年那么严格；二是手机品牌在应对疫情的突发事件时比去年更加从容。所以，我们基本判断是印度市场仍较去年全年有增长。

总结

1. 1Q21 的智能手机的高增长带来市场高预期；
2. 市场已经进入预期调整，二季度开始需求走弱；
3. 我们对 2021 年全年 6% 的智能手机出货量增长保持乐观。

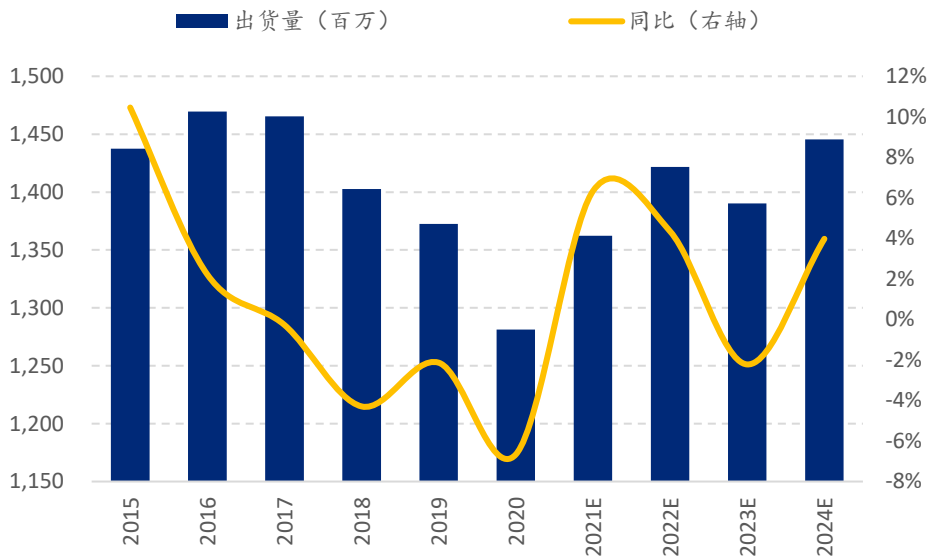
图表 3: 全球智能手机出货量预测：新预测 vs 前预测

出货量 百万	2020			2021E			2022E		
	实际值	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
中国	326	329	-1%	341	357	-4%	357	374	-5%
印度	150	139	7%	156	150	4%	177	162	9%
亚洲其他	190	187	2%	205	192	7%	210	196	7%
EMEA	345	349	-1%	361	358	1%	371	368	1%
北美	147	145	1%	163	159	3%	168	163	3%
拉美	124	123	1%	136	136	0%	139	139	0%
总计	1,281	1,272	1%	1,362	1,352	1%	1,422	1,400	2%

注：EMEA, Europe, Middle East and Africa, 欧洲、中东、非洲地区；E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

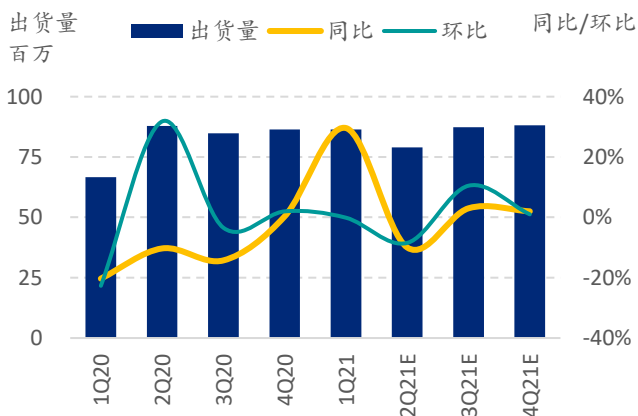
图表 4：全球智能手机出货量预测：2021 年和 2022 年同比增长 6%和 4%



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

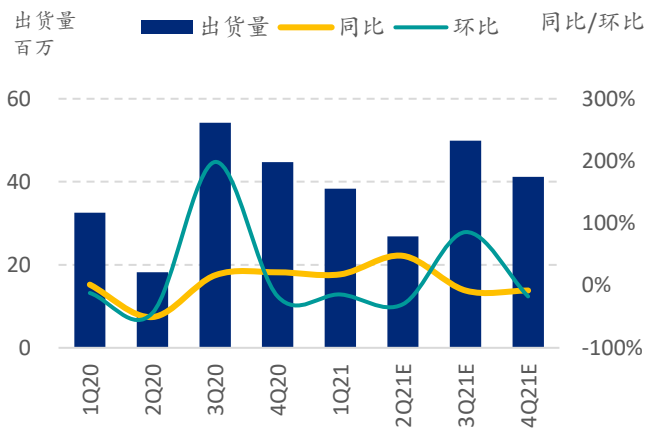
图表 5：中国智能手机出货量季度预测



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 6：印度智能手机季度出货量预测



E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

智能手机供应链业绩回顾：1Q21 业绩增长较为强劲

我们覆盖的七家智能手机及供应链的公司 在 2020 年和 1Q21 都取得了正向的营收和利润同比增速。这一定程度与智能手机从 2H20 开始复苏，手机品牌进入补库存阶段带来的拉货动能相关。因而供应链的表现也趋同。

这七家公司中，大部分的 1Q21 的利润同比增速（3%-134%，见图表 9）大都超过了同期全球智能手机出货量的同比增速（25%）。我们认为，这主要得益于头部公司的份额增长和各家公司横向拓展能力，因而，基本都取得了高于行业增速的业绩表现。

同时，从 4Q20 开始加剧的半导体产能紧缺情况，也对供应链的不同环节造成了不同的影响。

- **手机品牌**：缺芯导致供不应求，因此手机品牌无需额外的促销手段抢占份额，毛利率则可以维持相对高位；
- **摄像头模组及零部件**：该环节的供应商能够将 CMOS 图像传感器的价格上涨向下游客户转移，因而毛利率可以保持稳定，享受份额增长；
- **整机组装**：由于该环节厂商对品牌厂商的议价能力稍弱，因此，需要承担部分涨价压力以及部分零部件缺货带来的产能利用率不稳定的影响。

从目前看，我们对于供应链部件环节偏好顺序为：**摄像头模组及零部件 > 手机品牌 > 整机组装环节**。而闻泰科技和比亚迪电子毛利率表现相对其他公司稍弱的原因之一也在于此。

图表 7: 智能手机供应链 1Q21 收入比较

公司	1Q21 收入 人民币百万	同比	环比	vs 1Q19
小米	76,882	54.7%	9.1%	75.7%
传音控股	11,252	99.3%	-12.2%	129.5%
比亚迪电子	19,890	132.2%	-7.9%	91.4%
闻泰科技	11,991	8.3%	-8.3%	145.4%
韦尔股份	6,212	62.8%	6.1%	134.7%

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 智能手机供应链 1Q21 毛利率比较

公司	1Q21 毛利率	百分点变动 同比	百分点变动 环比	百分点变动 vs 1Q19
小米	18.4%	3.2	2.3	6.5
传音控股	23.4%	-3.0	-1.9	-3.7
比亚迪电子	6.4%	-6.0	-3.5	-1.6
闻泰科技	15.6%	-2.6	5.7	8.5
韦尔股份	32.4%	0.2	3.8	3.8

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 智能手机供应链 1Q21 净利润

公司	1Q21 净利润 人民币百万	同比	环比	vs 1Q19
小米	7,793	260.2%	-12%	149.3%
传音控股	801	125.9%	9%	114.6%
比亚迪电子	808	22.9%	-27%	108.3%
闻泰科技	652	2.6%	317%	1417.4%
韦尔股份	1,041	133.8%	6%	2004.6%

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 智能手机供应链 1Q21 出货量比较

公司	1Q21 出货量 000	同比	环比	vs1Q19
舜宇光学				
摄像头模组	191,090	43.3%	27.7%	104.7%
手机镜头	408,119	28.0%	-2.5%	75.4%
车载镜头	19,635	61.1%	2.6%	84.9%
丘钛科技				
摄像头模组	104,363	39.1%	-4.7%	36.6%
指纹识别模组	27,622	60.6%	-5.4%	55.3%

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 11: 智能手机供应链 2H21 收入预测

公司	2H21 收入 人民币百万	同比	环比
小米	176,918	24.0%	18.7%
传音控股	28,959	20.9%	28.6%
比亚迪电子	59,053	41.5%	20.6%
闻泰科技	32,921	19.3%	23.4%
舜宇光学	23,347	22.0%	14.2%
丘钛科技	10,923	27.0%	7.9%
韦尔股份	14,522	23.3%	19.7%

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 12: 智能手机供应链 2H21 毛利率预测

公司	2H21 毛利率	百分点变动 同比	百分点变动 环比
小米	17.4%	2.3	-1.1
传音控股	23.3%	-1.8	0.0
比亚迪电子	9.4%	-3.9	-0.9
闻泰科技	16.2%	2.9	0.5
舜宇光学	24.8%	-1.4	3.8
丘钛科技	10.7%	-1.3	0.0
韦尔股份	31.0%	2.7	-0.8

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 13: 智能手机供应链 2H21 净利润预测

公司	2H21 净利润 人民币百万	同比	环比
小米	10,559	-22.9%	-20.7%
传音控股	1,751	9.8%	5.2%
比亚迪电子	2,969	0.0%	20.1%
闻泰科技	1,813	154.0%	28.7%
舜宇光学	3,621	14.6%	77.4%
丘钛科技	540	7.0%	0.0%
韦尔股份	2,746	60.0%	40.7%

注: 小米 2H21 净利润预测同比下降主要由 2H20 较高的营业外收益所致, 而小米 2H21 营业利润预计同比增长 138%。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

智能手机半导体供应短缺及估值分析

2021 年一季度，智能手机行业受到半导体多个零部件产能紧缺的影响，导致智能手机供不应求。在这个过程中，不同的供应链环节受到的影响不同。我们认为智能手机品牌和光学摄像头模组及零部件受到的影响相对较小，而组装环节受到的影响较大。

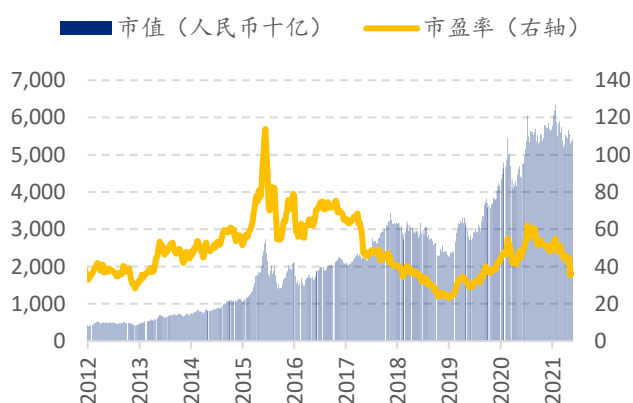
- **智能手机品牌：**由于出现供不应求的情况，手机品牌无需通过促销活动促进手机购买，因而手机业务毛利率提升；
- **光学摄像头模组及零部件：**虽 CMOS 图像传感器半导体部件价格上涨，但此供应链环节（传感器和模组）可顺利将价格向下游客户转移；
- **组装：**由于该环节受到涨价和产能利用率影响，该环节的公司毛利率受损。尽管我们认为 1Q21 是今年毛利率的底部，但是仍然需要一定的时间才能恢复至正常毛利率水平。

因此，各个供应链环节的公司估值也出现差异。目前光学摄像头公司（舜宇光学 2382.HK、韦尔股份 603501.CH）估值相对最高，也同样对应高确定和高成长。而手机品牌（小米集团 1810.HK、传音控股 688036.CH）受到供应链短缺影响较小，但是受到 2Q21 需求的不确定影响稍大，估值仅次于光学环节公司。而组装环节的公司估值则相对低一些。

