



## 光学行业：舜宇(2382.HK)/丘钛(1478.HK) 2021 业绩回顾及 2022 展望，预计车载业务高速成长，期待手机业务下半年改善

我们下调舜宇 2022 年净利润预测 30%，以及目标价至 187.2 港币，潜在升幅 33%；下调丘钛 2022 年净利润预测 47%，以及目标价至 7.4 港币，潜在升幅 22%；但重申两家公司的“买入”评级。

- 光学摄像头供应链仍我们最看好的行业之一，短期行业压力不改长期基本观点；重申舜宇(2382.HK)和丘钛(1478.HK)“买入”评级。我们认为舜宇、丘钛估值已隐含较悲观的智能手机需求预期。据我们预测，2022 年和 2023 年，舜宇当前市盈率分别为 24.8x 和 20.7x，接近或低于历史均值；丘钛当前市盈率分别为 7.9x 和 5.8x，低于历史均值以下一个标准差。虽然两家公司今年上半年将面临盈利压力，但是下半年的利润增长弹性较大。因此整体上行风险高于下行风险。我们下调舜宇、丘钛的盈利预测，但重申两家公司的“买入”评级。舜宇在车载布局具有龙头优势，是我们的首选标的。
- 舜宇、丘钛：2021 业绩回顾有压力，2H22 业绩重回增长可期：舜宇 2H21 收入同比下降 8%，毛利率同比下降 4.8 个百分点，而丘钛 2H21 收入同比增长 8%，毛利率同比下降 4.8 个百分点。在 2H21，舜宇、丘钛手机相关产品包括模组和镜头，都面临平均单价下滑压力，从而拖累收入增速及毛利率表现。我们预计此趋势将在今年上半年延续，但下半年智能手机出货量增长改善及手机摄像头配置升级将为两家公司收入增速和毛利率改善提供行业层面支撑。经调整后，我们预期舜宇和丘钛 2022 年净利润将分别同比增长 1%和同比下降 15%，而 2H22 净利润将分别同比增长 27%和同比增长 50%。
- 手机摄像头厂商进入车载摄像头领域具备较大优势：智能手机摄像头模组厂商具备强大的 COB 生产工艺。与传统的车载模组生产工艺相比，COB 具有更大的产能规模、更高的精准度、更先进的自动化能力。因此，我们对于舜宇和丘钛将来在车载相关产品，尤其是车载摄像头出货量的大幅提升抱有较为乐观的预期。同时，我们估算到 2025 年车载摄像头的市场规模将有望达到智能手机摄像头市场规模的 50%，给两家公司的长期基本面成长提供支撑。
- 智能手机摄像头需求和规格有望在下半年提升：从智能手机摄像头整体来看，出货量增速预计将从 2021 年的 11%下降到 2022 年的 3%。行业增速确实面临下行压力。但我们预期舜宇、丘钛都积极拓展海外手机品牌龙头，会带来出货量增量。另外我们认可手机摄像头配置升级放缓只是阶段性的、暂时性的观点。手机品牌升级摄像头需求和意愿仍强烈，而模组厂商的技术储备、能力较为丰厚。因此，未来两年，手机摄像头配置，包括高像素、大像面、连续变焦、防抖等方面，都有升级空间。这为行业内的公司提供增长支撑。
- 投资风险：智能手机行业需求持续下降。中国品牌高端机型出货量疲软。手机摄像头面临降规降配的压力。新能源汽车增长不及较高预期，汽车摄像头采用率不及高预期。行业竞争加剧导致毛利率下滑。公司新业务扩张较快，费用率提升明显，拖累净利润表现。

沈岱

科技分析师

tony\_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

童钰枫

助理分析师

carrie\_tong@spdbi.com

(852) 2808 6447

2022 年 3 月 25 日

舜宇光学科技 (2382.HK)

买入

目标价 (港元)	187.2
潜在升幅/降幅	33.0%
目前股价 (港元)	140.8
52 周内股价区间 (港元)	113.9-259.4
总市值 (百万港元)	154,436
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,086

注：截至 2022 年 3 月 23 日收盘价

市场预期区间



丘钛科技 (1478.HK)

买入

目标价 (港元)	7.4
潜在升幅/降幅	22.2%
目前股价 (港元)	6.0
52 周内股价区间 (港元)	5.9-17.5
总市值 (百万港元)	7,328
近 3 月日均成交额 (百万港元)	22

注：截至 2022 年 3 月 23 日收盘价

市场预期区间



扫码关注浦银国际研究

# 目录

投资建议总结 .....	3
光学行业展望 .....	5
舜宇光学科技（2382.HK，买入，目标价 187.2 港元） .....	8
车载业务多点开花高速成长，手机业务短期承压预期改善 .....	8
2021 业绩回顾、2022 年指引及预测调整 .....	10
分部加总估值 .....	13
DCF 估值 .....	14
乐观与悲观情景假设 .....	16
财务报表 .....	17
丘钛科技（1478.HK，买入，目标价 7.4 港元） .....	18
基本面短期承压，下半年预期改善，低估值提供长期增长空间 .....	18
2021 业绩回顾及 2022 运营指引 .....	20
DCF 估值 .....	24
乐观与悲观情景假设 .....	26
财务报表 .....	27

## 投资建议总结

恒生科技指数年初至今下跌 16% (图表 2)，外部地缘环境动荡、市场情绪不稳定，都是该指数大幅振动的原因。这也带动舜宇和丘钛的股价年初至今下滑 43%和 40%。除了宏观的外部因素外，智能手机在一季度的需求疲软、手机摄像头配置升级速度放缓，都在一定程度拖累公司基本面。我们也因此，大幅下调了两家公司的盈利预测。

但是，我们依然看好光学行业的发展，目前两家公司的估值都已经反映较为悲观的市场预期，下行空间较小。因此，我们维持两家公司的“买入”评级。舜宇依然是我们科技硬件行业的首选标的。

我们的核心观点如下：

- **舜宇 (2382.HK)**：在车载光学行业已经有比较完善的布局，车载镜头份额全球领先，并且保持高速增长，可以充分提供公司业务空间增量。手机相关业务，包括摄像头、镜头，都有海外客户拓展空间，以及行业增长动能。建议及时布局，享受光学龙头的基本面增长。
- **丘钛 (1478.HK)**：我们预计公司在韩系客户的扩张可以提供摄像头出货量成长动能。同时，公司长期布局车载、IoT 相关的摄像头模组将逐步释放营收、利润贡献。估值处于较低位置，建议在二季度智能手机能见度提高的时机，适时布局。

布局时机判断：

- 目前电子行业的市场预期较为悲观，对于今年全球智能手机出货量的预期已经比较低，因而基本面进一步下行的风险较小。我们维持今年全球智能手机出货量同比增长 4%的预测，也同样维持手机出货量同比、环比将在二季度开始改善的预期。因此，我们认为进入 2022 年二季度后，会是布局智能手机供应链的良好时机。
- 经过盈利调整后，舜宇和丘钛的 2022 年和 2023 年的市盈率估值已经具有参考价值，并且低于历史均值，甚至历史均值以下一个标准差。我们认为车载摄像头的增量可以为两家公司的估值修复提供长期支撑。
- **舜宇**：我们认为公司的车载业务将享受持续的高增长。这也能有效抵御智能手机业务需求的疲软。同时，优质的龙头公司将在二级市场情绪回暖过程中，享受更为稳健的估值修复。因此，我们建议投资者及时布局。
- **丘钛**：目前公司的智能手机业务贡献依然贡献公司 90%以上的收入和利润，因此受到智能手机疲软需求的影响会较舜宇更大。因此，我们建议投资人可以在二季度智能手机能见度提高后，会是进入布局该公司优良时机，从而享受公司下半年业绩的反弹。

公司盈利、目标价、投资总结参见下方图表。

图表 1: 舜宇、丘钛盈利及目标价调整总结

股票代码	公司	目标价				净利润预测值变化	
		前目标价 (LC)	新目标价 (LC)	潜在升幅	变化幅度	2022E	2023E
2382 HK Equity	舜宇光学科技	253.8	<b>187.2</b>	33%	-26%	-30%	-25%
1478 HK Equity	丘钛科技	15.9	<b>7.4</b>	22%	-54%	-47%	-39%

注: E=浦银国际预测; 截至 2022 年 3 月 23 日收盘价

资料来源: 浦银国际

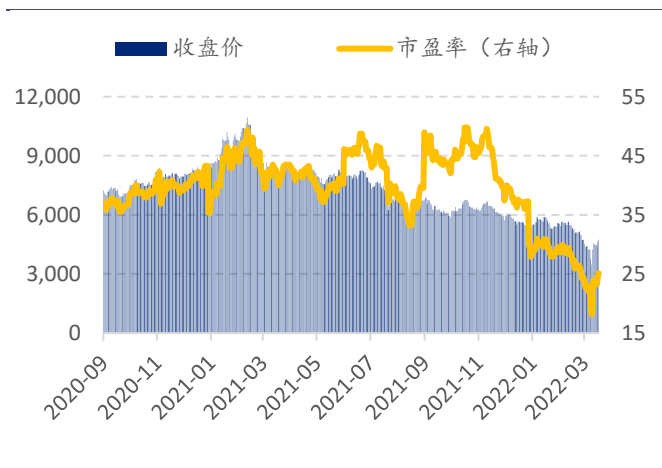
图表 2: 舜宇、丘钛投资总结

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	潜在升幅	2022 年净利润增速	2022 年目标市盈率	市盈率均值	当前市盈率
2382 HK Equity	舜宇光学科技	140.8	买入	187.2	33.0%	1%	32.9	25.6	17.9
1478 HK Equity	丘钛科技	6.0	买入	7.4	22.2%	-15%	9.6	12.8	5.5

