



# 科技行业 2022 年中期展望：智能手机下半年预期触底，把握行业的黄金性价比时刻

- 把握电子行业黄金性价比时刻，首选舜宇光学 (2382.HK) 和立讯精密 (002475.CH)：**年初至今，A 股电子指数和恒生科技指数分别下滑 32% 和 34%，远超沪深 300 和恒生指数的下跌。除了宏观环境较差的原因，智能手机行业出货量也同样疲软，同比下滑。但是，我们认为市场对于智能手机供应链的预期已经处于非常低的水平。从电子行业历史盈利预测调整幅度看，今年以来下调的幅度和持续时间都已经比 2018 年中美贸易摩擦导致的最低点更低。因此，我们认为市场已经充分将悲观的预期反映到股价中，市场预期的上行风险较大。同时，我们认为，今年二季度末前后时间，将会是布局该行业较好的时机，届时，行业估值处于低位，但未来 12 个月 (2H22+1H23) 的基本面增长确定性较高。这将是电子行业的黄金性价比时刻。在我们覆盖的供应链企业中，我们首推舜宇光学 (2382.HK) 和立讯精密 (002475.CH)。
- 下调 2022 年全球智能手机出货量增速至 -3%，对下半年保持谨慎乐观，预计同比持平：**由于受到低端 SoC 芯片供应紧缺、中国疫情反弹、海外地缘冲突等宏观环境影响，智能手机行业上半年出货量较弱，我们预期同比下降 7%。对于下半年，我们较市场相对谨慎乐观。随着低端 SoC 芯片供应缓解和中国疫情下被抑制的需求得到释放，我们预计下半年全球智能手机出货量将有环比季节性增长，同比基本持平。今年上半年智能手机出货量将是未来 18 个月中的低点，该趋势预计将为智能手机供应链提供基本的行业支撑。
- 四大逻辑线寻找电子行业的安全标的，等待反弹：1)** 今年盈利能力仍能保持历史相对高位，即公司的扩张可以抵御波动的外部环境。**2)** 我们近期盈利预测下调幅度更小，受单一手机行业影响更小。**3)** 库存水位较低，年末减值风险较小。**4)** 新能源战略清晰，提供长期基本面增长动力。据此，我们筛选出舜宇和立讯作为行业首推，同时建议关注传音控股、韦尔股份和闻泰科技。
- 科技硬件估值回落，建议逢低吸纳布局：**当前 A 股电子行业市盈率为 23.7x，较年初下滑 32%，接近 2018 年最低点 23.2x 的市盈率。下半年行业整体下行空间和可能性都较为有限，上行风险较高，建议投资人可以逢低吸纳布局。
- 投资风险：**全球智能手机需求持续走弱，下半年需求复苏不及预期；智能手机芯片供应不平衡在下半年持续，拖累手机出货量；手机周边的智能产品增速放缓；供应链龙头公司产能利用率下降拖累毛利率和净利润率；公司扩张较快，导致费用率较高；行业竞争加剧导致利润增速显著低于收入增速。

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

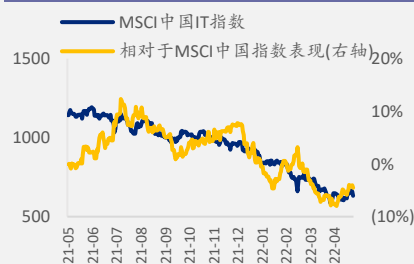
林球

研究部主管

 sharon\_lam@spdbi.com  
 (852) 2808 643

2022 年 06 月 01 日

## MSCI 中国 IT 指数表现



截至 5.27 收盘价 资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 相关报告：

[智能手机品牌及供应链：上半年出货疲软，市场情绪低迷；寻找安全缓冲标的，等待需求反弹，首选舜宇光学和立讯精密 \(2022-05-29\)](#)

[光学行业：舜宇丘钛 2021 业绩回顾及 2022 展望，预计车载业务高速增长，期待手机业务下半年改善 \(2022-03-25\)](#)

[立讯精密 \(002475.CH\)：消费电子业务扩张不惧手机需求下滑，汽车电子支撑长期增量市场 \(2022-03-17\)](#)

[科技行业 2022 年展望：智能手机需求仍在复苏期，但基本面形态 2021 年前高后低，2022 年前低后高 \(2021-12-01\)](#)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

下调全球智能手机出货量预测 .....	4
2022 年全球智能手机需求疲软，预期触底 .....	4
智能手机品牌格局分析 .....	12
光学摄像头模组行业：智能手机摄像头出货量增速下降，汽车摄像头贡献增量 .....	16
上半年安卓阵营摄像头模组下行压力较大，下半年有环比改善空间 .....	16
车载摄像头模组提供中长期增量空间 .....	18
智能手机供应链：1H22 业绩触底，把握布局 2H22+1H23 的黄金性价比时刻 .....	20
市场对于供应链的预期已经处于历史低位，上行空间大幅提升 .....	20
智能手机零部件供应链库存风险可控 .....	22
2H22+1H23 的黄金性价比时刻 .....	23
2022 年下半年科技硬件行业配置策略 .....	26
科技硬件行业估值及回报 .....	28
科技硬件行业指数及估值表现 .....	28
科技硬件行业可比公司估值 .....	31