另外，建议投资人关注潜在机会：1) 丘钛科技 1478.HK，光学赛道的低估值的；2) 比亚迪电子 285.HK，潜在的电子烟标的。

整体来看，A 股电子行业和半导体行业估值都较去年的高点和今年的高点有较大回落。基于今年智能手机需求依然是复苏向上的主旋律，建议投资人逢低吸纳布局。

图表 14: A 股电子行业估值



资料来源: Wind、浦银国际

图表 15: A 股半导体行业估值



资料来源: Wind、浦银国际

图表 16: 智能手机供应链可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动年 初至今 (%)	EPS同比增长			P/E(市盈率)			P/B(市净率)		
					2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
手机品牌													
1810 HK Equity	小米	90,106	27.8	-13.9	23%	46%	19%	45.2	31.0	26.2	5.7	4.1	3.7
005930 KS Equity	三星	424,402	79,900.0	-2.0	29%	35%	30%	19.5	14.4	11.1	2.0	1.8	1.6
AAPL US Equity	苹果	2,117,660	126.9	-4.4	8%	58%	3%	39.1	24.8	24.0	34.8	35.0	30.3
688036 CH Equity	传音控股	22,089	177.0	12.0	36%	39%	28%	51.8	37.1	29.0	13.0	9.9	7.5
平均								38.9	26.8	22.6	13.9	12.7	10.8
手机代工													
600745 CH Equity	闻泰科技	17,052	87.8	-8.2	28%	42%	35%	40.4	28.5	21.1	3.7	3.4	3.0
285 HK Equity	比亚迪电子	12,989	44.8	25.9	247%	-13%	28%	17.1	19.8	15.4	4.3	3.6	3.0
2317 TT Equity	鸿海	55,701	112.0	19.0	-6%	25%	15%	14.0	11.2	9.8	1.2	1.1	1.0
002475 CH Equity	立讯精密	43,558	39.8	-28.7	53%	32%	26%	38.7	29.2	23.1	10.0	7.8	6.0
4938 TT Equity	和硕	6,964	72.9	8.3	14%	-17%	2%	8.7	10.5	10.3	1.1	1.1	1.1
FLEX US Equity	伟创力	8,716	17.8	0.6	539%	26%	17%	15.7	12.5	10.7	3.2	2.6	2.4
2038 HK Equity	富智康	1,187	1.1	23.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	18.8	N/A	0.8	0.7
平均								22.4	18.6	15.6	3.9	2.9	2.5
手机镜头													
2382 HK Equity	舜宇光学	26,578	188.1	10.8	9%	34%	22%	39.6	29.5	24.2	10.8	8.1	6.3
3008 TT Equity	大立光	14,148	2,940.0	-8.0	-11%	1%	12%	15.7	15.4	13.8	2.7	2.5	2.2
2018 HK Equity	瑞声科技	7,216	46.4	6.8	-31%	57%	21%	30.7	19.5	16.2	2.3	2.1	1.9
002456 CH Equity	欧菲光	3,691	8.8	-33.4	97%	58%	9%	23.2	14.7	13.5	2.2	2.1	1.8
3406 TT Equity	玉晶光	1,826	455.0	-19.8	14%	-8%	23%	16.5	17.9	14.5	3.3	3.0	2.6
平均								25.1	19.4	16.4	4.3	3.5	3.0
手机摄像模组													
2382 HK Equity	舜宇光学	26,578	188.1	10.8	9%	34%	22%	39.6	29.5	24.2	10.8	8.1	6.3
1478 HK Equity	丘钛科技	1,926	12.7	-3.7	42%	44%	20%	16.0	11.2	9.3	3.6	2.7	2.1
011070 KS Equity	LG Innotek	4,127	196,000.0	7.4	195%	100%	4%	15.5	7.8	7.4	1.9	1.6	1.3
002456 CH Equity	欧菲光	3,691	8.8	-33.4	97%	58%	9%	23.2	14.7	13.5	2.2	2.1	1.8
平均								23.6	15.8	13.6	4.6	3.6	2.9
CMOS													
603501 CH Equity	韦尔股份	39,969	295.2	27.7	303%	69%	31%	95.1	56.4	43.2	23.8	16.1	12.0
005930 KS Equity	三星	424,402	79,900.0	-1.4	29%	35%	30%	19.6	14.5	11.1	2.0	1.8	1.6
6758 JT Equity	索尼	124,554	10,755.0	4.6	-35%	90%	-34%	22.7	11.9	18.2	3.1	2.6	2.2
000660 KS Equity	海力士	79,673	123,000.0	3.8	75%	160%	55%	24.1	9.3	6.0	1.7	1.5	1.2
平均								40.4	23.0	19.6	7.6	5.5	4.3
电子零部件													
300433 CH Equity	蓝思科技	22,506	29.0	-5.2	71%	27%	25%	26.6	21.0	16.8	4.4	3.1	2.7
002241 CH Equity	歌尔声学	21,625	40.6	8.7	116%	40%	30%	44.5	31.9	24.6	6.8	5.5	4.6
300207 CH Equity	欣旺达	6,896	28.1	-8.5	-3%	64%	45%	58.9	36.0	24.8	6.7	5.4	4.5
300136 CH Equity	信维通信	4,160	27.6	-23.2	4%	28%	29%	25.3	19.8	15.4	4.5	3.8	3.0
002456 CH Equity	欧菲光	3,691	8.8	-33.4	97%	58%	9%	23.2	14.7	13.5	2.2	2.1	1.8
平均								35.7	24.7	19.0	4.9	4.0	3.3
中国半导体													
981 HK Equity	中芯国际	34,771	23.4	5.9	85%	20%	-11%	41.0	34.1	38.4	1.5	1.5	1.4
600745 CH Equity	闻泰科技	17,052	87.8	-11.3	28%	42%	35%	38.4	27.1	20.0	3.5	3.2	2.8
603986 CH Equity	兆易创新	13,504	130.4	-7.6	46%	37%	36%	86.1	62.9	46.4	8.7	7.9	6.8
688396 CH Equity	华润微电子	12,438	60.4	-3.3	75%	56%	21%	74.7	48.0	39.8	8.9	6.4	5.5
600584 CH Equity	长电科技	9,235	33.3	-21.8	1097%	43%	27%	46.0	32.2	25.3	3.9	3.4	3.0
603160 CH Equity	汇顶科技	8,443	118.2	-24.0	-36%	-7%	27%	36.0	38.7	30.4	7.2	6.3	5.4
1347 HK Equity	华虹半导体	6,767	40.4	-8.2	-48%	80%	22%	80.2	44.5	36.4	2.9	2.6	2.3
300661 CH Equity	圣邦股份	6,752	276.7	4.9	72%	42%	36%	140.7	99.0	72.6	30.9	24.2	19.3
601231 CH Equity	环旭电子	5,477	15.9	-17.8	32%	27%	18%	21.1	16.6	14.1	3.0	2.6	2.3
平均								62.7	44.8	35.9	7.8	6.5	5.4
汽车半导体													
TXN US Equity	德州仪器	174,269	188.7	15.0	4%	35%	7%	34.0	25.3	23.6	20.5	15.3	14.4
ON US Equity	安森美半导体	16,628	38.9	19.0	52%	137%	21%	49.2	20.8	17.2	4.7	3.8	3.3
6963 JP Equity	罗姆株式会社	9,686	10,240.0	2.5	-47%	20%	46%	45.0	37.5	25.7	1.4	1.4	1.3
603290 CH Equity	斯达半导	5,473	219.3	-9.0	5%	49%	42%	185.6	124.6	87.8	33.0	25.5	20.4
600460 CH Equity	士兰微	7,831	38.3	53.0	700%	700%	42%	463.6	58.0	40.7	N/A	N/A	N/A
300373 CH Equity	杨杰科技	3,479	43.5	-2.0	59%	50%	20%	55.9	37.2	31.1	7.2	5.4	4.6
平均								138.9	50.6	37.7	13.3	10.3	8.8
安防													
002415 CH Equity	海康威视	95,188	65.3	34.6	8%	25%	21%	45.0	36.1	29.8	11.6	9.4	7.8
6752 JT Equity	Panasonic	27,354	1,214.0	2.0	-32%	-19%	44%	15.1	18.6	12.9	1.5	1.4	1.1
ASSAB SS Equity	Assa Abloy	34,627	257.6	27.2	-16%	21%	13%	34.0	28.0	24.8	4.6	4.4	4.0
ALLE US Equity	安朗杰	12,529	139.2	19.6	12%	8%	9%	28.9	26.8	24.5	14.5	14.6	12.5
002236 CH Equity	大华股份	10,846	23.2	16.7	22%	7%	19%	17.5	16.3	13.7	3.6	3.0	2.5
002373 CH Equity	宇视科技	3,806	15.4	-19.3	2%	27%	28%	21.9	17.3	13.5	2.1	1.8	1.6
012450 KS Equity	韩华Techwin	2,205	48,950.0	71.8	-15%	62%	-4%	22.5	13.9	14.5	1.0	0.9	0.9
平均								26.4	22.4	19.1	5.5	5.0	4.3

E=Bloomberg 一致预测，股价截至 2021 年 5 月 25 日

资料来源：Bloomberg，公司公告，浦银国际

小米集团 (1810.HK)

● 估值

我们采用了分部加总估值法对小米进行估值。我们分别给予小米智能手机、IoT 和互联网业务 35x、30x、28x P/E，下调小米目标价至 33.3 港币，重申“买入”评级，潜在升幅 20%。

图表 17: 小米分部加总估值法 (2021 年)

人民币百万	2021E 收入	净利润率	净利润	净利润 增速	目标 P/E	估值
智能手机	203,430	2.0%	4,069	78%	35.0	142,401
IoT	90,930	5.0%	4,546	125%	30.0	136,394
互联网	28,341	45.4%	12,868	152%	28.0	360,305
其他			2,392	-78%	24.0	57,399
合计 (人民币百万)			23,875	17%	29.2	696,500
人民币/港币						0.8296
市值 (港元百万)						839,571
股数 (百万)						25,206
目标价 (港元)						33.3

资料来源: 浦银国际预测

图表 18: SPDBI 目标价: 小米集团

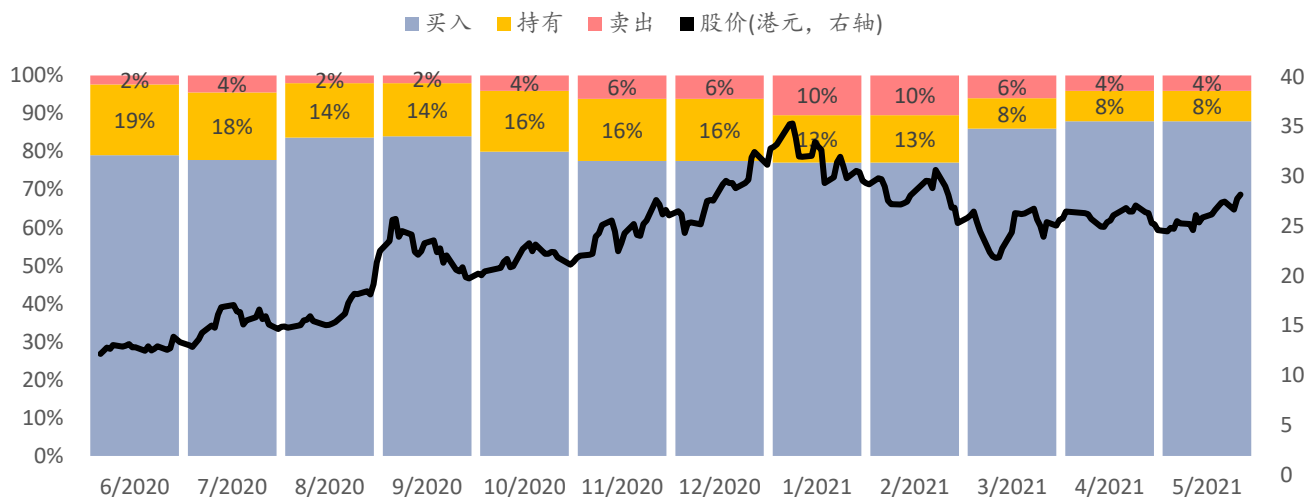


注: 截至 2021 年 5 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 乐观与悲观情景假设

图表 19: 小米集团市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 20: 小米集团 SPDBI 情景假设