注: 收盘价截至 2022 年 3 月 23 日; 市盈率均值部分, 丘钛取上市以来市盈率均值, 舜宇取 2015 年 1 月 1 日以来市盈率均值

资料来源: Bloomberg、浦银国际

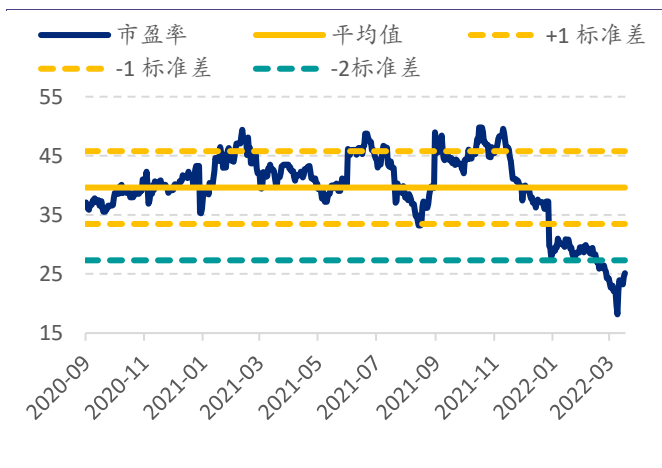
图表 3: 恒生科技指数收盘价及市盈率



注: 截至 2022 年 3 月 23 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 恒生科技指数市盈率



注: 截至 2022 年 3 月 23 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际



# 光学行业展望

## 车载摄像头模组增量空间巨大

在 [2022 科技展望](#) 中，我们估算，至 2025 年车载摄像头（包含雷达）市场规模将有望达到智能手机摄像头市场规模的 50%。这将为智能手机光学公司，包括舜宇和丘钛，提供巨大增量空间。在国内造车新势力，蔚来、小鹏、理想等车型中，单车摄像头数量甚至将超过 10 颗，且各类雷达数量将接近 20 颗（图表 5）。随着新能源汽车渗透率加速提升，我们预计车载摄像头需求也会快速上扬。

舜宇已经较为完善地布局车载镜头，可以直接享受行业红利增长，并且快速布局车载模组、激光雷达等多维度光学产品。而丘钛的车载模组也将在今明两年快速放量。虽然丘钛目前的车载收入贡献较小，但是长期的增量空间较大。这也是两家公司长期的基本面支撑。

同时，手机摄像头模组厂商将把 COB（Chip on Board，板上芯片）的制造工艺带入车载摄像头。COB 优势在于快速量产、更高精度、更低成本。因此我们对于舜宇、丘钛逐步取代原有车载摄像头模组厂商抱有较为乐观的态度。

## 智能手机摄像头需求，将在下半年恢复增长

我们预计，智能手机摄像头模组需求将从 2021 年增长 11% 下滑到 2022 年增长 3%（图表 6）。其中今年上半年摄像头模组需求同比或将小幅下滑，下半年将得到高单位数同比增长。这与今年智能手机出货量的同比增长曲线相类似（图表 7）。

同时，我们预计舜宇和丘钛摄像头模组将取得高于行业均值的成长，出货量都将取得 10% 以上增长。主要受益于韩系客户摄像头订单释放。模组行业毛利率也会在今年上半年触底，预计随着下半年出货量恢复增长而有所改善。

从舜宇和丘钛的比较来看，在 2021 年丘钛的摄像头模组增速一直高于舜宇，两者在摄像头模组的规模进一步缩小（图表 9）。我们认为丘钛的份额扩张有利于该业务的长期稳定。而在行业高端需求疲软的艰难环境中，舜宇由于占据相对高端的模组份额，因而有更加强大的抵御毛利率波动的能力（图表 10），因而，我们认为舜宇的摄像头模组相对于丘钛依然有估值溢价。

对于手机镜头而言，我们认为这两年的竞争有所加剧。大立光、瑞声、舜宇的镜头业务毛利率都有下挫。我们认为，主要原因在于手机摄像头配置升级速度放缓带来的存量玩家竞争加剧。但是，手机品牌对于摄像头升级的需求和意愿并没有减弱，模组、镜头厂商能够提供的升级能力依然有较大空间。未来几年，大像面、高像素、变焦、防抖等方向，依然有明显的升级趋势。因此，我们对于镜头行业毛利率的逐步企稳和改善也抱有信心。

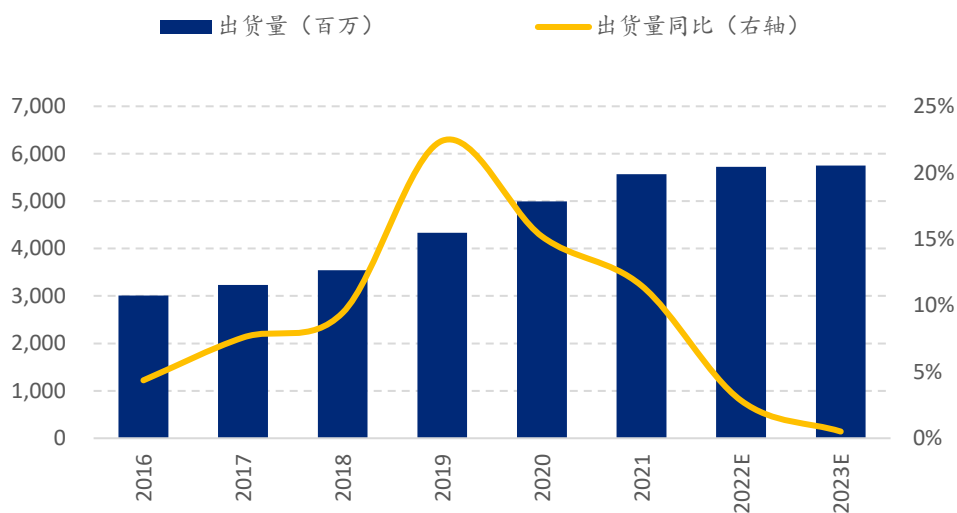
综合而言，车载光学提供长期增量，手机光学依然有升级空间。因此光学行业依然是我们最喜欢的科技硬件子行业之一。

图表 5: 蔚来 ET7、小鹏 P5、理想 One2021 款、特斯拉 Model Y 车载摄像头数量比较

	蔚来 ET7	小鹏 P5	理想 One2021 款	特斯拉 Model Y
环视摄像头	4	4	4	4
<b>摄像头</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>5</b>	<b>8</b>
毫米波雷达	5	5	4	-
超声波传感器	12	12	12	12
激光雷达	1	2	-	-
<b>雷达</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>12</b>
<b>摄像头+雷达</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>21</b>	<b>20</b>

资料来源: 公司资料、浦银国际

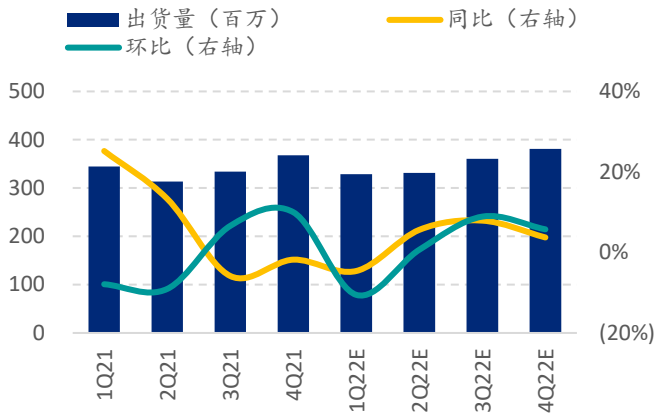
图表 6: 全球智能手机摄像头出货量及同比



注: E=浦银国际预测;

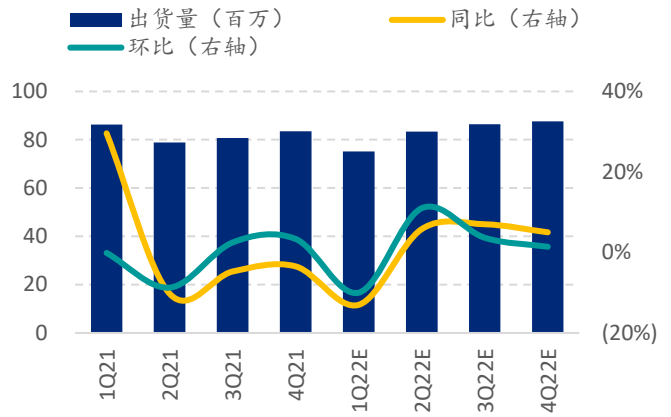
资料来源: IDC, 浦银国际

图表 7: 全球智能手机季度出货量及预测



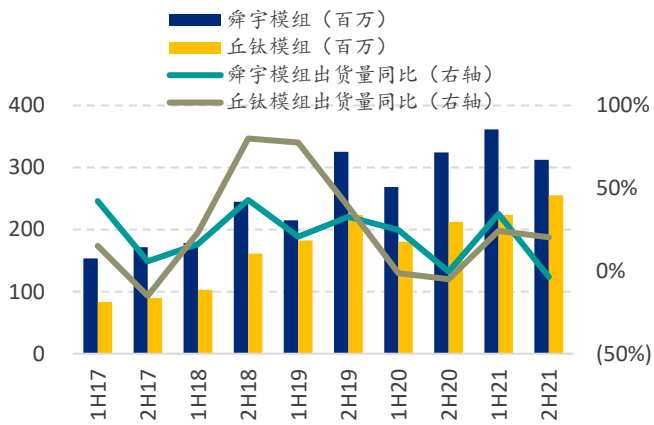
E=浦银国际预测 资料来源: IDC、浦银国际

图表 8: 中国智能手机季度出货量及预测



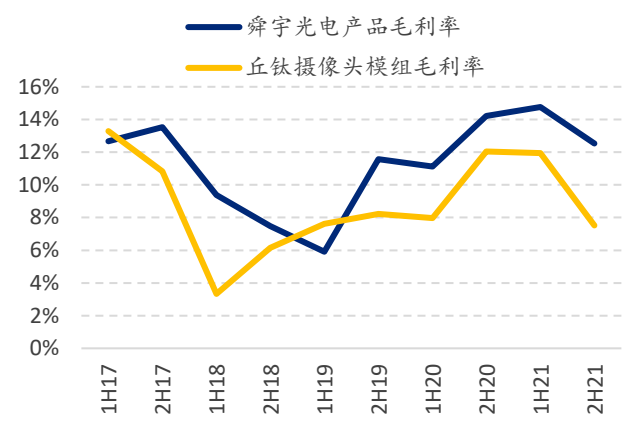
E=浦银国际预测 资料来源: IDC、浦银国际

图表 9: 摄像头模组出货量 (舜宇 vs 丘钛)