## 图表目录

图表 1：全球智能手机出货量及预测（2015-2025E） .....	6
图表 2：全球智能手机季度出货量及预测（1Q21-4Q22E） .....	6
图表 3：全球智能手机出货量预测（2022-2024E） .....	6
图表 4：全球智能手机出货量份额按价格拆分（2Q20-1Q22） .....	7
图表 5：全球智能手机出货量增速按价格拆分（2Q20-1Q22） .....	7
图表 6：DRAM 价格走势（DDR3 4GB 512Mx8 1600MHz） .....	7
图表 7：中国智能手机季度出货量需求周期比较：2020 周期 vs 2022 周期 .....	7
图表 8：中国和海外智能手机出货量同比 .....	8
图表 9：中国智能手机出货量季度预测（1Q21-4Q22E） .....	9
图表 10：印度智能手机季度出货量及预测（1Q21-4Q22E） .....	9
图表 11：EMEA 智能手机出货量季度预测（1Q21-4Q22E） .....	9
图表 12：北美智能手机季度出货量及预测（1Q21-4Q22E） .....	9
图表 13：全球 5G 智能手机出货量及同比（2Q20-1Q22） .....	10
图表 14：全球 5G 智能手机渗透率（2Q20-1Q22） .....	10
图表 15：中国 5G 智能手机渗透率（月度） .....	11
图表 16：全球 5G 链接设备占全球移动链接设备比重（2021 vs 2025E） .....	11
图表 17：全球智能手机品牌出货量份额预测（2016-2023E） .....	12
图表 18：全球智能手机出货量份额按品牌拆分（1Q21-4Q22E） .....	13

图表 19: 人民币 5000 以上智能手机出货量按品牌拆分 (2Q21-1Q22)	13
图表 20: 智能手机旗舰机型“超大杯”配置比较	14
图表 21: 中国智能手机出货量份额按品牌拆分 (2Q20-1Q22)	15
图表 22: 中国智能手机平均单价 (2Q20-1Q22)	15
图表 23: 全球智能手机摄像头模组出货量及预测 (2019-2022E)	17
图表 24: 全球智能手机摄像头模组出货量份额按摄像头数量拆分 (2019-2022E)	17
图表 25: 中国智能手机旗舰机型“超大杯”摄像头配置比较	17
图表 26: 全球汽车及新能源汽车摄像头模组以及平均每台车摄像头搭载量	19
图表 27: 蔚来 ET5、小鹏 P5、理想 One2021 款、特斯拉 Model Y 车载摄像头数量比较	19
图表 28: 电子行业历史盈利预测调整	21
图表 29: 全球智能手机出货量及同比比较: (1Q17-4Q18 vs 1Q21-4Q22E)	21
图表 30: A 股电子行业估值比较 (2017-2018 vs 2021-2022 至今)	21
图表 31: 智能手机供应链公司盈利预测	21
图表 32: 电子制造行业历史库存天数变化	22
图表 33: 电子制造行业历史库存天数变化按照零部件和半导体拆分	22
图表 34: 智能手机供应链市盈率 vs 历史市盈率	24
图表 35: 智能手机供应链盈利预期: 浦银预测 vs 一致预测	24
图表 36: 智能手机供应链的盈利预期: 2H22+1H23 盈利展望确定性较高	25
图表 37: 智能手机供应链估值的低点: 2H22+1H23 的估值具有性价比	25
图表 38: 浦银国际 2H22 年科技硬件行业配置策略总结	26
图表 39: 智能手机供应链覆盖公司总结	27
图表 40: A 股电子指数 vs 沪深 300	28
图表 41: 恒生科技指数 vs 恒生指数	28
图表 42: MSCI 中国 IT 指数以及市盈率	29
图表 43: MSCI 中国 IT 指数历史市盈率	29
图表 44: 恒生科技指数及市盈率	29
图表 45: 恒生科技指数市盈率	29
图表 46: A 股电子指数市值及市盈率	30
图表 47: A 股电子指数市盈率	30
图表 48: A 股半导体指数市值及市盈率	30
图表 49: A 股半导体指数市盈率	30
图表 50: 智能手机供应链可比公司估值比较	31
图表 51: SPDBI 科技行业覆盖公司	32

# 科技行业 2022 年中期展望：智能手机 下半年预期触底，把握行业的黄金性价 比时刻

## 下调全球智能手机出货量预测

- 2022 年全球智能手机需求疲软，预期触底

从供需两端看，2022 年上半年全球智能手机出货量疲软。

今年一季度，全球智能手机出货量同比下降 9%，出货量动能较为疲软。我们认为智能手机的较弱的出货动能会在二季度延续。我们预计今年上半年全球智能手机出货量将同比下降 7%。

今年上半年全球智能手机出货量较为疲软，在供需两端都受到了影响。

- 供应端

受半导体行业产能紧缺，部分芯片供应不足，导致部分 4G/低端 5G SoC 芯片缺货严重。这种缺芯的状况从去年下半年延续到今年上半年。根据 IDC 的数据，人民币 1,000 元以下的智能手机出货量在去年三、四季度和今年一季度的同比增速分别为-21%、-16%和-29%（图表 5），同比下滑幅度远超过智能手机行业降幅。根据我们的估算，去年下半年和今年上半年，芯片短缺造成出货量缺口可能接近 5,000 万部。这对于中国品牌低端机型出货量和以低端机型为主的地区，如印度等，造成了出货量的压力。

- 需求端

今年以来，外部环境面临多重压力，影响了中国和海外的消费需求，这也拖累了智能手机的出货量需求。首先，俄乌冲突不仅影响了俄乌两地的智能手机需求，也影响到了周边的欧洲地区的智能手机需求。根据 IDC，今年一季度欧洲地区智能手机出货量同比下降 7%。其次，一季度的疫情反复，也一定程度影响了中国智能手机的消费意愿。这对二季度的影响会更加明显。整体来看，中国和海外的用户换机意愿下降，换机周期拉长，影响了整体智能手机的需求。

预计 2022 年下半年全球智能手机出货量依然疲软，但是我们的观点相对谨慎乐观，预期下半年同比有望持平。

在去年年底的 [2022 年展望报告](#) 中，我们判断今年智能手机季度出货量同比将呈现“先下后上”的形态。上半年来看，“先下”的形态符合我们的预期，但是先下的幅度高于预期。而据我们预测，今年下半年全球智能手机将同比增长 1%，我们对下半年“后上”的幅度相应向下进行了调整。去年年底，我们预期今年季度同比曲线是宽底的“U”型形态。经调整，目前我们预计全年的同比曲线将呈左高右低的不对称“U”型形态（图表 2）。