乐观情景 (概率: 25%)

目标价: 49 港元, 对应 35x 2021 年 EPS

- 小米海外拓展速度快于预期, 拉动智能手机出货增长迅猛
- 高阶智能手机拓展比较顺利, 提升小米智能手机平均单价, 提升毛利率
- IoT 产品, 尤其是白电业务, 增长速度比较快
- 互联网业务增长超预期

悲观情景 (概率: 10%)

目标价: 19 港元, 对应 22x 2021 年 EPS

- 国内外疫情反复拖累智能手机需求, 并且全球智能手机需求恢复较慢
- 国内竞争加剧, 智能手机毛利率下滑, 从而导致利润增速下滑
- 互联网业务增速下滑

资料来源: 浦银国际

● 财务报表

图表 21: 小米集团: 损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	174,915	205,839	245,866	325,937	383,310
销售成本	(152,723)	(177,285)	(209,114)	(267,548)	(317,327)
毛利润	22,192	28,554	36,752	58,388	65,982
经营支出	(25,869)	(20,975)	(27,542)	(34,155)	(39,281)
销售费用	(7,993)	(10,378)	(14,539)	(17,683)	(20,493)
管理费用	(12,099)	(3,104)	(3,746)	(4,328)	(4,646)
研发费用	(5,777)	(7,493)	(9,256)	(12,145)	(14,142)
经营利润	(3,677)	7,580	9,210	24,233	26,701
非经营收入	17,604	4,583	12,424	2,457	3,105
财务费用	216	402	(2,401)	(1,623)	(1,623)
投资收益	3,815	3,141	14,554	3,286	3,934
其他	13,572	1,040	270	794	794
税前利润	13,927	12,163	21,633	26,691	29,806
税务费用	(449)	(2,060)	(1,321)	(2,859)	(3,120)
税后利润含少数股东权益	13,478	10,103	20,313	23,832	26,686
少数股东权益	(76)	59	(43)	(43)	(43)
净利润	13,554	10,044	20,356	23,875	26,729
基本股数 (百万)	16,070	23,746	23,987	25,206	25,206
摊销股数 (百万)	23,563	24,509	24,668	25,387	25,387
基本EPS (元)	0.84	0.42	0.85	0.95	1.06
摊销EPS (元)	0.04	0.41	0.83	0.94	1.05

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 22: 小米集团: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	30,230	25,920	54,752	73,219	95,160
受限制资金	2,846	23,061	21,224	21,224	21,224
短期投资	16,942	29,187	31,295	41,487	48,790
应收账款和应收票据	5,598	6,949	10,161	13,470	15,841
存货	29,481	32,585	41,671	53,315	63,235
其他流动负债	20,915	19,837	17,179	22,774	26,782
流动资产合计	106,013	137,539	176,283	225,490	271,033
物业、厂房及设备	5,068	6,992	6,306	9,376	12,694
无形资产	2,061	1,672	4,266	2,568	1,546
长期投资收益	27,275	29,980	47,997	52,797	58,077
其他非流动资产	4,811	7,446	18,828	18,828	18,828
总资产	145,228	183,629	253,680	309,059	362,178
短期借贷	3,075	12,837	6,962	8,923	11,414
应付账款和应付票据	46,287	59,528	72,199	92,374	109,561
其他流动负债	12,578	19,816	28,766	38,134	44,847
流动负债合计	61,940	92,181	107,927	139,432	165,822
长期借款	7,856	4,787	10,635	10,635	10,635
其他非流动负债	4,182	5,004	11,105	11,105	11,105
总负债	73,978	101,972	129,666	161,171	187,561
股本	0	0	0	0	0
储备	71,323	81,330	123,691	147,566	174,295
少数股东权益	(73)	327	322	322	322
其他	0	(0)	0	0	0
股东权益总额	71,250	81,658	124,014	147,888	174,617
总负债和股东权益	145,228	183,629	253,680	309,059	362,178

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 23: 小米集团: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动现金流	(1,415)	23,810	21,879	35,508	36,749
税前利润	13,927	12,163	21,633	26,691	29,806
折旧	220	895	1,043	940	1,398
摊销	529	486	666	1,698	1,022
其他营业活动现金流	(940)	3,258	(6,232)	(1,580)	(1,580)
营运资金变动	(13,396)	9,553	4,320	8,995	7,600
应收账款减少(增加)	(91)	(1,277)	(4,273)	(3,309)	(2,371)
库存减少(增加)	(16,115)	(6,964)	(11,602)	(11,644)	(9,920)
应付账款增加(减少)	12,627	13,535	10,341	20,175	17,187
其他经营资金变动	(9,818)	4,259	9,854	3,774	2,704
税务费用	(1,537)	(2,142)	(1,953)	(2,859)	(3,120)
利息收入(支出)	(216)	(402)	2,401	1,623	1,623
投资活动现金流	(7,508)	(31,570)	(17,679)	(19,003)	(17,299)
资本支出	(3,785)	(3,405)	(3,026)	(4,011)	(4,717)
取得或购买长期投资	(2,828)	(4,187)	(8,806)	(4,800)	(5,280)
银行存款增加	(1,157)	(20,203)	3,562	-	-
短期投资	(1,801)	(9,776)	(6,674)	(10,192)	(7,303)
其他	2,064	6,002	(2,736)	-	-
融资活动现金流	26,574	3,121	26,216	1,961	2,491
借款	(236)	6,619	(2,004)	1,961	2,491
发行股份	23,249	-	19,908	-	-
发行债券	-	-	5,801	-	-
其他	3,562	(3,498)	2,511	-	-
外汇损益	1,015	328	(1,583)	-	-
现金及现金等价物净流量	18,667	(4,310)	28,833	18,467	21,941
期初现金及现金等价物	11,563	30,230	25,920	54,752	73,219
期末现金及现金等价物	30,230	25,920	54,752	73,219	95,160

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

传音控股 (688036.CH)

● 估值

我们采用 DCF (Discounted Cash Flow, 现金流量贴现法) 估值方法, 对传音控股进行估值。我们上调无风险利率至 3.1%。由于公司长期成长确定性较高, 我们预计传音 2025 年至 2030 年的营收增速 15%。其他假设参见下表。最终, 得到传音控股 205 人民币的目标价, 维持“买入”评级, 潜在升幅 16%。

图表 24: 传音控股 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.21	债务成本	5.7%
无风险利率	3.1%	债务股本比	12%
股权风险溢价	4.2%	所得税率	17.5%
股权成本	8.2%	WACC	7.8%

资料来源: 浦银国际预测

图表 25: 传音控股自由现金流预测

人民币百万	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	51,481	64,201	74,742	90,909	104,546	120,228	138,262	159,001	182,851	210,279	
营收增速	36%	25%	16%	22%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
经营利润	4,528	5,501	6,362	7,604	8,745	10,057	11,565	13,300	15,295	17,589	
折旧及摊销	137	216	307	406	467	564	779	1,074	1,483	2,046	
EBITDA	4,665	5,717	6,670	8,011	9,212	10,621	12,344	14,375	16,778	19,635	
EBITDA 率	9.1%	8.9%	8.9%	8.8%	8.8%	8.8%	8.9%	9.0%	9.2%	9.3%	
所得税率	17.5%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	
资本支出	(727)	(906)	(1,055)	(1,283)	(1,733)	(2,339)	(3,158)	(4,263)	(5,755)	(7,769)	
资本支出占营收比	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.7%	1.9%	2.3%	2.7%	3.1%	3.7%	
净营运资本变动	1,143	929	780	1,196	1,031	890	767	662	571	492	
自由现金流	4,288	4,759	5,261	6,568	6,953	7,380	7,893	8,404	8,869	9,225	
永续增长率											3.0%
自由现金流现值	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	终值
	4,288	4,416	4,529	5,247	5,154	5,075	5,037	4,976	4,873	4,703	101,472

资料来源: 浦银国际预测

图表 26: 传音控股 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币元)
7.8%	149,770	14,558	164,328	800	205

资料来源: 浦银国际预测

图表 27: SPDBI 目标价: 传音控股

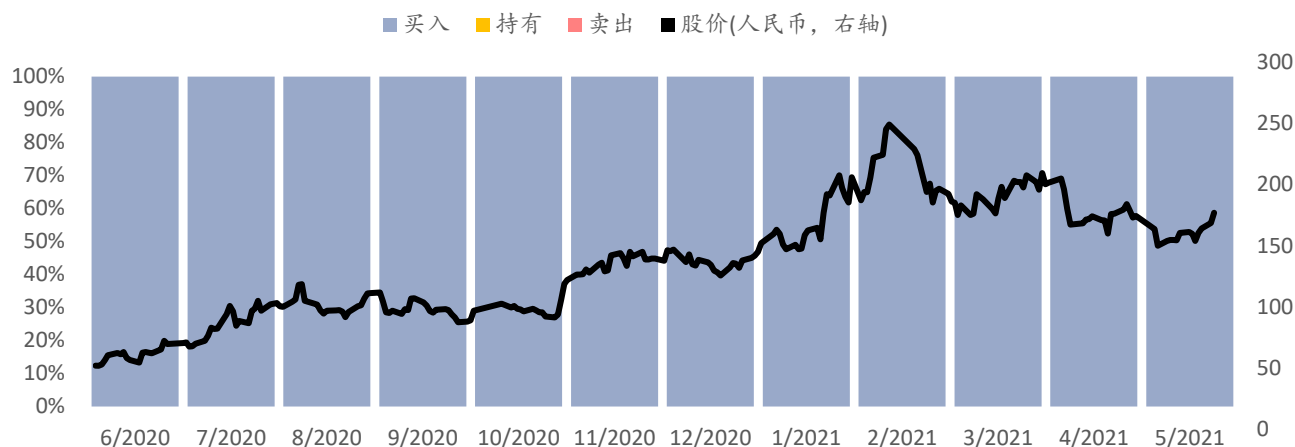


注: 截至 2021 年 5 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 乐观与悲观情景假设

图表 28: 传音控股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 29: 传音控股 SPDBI 情景假设



乐观情景 (概率 20%)

目标价: 人民币 294 元, 对应 55x 2021 年 EPS

- 非洲市场功能机切换智能机速度快于预期, 推动传音手机平均单价迅速上升;
- 非洲以外的部分新兴国家拓展顺利, 顺利进入利润扩张阶段, 提升毛利率水平;
- 数码产品呈现爆发式成长, 对于营收贡献显著。

悲观情景 (概率 10%)

目标价: 人民币 120 元, 对应 40x 2021 年 EPS

- 新兴地区经济波动拖累手机需求;
- 非洲以外地区市场拓展拉低公司平均毛利率, 降低公司利润增速;
- 新兴市场功能机向智能切换速度较慢, 传音手机平均单价增长速度不及预期。