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 10: 舜宇光电毛利率 vs 丘钛模组毛利率



资料来源: 公司公告、浦银国际

## 舜宇光学科技(2382.HK, 买入, 目标价 187.2 港元)

### 车载业务多点开花高速成长, 手机业务短期承压预期改善

#### 车载镜头保持高速增长, 车载模组、激光雷达、抬头显示等均有望提供增量

舜宇给出 2022 年车载镜头出货量指引, 将同比大幅增长 20%-30%之间; 同时, 预计车载模组的销售额将达到 10 亿人民币。展望 2023 年至 2025 年, 我们预计舜宇车载相关收入都将维持 20%以上的增速。这是由全球新能源汽车高速发展, 带动自动辅助驾驶的车载摄像头需求快速提升带来的。

车载相关的业务正在成为舜宇越来越重要的收入和利润贡献。根据舜宇的统计, 车载相关的收入占比从 2020 年的 6.6%上升到 2021 年的 7.9%, 而在毛利端的贡献占比则会更高。

目前, 舜宇在全球车载镜头的份额维持龙头地位, 全球份额在 30%-40%之间, 并且依然有增长空间。舜宇也拿到了国内造车新势力, 包括蔚来、小鹏、理想等中的车载镜头、车载模组的最大份额。

虽然目前国内造车新势力的汽车年交付量与传统车企相比还比较小, 但是我们对于国内新势力的未来几年增长保持较高的乐观度。同时, 舜宇也积极切入特斯拉的摄像头供应体系, 相信会在未来几年逐步贡献增量。

舜宇预计在 2022 年获得超过 20 个激光雷达的定点项目, 在抬头显示等项目也有不少斩获。我们认为舜宇作为光学专家, 已经较好地布局汽车相关的光学产品, 走在汽车光学的前列, 将复制手机光学的成长路径, 提供增长支撑。



## 手机业务短期承压，但是较友商波动更小，预期下半年改善

当前智能手机行业面临中国品牌高端需求疲软的困境，因而，给智能手机配置升级带来压力。我们的判断与舜宇管理层的观点一致，认为智能手机摄像头降规降配只是阶段性的波动。目前，手机摄像头依然有明确的升级需求和空间，包括大像面、高像素、连续变焦、可变光圈等。

结合我们对今年智能手机季度出货量同比形态“前低后高”的判断，我们认为，手机摄像头的需求会在下半年有所恢复。这会同时带动手机摄像头模组、手机镜头的出货量增速的改善。毛利率因此也会较上半年出现改善。

同时，韩系客户将会推动舜宇摄像头的出货量增长，北美客户也将拉动手机镜头的增长。而舜宇在这些海外手机品牌的深耕，也将促进其未来几年手机相关业务的成长。

图表 11：舜宇盈利预测和财务指标（2019-2023E）

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
营收	37,849	38,002	37,497	41,480	49,925
营收同比增速	46%	0%	(1%)	11%	20%
毛利率	20.5%	22.9%	23.3%	21.4%	21.6%
净利润	3,991	4,872	4,988	5,047	6,049
净利润增速	60%	22%	2%	1%	20%
每股盈利（人民币）	3.65	4.46	4.57	4.62	5.54
目标 P/E	41.7	34.1	33.3	32.9	27.5

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

## 2021 业绩回顾、2022 年指引及预测调整

### 舜宇 2022 年出货量指引

- **手机镜头**：2022 年出货量增长 5%-10%之间，成长动力来自海外手机品牌龙头；
- **车载镜头**：2022 年出货量增长 20%-30%之间，考虑潜在的汽车行业缺芯问题影响，因而指引区间较大；预期车载摄像头 2022 年达到 10 亿人民币的销售规模；
- **手机摄像头模组**：2022 年出货量 10%-15%的增长区间，增长动能来自于韩系客户。

### 舜宇 2H21 财务表现

- **收入**为 176.6 亿人民币，同比下降 8%，环比下降 11%，低于市场一致预测，主要由于手机模组和镜头出货量和价格均有下降导致。
- **毛利率**录得 26.2%，同比下降 4.8 个百分点，环比下降 3.5 个百分点，主要受到手机模组高端需求下降带来的平均单价下降以及手机镜头竞争加剧毛利率下降的影响。
- **费用率**同比和环比均有上升，由收入增速导致；**营业利润**因此同比下降 37%，环比下降 34%。
- **净利润**达 23.0 亿人民币，同比下降 26%，环比下降 14%；降幅小于营业利润是因为部分营业外收入以及税费减免。

### 舜宇 2021 财务表现

- **收入**同比下降 1%，主要原因来自：1) 手机镜头出货量同比减少；2) 智能手机摄像头降规降配影响手机模组和手机镜头的平均单价。
- **毛利率**同比增长 0.4 个百分点至 23.3%，光电产品和光学仪器毛利率均有所增长。
- **费用率**同比增长 0.7 个百分点至 9.5%，主要是研发投入增加所致；**营业利润**因此略微下降 4%。
- **净利润**达 49.9 亿人民币，同比增长 2%，主要由于所得税开支减少。

## 舜宇 2H21 业务拆分

- 光电产品收入同比下降 4%，环比下降 15%；毛利率达 12.5%，同比下降 1.7 个百分点；虽然手机摄像头模组出货量有所增长，但是由于手机配置下降导致平均单价下降，因而影响了收入和毛利率。
- 光学零部件收入同比下降 17%，环比增长 2%；毛利率达 35.9%，同比下降 7.8 个百分点；这主要受到手机镜头出货量和单价的下降，而车载镜头业务保持增长。
- 光学仪器收入同比增长 3%，环比增长 13%；毛利率达 45.8%，同比提升 6.2 个百分点。

图表 12：舜宇 2H21 业绩详情

人民币百万	2H21	2H20	同比	1H21	环比
营业收入	17,663	19,138	(8%)	19,833	(11%)
毛利润	3,790	5,022	(25%)	4,946	(23%)
营业利润	2,060	3,294	(37%)	3,101	(34%)
净利润	2,300	3,123	(26%)	2,688	(14%)
基本每股收益 (人民币)	2.11	2.86	(26%)	2.46	(14%)

利润率	2H21	2H20	百分点	1H21	百分点
毛利率	21.5%	26.2%	(4.8)	24.9%	(3.5)
营业费用率	9.8%	9.0%	0.8	9.3%	0.5
营业利润率	11.7%	17.2%	(5.5)	15.6%	(4.0)
净利率	13.0%	16.3%	(3.3)	13.6%	(0.5)

资料来源：公司公告、浦银国际

## 舜宇盈利预测调整

- 我们下调了 2022 年和 2023 年收入，主要考虑中国品牌高端需求相对较弱影响高端摄像头模组、镜头的出货量以及平均单价；
- 2022 年和 2023 年毛利率相应下调，手机摄像头模组承受价格压力，而手机镜头竞争环境相对激烈；
- 今明两年费用率基本持平；
- 2022 年和 2023 年的净利润因此下调 30%和 25%。

图表 13：舜宇财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2022E			2023E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	41,480	49,755	(17%)	49,925	58,371	(14%)
毛利润	8,879	12,577	(29%)	10,765	14,326	(25%)
营业利润	5,118	8,034	(36%)	6,236	9,074	(31%)
净利润	5,047	7,199	(30%)	6,049	8,112	(25%)
基本每股收益 (人民币)	4.62	6.59	(30%)	5.54	7.42	(25%)
利润率	百分点			百分点		
毛利率	21.4%	25.3%	(3.9)	21.6%	24.5%	(3.0)
营业费用率	9.1%	9.1%	(0.1)	9.1%	9.0%	0.1
营业利润率	12.3%	16.1%	(3.8)	12.5%	15.5%	(3.1)
净利率	12.2%	14.5%	(2.3)	12.1%	13.9%	(1.8)

资料来源：浦银国际预测

## 分部加总估值

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 2022 年的手机摄像头模组、手机镜头和车载镜头的净利润增速分别为 3%、2% 和 15%，分别给予 24x、37x 和 46x 的市盈率，得到 187.2 港币的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 33.0%。

图表 14：舜宇分部加总估值法（2022 年）

人民币百万	收入	毛利率	净利润	净利润增速	目标 P/E (x)	估值
手机摄像头模组	29,265	12.7%	2,115	3%	24	50,762
手机镜头	5,500	49.1%	1,566	2%	37	57,931
车载镜头	3,879	49.1%	1,029	15%	46	47,311
其他	2,836	19.5%	337	-32%	30	10,120
<b>合计 (人民币百万)</b>	<b>41,480</b>	<b>21.4%</b>	<b>5,047</b>	<b>1%</b>	<b>32.9</b>	<b>166,124</b>
人民币/港币						0.8120
<b>市值 (港元百万)</b>						<b>204,586</b>
股数 (百万)						1,093
<b>目标价 (港元)</b>						<b>187.2</b>