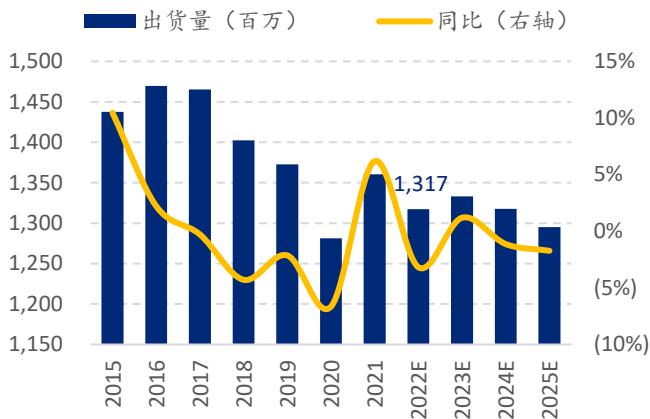
在我们近期发布的 [智能手机供应链报告](#) 中，我们将 2022 年和 2023 年全球智能手机出货量下调了 6% 和 4%（图表 3）。但是，我们相较于市场预期，尤其是市场对今年下半年的预期，会更加谨慎乐观一些。

我们相对谨慎乐观，主要是由于：

- **供应端：**4G/低端 5G SoC 芯片供应紧缺的情况在二季度逐步缓解。逐步缓解的原因是：
  - 1) 半导体产业有自我调整能力，会向供应链偏紧价格偏高的产品转移产能。因为产能的转移需要时间，所以我们预期下半年会较上半年有更多低端 SoC 芯片产能释放。智能手机品牌/供应商大多表达类似的展望。
  - 2) 从图表 6 中，半导体存储器 DRAM 的价格走势中，我们可以观察到 DRAM 单价已从 3 月的次高点趋势向下，体现供应也在缓解中。
- **需求端：**我们较市场预期更为乐观，主要在于我们并不认为智能手机的需求会持续维持在低位，而是会从低位反弹。我们的预期相对谨慎，主要在于在预测中，尚未反映被疫情抑制后的需求释放，而是比较缓和的季节性复苏。
  - 1) 从全球需求来看，下半年中国的需求会好于海外需求（图表 8）。但是，海外发展中地区，即低端智能机型占比更高的地区，有望受益于低端机型供应的提升，包括印度、非洲等地区。而海外其他地区，仍受到地缘冲突等影响，需求依然有不确定性。
  - 2) 从中国需求来看，下半年疫情好转有望改善上半年需求疲软的情况。在 2020 年疫情期间，中国地区智能手机出货量在 3Q20 仍然录得同比下滑，但是在 4Q20、1Q21 分别取得同比大体持平和同比大幅增长（图表 7），是重要的拐点。所以，我们判断，在中国 2Q22E 同比下滑后，会有部分的疫情期间被抑制的需求推动下半年智能手机季节性增长，从而取得同比增长的表现，出现类似 2020 年的同比增速的拐点。
  - 3) 中国部分城市，如深圳，推出了智能手机补贴政策。这也有望缓解今年上半年智能手机需求疲软的态势。

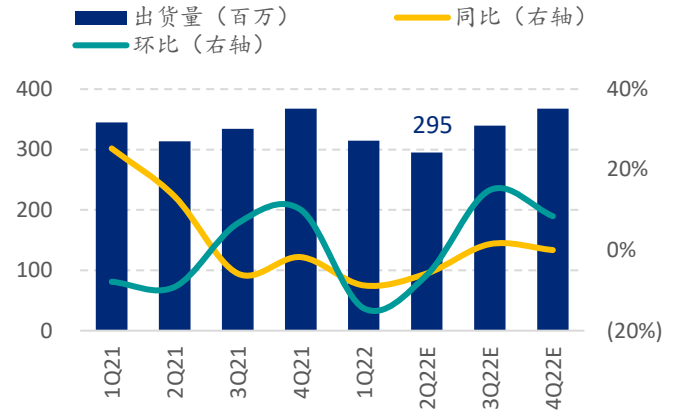
综上所述，我们认为，今年上半年智能手机出货量将会是未来 18 个月中的低点。下半年，智能手机环比增长确定性较高，而对于同比增长幅度，我们则维持谨慎乐观的判断。

图表 1: 全球智能手机出货量及预测 (2015-2025E)



E=浦银国际预测  
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 2: 全球智能手机季度出货量及预测 (1Q21-4Q22E)



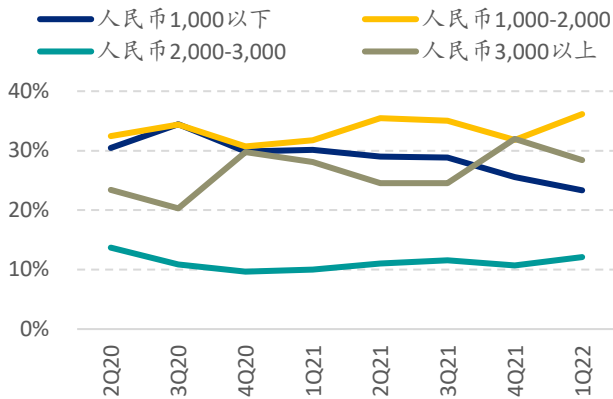
E=浦银国际预测  
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 3: 全球智能手机出货量预测 (2022-2024E)

出货量 百万	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
中国	316	333	(5%)	320	333	(4%)	320	336	(5%)
印度	166	181	(8%)	182	194	(6%)	195	207	(6%)
亚洲其他	196	210	(6%)	194	199	(2%)	185	205	(10%)
EMEA	351	380	(8%)	353	373	(5%)	346	384	(10%)
北美	158	167	(6%)	154	162	(5%)	150	167	(10%)
拉美	131	132	(1%)	129	125	3%	123	131	(7%)
<b>总计</b>	<b>1,317</b>	<b>1,402</b>	<b>(6%)</b>	<b>1,333</b>	<b>1,385</b>	<b>(4%)</b>	<b>1,318</b>	<b>1,430</b>	<b>(8%)</b>