资料来源: 浦银国际

财务报表

图表 30: 传音控股: 损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	22,646	25,346	37,792	51,481	64,201
销货成本	(17,109)	(18,412)	(28,064)	(39,503)	(49,383)
毛利润	5,537	6,934	9,727	11,978	14,817
经营支出	(3,774)	(4,726)	(6,139)	(7,450)	(9,316)
销售费用	(712)	(805)	(1,158)	(1,540)	(1,959)
管理费用	(2,254)	(2,859)	(3,860)	(4,565)	(5,715)
研发费用	(808)	(1,061)	(1,122)	(1,345)	(1,643)
经营利润	1,763	2,208	3,588	4,528	5,501
非经营收入	(898)	(26)	(387)	(401)	(645)
财务费用	(70)	31	(425)	(387)	(480)
投资收益	(476)	(297)	(50)	(300)	(300)
其他	(352)	240	88	287	135
税前利润	865	2,182	3,201	4,128	4,856
税务费用	(211)	(386)	(523)	(723)	(865)
税后利润含少数股东权益	654	1,797	2,678	3,405	3,991
少数股东权益	(4)	3	(8)	(12)	(12)
净利润	657	1,793	2,686	3,416	4,002
基本股数 (百万)	-	800	800	800	800
摊流通股数 (百万)	-	800	800	800	800
基本EPS (元)	-	2.24	3.36	4.27	5.00
摊销EPS (元)	-	2.24	3.36	4.27	5.00

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 31: 传音控股: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金和受限制资金	3,772	7,717	13,201	16,339	19,521
应收账款和应收票据	468	784	1,145	1,559	1,945
存货	2,499	3,135	5,552	7,815	9,769
其他流动负债	1,800	3,826	3,107	4,233	5,279
流动资产合计	8,539	15,463	23,005	29,946	36,514
物业、厂房及设备	662	767	756	1,384	2,110
无形资产	629	615	483	444	409
其他非流动资产	523	898	1,747	1,747	1,747
总资产	10,353	17,744	25,991	33,521	40,780
短期借贷	21	-	1,197	1,780	2,318
应付账款和应付票据	4,067	6,779	10,571	14,880	18,602
其他流动负债	1,369	1,376	1,761	2,399	2,992
流动负债合计	5,457	8,156	13,529	19,059	23,911
其他负债	974	1,323	1,952	1,952	1,952
总负债	6,431	9,479	15,481	21,012	25,863
股本	720	800	800	800	800
储备	2,384	5,083	5,362	7,946	10,890
未分配利润	738	2,271	4,319	4,319	4,319
少数股东权益	6	11	17	17	17
其他综合收益	75	100	11	11	11
股东权益总额	3,922	8,265	10,509	13,094	16,038
总负债和股东权益	10,353	17,744	25,991	34,105	41,901

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 32: 传音控股: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动现金流	2,073	4,041	4,308	4,696	5,146
税前利润	865	2,182	3,201	4,128	4,856
折旧	51	78	100	98	180
摊销	35	41	49	38	35
其他营业活动现金流	1,250	2,621	463	399	492
营运资金变动	418	(259)	2,118	1,143	929
应收账款减少(增加)	(50)	(316)	(361)	(415)	(385)
库存减少(增加)	(82)	(636)	(2,417)	(2,263)	(1,955)
应付账款增加(减少)	227	2,712	3,792	4,309	3,722
其他经营资金变动	323	(2,019)	1,104	(488)	(453)
税务费用	(464)	(612)	(1,086)	(723)	(865)
利息收入(支出)	(81)	(10)	(537)	(387)	(480)
投资活动现金流	(739)	(2,873)	818	(727)	(906)
资本支出	(727)	(415)	(315)	(727)	(906)
取得或购买长期投资	-	75	-	-	-
其他投资活动现金流	(12)	(2,533)	1,133	-	-
融资活动现金流	(275)	2,568	576	(832)	(1,058)
借款	(216)	73	1,102	-	-
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(24)	(219)	(555)	(832)	(1,058)
其他融资活动现金流	(35)	2,713	29	-	-
外汇损益	(7)	30	(585)	-	-
现金及现金等价物净流量	1,053	3,766	5,116	3,138	3,182
期初现金及现金等价物	2,437	3,490	7,255	12,372	15,509
期末现金及现金等价物	3,490	7,255	12,372	15,509	18,692

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

比亚迪电子 (285.HK)

● 估值

为了更好的区分比亚迪电子各个业务估值的差异，我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对比亚迪电子进行估值预测。我们预测比亚迪电子 2021 年的国际客户组装、国际客户零部件、安卓组装、安卓零部件、新型智能产品和汽车智能系统的净利润增速分别为 292%、697%、7%、4%、66%和 21%，分别给予 28x、28x、15x、10x、37x 和 23x 的市盈率，得到 54.7 港币的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 22%。

图表 33: 比亚迪电子估值: 分部加总法

人民币百万	2021E 收入	毛利率	净利润	净利润 增速	目标 P/E	估值
国际客户组装	36,960	4.2%	621	292%	28.0	17,386
国际客户零部件	4,300	25.0%	338	697%	28.0	9,461
安卓组装	28,176	2.3%	368	7%	15.0	5,524
安卓零部件	20,342	23.3%	2,272	4%	10.0	22,724
新型智能产品	15,920	14.0%	1,159	66%	37.0	42,881
汽车智能系统	2,308	15.5%	186	21%	23.0	4,278
合计 (人民币百万)	108,006	9.8%	4,944	-9%	20.7	102,254
人民币/港币						0.8296
市值 (港元百万)						123,258
股数 (百万)						2,253
目标价 (港元)						54.7

资料来源: 公司公告、浦银国际

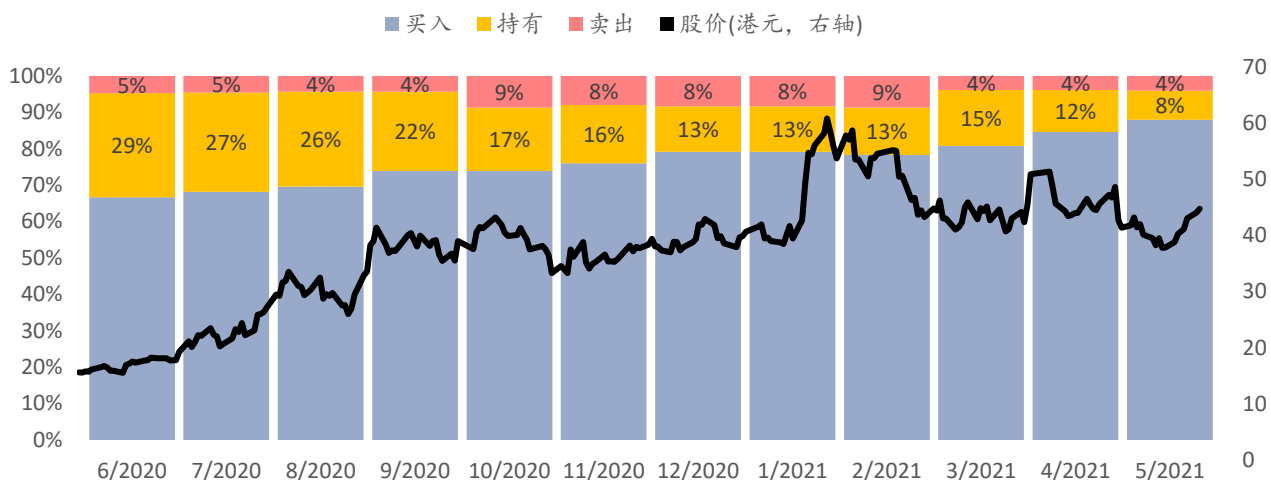
图表 34: SPDBI 目标价: 比亚迪电子



注: 截至 2021 年 5 月 25 日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

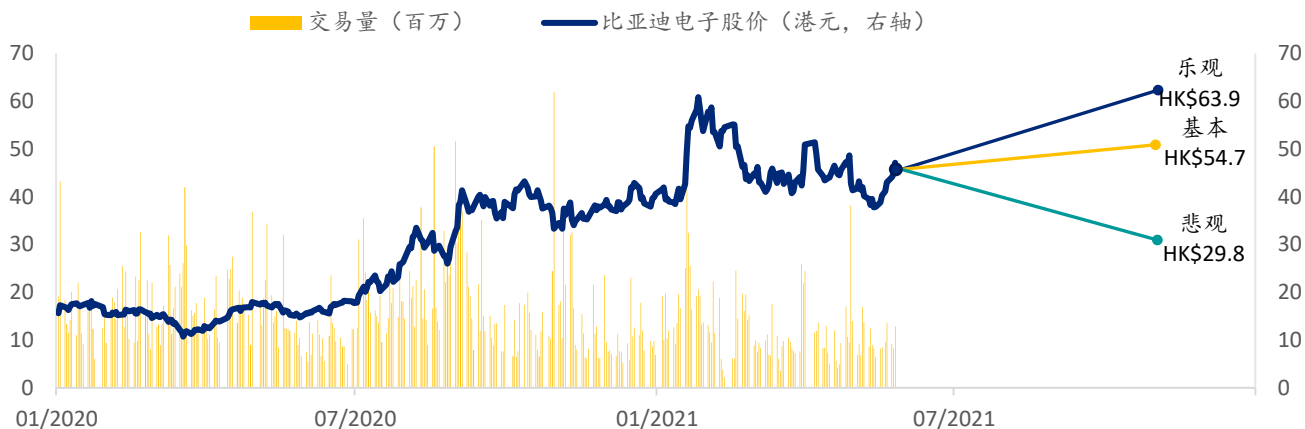
● 乐观与悲观情景假设

图表 35: 比亚迪电子市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 36: 比亚迪电子 SPDBI 情景假设



乐观情景 (概率: 10%)

目标价: 63.9 港元, 对应 21x 2021 年 EPS

- 中国智能手机品牌海外拓展速度快于预期, 带动比亚迪电子 EMS 手机出货增长;
- 组装业务的营收规模和毛利率提升快于预期, 带动利润增速高于收入增速;
- 新型智能产品, 如电子烟, 量产爬坡速度快于预期;
- 汽车智能系统增速高于预期。

悲观情景 (概率: 10%)

目标价: 29.8 港元, 对应 15x 2021 年 EPS

- 国内外疫情反复拖累智能手机和汽车需求, 进而导致 EMS 业务、结构业务、汽车智能系统增速减缓;
- 组装业务毛利率提升速度比较慢, 贡献毛利率比例不大;
- 结构件业务竞争依然保持激烈, 毛利率有所下滑;
- 电子烟量产时间延后, 拖累全年营收增速。

资料来源: 浦银国际

● 财务报表

图表 37: 比亚迪电子: 损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	41,047	53,028	73,121	108,006	127,567
销货成本	(36,875)	(49,071)	(63,492)	(97,400)	(114,907)
毛利润	4,172	3,957	9,629	10,606	12,660
经营支出	(2,354)	(2,964)	(3,823)	(5,472)	(6,540)
销售费用	(229)	(2,088)	(2,913)	(4,197)	(5,044)
管理费用	(536)	(257)	(237)	(339)	(391)
研发费用	(1,589)	(619)	(673)	(936)	(1,105)
经营利润	1,818	994	5,806	5,134	6,120
非经营收入	718	703	415	520	520
财务费用	-	(31)	(71)	(71)	(71)
政府补贴	287	237	392	392	392
其他费用	430	497	95	199	199
税前利润	2,536	1,696	6,221	5,654	6,639
税务费用	(347)	(99)	(779)	(709)	(832)
税后利润含少数股东权益	2,189	1,598	5,441	4,944	5,808
少数股东权益	-	-	-	-	-
净利润	2,189	1,598	5,441	4,944	5,808
基本股数 (百万)	2,253	2,253	2,253	2,253	2,253
摊销股数 (百万)	2,253	2,253	2,253	2,253	2,253
基本EPS (元)	0.97	0.71	2.41	2.19	2.58
摊销EPS (元)	0.97	0.71	2.41	2.19	2.58