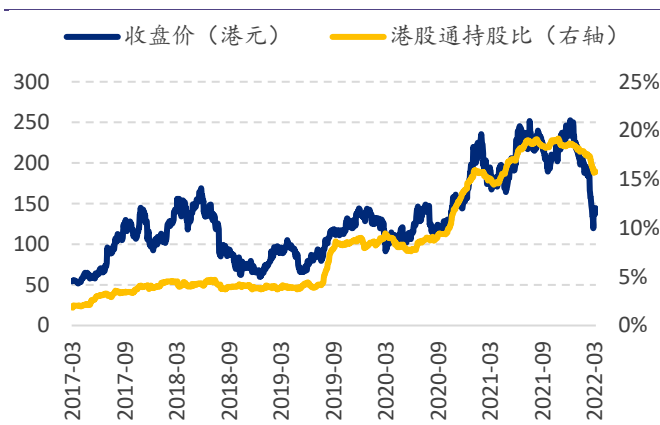
资料来源：浦银国际预测

图表 15：舜宇历史市盈率：2015 年以来均值 23.5x



注：数据截至 2022 年 3 月 23 日 资料来源：Bloomberg, 浦银国际

图表 16：舜宇港股通持股比例



注：截至 2022 年 3 月 23 日收盘价；资料来源：Wind, 浦银国际



## DCF 估值

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。我们保持 1.6% 的无风险利率, 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 8.1%。其他基本假设可以参考以下两个图表。我们得到舜宇 2022 年的目标价为 188.9 港元, 与我们分部加法得到的目标价类似。

图表 17: 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	29.1%
股权风险溢价	5.7%	所得税率	8.7%
股权成本	9.0%	<b>WACC</b>	<b>8.1%</b>

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 18: 舜宇自由现金流预测

人民币百万	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	41,480	49,925	61,063	69,206	77,510	86,037	94,640	104,104	114,515	
营收增速	10.6%	20.4%	22.3%	13.3%	12.0%	11.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
经营利润	5,118	6,236	7,886	8,990	10,224	11,521	12,862	14,356	16,021	
经营利润率	12.3%	12.5%	12.9%	13.0%	13.2%	13.4%	13.6%	13.8%	14.0%	
折旧及摊销	2,026	2,237	2,536	2,945	2,788	2,585	2,333	2,057	1,752	
EBITDA	7,143	8,473	10,421	11,935	13,012	14,105	15,195	16,413	17,773	
EBITDA 率	17.2%	17.0%	17.1%	17.2%	16.8%	16.4%	16.1%	15.8%	15.5%	
所得税率	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	
资本支出	(2,988)	(3,596)	(4,399)	(4,985)	(5,434)	(5,869)	(6,280)	(6,719)	(7,189)	
资本支出占营收比	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	(212)	(717)	(979)	(698)	(594)	(505)	(429)	(365)	(310)	
自由现金流	3,499	3,614	4,354	5,464	6,090	6,724	7,361	8,073	8,872	245,489
永续增长率										4.0%

资料来源: 浦银国际预测

图表 19: 舜宇 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)	港元/人民币	每股价值 (港元)
8.1%	160,195	7,438	167,633	1,093	153	0.8120	188.9

资料来源: 浦银国际预测

图表 20: 舜宇可比公司估值比较

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)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>手机镜头</b>													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	19,736	140.8	(41%)	25%	24%	24%	23.6	19.1	15.4	7.1	7.1	7.1
3008 TT Equity	大立光	9,390	2,000	(19%)	(25%)	4%	7%	14.2	13.6	12.8	1.9	1.9	1.9
002456 CH Equity	欧菲光	3,799	7.4	(24%)	28%	(27%)	9%	15.5	21.3	19.5	2.2	2.2	2.2
2018 HK Equity	瑞声科技	2,851	18.5	(36%)	(5%)	28%	26%	13.4	10.5	8.3	0.9	0.9	0.9
3406 TT Equity	玉晶光	1,742	443.5	(18%)	(27%)	25%	22%	21.0	16.8	13.8	3.0	3.0	3.0
053450 KS Equity	SEKONIX	123	10,100	12%	(146%)	45%	57%	12.0	8.3	5.3	1.4	1.4	1.4
<b>平均</b>								<b>16.6</b>	<b>14.9</b>	<b>12.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>
<b>手机摄像模组</b>													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	19,736	140.8	(41%)	25%	24%	24%	23.6	19.1	15.4	7.1	7.1	7.1
011070 KS Equity	LG Innotek	7,756	398,500	13%	196%	10%	9%	10.9	9.9	9.0	2.9	2.9	2.9
002456 CH Equity	欧菲光	3,799	7.4	(24%)	28%	(27%)	9%	15.5	21.3	19.5	2.2	2.2	2.2
1478 HK Equity	丘钛科技	912	6.0	(38%)	43%	2%	22%	5.2	5.1	4.2	1.2	1.2	1.2
<b>平均</b>								<b>13.8</b>	<b>13.8</b>	<b>12.0</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>
<b>CMOS</b>													
005930 KS Equity	三星	346,087	70,500	(10%)	47%	17%	14%	11.8	10.0	8.8	1.4	1.4	1.4
6758 JT Equity	索尼	133,862	12,845	(13%)	90%	(22%)	1%	14.0	17.9	17.8	2.1	2.1	2.1
000660 KS Equity	SK海力士	73,933	123,500	(6%)	159%	37%	22%	9.3	6.8	5.6	1.4	1.4	1.4
603501 CH Equity	韦尔股份	29,914	217.7	(29%)	75%	27%	28%	41.2	32.5	25.4	13.0	13.0	13.0
<b>平均</b>								<b>19.1</b>	<b>16.8</b>	<b>14.4</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>
<b>电子零部件</b>													
002241 CH Equity	歌尔股份	20,395	38.0	(29%)	49%	34%	24%	29.7	22.2	17.9	5.0	5.0	5.0
300433 CH Equity	蓝思科技	9,554	12.2	(47%)	(12%)	38%	25%	13.1	9.5	7.7	1.4	1.4	1.4
300207 CH Equity	欣旺达	8,190	30.4	(28%)	26%	83%	32%	51.0	27.9	21.1	5.6	5.6	5.6
002456 CH Equity	欧菲光	3,799	7.4	(24%)	28%	(27%)	9%	15.5	21.3	19.5	2.2	2.2	2.2
300136 CH Equity	信维通信	2,961	19.5	(27%)	(15%)	32%	24%	20.0	15.1	12.2	3.0	3.0	3.0
<b>平均</b>								<b>25.9</b>	<b>19.2</b>	<b>15.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>
<b>安防</b>													
002415 CH Equity	海康威视	63,881	43.2	(19%)	23%	21%	20%	23.8	19.6	16.3	6.9	6.9	6.9
ASSAB SS Equity	Assa Abloy	31,510	267.0	(5%)	19%	24%	12%	29.0	23.4	20.8	4.2	4.2	4.2
6752 JT Equity	Panasonic	24,648	1,216	(6%)	(19%)	54%	6%	17.5	11.3	10.7	1.0	1.0	1.0
ALLE US Equity	安朗杰	10,364	117.5	(11%)	6%	11%	15%	23.0	20.7	18.1	13.6	13.6	13.6
002236 CH Equity	大华股份	8,065	17.2	(29%)	2%	23%	19%	12.1	9.9	8.3	2.2	2.2	2.2
002373 CH Equity	千方科技	3,014	12.2	(19%)	(8%)	30%	31%	18.6	14.3	10.9	1.6	1.6	1.6
012450 KS Equity	韩华Techwin	2,232	53,600	12%	133%	(16%)	16%	10.6	12.7	10.9	0.9	0.9	0.9
<b>平均</b>								<b>19.2</b>	<b>16.0</b>	<b>13.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>

注: E=Bloomberg 一致预测, 美股数据截至 2022 年 3 月 22 日, 其他数据截至 2022 年 3 月 23 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 21: SPDBI 目标价: 舜宇光学科技