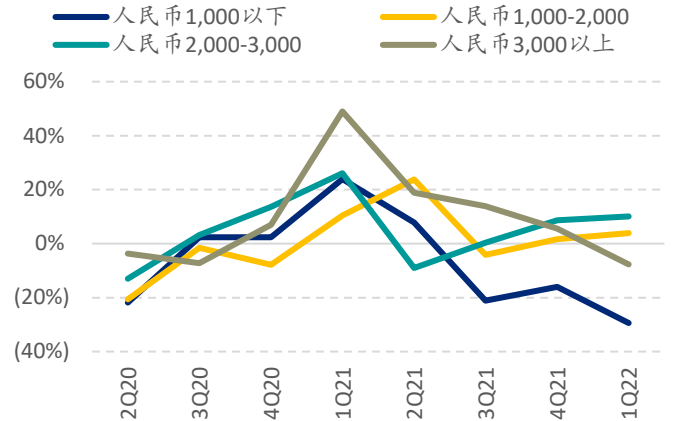
E=浦银国际预测 资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 4: 全球智能手机出货量份额按价格拆分 (2Q20-1Q22)



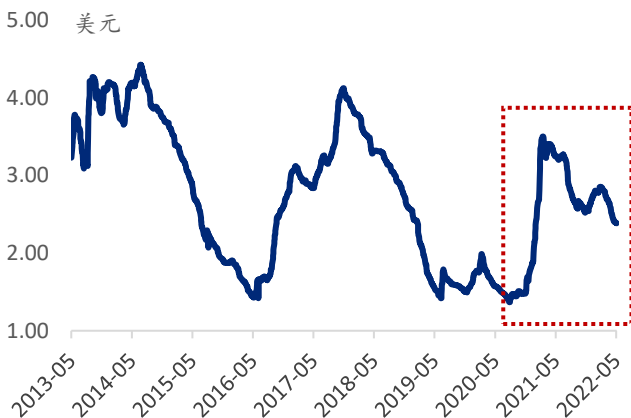
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 5: 全球智能手机出货量增速按价格拆分 (2Q20-1Q22)



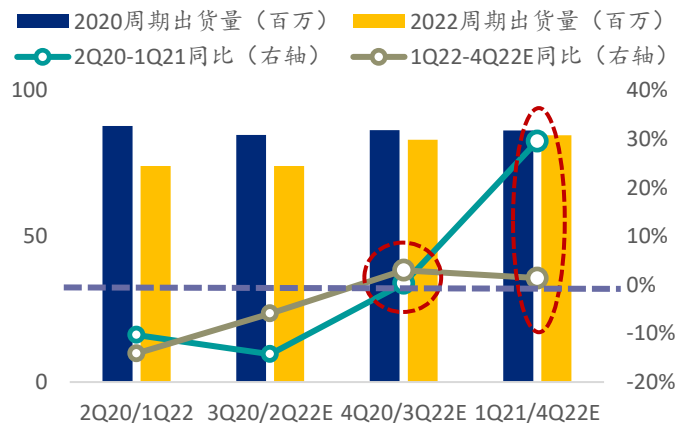
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 6: DRAM 价格走势 (DDR3 4GB 512Mx8 1600MHz)



资料来源: Wind、DRAMexchange、浦银国际

图表 7: 中国智能手机季度出货量需求周期比较: 2020 周期 vs 2022 周期



E=浦银国际预测; 资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

全球智能手机分地区表现: 中国和海外需求走弱, 预测数字已经考虑下半年的出货疲软

- 中国: 一季度智能手机出货量同比大幅下滑 14%, 基本符合我们预期。

除了我们上文提到的供需端的影响之外, 2021 年一季度, 被疫情抑制的需求得到释放令基数远高于季节性水平, 也是今年一季度中国地区同比下滑的重要原因之一。虽然二季度开始, 中国智能手机同比高基数的影响逐步消退, 但是 we 和市场都预期二季度的出货量同比仍将有所下滑。

我们认为, 随着上海疫情的缓解, 供应链有望进行补库存。因此, 我们预计, 今年下半年, 中国智能手机出货量在上半年的低基数上, 环比会有季节性的成长, 而同比会有 2% 的增长。

- 海外：一季度智能手机出货量同比下滑 7%，下滑幅度超过我们预期。

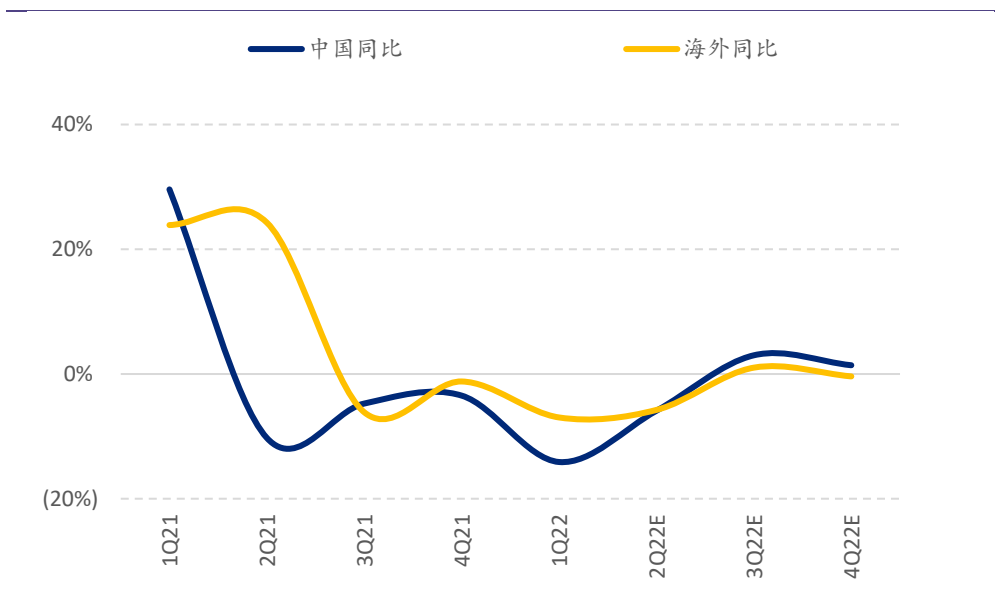
如前文所述，低端 SoC 芯片供应紧缺，影响了发展中地区的手机出货量，这更多是来自供应端的影响。而欧洲地区更多受到俄乌地缘冲突带来的需求端的冲击。