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 38: 比亚迪电子: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
现金及现金等价物	4,741	1,651	3,466	8,238	12,160
受限制资金	-	20	0	0	0
应收账款和应收票据	7,209	9,567	14,391	21,257	25,107
存货	4,768	5,401	6,891	4,492	3,808
其他流动负债	371	443	1,320	1,949	2,302
流动资产合计	17,089	17,082	26,069	35,938	43,378
物业、厂房及设备	7,634	9,801	10,894	13,071	15,606
土地使用权	381	-	-	-	-
无形资产	14	11	9	5	3
其他非流动资产	933	1,133	1,004	1,004	1,004
总资产	26,051	28,027	37,976	50,018	59,990
短期借贷	-	-	2,009	3,066	4,227
应付账款和应付票据	7,892	7,340	8,146	12,496	14,742
其他流动负债	2,170	3,059	4,684	6,919	8,172
流动负债合计	10,062	10,399	14,840	22,482	27,142
其他负债	164	639	864	864	864
总负债	10,226	11,038	15,704	23,346	28,006
股本	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052
储备	11,773	12,937	18,220	22,620	27,932
股东权益总额	15,825	16,989	22,272	26,672	31,984
负债和股东权益合计	26,051	28,027	37,976	50,018	59,990

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 39: 比亚迪电子: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动现金流	4,781	379	3,209	8,388	8,131
税前利润	2,536	1,696	6,221	5,654	6,639
折旧	1,918	2,051	1,755	1,951	2,341
摊销	8	7	5	4	2
其他营业活动现金流	(344)	(586)	(918)	71	71
营运资金变动	986	(2,766)	(3,527)	1,489	(19)
应收账款减少(增加)	1,203	(2,373)	(4,825)	(6,866)	(3,850)
库存减少(增加)	(202)	(658)	(1,494)	2,399	684
应付账款增加(减少)	(866)	(909)	1,649	4,350	2,246
其他经营资金变动	851	1,174	1,143	1,605	900
税务费用	(374)	(77)	(377)	(709)	(832)
利息收入(支出)	51	54	50	(71)	(71)
投资活动现金流	(2,292)	(2,852)	(2,981)	(4,128)	(4,876)
资本支出	(2,276)	(2,722)	(2,795)	(4,128)	(4,876)
长期投资	3	(4)	(3)	-	-
银行存款增加	0	(20)	20	-	-
其他投资活动现金流	(19)	(106)	(203)	-	-
融资活动现金流	(561)	(623)	1,570	512	666
借款	-	-	2,008	1,057	1,161
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(518)	(439)	(160)	(545)	(495)
其他融资活动现金流	(43)	(184)	(278)	-	-
外汇损益	(9)	6	16	-	-
现金及现金等价物净流量	1,919	(3,091)	1,815	4,772	3,921
期初现金及现金等价物	2,822	4,741	1,651	3,466	8,238
期末现金及现金等价物	4,741	1,651	3,466	8,238	12,160

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

闻泰科技 (600745.CH)

● 估值

我们采用分布加总估值法，得到闻泰科技 12 个月目标价为人民币 93 元，对应 2021 年和 2022 年 P/E 为 36.0x 和 31.0x。

根据闻泰科技的 ODM 业务和半导体业务拆分，两部分业务估值分别对应：1) ODM 业务 15x 的 2021 年 EPS；2) 半导体业务 48x 的 2021 年 EPS，因此我们也得到闻泰科技的目标价为 93 元人民币，下调至“持有”评级，潜在升幅 6%。

图表 40：闻泰科技估值：分部加总法

业务 (人民币元)	2021E		2022E		目标价
	每股盈利	市盈率 (x)	每股盈利	市盈率 (x)	
ODM	0.94	15.0	1.25	11.4	14
半导体	1.65	48.0	1.76	44.9	79
合计	2.59	36.0	3.00	31.0	93

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 41：SPDBI 目标价：闻泰科技

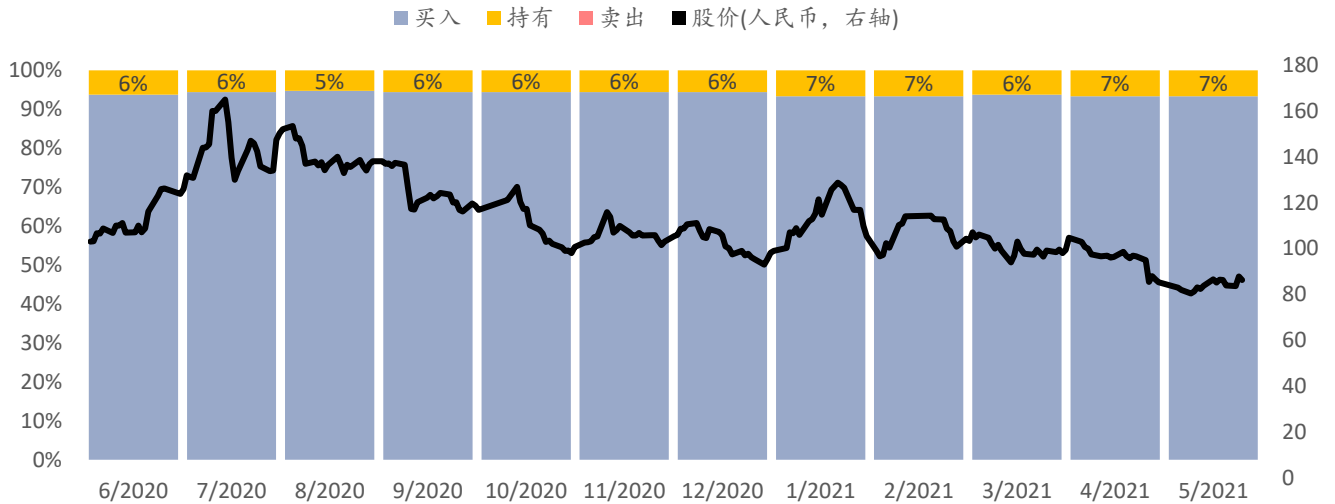


注：截至 2021 年 5 月 25 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

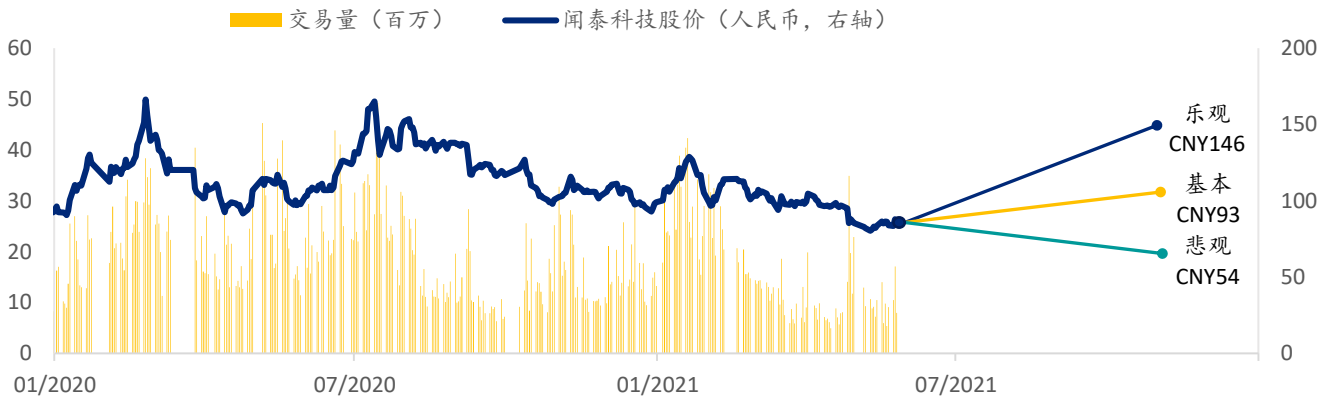
● 乐观与悲观情景假设

图表 42: 闻泰科技市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 43: 闻泰科技 SPDBI 情景假设



乐观情景 (概率: 30%)

目标价: 人民币 146 元, 对应 45x 的 2021 年市盈率

- ODM 业务毛利率改善程度比预期更好, 推动利润增速显著高于收入增速;
- ODM 中非手机类产品扩张速度快于预期;
- 安世的车用功率半导体需求旺盛, 功率半导体业务价格提升明显, 提升利润空间。

悲观情景 (概率: 30%)

目标价: 人民币 54 元, 对应 30x 的 2021 年市盈率

- 上游原材料提价影响持续时间较长, 公司 ODM 业务利润恢复不及预期;
- 中国 ODM 行业竞争加剧, 影响公司单季利润;
- 功率半导体产能扩张不及预期, 拖累半导体营收增速。

资料来源: 浦银国际

● 财务报表

图表 44: 闻泰科技: 损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	17,335	41,578	51,707	59,608	68,193
销货成本	(15,764)	(37,286)	(43,843)	(50,076)	(57,273)
毛利润	1,571	4,292	7,864	9,532	10,919
经营支出	(1,178)	(2,419)	(4,587)	(5,288)	(6,018)
销售费用	(151)	(484)	(1,079)	(1,243)	(1,421)
管理费用	(295)	(615)	(1,288)	(1,440)	(1,641)
研发费用	(732)	(1,320)	(2,221)	(2,605)	(2,956)
经营利润	393	1,873	3,276	4,244	4,901
非经营收入	(329)	(400)	(625)	(447)	(462)
财务费用	(212)	(556)	(852)	(983)	(1,124)
投资收益	(10)	564	217	217	217
其他	(107)	(408)	10	318	445
税前利润	64	1,473	2,652	3,797	4,439
税务费用	8	(94)	(192)	(574)	(699)
税后利润含少数股东权益	72	1,379	2,460	3,223	3,740
少数股东权益	11	126	44	-	-
净利润	61	1,254	2,415	3,223	3,740
基本股数 (百万)	637	712	1,245	1,245	1,245
摊股股数 (百万)	637	712	1,245	1,245	1,245
基本EPS (元)	0.10	1.76	1.94	2.59	3.00
摊销EPS (元)	0.10	1.76	1.94	2.59	3.00

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 45: 闻泰科技: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金和受限制现金	1,903	7,714	5,751	7,667	9,933
短期投资	2,867	1,947	4,429	5,105	5,841
应收账款和应收票据	5,088	14,022	6,417	7,398	8,463
存货	1,625	5,678	6,134	7,006	8,013
其他流动负债	340	1,462	2,198	2,534	2,898
流动资产合计	11,824	30,823	24,929	29,709	35,148
物业、厂房及设备	577	5,605	6,156	7,511	8,810
无形资产	461	4,075	3,918	3,260	2,712
商誉	1,300	22,697	22,697	22,697	22,697
长期股权投资	1,176	42	176	203	233
其他资产	1,604	1,888	2,014	2,014	2,014
总资产	16,942	65,132	59,891	65,395	71,614
短期借款	2,000	2,778	450	364	434
应付账款和应付票据	8,088	21,693	17,484	19,970	22,841
其他流动负债	3,043	6,598	3,543	4,085	4,673
流动负债	13,131	31,069	21,478	24,419	27,947
长期借款	-	11,306	7,805	7,805	7,805
其他负债	80	1,335	1,534	1,534	1,534
总负债	13,211	43,710	30,816	33,757	37,286
股本	637	1,124	1,245	1,245	1,245
储备	2,382	18,269	24,325	26,211	28,167
少数股东权益	136	233	15	15	15
其他股东权益	576	1,797	3,490	4,167	4,902
股东权益总额	3,731	21,422	29,075	31,637	34,329
总负债和股东权益	16,942	65,132	59,891	65,395	71,614