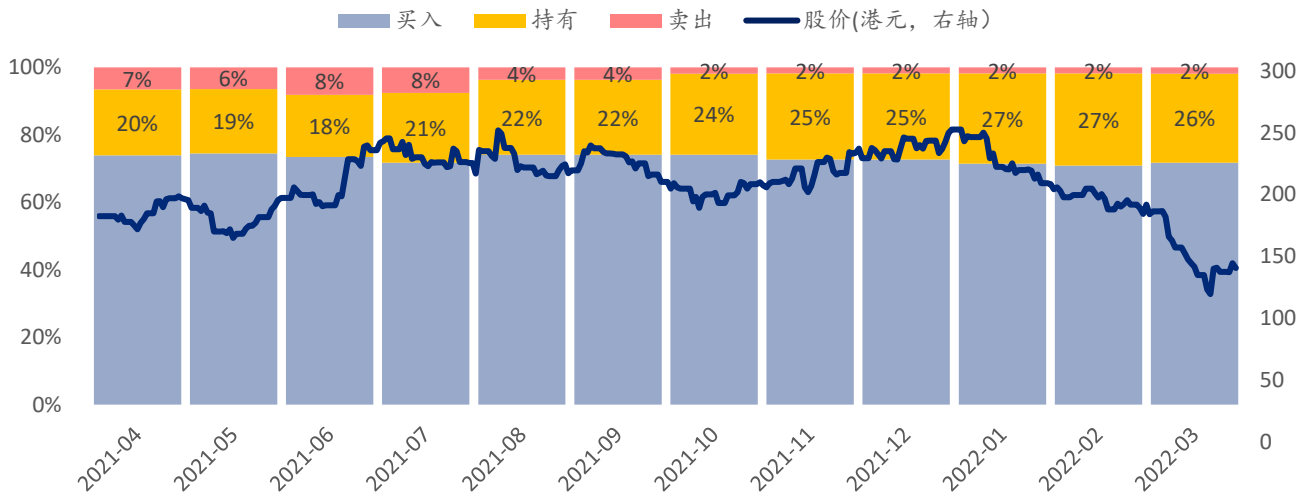


注: 截至 2022 年 3 月 23 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

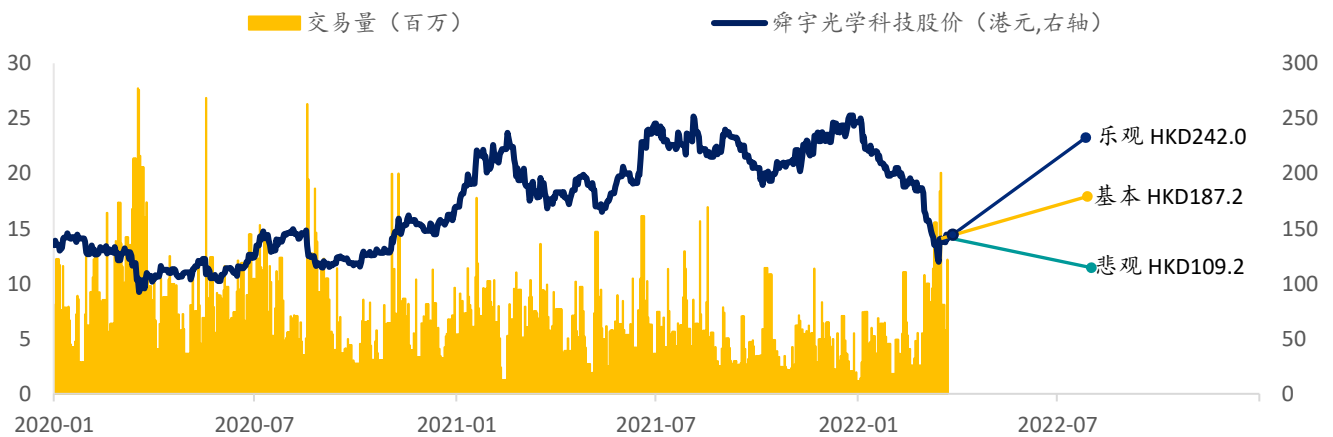
## 乐观与悲观情景假设

图表 22：舜宇市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 23：舜宇 SPDBI 情景假设



### 乐观情景 (概率 10%)

目标价：242.0 港元，对应 37x 的 2022 年 PE

- 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至 14% 以上；
- 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：109.2 港元，对应 24x 的 2022 年 PE

- 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，拖累毛利率下滑至 14% 以下；
- 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

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>37,849</b>	<b>38,002</b>	<b>37,497</b>	<b>41,480</b>	<b>49,925</b>
营业成本	(30,098)	(29,304)	(28,761)	(32,601)	(39,160)
<b>毛利</b>	<b>7,751</b>	<b>8,698</b>	<b>8,736</b>	<b>8,879</b>	<b>10,765</b>
<b>营业支出</b>	<b>(3,339)</b>	<b>(3,344)</b>	<b>(3,575)</b>	<b>(3,761)</b>	<b>(4,530)</b>
销售费用	(279)	(313)	(274)	(300)	(361)
行政费用	(650)	(719)	(758)	(821)	(988)
研发费用	(2,209)	(2,499)	(2,642)	(2,748)	(3,289)
其他费用	(201)	187	99	108	108
<b>营业利润</b>	<b>4,412</b>	<b>5,354</b>	<b>5,161</b>	<b>5,118</b>	<b>6,236</b>
<b>营业外收支</b>	<b>139</b>	<b>289</b>	<b>474</b>	<b>483</b>	<b>468</b>
利息收入/(支出)净额	(250)	(234)	(230)	(256)	(308)
其他收益/(支出)净额	389	523	704	739	776
<b>税前利润</b>	<b>4,550</b>	<b>5,643</b>	<b>5,635</b>	<b>5,601</b>	<b>6,703</b>
所得税	(531)	(703)	(579)	(486)	(587)
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>4,019</b>	<b>4,940</b>	<b>5,056</b>	<b>5,115</b>	<b>6,117</b>
少数股东和可赎回少数股东损益	28	68	68	68	68
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>3,991</b>	<b>4,872</b>	<b>4,988</b>	<b>5,047</b>	<b>6,049</b>
基本股数(百万)	1,094	1,093	1,093	1,093	1,093
摊薄股数(百万)	1,096	1,094	1,094	1,094	1,094
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>3.65</b>	<b>4.46</b>	<b>4.57</b>	<b>4.62</b>	<b>5.54</b>
<b>稀释每股收益(元)</b>	<b>3.64</b>	<b>4.45</b>	<b>4.56</b>	<b>4.61</b>	<b>5.53</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,662</b>	<b>7,160</b>	<b>7,139</b>	<b>7,184</b>	<b>7,945</b>
税前利润	4,550	5,643	5,635	5,601	6,703
折旧及摊销	1,278	1,628	1,835	2,026	2,237
其他经营活动现金流	334	(35)	-	-	-
<b>营运资金变动</b>	<b>(1,477)</b>	<b>115</b>	<b>17</b>	<b>(212)</b>	<b>(717)</b>
应收账款(增加)/减少	(3,390)	1,453	109	(861)	(1,825)
存货(增加)/减少	(2,208)	(883)	107	(758)	(1,294)
应付账款增加/(减少)	4,144	(497)	(199)	1,407	2,402
其他经营资金变动	(23)	41	-	-	-
税务费用	(186)	(313)	(579)	(486)	(587)
利息支出	162	122	230	256	308
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(3,556)</b>	<b>(5,976)</b>	<b>(2,701)</b>	<b>(2,988)</b>	<b>(3,596)</b>
资本支出	(3,231)	(2,737)	(2,701)	(2,988)	(3,596)
取得或购买长期投资	28	754	-	-	-
银行存款增加	214	(717)	-	-	-
短期投资	(567)	(3,276)	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(1,441)</b>	<b>(222)</b>	<b>(1,000)</b>	<b>(778)</b>	<b>(547)</b>
借款	(382)	1,017	(28)	217	460
发行股份	(170)	(151)	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(622)	(796)	(972)	(995)	(1,007)
其他	(268)	(291)	-	-	-
汇兑损益	(2)	(37)	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>(337)</b>	<b>925</b>	<b>3,438</b>	<b>3,418</b>	<b>3,802</b>
<b>期初现金及现金等价物</b>	<b>2,254</b>	<b>1,917</b>	<b>2,842</b>	<b>6,280</b>	<b>9,698</b>
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>1,917</b>	<b>2,842</b>	<b>6,280</b>	<b>9,698</b>	<b>13,499</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>1,917</b>	<b>2,842</b>	<b>6,280</b>	<b>9,698</b>	<b>13,499</b>
受限制资金	15	235	235	235	235
应收账款	9,630	8,212	8,103	8,964	10,789
存货	5,146	5,783	5,676	6,434	7,728
其他流动资产	5,738	8,558	8,558	8,558	8,558
<b>流动资产合计</b>	<b>22,446</b>	<b>25,630</b>	<b>28,851</b>	<b>33,888</b>	<b>40,809</b>
固定资产-物业, 厂房及设备	6,567	7,513	8,379	9,341	10,701
无形资产	419	363	363	363	363
租赁权	428	480	480	480	480
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	832	1,450	1,450	1,450	1,450
<b>资产总计</b>	<b>30,693</b>	<b>35,438</b>	<b>39,526</b>	<b>45,525</b>	<b>53,805</b>
短期借款	1,119	2,071	2,043	2,260	2,720
应付账款	11,322	10,733	10,534	11,941	14,343
其他流动负债	190	607	607	607	607
<b>流动负债合计</b>	<b>12,630</b>	<b>13,411</b>	<b>13,185</b>	<b>14,808</b>	<b>17,671</b>
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	5,336	5,201	5,201	5,201	5,201
<b>负债合计</b>	<b>17,967</b>	<b>18,612</b>	<b>18,386</b>	<b>20,009</b>	<b>22,872</b>
股本	105	105	105	105	105
资本公积	12,448	16,492	20,806	25,182	30,600
少数股东权益	173	229	229	229	229
<b>股东权益合计</b>	<b>12,726</b>	<b>16,826</b>	<b>21,140</b>	<b>25,516</b>	<b>30,934</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>30,693</b>	<b>35,438</b>	<b>39,526</b>	<b>45,525</b>	<b>53,805</b>

### 主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	46.0%	0.4%	(1.3%)	10.6%	20.4%
毛利润增速	57.8%	12.2%	0.4%	1.6%	21.2%
营业利润增速	68.8%	21.4%	(3.6%)	(0.8%)	21.8%
净利润增速	60.2%	22.1%	2.4%	1.2%	19.9%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	31.4%	29.0%	23.6%	19.8%	19.6%
总资产报酬率	13.0%	13.7%	12.6%	11.1%	11.2%
投入资本回报率	28.1%	24.8%	20.0%	16.8%	16.9%
<b>利润率</b>					
毛利率	20.5%	22.9%	23.3%	21.4%	21.6%
营业利润率	11.7%	14.1%	13.8%	12.3%	12.5%
净利润率	10.5%	12.8%	13.3%	12.2%	12.1%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	238	291	287	269	261
应收账款周转天数	76	86	79	75	72
存货周转天数	50	68	73	68	66
应付账款周转天数	111	137	135	126	122
<b>净债务(净现金)</b>	<b>(799)</b>	<b>(771)</b>	<b>(4,237)</b>	<b>(7,438)</b>	<b>(10,779)</b>
自由现金流	705	3,985	4,346	4,106	4,254

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

## 丘钛科技 (1478.HK, 买入, 目标价 7.4 港元)

### 基本面短期承压, 下半年预期改善, 低估值提供长期增长空间

#### 虽然, 基本面短期承压...

丘钛 2H21 的净利润同比下滑 42%, 且公告昆山丘钛中国的净利润中位数预计将同比下滑 55%, 短期的净利润压力较大。’