我们认为，供应端的问题有望下半年得到缓解，而需求端的复苏，需要更加密切的关注。同时，我们也留意到北美地区在 2021 年四季度取得较好的增长，因而也垫高了基数，因而我们对北美地区今年四季度的智能手机出货量同比增速的预期较为保守。

总体而言，我们谨慎乐观地预计，上半年海外地区智能手机出货量将同比下滑 6%，而下半年同比持平。

经调整之后，我们预测，2022 年和 2023 年全球智能手机出货量将同比增长 -3%和+1%，且隐含了相对悲观的预期。在最新预期中，我们相对乐观的地方，在于下半年市场预期有望从较低水平向上调整，因而市场预期的上行空间较大。

图表 8：中国和海外智能手机出货量同比

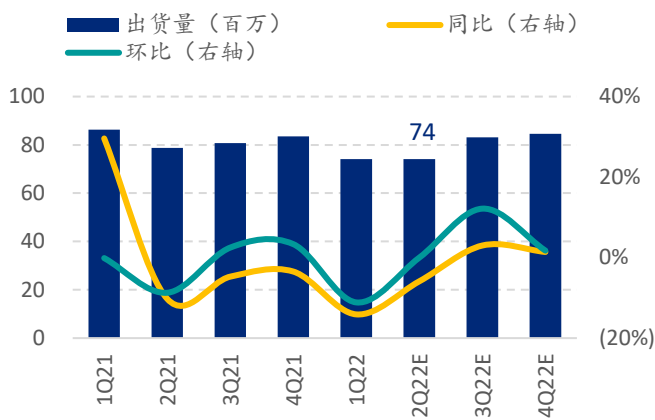


E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

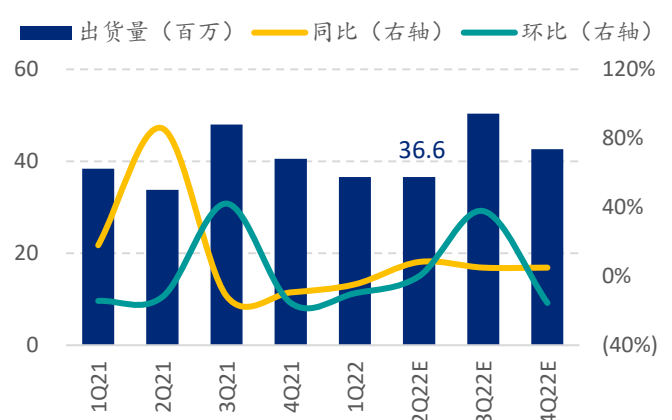


图表 9: 中国智能手机出货量季度预测 (1Q21-4Q22E)



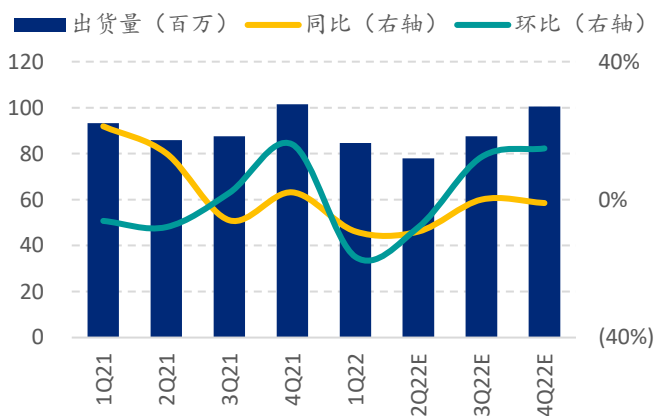
E=浦银国际预测  
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 10: 印度智能手机季度出货量及预测 (1Q21-4Q22E)



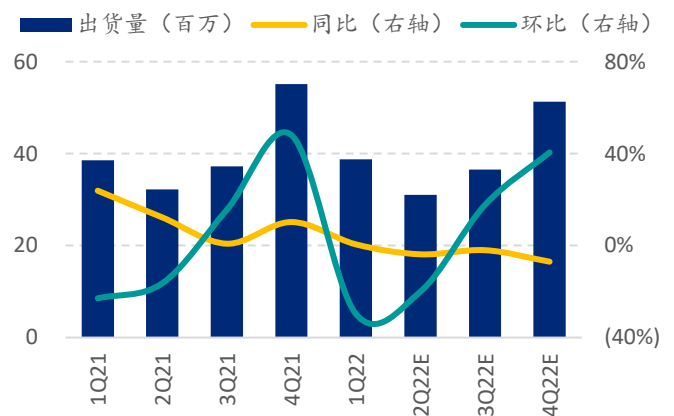
E=浦银国际预测  
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 11: EMEA 智能手机出货量季度预测 (1Q21-4Q22E)



E=浦银国际预测; EMEA 即 Europe, the Middle East and Africa, 包括欧洲、中东及非洲  
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 12: 北美智能手机季度出货量及预测 (1Q21-4Q22E)