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 46: 闻泰科技: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动现金流	3,272	4,620	6,614	5,757	6,574
税前利润	64	1,473	2,652	3,797	4,439
折旧	130	305	944	1,037	1,265
摊销	198	346	685	658	548
其他营业活动现金流	(949)	378	5,523	(983)	(1,124)
营运资金变动	4,344	3,051	(850)	839	1,021
应收账款减少(增加)	(2,417)	(8,934)	7,605	(981)	(1,065)
库存减少(增加)	1,561	(4,053)	(456)	(872)	(1,007)
应付账款增加(减少)	3,877	13,605	(4,209)	2,486	2,870
其他经营资金变动	1,323	2,432	(3,790)	206	223
税务费用	(296)	(335)	(1,543)	(574)	(699)
利息收入(支出)	(218)	(598)	(796)	983	1,124
投资活动现金流	(1,639)	(12,304)	(3,214)	(2,419)	(2,593)
资本支出	(175)	(921)	(2,222)	(2,392)	(2,564)
取得或购买长期投资	(328)	(11,245)	(1,052)	(27)	(29)
其他投资活动现金流	(1,135)	(139)	59	-	-
融资活动现金流	(1,424)	13,722	(2,001)	(1,423)	(1,714)
借款	(496)	8,265	(6,797)	(86)	70
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(182)	(406)	(695)	(1,337)	(1,784)
其他融资活动现金流	(746)	5,863	5,492	-	-
外汇损益	(46)	(17)	(178)	-	-
现金及现金等价物净流量	163	6,021	1,222	1,915	2,267
期初现金及现金等价物	253	416	5,707	3,744	5,659
期末现金及现金等价物	416	5,707	3,744	5,659	7,926

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

舜宇光学 (2382.HK)

• 估值

我们首先采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对舜宇进行估值预测。我们预测舜宇 2021 年的手机摄像头、手机镜头和车载镜头的净利润增速分别为 17%、10% 和 44%，分别给予 25x、45x 和 57x 的市盈率，得到 237 港币的目标，维持“买入”评级，潜在升幅 26%。

图表 47: 舜宇分部加总估值法 (2021 年)

人民币百万	收入	毛利率	净利润	净利润 增速	目标 P/E	估值
手机摄像头模组	31,351	12.8%	2,223	17%	25.0	55,578
手机镜头	6,976	55.6%	2,149	10%	45.0	96,727
车载镜头	3,204	55.6%	987	44%	57.0	56,271
其他	2,269	18.9%	237	-28%	25.0	5,929
合计 (人民币百万)	43,799	23.1%	5,597	15%	38.3	214,506
人民币/港币						0.8296
市值 (港元百万)						258,569
股数 (百万)						1,093
目标价 (港元)						237

资料来源: 浦银国际预测

我们也采用 DCF (Discounted Cash Flow, 现金流量贴现法) 估值方法作为参考对比。我们上调无风险利率至 1.6%, 同时假设舜宇 2026 年-2030 年的成长率为 10%-12%, 永久增长率为 4%。另外, 我们假设 WACC (Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资金成本) 是 8.7%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到舜宇 2021 年的目标价为 236.5 港元, 与我们分部加法得到的目标价类似。

图表 48: 舜宇 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.29	债务成本	6.3%
无风险利率	1.6%	债务股本比	10%
股权风险溢价	5.7%	所得税率	12.1%
股权成本	9.0%	WACC	8.7%

注: WACC, Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资金成本
资料来源: 浦银国际预测

图表 49: 舜宇自由现金流预测

人民币百万	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	43,799	52,609	57,182	66,740	73,036	81,801	90,799	99,879	109,866	120,853	
营收增速	15.3%	20.1%	8.7%	16.7%	9.4%	12.0%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
经营利润	6,321	7,613	8,654	10,101	11,096	12,591	14,157	15,773	17,570	19,568	
经营利润率	14.4%	14.5%	15.1%	15.1%	15.2%	15.4%	15.6%	15.8%	16.0%	16.2%	
折旧及摊销	1,835	2,125	2,491	2,848	3,279	3,672	4,076	4,484	4,932	5,425	
EBITDA	8,156	9,738	11,145	12,950	14,374	16,263	18,233	20,257	22,502	24,994	
EBITDA 率	18.6%	18.5%	19.5%	19.4%	19.7%	19.9%	20.1%	20.3%	20.5%	20.7%	
所得税率	11.8%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	
资本支出	(3,155)	(3,790)	(4,119)	(4,808)	(5,261)	(5,735)	(6,194)	(6,627)	(7,091)	(7,587)	
资本支出占营收比	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.0%	6.8%	6.6%	6.5%	6.3%	
净营运资本变动	(511)	(740)	(460)	(838)	(559)	(475)	(404)	(343)	(292)	(248)	
自由现金流	3,743	4,303	5,537	6,104	7,236	8,557	9,954	11,412	13,031	14,833	359,078
永续增长率											4.0%

资料来源: 浦银国际预测

图表 50: 舜宇 DCF 估值预测

WACC	自由现金流 值(人民币百 万)	净现金(百万)	权益价值(百 万)	股数(百 万)	每股价值(人 民币)	港元/人民币	每股价值(港 元)
8.7%	210,496	3,902	214,399	1,093	196	0.8296	236.5

资料来源: 浦银国际预测

图表 51: SPDBI 目标价: 舜宇光学

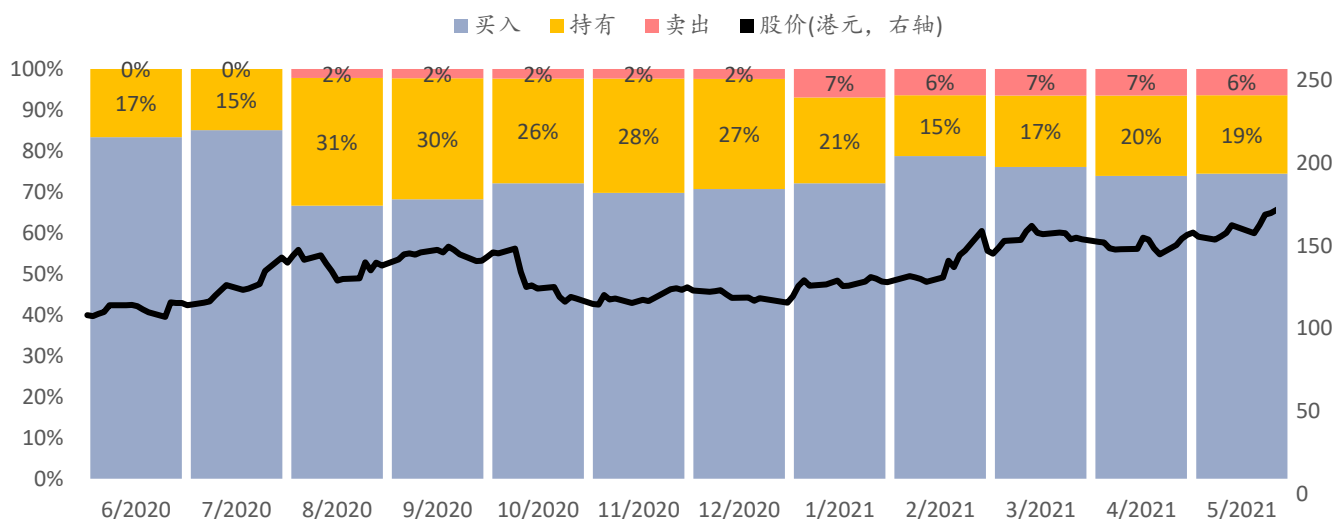


注: 截至 2021 年 5 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 乐观与悲观情景假设

图表 52: 舜宇光学市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 53: 舜宇光学 SPDBI 情景假设



乐观情景 (概率 10%)

目标价: 315 港元, 对应 45x 的 2021 年市盈率

- 全球手机和汽车行业需求复苏高于预期;
- 摄像头升级带动毛利率提升;
- 手机镜头和车载镜头随着规模上升而上升。

悲观情景 (概率 25%)

目标价: 137 港元, 对应 28x 的 2021 年市盈率

- 全球手机和汽车需求复苏低于预期;
- 摄像头行业升级趋缓, 竞争加剧, 拖累毛利率;
- 车载相关产品起量速度低于预期;
- 汇率等业外因素影响利润。

资料来源: 浦银国际

● 财务报表

图表 54: 舜宇光学科技: 损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	25,932	37,849	38,002	43,799	52,609
营业成本	(21,019)	(30,098)	(29,304)	(33,694)	(40,584)
毛利	4,913	7,751	8,698	10,105	12,026
营业支出	(2,299)	(3,339)	(3,344)	(3,784)	(4,413)
销售费用	(210)	(279)	(313)	(364)	(438)
行政费用	(434)	(650)	(719)	(831)	(999)
研发费用	(1,362)	(2,209)	(2,499)	(2,810)	(3,197)
重组及其他费用/收入	(293)	(201)	187	221	221
营业利润	2,614	4,412	5,354	6,321	7,613
营业外收支	237	139	289	104	88
利息收入/(支出)净额	(202)	(250)	(234)	(269)	(322)
其他收益/(支出)净额	439	389	523	373	410
税前利润	2,851	4,550	5,643	6,425	7,700
所得税	(339)	(531)	(703)	(760)	(915)
净利润(含少数股东权益)	2,513	4,019	4,940	5,665	6,785
少数股东和可赎回少数股东损益	22	28	68	68	68
归属普通股股东净利润	2,491	3,991	4,872	5,597	6,716
基本股数(百万)	1,093	1,094	1,093	1,093	1,093
摊销股数(百万)	1,096	1,096	1,094	1,094	1,094
基本每股收益(元)	2.28	3.65	4.46	5.12	6.15
稀释每股收益(元)	2.27	3.64	4.45	5.11	6.14

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 55: 舜宇光学科技: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	2,254	1,917	2,842	6,289	10,354
受限制资金	20	15	235	235	235
应收账款	6,231	9,630	8,212	9,465	11,369
存货	3,074	5,146	5,783	6,649	8,009
其他流动资产	5,189	5,738	8,558	8,558	8,558
流动资产合计	16,768	22,446	25,630	31,195	38,525
固定资产-物业, 厂房及设备	4,523	6,567	7,513	8,833	10,497
无形资产	349	419	363	363	363
商誉	-	428	480	480	480
租赁权	-	2	2	2	2
其他非流动资产	1,212	832	1,450	1,450	1,450
资产总计	22,852	30,693	35,438	42,324	51,318
短期借款	1,482	1,119	2,071	2,386	2,867
应付账款	7,064	11,322	10,733	12,341	14,865
其他流动负债	131	190	607	607	607
流动负债合计	8,677	12,630	13,411	15,335	18,339
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	4,887	5,336	5,201	5,201	5,201
负债合计	13,564	17,967	18,612	20,536	23,539
股本	105	105	105	105	105
资本公积	9,129	12,448	16,492	21,454	27,444
少数股东权益	54	173	229	229	229
股东权益合计	9,288	12,726	16,826	21,788	27,778
负债及股东权益合计	22,852	30,693	35,438	42,324	51,318