从行业的层面, 2021 年开始, 中国手机品牌高端需求复苏较慢, 从而影响了高端摄像头的出货量以及整体手机摄像头配置升级的速度。这导致手机模组厂的产品平均单价面对较大压力, 整个行业的玩家均有这样的压力。

从公司层面, 丘钛拓展海外安卓客户进入合作初期, 摄像头产品集中在低端, 又进一步拉低公司的产品均价。丘钛在去年下半年摄像头模组平均单价同比下降了 6%, 我们预计今年上半的平均单价在高基数的基础上将同比下滑 11%。

整体来看, 低端摄像头占比提升, 不仅带来更低的价格, 也带来更低的毛利率空间。这是公司短期净利润承受较大压力的主要原因。虽然指纹识别模组业务因为竞争剧烈而导致毛利率下滑, 但是指纹识别在公司整体毛利贡献已经小于 10%, 对于利润的影响绝对值较小。

#### 但是, 预期净利润下半年改善。

首先, 我们预测全球智能手机出货量在今年下半年会有所增长, 同比环比均有改善, 这个基本判断没有改变。这会带动手机摄像头模组需求上升, 给予出货量基本支撑, 利于产能利用率提升。其次, 随着丘钛在韩系客户摄像头模组的放量, 产品组合有提升的空间, 有从低端产品向中高端产品提升, 因而毛利率在今年下半年有改善空间。

#### 而且, 公司长期增长脉络清晰。

第一, 丘钛成功将手机摄像头模组切入韩系客户。根据我们的估算, 韩系客户智能手机摄像头模组年需求量约为 12 亿颗, 与丘钛 2021 年 4.8 亿颗出货量相比, 有较大的潜在增量空间。随着丘钛在该客户份额的增加, 其对丘钛摄像头模组业务成长的推动作用将更为显著。

第二, 丘钛在车载、IoT 产品的摄像头布局, 逐步进入放量期。虽然我们预计 2022 年非手机类摄像头模组收入占比是低单位数, 但是未来几年都将呈现快速增长的态势。这部分业务也能为丘钛的估值提升提供助力。

第三, 丘钛继续发力指纹识别模组, 给出 2022 年出货量不低于 20% 增长的指引。目前, 该业务的下行空间已经处于底部, 反而可以提供移动的利润上升空间。



## 估值已经隐含较为悲观预期，下行风险可控。

根据我们的盈利预测，目前丘钛 2022 年和 2023 年的市盈率估值分别为 7.9x 和 5.8x，都显著低于历史均值以下一个标准差。估值具有相当高的吸引力。诚然，我们预计丘钛上半年的盈利依然具有较高的压力，因此，我们认为可以等待第二季度的时机，智能手机行业能见度提升时，可能是最佳的进入时机。

## 毛利率下滑与 2018 年有较大不同，市场已经有预期。

我们理解市场对于丘钛的毛利率担忧，但是我们认为这次行业毛利率的下滑与 2018 年的情形有较大的不同。本次模组厂商的毛利率下滑，更多来自于需求端的变化，即中国品牌智能手机高端需求疲软导致。而供应端的变化则比较小，及市场上主要模组供应商相对理智，竞争环境进一步恶化可能性非常小。

首先，2018 年，舜宇、丘钛、欧菲光等头部模组厂商都在大幅扩张其手机摄像头模组产能，争抢市场份额，价格竞争激烈。而这次业绩会中，舜宇指引其手机模组产能维持 75kk/月不变，丘钛则表示印度当地产能从 5.5kk/月扩张到今年年底的 8kk/月，国内产能会视业务量适当增加。因此，本轮毛利率下行环境并无产能的快速扩张。

其次，在 2018 年，这几家手机模组厂商主要在争取国内手机品牌，如华为等，的份额，相互之间竞争激烈。而本轮行情中，舜宇和丘钛，都有机会获得韩系客户释放出的摄像头模组订单，是相对于原来中国手机品牌的增量订单。

第三，在 2018 年的行业低点，舜宇、丘钛两家公司的毛利率最低点到了 3.3% 的极低水平（图表 10: 舜宇光电毛利率 vs 丘钛模组毛利率图表 10），但是本次由于只是需求端的变化，所以毛利率基本都可以维持在行业均值 7%-8% 的平均水平。毛利率有基本支撑。

综上所述，舜宇、丘钛自动化的改造、韩系客户订单释放后带来的规模效应、智能手机需求端的改善，都将为两家公司提供毛利率从最近的相对低点向上的动能。因而，从行业层面深入看丘钛公司，我们也认为其毛利率进一步恶化的风险相对较小。

图表 24: 丘钛预测和财务指标 (2019-2023E)

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
营收	13,170	17,400	18,663	20,073	25,313
营收同比增速	62%	32%	7%	8%	26%
毛利率	9.0%	10.2%	9.4%	8.5%	8.8%
净利润	542	840	863	735	1,000
净利润增速	3667%	55%	3%	(15%)	36%
每股盈利 (人民币)	0.48	0.72	0.73	0.62	0.85
目标 P/E	12.6	8.3	8.2	9.6	7.1

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

## 2021 业绩回顾及 2022 运营指引

### 丘钛 2022 全年出货指引

- 手机摄像头模组销量同比实现双位数以上增长。
- 指纹识别模组销量同比增长不低于 20%。
- 其他领域摄像头模组销量同比增长不低于 100%。

### 丘钛 2H21 财务表现

- 收入同比增长 8%，环比基本持平，低于我们的预测和市场一致预测；虽然摄像头出货量大幅增长，但是由于平均单价下行，因而收入增幅较小。
- 毛利率同比下降 4.8 个百分点至 7.3%，环比下降 4.3 个百分点，低于我们的预测和市场一致预期；主要原因是：1) 高端手机模组需求下降带来平均单价下降；2) 海外客户拓展导致低端产品占比提升，影响单价和毛利率；3) 摄像头升级速度减慢；4) 指纹业务单价快速下跌；5) 加大新业务投资；6) 人工等运营成本增加。
- 营业利润同比下降 44%，环比下降 49%，费用率同比、环比小幅下降。
- 净利润达 2.92 亿人民币，同比下降 42%，环比下降 49%，低于我们和市场的预测。

### 丘钛 2021 财务表现

- 收入同比增长 7%，主要得益于摄像头模组销量同比增长 22%。
- 毛利率同比下降 0.8 个百分点至 9.4%，主要由于摄像头模组和指纹识别模组毛利率均有下滑。
- 营业利润同比下降 1%，费用率同比小幅下降。
- 净利润达 8.63 亿人民币，同比增长 3%。

## 丘钛 2H21 业务拆分

- 摄像头模组收入同比增长 13%，环比增长 1%；毛利率达 7.5%，同比下降 4.5 个百分点；出货量同比增长 20%，环比增长 14%；平均单价同比下滑 6%，环比下滑 12%。
- 指纹识别模组收入同比下降 28%，环比下降 17%；出货量同比增长 14%，环比增长 7%；平均单价同比下降 37%，环比下降 23%；毛利率达 1.8%，同比下降 10.1 个百分点；原因主要包括：1) 大尺寸、超薄屏下指纹及超声波屏下指纹的渗透率和产品单价下跌快；2) 丘钛微电子分拆上市；3) 印度指纹识别模组新建产线受疫情影响利用率低。
- 其他产品收入同比增长 52%，环比增长 359%；毛利率达 30.7%，同比增长 11.2 个百分点，环比下降 4.3 个百分点。

图表 25：丘钛 2H21 业绩详情

人民币百万	2H21	2H20	同比	1H21	环比
营业收入	9,327	8,598	8%	9,336	(0%)
毛利润	679	1,039	(35%)	1,083	(37%)
营业利润	350	627	(44%)	689	(49%)
净利润	292	505	(42%)	571	(49%)
基本每股收益 (人民币)	0.25	0.43	(43%)	0.49	(49%)

利润率	2H21	2H20	百分点	1H21	百分点
毛利率	7.3%	12.1%	(4.8)	11.6%	(4.3)
营业费用率	3.5%	4.8%	(1.3)	4.2%	(0.7)
营业利润率	3.7%	7.3%	(3.5)	7.4%	(3.6)
净利率	3.1%	5.9%	(2.7)	6.1%	(3.0)

资料来源：公司公告、浦银国际

## 丘钛盈利预测调整

- 我们下调 2022 年和 2023 年收入，反映智能手机摄像头模组平均单价的下调；
- 同时，我们也下调 2022 年和 2023 年的毛利率。虽然我们预计丘钛的摄像头模组和指纹识别模组的毛利率会从今年上半年的底部逐步向上改善，但是距离行业毛利率高点仍有一段距离；
- 维持费用率大体不变；
- 丘钛 2022 年和 2023 年的净利润因此下调 47%和 39%。

在调整之后，丘钛 2022 年和 2023 年的净利润将同比下滑 15%和同比增长 36%。将丘钛 2022 年的业绩拆分为上下半年来看，我们预期丘钛上半年净利润将承受压力，但是下半年的利润将同比增长 50%。而且，进一步看到 1H23 和 2H23 的净利润都会有 40%和 34%的增长预期。因此，站在此刻的阶段，虽然丘钛上半年的业绩有较大压力，但是我们认为投资建议是等待第二季度的合适时机，享受丘钛基本面拐点推动估值提升的时刻。因而，我们维持“买入”评级。

图表 26：丘钛财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2022E			2023E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	20,073	24,296	(17%)	25,313	28,455	(11%)
毛利润	1,716	2,746	(38%)	2,236	3,203	(30%)
营业利润	853	1,678	(49%)	1,141	1,971	(42%)
净利润	735	1,384	(47%)	1,000	1,636	(39%)
基本每股收益 (人民币)	0.62	1.17	(47%)	0.85	1.39	(39%)
<b>利润率</b>	<b>百分点</b>			<b>百分点</b>		
毛利率	8.5%	11.3%	(2.8)	8.8%	11.3%	(2.4)
营业费用率	4.3%	4.4%	(0.1)	4.3%	4.3%	(0.0)
营业利润率	4.3%	6.9%	(2.7)	4.5%	6.9%	(2.4)
净利率	3.7%	5.7%	(2.0)	4.0%	5.8%	(1.8)