E=浦银国际预测  
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

### 全球 5G 智能手机渗透率提升速度趋缓

根据 IDC 的数据, 今年一季度全球 5G 智能手机出货量达到 1.6 亿部, 同比增长 24%, 同比增速较前三个季度的 48%-139% 显著下降。由于由于此前市场对于 5G 智能手机较高的成长预期, 导致半导体供应链高端 5G SoC 供应相对充裕, 而 4G/低端 5G SoC 芯片则相对紧缺。市场需求和半导体供应之间存在错配。

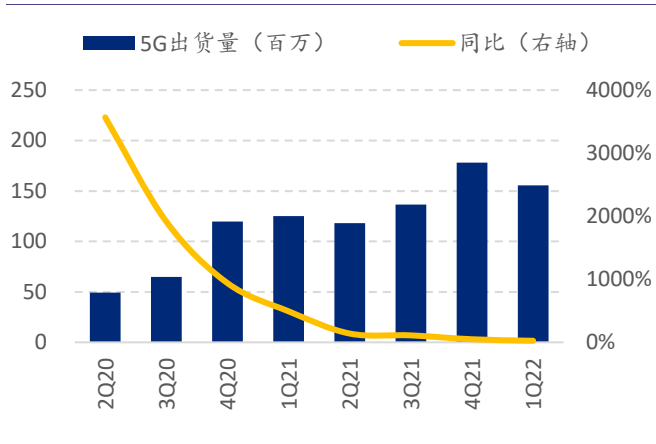
根据信通院, 今年 4 月, 中国 5G 智能手机渗透率为 82.4%, 与去年 7 月以来的 72.6%-83.1% 相若。我们认为, 在当前阶段, 中国 5G 智能手机渗透率已经处于阶段性饱和, 短期内不会向 100% 渗透率提升。

因而全球 5G 智能手机发展仍视乎欧美市场渗透率的提升。我们认为，随着 5G 版 iPhone 的渗透率提升，以及中国品牌在欧洲市场的推动，全球 5G 智能手机将由此前的高速增长向缓和增长阶段发展。

长期来看，5G 趋势并没有变化。根据全球移动通信系统协会 (GSMA) 数据，2022 年，全球 5G 的设备连接数量将达到 10 亿台。而且，在全球范围内 5G 取代 4G 尚需时日，仍有很大的增长空间。根据 GSMA，在 2021 年，5G 设备连接数量占到全球的 8%。GSMA 预计到 2025 年，5G 移动链接设备的占比将增至 25%，同时，4G 的占比仍占据 55% 的主导地位。

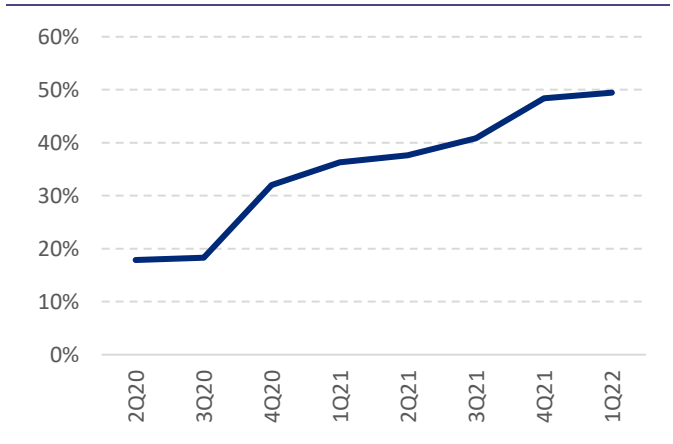
分地区看：2021 年，大中华区 5G 移动设备连接数量占比为 29%，远高于北美的 13% 和欧洲的 4%；其他地区（中东及北非、亚太、拉丁美洲、CIS、撒哈拉以南非洲）5G 移动设备连接数占比均在 1%-2% 的低区间。到 2025 年，GSMA 预计，北美和大中华区将引领全球，5G 移动设备连接数占比预计都将超过 50%，分别为 63% 和 52%。届时，欧洲地区预计占比为 44%，而中东及北非、亚太、拉丁美洲、CIS、撒哈拉以南非洲则预计分别占 17%、14%、11%、9%、4%。

图表 13: 全球 5G 智能手机出货量及同比 (2Q20-1Q22)



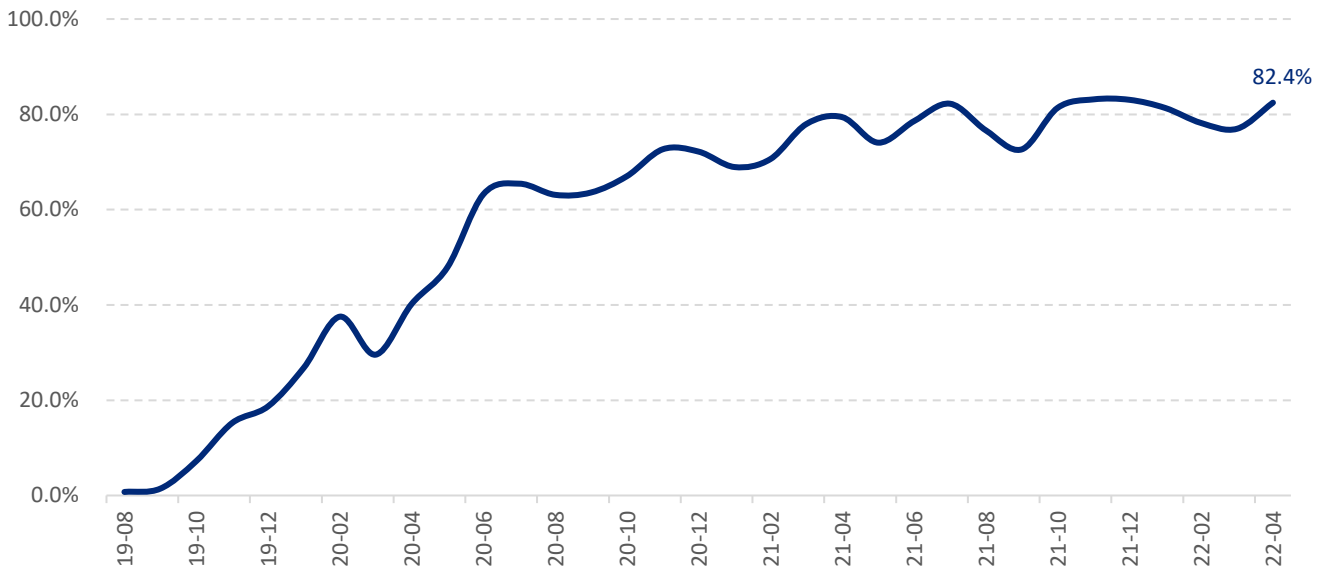
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 14: 全球 5G 智能手机渗透率 (2Q20-1Q22)