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 56: 舜宇光学科技: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	3,568	4,662	7,160	7,258	8,492
税前利润	2,851	4,550	5,643	6,425	7,700
折旧及摊销	819	1,278	1,628	1,835	2,125
其他营业活动现金流	192	284	(35)	-	-
营运资金变动	(203)	(1,426)	115	(511)	(740)
应收账款(增加)/减少	(620)	(3,390)	1,453	(1,253)	(1,904)
存货(增加)/减少	(520)	(2,208)	(883)	(866)	(1,360)
应付账款增加/(减少)	847	4,144	(497)	1,608	2,524
其他经营资金变动	90	27	41	-	-
税务费用	(262)	(186)	(313)	(760)	(915)
利息收入(支出)	171	162	122	269	322
投资活动产生的现金流量净额	(5,499)	(3,556)	(5,976)	(3,155)	(3,790)
资本支出	(2,566)	(3,231)	(2,737)	(3,155)	(3,790)
取得或购买长期投资	(101)	28	754	-	-
银行存款增加	(74)	214	(717)	-	-
短期投资	(2,758)	(567)	(3,276)	-	-
其他	-	-	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	2,957	(1,441)	(222)	(656)	(637)
借款	88	(382)	1,017	316	480
发行股份	(89)	(170)	(151)	-	-
发行债券	3,805	-	-	-	-
发放现金股利	(722)	(622)	(796)	(972)	(1,117)
其他	(125)	(268)	(291)	-	-
汇兑损益	2	(2)	(37)	-	-
现金及现金等价物净流量	1,027	(337)	925	3,447	4,066
期初现金及现金等价物	1,227	2,254	1,917	2,842	6,289
期末现金及现金等价物	2,254	1,917	2,842	6,289	10,354

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

丘钛科技 (1478.HK)

● 估值

我们采用 DCF (Discounted Cash Flow, 现金流量贴现法) 估值方法对丘钛估值。我们上调无风险利率至 1.6%，并假设丘钛 2026 年到 2030 年的成长率为 5.0%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC (Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资金成本) 是 9.6%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到丘钛未来 12 个月目标价 15.1 港元，维持“买入”评级，潜在升幅 19%。

图表 57: 丘钛 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.56	债务成本	7.4%
无风险利率	1.6%	债务股本比	23%
股权风险溢价	5.7%	所得税率	12.9%
股权成本	10.6%	WACC	9.6%

注: WACC, Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资金成本

资料来源: 浦银国际预测

图表 58: 丘钛自由现金流预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031往后
营业收入	21,048	24,403	26,904	30,279	31,857	33,450	35,122	36,878	38,722	40,658	
营收增速	21.0%	15.9%	10.2%	12.5%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
经营利润	1,316	1,521	1,661	1,854	1,935	1,998	2,098	2,203	2,313	2,429	
经营利润率	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
折旧及摊销	421	442	480	539	620	651	684	718	754	791	
EBITDA	1,737	1,963	2,142	2,392	2,555	2,649	2,782	2,921	3,067	3,220	
EBITDA率	8.3%	8.0%	8.0%	7.9%	8.0%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
所得税率	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
资本支出	(570)	(713)	(891)	(1,113)	(1,392)	(1,531)	(1,669)	(1,785)	(1,910)	(2,044)	
资本支出占营收比	2.7%	2.9%	3.3%	3.7%	4.4%	4.6%	4.8%	4.8%	4.9%	5.0%	
净营运资本变动	70	94	78	95	47	42	37	33	30	26	
自由现金流	1,067	1,148	1,115	1,135	960	902	880	884	888	889	15,226
永续增长率											3.0%

资料来源: 浦银国际预测

图表 59： 丘钛 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金(百万)	权益价值(百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币)	港币/人民币	每股价值 (港元)
9.6%	13,023	1,774	14,797	1,181	12.5	0.8296	15.1

资料来源：浦银国际预测

图表 60： SPDBI 目标价：丘钛科技

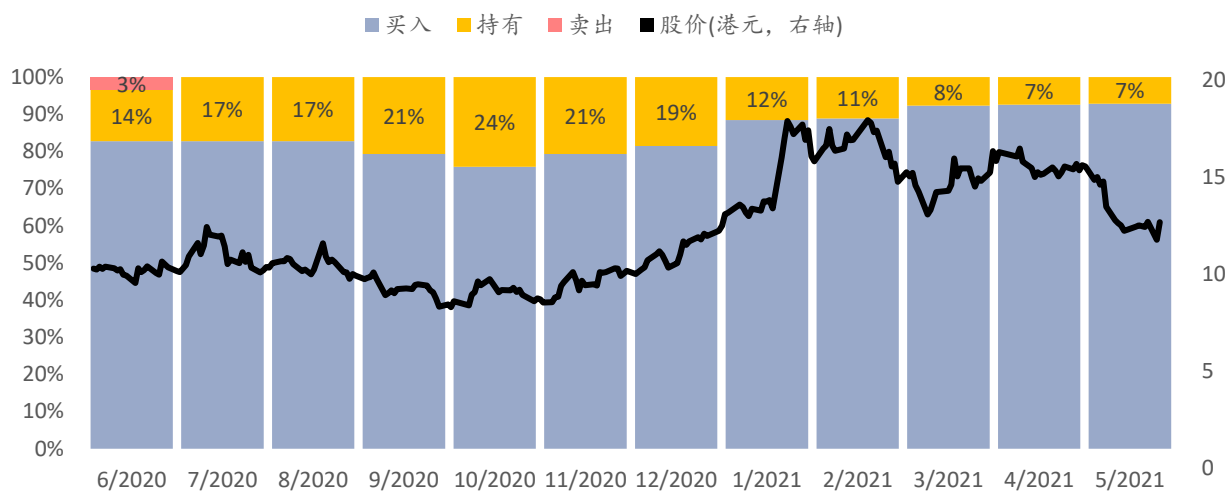


注：截至 2021 年 5 月 25 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 乐观与悲观情景假设

图表 61: 丘钛科技市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 62: 丘钛科技 SPDBI 情景假设



乐观情景 (概率: 35%)

目标价: 21.1 港元, 对应 16x 的 2021 年市盈率

- 全球智能手机需求恢复较快;
- 手机摄像头升级需求旺盛;
- 丘钛费用管控能力好于预期;
- 丘钛新客户拓展优于预期。

悲观情景 (概率: 15%)

目标价: 8.3 港元, 对应 10x 的 2021 年市盈率

- 全球智能手机升级需求减弱;
- 摄像头模组竞争加剧, 毛利率下滑;
- 费用上升较快, 抵消利润增速。

资料来源: 浦银国际

● 财务报表

图表 63: 丘钛科技: 损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	8,135	13,170	17,400	21,048	24,403
营业成本	(7,782)	(11,990)	(15,630)	(18,789)	(21,806)
毛利	353	1,180	1,771	2,259	2,597
营业支出	(283)	(560)	(724)	(943)	(1,076)
销售、行政及一般费用	(19)	(15)	(26)	(32)	(38)
研发费用	(266)	(396)	(590)	(721)	(819)
重组及其他费用/收入	83	(21)	44	-	-
营业利润	70	620	1,046	1,316	1,521
营业外收支	(69)	(13)	(76)	(76)	(76)
利息收入/(支出)净额	(44)	(53)	(54)	(54)	(54)
其他收益/(支出)净额	(25)	40	(23)	(23)	(23)
税前利润	1	607	970	1,240	1,445
所得税	13	(65)	(130)	(160)	(186)
净利润(含少数股东权益)	14	542	840	1,079	1,258
少数股东和可赎回少数股东损益	-	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	14	542	840	1,079	1,258
基本股数(百万)	1,128	1,140	1,168	1,181	1,181
摊销股数(百万)	1,138	1,150	1,176	1,189	1,189
基本每股收益(元)	0.01	0.48	0.72	0.91	1.07
稀释每股收益(元)	0.01	0.47	0.71	0.91	1.06

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 64: 丘钛科技: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	100	412	1,984	3,269	4,617
受限制资金	288	93	267	267	267
应收账款	3,031	4,919	3,589	4,341	5,033
存货	704	1,913	1,943	2,336	2,711
其他流动资产	105	26	100	100	100
流动资产合计	4,229	7,363	7,882	10,313	12,727
固定资产-物业, 厂房及设备	1,889	2,704	2,960	3,109	3,379
无形资产	1	5	4	4	4
租赁权	52	-	-	-	-
其他非流动资产	269	563	557	557	557
资产总计	6,440	10,635	11,403	13,983	16,668
短期借款	1,178	1,270	1,104	1,335	1,548
应付账款	3,061	5,935	6,013	7,229	8,390
其他流动负债	30	339	159	159	159
流动负债合计	4,270	7,543	7,276	8,723	10,097
长期借款	-	59	159	159	159
其他非流动负债	66	166	182	182	182
负债合计	4,336	7,768	7,617	9,064	10,438
股本	9	9	9	9	9
资本公积	2,094	2,858	3,776	4,909	6,221
股东权益合计	2,103	2,867	3,786	4,919	6,230
负债及股东权益合计	6,440	10,635	11,403	13,983	16,668

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 65: 丘钛科技: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	(173)	2,400	3,604	1,624	1,847
税前利润	1	607	970	1,240	1,445
折旧及摊销	236	291	385	421	442
其他营业活动现金流	32	81	211	-	-
营运资金变动	(444)	1,415	2,177	70	94
应收账款(增加)/减少	(1,428)	(2,434)	1,345	(752)	(692)
存货(增加)/减少	(27)	(1,263)	(48)	(393)	(375)
应付账款增加/(减少)	79	(79)	-	1,215	1,161
其他经营资金变动	933	5,190	880	-	-
税务费用	(13)	(33)	(121)	(160)	(186)
利息收入(支出)	15	39	(17)	54	54
投资活动产生的现金流量净额	387	(1,271)	(696)	(570)	(713)
资本支出	(28)	(4)	-	(570)	(713)
取得或购买长期投资	-	(156)	-	-	-
银行存款增加	1	(2)	(4)	-	-
短期投资	5	9	(84)	-	-
其他	409	(1,119)	(608)	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(584)	(817)	(1,315)	231	213
借款	(346)	(1,086)	(1,015)	231	213
发行股份	55	222	60	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(92)	-	(107)	-	-
其他	(201)	48	(252)	-	-
汇兑损益	5	0	(21)	-	-
现金及现金等价物净流量	(365)	312	1,572	1,285	1,348
期初现金及现金等价物	465	100	412	1,984	3,269
期末现金及现金等价物	100	412	1,984	3,269	4,617

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

韦尔股份 (603501.CH)

● 估值

我们采用 DCF (Discounted Cash Flow, 现金流量贴现法) 估值方法作为参考对比。我们上调无风险利率至 3.1%，并假设韦尔股份 2026 年-2030 年的成长率为 16.0%-20.0%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC (Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资金成本) 是 7.5%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到韦尔股份目标价为 350 人民币元，维持“买入”评级，潜在升幅 19%。

图表 66: 韦尔股份 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.31	债务成本	6.0%
无风险利率	3.1%	债务股本比	33%
股权风险溢价	4.2%	所得税率	9.9%
股权成本	8.6%	WACC	7.5%