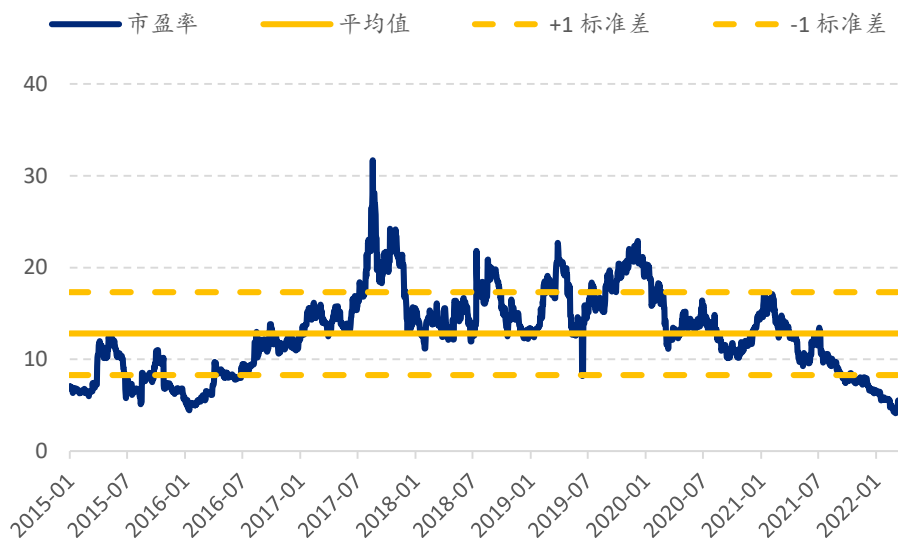
资料来源：浦银国际预测

图表 27: 丘钛港股通持股比



注：截至 2022 年 3 月 23 日收盘价；  
资料来源：Wind，浦银国际

图表 28: 丘钛历史市盈率：上市以来均值 12.8x



注：数据截至 2022 年 3 月 23 日 资料来源：Bloomberg，浦银国际



## DCF 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。我们维持 1.6% 的无风险利率，并假设丘钛 2026 年到 2030 年的成长率为 7%-15%，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 10.9%。其他基本假设可以参考以下两个图表。我们得到丘钛 2022 年的目标价 7.4 港元，维持“买入”评级，潜在升幅 22.2%。

图表 29：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	(9.1%)
股权风险溢价	5.7%	所得税率	7.3%
股权成本	10.6%	<b>WACC</b>	<b>10.9%</b>

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 30：丘钛自由现金流预测

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	20,073	25,313	30,758	34,895	40,130	44,945	49,440	53,395	57,133	
营收增速	7.6%	26.1%	21.5%	13.5%	15.0%	12.0%	10.0%	8.0%	7.0%	
经营利润	853	1,141	1,425	1,675	2,006	2,247	2,472	2,670	2,857	
经营利润率	4.3%	4.5%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
折旧及摊销	449	487	544	625	718	805	885	956	1,023	
EBITDA	1,303	1,627	1,969	2,300	2,725	3,052	3,357	3,626	3,879	
EBITDA 率	6.5%	6.4%	6.4%	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	
所得税率	7.3%	7.4%	7.4%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	
资本支出	(713)	(891)	(1,113)	(1,392)	(1,837)	(2,342)	(2,623)	(2,885)	(3,145)	
资本支出占营收比	3.5%	3.5%	3.6%	4.0%	4.6%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	
净营运资本变动	9	(131)	(133)	(109)	-	-	-	-	-	
自由现金流	537	522	618	676	738	541	549	540	520	7,531
永续增长率										3.0%

资料来源：浦银国际预测

图表 31：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)
10.9%	6,571	496	7,067	1,179	6.0	0.8120	7.4

资料来源：浦银国际预测

图表 32: 丘钛可比公司估值比较

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)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>手机摄像模组</b>													
1478 HK Equity	丘钛科技	912	6.0	(38%)	43%	2%	22%	5.2	5.1	4.2	1.2	1.2	1.2
2382 HK Equity	舜宇光学科技	19,736	140.8	(41%)	25%	24%	24%	23.6	19.1	15.4	7.1	7.1	7.1
011070 KS Equity	LG Innotek	7,756	398,500	13%	196%	10%	9%	10.9	9.9	9.0	2.9	2.9	2.9
002456 CH Equity	欧菲光	3,799	7.4	(24%)	28%	(27%)	9%	15.5	21.3	19.5	2.2	2.2	2.2
<b>平均</b>								<b>13.8</b>	<b>13.8</b>	<b>12.0</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>
<b>手机镜头</b>													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	19,736	140.8	(41%)	25%	24%	24%	23.6	19.1	15.4	7.1	7.1	7.1
3008 TT Equity	大立光	9,390	2,000	(19%)	(25%)	4%	7%	14.2	13.6	12.8	1.9	1.9	1.9
002456 CH Equity	欧菲光	3,799	7.4	(24%)	28%	(27%)	9%	15.5	21.3	19.5	2.2	2.2	2.2
2018 HK Equity	瑞声科技	2,851	18.5	(36%)	(5%)	28%	26%	13.4	10.5	8.3	0.9	0.9	0.9
3406 TT Equity	玉晶光	1,742	443.5	(18%)	(27%)	25%	22%	21.0	16.8	13.8	3.0	3.0	3.0
053450 KS Equity	SEKONIX	123	10,100	12%	(146%)	45%	57%	12.0	8.3	5.3	1.4	1.4	1.4
<b>平均</b>								<b>16.6</b>	<b>14.9</b>	<b>12.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>
<b>CMOS</b>													
005930 KS Equity	三星	346,087	70,500	(10%)	47%	17%	14%	11.8	10.0	8.8	1.4	1.4	1.4
6758 JT Equity	索尼	133,862	12,845	(13%)	90%	(22%)	1%	14.0	17.9	17.8	2.1	2.1	2.1
000660 KS Equity	SK海力士	73,933	123,500	(6%)	159%	37%	22%	9.3	6.8	5.6	1.4	1.4	1.4
603501 CH Equity	韦尔股份	29,914	217.7	(29%)	75%	27%	28%	41.2	32.5	25.4	13.0	13.0	13.0
<b>平均</b>								<b>19.1</b>	<b>16.8</b>	<b>14.4</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>
<b>电子零部件</b>													
002241 CH Equity	歌尔股份	20,395	38.0	(29%)	49%	34%	24%	29.7	22.2	17.9	5.0	5.0	5.0
300433 CH Equity	蓝思科技	9,554	12.2	(47%)	(12%)	38%	25%	13.1	9.5	7.7	1.4	1.4	1.4
300207 CH Equity	欣旺达	8,190	30.4	(28%)	26%	83%	32%	51.0	27.9	21.1	5.6	5.6	5.6
002456 CH Equity	欧菲光	3,799	7.4	(24%)	28%	(27%)	9%	15.5	21.3	19.5	2.2	2.2	2.2
300136 CH Equity	信维通信	2,961	19.5	(27%)	(15%)	32%	24%	20.0	15.1	12.2	3.0	3.0	3.0
<b>平均</b>								<b>25.9</b>	<b>19.2</b>	<b>15.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>
<b>安防</b>													
002415 CH Equity	海康威视	63,881	43.2	(19%)	23%	21%	20%	23.8	19.6	16.3	6.9	6.9	6.9
ASSAB SS Equity	Assa Abloy	31,510	267.0	(5%)	19%	24%	12%	29.0	23.4	20.8	4.2	4.2	4.2
6752 JT Equity	Panasonic	24,648	1,216	(6%)	(19%)	54%	6%	17.5	11.3	10.7	1.0	1.0	1.0
ALLE US Equity	安朗杰	10,364	117.5	(11%)	6%	11%	15%	23.0	20.7	18.1	13.6	13.6	13.6
002236 CH Equity	大华股份	8,065	17.2	(29%)	2%	23%	19%	12.1	9.9	8.3	2.2	2.2	2.2
002373 CH Equity	千方科技	3,014	12.2	(19%)	(8%)	30%	31%	18.6	14.3	10.9	1.6	1.6	1.6
012450 KS Equity	韩华Techwin	2,232	53,600	12%	133%	(16%)	16%	10.6	12.7	10.9	0.9	0.9	0.9
<b>平均</b>								<b>19.2</b>	<b>16.0</b>	<b>13.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>	<b>4.3</b>

注: E=Bloomberg 一致预测, 美股市值及收盘价截至 2022 年 3 月 22 日, 其他数据截至 2022 年 3 月 23 日  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