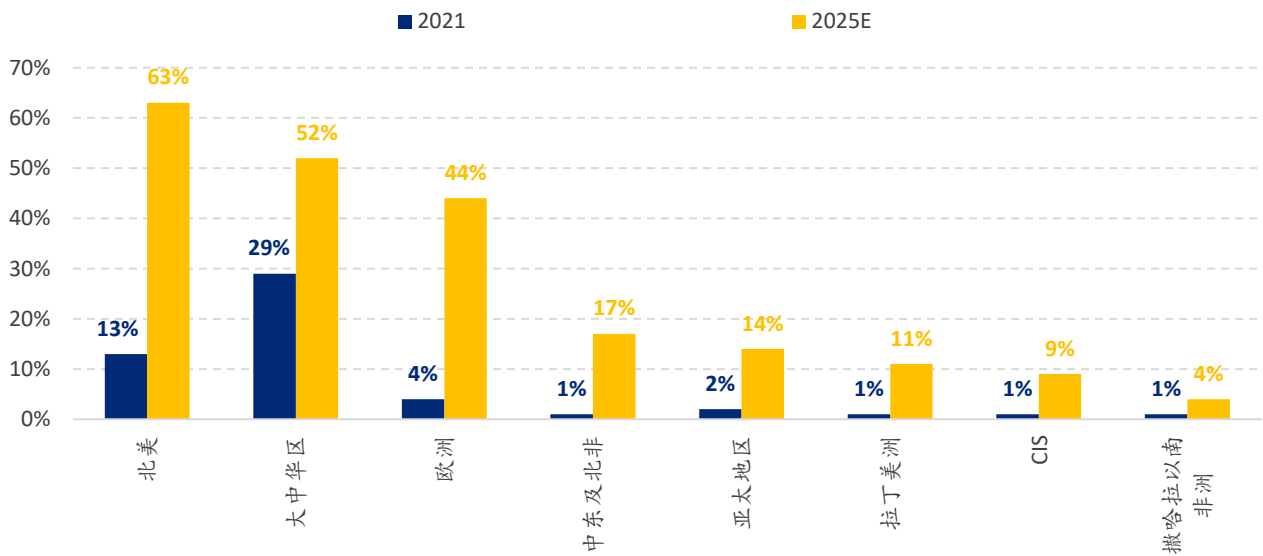
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 15: 中国 5G 智能手机渗透率 (月度)



资料来源: 中国信通院、浦银国际

图表 16: 全球 5G 链接设备占全球移动链接设备比重 (2021 vs 2025E): GSMA 预计 2025 年, 北美和大中华区的 5G 链接设备比重将超过 50%



注: CIS: Commonwealth of Independent States, 独立国家联合体; E=GSMA 预测。

资料来源: 全球移动通信系统协会 (GSMA), Statista、浦银国际

## ● 智能手机品牌格局分析

### 全球市场手机品牌格局分析

从今年整体来看，相较国内手机厂商小米、OPPO、vivo 等，海外手机厂商苹果和三星的表现要好一些。根据 IDC，今年一季度，人民币 1000 元以下和人民币 3000 元以上的价格段的全球智能手机出货量分别同比下降 29%和 8%（图表 5），是整个行业受到影响最大的两个价格段。

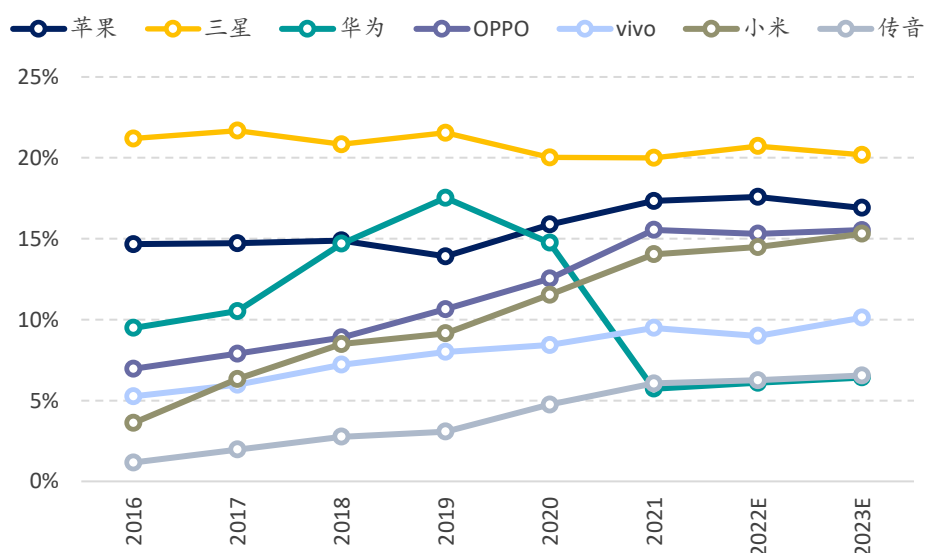
其中，人民币 1000 元以下的价格段的智能手机受到低端 SoC 芯片供应短缺的影响。这与中国手机品牌看到的情况一致。今年一季度，OPPO 和小米在这个价格段的智能手机出货量同比下降 31%和 47%。这是中国品牌受到影响比较大的原因。