注: WACC, Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资金成本
资料来源: 浦银国际预测

图表 67: 韦尔股份自由现金流预测

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	26,651	33,553	41,365	49,304	57,285	68,742	82,490	98,988	116,806	135,495	
营收增速	34.4%	25.9%	23.3%	19.2%	16.2%	20.0%	20.0%	20.0%	18.0%	16.0%	
经营利润	4,606	5,665	7,128	8,637	10,180	11,686	14,848	18,313	22,193	27,099	
加: 折旧及摊销	879	1,062	1,389	1,835	2,371	3,130	4,131	5,454	7,079	9,032	
EBITDA	5,485	6,727	8,518	10,473	12,551	14,816	18,980	23,766	29,272	36,131	
EBITDA 率	20.6%	20.0%	20.6%	21.2%	21.9%	21.6%	23.0%	24.0%	25.1%	26.7%	
所得税率	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	
资本支出	(3,079)	(3,876)	(4,778)	(5,695)	(6,617)	(7,411)	(8,153)	(8,968)	(9,685)	(10,266)	
资本支出占营收比	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	10.8%	9.9%	9.1%	8.3%	7.6%	
净营运资本变动	(2,054)	(2,159)	(2,398)	(2,431)	(2,437)	(2,047)	(1,720)	(1,445)	(1,193)	(969)	
自由现金流	(101)	131	635	1,491	2,488	4,200	7,637	11,541	16,196	22,213	541,420
永续增长率											3.0%

资料来源: 浦银国际预测

图表 68: 韦尔股份 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币)
7.5%	300,618	3,009	303,627	868	350

资料来源: 浦银国际预测

图表 69: SPDBI 目标价: 韦尔股份

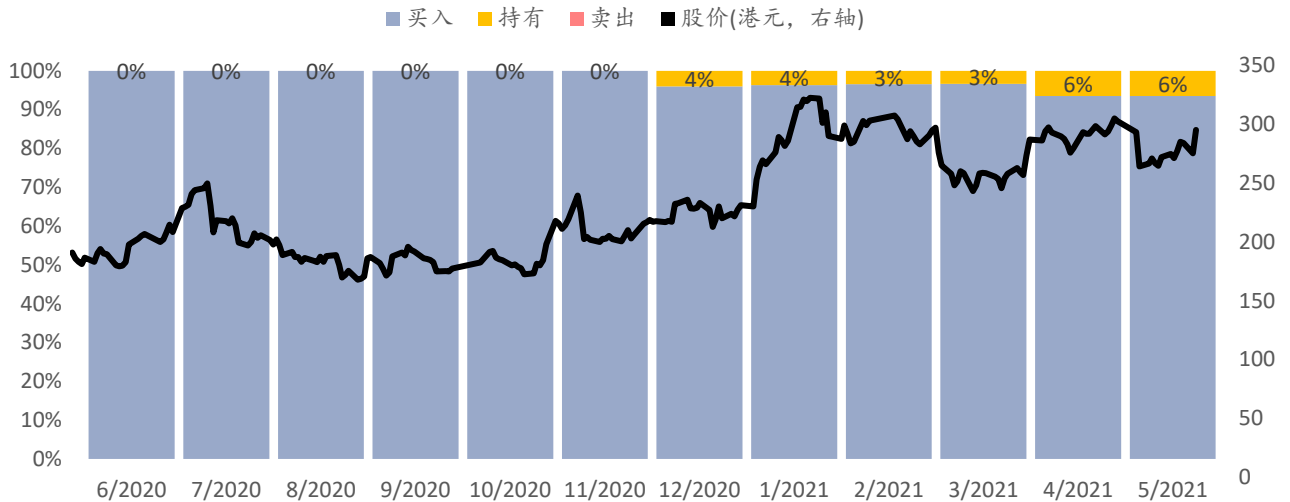


注: 截至 2021 年 5 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

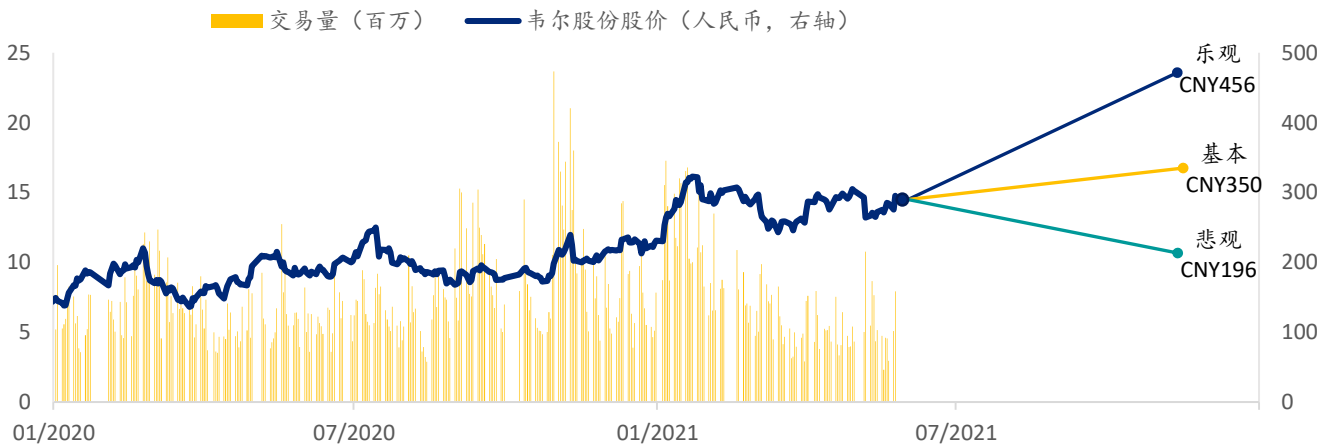
● 乐观与悲观情景假设

图表 70: 韦尔股份市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 71: 韦尔股份 SPDBI 情景假设



乐观情景 (概率: 10%)

目标价: 456 人民币, 对应 65.0x 的 2021 年市盈率

- 手机 CMOS 产品竞争较高, 迅速提升 3500 元以上机型主摄覆盖;
- 车载 CMOS 量价增速高于预期;
- TDDI 业务营收和利润提升迅速。

悲观情景 (概率: 20%)

目标价: 196 人民币, 对应 48.0x 的 2021 年市盈率

- 手机 CMOS 份额提升不如预期, 价格提升受阻;
- 车载业务受制于行业芯片短缺, 影响整体出货量水平;
- 晶圆代工产能短缺影响出货;
- 行业竞争加剧, 公司毛利率下降。

资料来源: 浦银国际

● 财务报表

图表 72: 韦尔股份: 损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	9,702	13,632	19,824	26,651	33,553
销货成本	(7,347)	(9,898)	(13,894)	(18,308)	(23,080)
毛利润	2,355	3,734	5,930	8,342	10,473
经营支出	(1,716)	(2,415)	(2,874)	(3,736)	(4,808)
研发费用	(815)	(1,282)	(1,727)	(2,226)	(2,803)
销售费用	(267)	(402)	(371)	(471)	(594)
管理费用	(634)	(731)	(776)	(1,040)	(1,410)
经营利润	640	1,319	3,056	4,606	5,665
非经营收入	(433)	(535)	(64)	(116)	(37)
财务费用	(127)	(274)	(275)	(348)	(437)
投资收益	3	1	21	282	200
其他	(309)	(261)	190	(50)	200
税前利润	207	784	2,991	4,490	5,628
税务费用	(70)	(79)	(308)	(442)	(557)
税后利润含少数股东权益	137	705	2,683	4,048	5,071
少数股东权益	(8)	240	(23)	38	-
净利润	145	466	2,706	4,010	5,071
基本股数 (百万)	420	828	844	868	868
摊销股数 (百万)	420	828	844	868	868
基本每股收益 (元)	0.35	0.56	3.21	4.62	5.84
摊销每股收益 (元)	0.35	0.56	3.21	4.62	5.84

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 73: 韦尔股份: 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金和受限制资金	3,004	3,161	5,456	6,385	7,258
应收账款和应收票据	1,579	2,551	2,538	3,412	4,296
存货	3,815	4,366	5,274	6,949	8,760
其他流动负债	427	803	646	1,148	1,780
流动资产合计	8,825	10,881	13,913	17,894	22,094
物业、厂房及设备	1,559	1,680	1,995	4,780	7,952
无形资产	1,349	1,334	1,509	923	564
其他非流动资产	3,855	3,582	5,232	5,232	5,232
总资产	15,589	17,476	22,648	28,828	35,842
短期借贷	1,600	1,654	2,511	3,376	4,251
应付账款和应付票据	1,395	1,882	1,559	2,055	2,590
其他流动负债	1,547	4,070	2,774	2,774	2,774
流动负债合计	4,542	7,606	6,845	8,205	9,615
其他负债	883	987	1,096	1,096	1,096
总负债	7,716	9,521	11,123	13,579	16,097
股本	456	864	868	868	868
储备	3,569	6,692	7,314	11,039	15,535
未分配利润	626	1,002	3,895	3,895	3,895
少数股东权益	3,890	29	286	286	286
其他综合收益	(666)	(631)	(839)	(839)	(839)
股东权益总额	7,874	7,955	11,525	15,249	19,746
总负债和股东权益	15,589	17,476	22,648	28,828	35,842

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 74: 韦尔股份: 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动现金流	790	805	3,345	3,221	4,411
税后利润含少数股东权益	137	705	2,683	4,048	5,071
折旧	159	184	247	294	703
摊销	326	394	518	586	358
其他营业活动现金流	630	450	307	-	-
营运资金变动	(602)	(1,233)	(691)	(2,054)	(2,159)
应收账款减少(增加)	(699)	(1,740)	338	(874)	(884)
库存减少(增加)	(839)	(591)	(1,275)	(1,675)	(1,811)
应付账款增加(减少)	936	1,098	245	495	536
利息收入(支出)	141	305	281	348	437
投资活动现金流	(1,630)	(1,728)	(2,631)	(3,581)	(4,508)
资本支出	(196)	(1,532)	(2,290)	(3,079)	(3,876)
取得或购买长期投资	(1,448)	(93)	(373)	(502)	(632)
其他投资活动现金流	15	(103)	32	-	-
融资活动现金流	489	1,120	1,835	1,290	970
借款	653	1,017	1,567	1,960	1,982
股息	(141)	(319)	(413)	(671)	(1,012)
其他融资活动现金流	(23)	422	681	-	-
外汇损益	64	(2)	(241)	-	-
现金及现金等价物净流量	(288)	195	2,306	930	873
期初现金及现金等价物	3,208	2,921	3,116	5,423	6,352
期末现金及现金等价物	2,921	3,116	5,423	6,352	7,225

E=浦银国际预测

资料来源: 公司公告, 浦银国际

图表 75：浦银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价	评级	目标价	评级及目标价	
		(交易货币)		(交易货币)	发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团	27.8	买入	33.3	27/5/2021	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	177.0	买入	205.0	27/5/2021	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	44.8	买入	54.7	27/5/2021	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	87.8	买入	93.0	27/5/2021	ODM、功率半导体
NIO US Equity	蔚来	36.1	卖出	34.6	14/12/2020	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	29.4	卖出	23.2	14/12/2020	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	20.0	卖出	21.4	14/12/2020	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉	604.7	卖出	480.0	14/12/2020	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	171.3	卖出	149.0	14/12/2020	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	176.5	卖出	126.0	14/12/2020	新能源汽车
2382 HK Equity	舜宇光学科技	188.1	买入	237.0	27/5/2021	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	12.7	买入	15.1	27/5/2021	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	295.2	买入	350.0	19/2/2021	手机 CIS、车载 CIS

注：截至 2021 年 5 月 25 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

免责声明

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

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

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

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

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

美国

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

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

英国

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

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

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(小米集团 1810.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

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

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

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