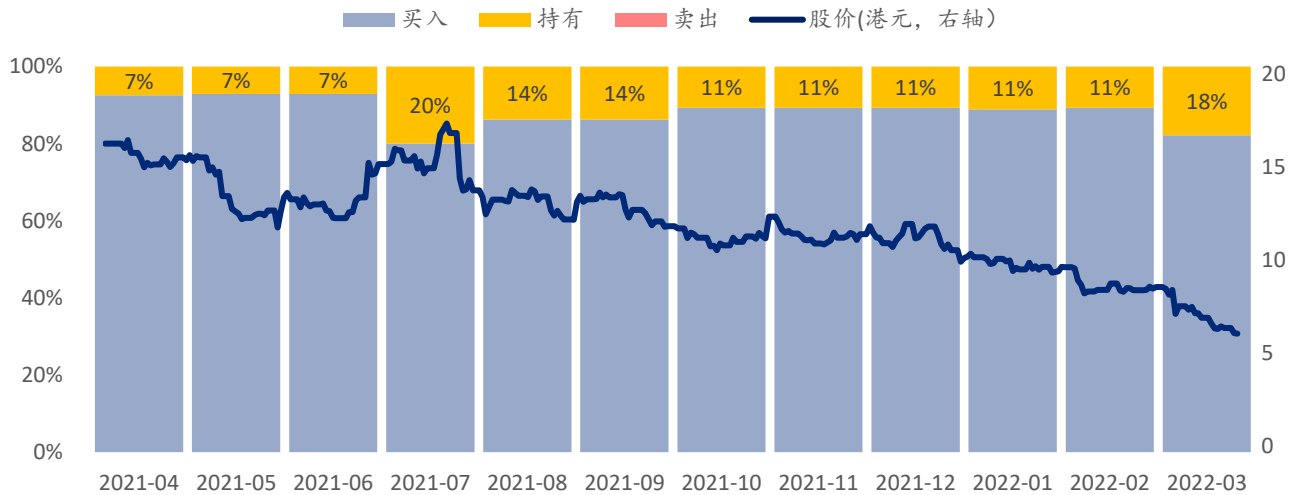
图表 33: SPDBI 目标价: 丘钛科技



注: 截至 2022 年 3 月 23 日收盘价  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 乐观与悲观情景假设

图表 34：丘钛科技市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 35：丘钛科技 SPDBI 情景假设



### 乐观情景 (概率：25%)

目标价：11.1 港元，对应 12x 的 2022 年 PE

- 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，2022 年费用率低于 4.4%；
- 丘钛新客户拓展优于预期。

### 悲观情景 (概率：10%)

目标价：4.6 港元，对应 8x 的 2022 年 PE

- 全球智能手机升级需求减弱；
- 摄像头模组竞争加剧，2022 年毛利率下滑至 8.5% 以下；
- 费用上升较快，抵消利润增速，2022 年费用率高于 4.4%。

资料来源：浦银国际

# 财务报表

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>13,170</b>	<b>17,400</b>	<b>18,663</b>	<b>20,073</b>	<b>25,313</b>
营业成本	(11,990)	(15,630)	(16,901)	(18,356)	(23,078)
<b>毛利</b>	<b>1,180</b>	<b>1,771</b>	<b>1,762</b>	<b>1,716</b>	<b>2,236</b>
<b>营业支出</b>	<b>(560)</b>	<b>(724)</b>	<b>(723)</b>	<b>(863)</b>	<b>(1,095)</b>
销售费用	(15)	(26)	(23)	(26)	(32)
行政费用	(128)	(153)	(161)	(173)	(218)
研发费用	(396)	(590)	(642)	(692)	(872)
重组及其他费用/收入	(21)	44	104	28	28
<b>营业利润</b>	<b>620</b>	<b>1,046</b>	<b>1,039</b>	<b>853</b>	<b>1,141</b>
<b>营业外收支</b>	<b>(13)</b>	<b>(76)</b>	<b>(82)</b>	<b>(61)</b>	<b>(61)</b>
利息收入/(支出)净额	(53)	(54)	(30)	(30)	(30)
其他收益/(支出)净额	40	(23)	(52)	(31)	(31)
<b>税前利润</b>	<b>607</b>	<b>970</b>	<b>957</b>	<b>792</b>	<b>1,080</b>
所得税	(65)	(130)	(94)	(58)	(80)
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>542</b>	<b>840</b>	<b>863</b>	<b>735</b>	<b>1,000</b>
少数股东和可赎回少数股东损益	-	-	(0)	(0)	(0)
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>542</b>	<b>840</b>	<b>863</b>	<b>735</b>	<b>1,000</b>
基本股数(百万)	1,140	1,168	1,179	1,179	1,179
摊销股数(百万)	1,150	1,176	1,185	1,185	1,185
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.72</b>	<b>0.73</b>	<b>0.62</b>	<b>0.85</b>
<b>稀释每股收益(元)</b>	<b>0.47</b>	<b>0.71</b>	<b>0.73</b>	<b>0.62</b>	<b>0.84</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2022E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>2,400</b>	<b>3,604</b>	<b>387</b>	<b>1,223</b>	<b>1,386</b>
税前利润	607	970	957	792	1,080
折旧及摊销	291	385	421	449	487
其他营业活动现金流	81	211	-	-	-
<b>营运资金变动</b>	<b>1,415</b>	<b>2,177</b>	<b>(927)</b>	<b>9</b>	<b>(131)</b>
应收账款(增加)/减少	(2,434)	1,345	(857)	(336)	(1,248)
存货(增加)/减少	(1,263)	(48)	(315)	(195)	(631)
应付账款增加/(减少)	(79)	-	245	539	1,748
其他经营资金变动	5,190	880	-	-	-
税务费用	(33)	(121)	(94)	(58)	(80)
利息收入/(支出)	39	(17)	30	30	30
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(1,271)</b>	<b>(696)</b>	<b>(1,023)</b>	<b>(713)</b>	<b>(891)</b>
资本支出	(4)	-	(570)	(713)	(891)
取得或购买长期投资	(156)	-	-	-	-
银行存款增加	(2)	(4)	-	-	-
短期投资	9	(84)	-	-	-
其他	(1,119)	(608)	(453)	-	-
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(817)</b>	<b>(1,315)</b>	<b>396</b>	<b>129</b>	<b>480</b>
借款	(1,086)	(1,015)	604	129	480
发行股份	222	60	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	-	(107)	-	-	-
其他	48	(252)	(208)	-	-
汇兑损益	0	(21)	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>312</b>	<b>1,572</b>	<b>(240)</b>	<b>639</b>	<b>975</b>
<b>期初现金及现金等价物</b>	<b>100</b>	<b>412</b>	<b>1,984</b>	<b>1,743</b>	<b>2,382</b>
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>412</b>	<b>1,984</b>	<b>1,743</b>	<b>2,382</b>	<b>3,357</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>412</b>	<b>1,984</b>	<b>1,743</b>	<b>2,382</b>	<b>3,357</b>
受限资金	93	267	811	811	811
应收账款	4,919	3,589	4,446	4,782	6,030
存货	1,913	1,943	2,258	2,453	3,083
其他流动资产	26	100	57	57	57
<b>流动资产合计</b>	<b>7,363</b>	<b>7,882</b>	<b>9,315</b>	<b>10,485</b>	<b>13,339</b>
固定资产-物业, 厂房及设备	2,704	2,960	3,144	3,408	3,812
无形资产	5	4	20	20	20
租赁权	-	-	-	-	-
其他非流动资产	563	557	569	569	569
<b>资产总计</b>	<b>10,635</b>	<b>11,403</b>	<b>13,048</b>	<b>14,481</b>	<b>17,739</b>
短期借款	1,270	1,104	1,708	1,837	2,316
应付账款	5,935	6,013	6,259	6,798	8,546
其他流动负债	339	159	113	113	113
<b>流动负债合计</b>	<b>7,543</b>	<b>7,276</b>	<b>8,079</b>	<b>8,747</b>	<b>10,975</b>
长期借款	59	159	50	50	50
其他非流动负债	166	182	214	214	214
<b>负债合计</b>	<b>7,768</b>	<b>7,617</b>	<b>8,343</b>	<b>9,011</b>	<b>11,239</b>
股本	9	9	9	9	9
资本公积	2,858	3,776	4,690	5,455	6,485
<b>股东权益合计</b>	<b>2,867</b>	<b>3,786</b>	<b>4,705</b>	<b>5,470</b>	<b>6,500</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>10,635</b>	<b>11,403</b>	<b>13,048</b>	<b>14,481</b>	<b>17,739</b>

### 主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E	2022E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	61.9%	32.1%	7.3%	7.6%	26.1%
毛利润增速	234.1%	50.1%	(0.5%)	(2.6%)	30.3%
营业利润增速	784.8%	68.9%	(0.7%)	(17.9%)	33.7%
净利润增速	3666.7%	54.9%	2.7%	(14.8%)	36.1%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	18.9%	22.2%	18.3%	13.4%	15.4%
总资产报酬率	5.1%	7.4%	6.6%	5.1%	5.6%
投入资本回报率	13.2%	17.9%	14.5%	10.8%	11.9%
<b>利润率</b>					
毛利率	9.0%	10.2%	9.4%	8.5%	8.8%
营业利润率	4.7%	6.0%	5.6%	4.3%	4.5%
净利润率	4.1%	4.8%	4.6%	3.7%	4.0%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	287	274	256	261	243
应收账款周转天数	110	89	79	84	78
存货周转天数	40	45	45	47	44
应付账款周转天数	137	140	133	130	121
净债务(净现金)	917	(720)	15	(496)	(991)
自由现金流	2,280	3,387	(186)	508	493

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 36: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	14.8	买入	29.0	2021/8/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	101.5	买入	179.1	2021/8/31	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	19.0	买入	36.0	2021/12/16	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	103.5	买入	146.9	2022/1/19	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	35.2	买入	43.7	2022/3/17	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	12.2	买入	28.0	2021/12/16	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	18.5	买入	38.2	2021/12/16	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	140.8	买入	187.2	2022/3/24	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	6.0	买入	7.4	2022/3/24	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	217.7	买入	305.9	2021/8/31	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	21.8	买入	53.9	2021/6/25	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	29.0	买入	48.3	2021/7/14	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	112.1	买入	187.6	2021/7/14	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	27.3	买入	37.7	2022/2/28	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	106.9	买入	150.4	2022/2/28	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	994.0	卖出	638.3	2021/9/6	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	225.6	买入	307.7	2021/9/6	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	247.2	买入	320.3	2021/9/6	新能源汽车

注: 港股、A股截至2022年3月23日收盘价, 美股截至2022年3月22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国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

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

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

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

### 美国

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

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

### 英国

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

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

### 权益披露

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

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

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

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

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