在人民币 3000 元以上的高端手机价格段，中国安卓品牌则延续去年的趋势，竞争力相对于苹果略有不足，因而在这个价格段，中国品牌下滑也相对较多。

随着低端芯片供应能力的提升，我们认为，今年下半年，中国安卓品牌在低端机型的出货会有较上半年比较好的表现。而在高端机型方面，中国品牌的表现仍然需要密切观察。

相对而言，苹果和三星在今年一季度的表现相对更加稳定，出货量同比增长 2%和同比持平，份额也因此都有同比提升。我们预期苹果和三星的相对稳定的表现会在今年二季度延续到下半年。

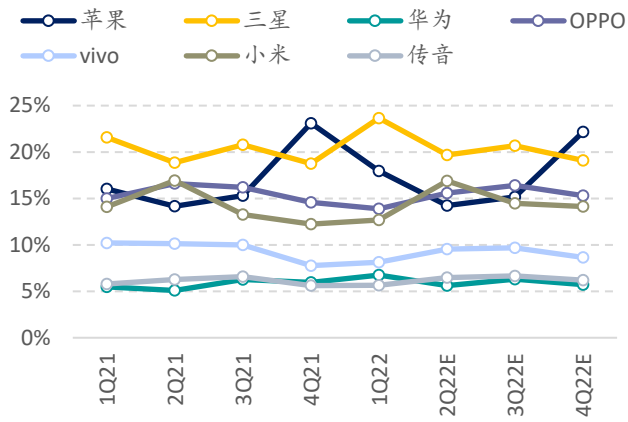
图表 17：全球智能手机品牌出货量份额预测（2016-2023E）



注：华为包含华为和荣耀品牌，OPPO 包括 OPPO、OnePlus、realme 品牌，E=浦银国际预测；

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

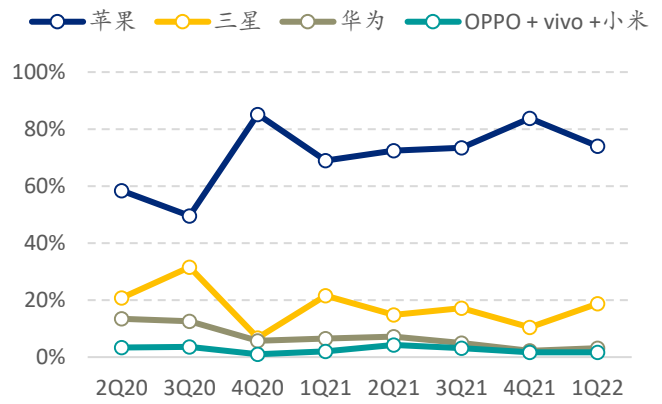
图表 18: 全球智能手机出货量份额按品牌拆分 (1Q21-4Q22E)



注: 华为包含华为和荣耀品牌, OPPO 包括 OPPO、OnePlus、realme 品牌, E=浦银国际预测

资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 19: 人民币 5000 以上智能手机出货量按品牌拆分 (2Q21-1Q22)



注: 华为包含华为和荣耀品牌, OPPO 包括 OPPO、OnePlus、realme 品牌;

资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 20:智能手机旗舰机型“超大杯”配置比较

	苹果 iPhone 13 Pro Max	小米 11 Ultra	OPPO Find X5 Pro	Vivo x80pro
发布日期	15/9/2021	29/03/2021	24/02/2022	25/04/2022
开售日期	24/9/2021	02/04/2021	18/03/2022	29/04/2022
售价 (人民币)	12,999	6,999	5,999/6,299/6,799	5,499/5,999/6,699
存储	1TB	512GB	256GB/512GB	256GB/512GB
运行内存	6GB	12GB	8GB/12GB	8GB/12GB
处理器	A15	骁龙 888	骁龙 8	骁龙 8
主频	-	2.84GHz	2.995GHz	3.0GHz
制程	5nm	5nm	4nm	4nm
屏幕	OLED	AMOLED	AMOLED	AMOLED
尺寸	6.7"	6.81"	6.7"	6.78"
分辨率	2778x1284	3200x1440	3216x1440	3200x1440
刷新率	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz
摄像头				
后置	四摄	三摄	三摄	四摄
像素	12MP,12MP,12MP	50MP,48MP,48MP	50MP,50MP,13MP	50MP,48MP,12MP,8MP
光圈	f/2.8,f/1.5,f/1.8	f/1.95,f/2.2,N/A	f/1.7,f/2.2,f/2.4	f/1.57,f/2.2,f/1.85,f/3.4
光学变焦	6倍光学变焦, 15倍数码变焦	5倍光学变焦, 10倍混合光学变焦, 120倍数码变焦	2倍光学变焦, 5倍混合光学变焦, 20倍数码变焦	5倍光学变焦, 60倍数码变焦
前置	12MP	20MP	32MP	32MP
电池容量	4352mAh	5000mAh	2x2500mAh	4700mAh
有线充电	20w	67w	80w	80w
无线充电	15w	67w	50w	50w
尺寸 (mm)	160.8x78.1x7.65	164.3x74.6x8.38	163.7x73.9x8.5 (陶瓷)	164.57x75.3x9.10
重量	238g	234g	218g (陶瓷)	219g (至黑、假日)
颜色	石墨色、金色、银色、远峰蓝色	黑色、白色、大理石纹特别版	水蓝、白瓷、黑釉	旅程、至黑、假日
机型图				

资料来源: 公司官网、公开资料、浦银国际

## 中国市场手机品牌格局分析

### 1. 华为系反弹迅猛

华为系（华为品牌+荣耀品牌）在去年三季度重新夺得中国市场智能手机出货量份额第一名，并在 2022 年一季度达到 25.5% 的份额，这是自 2021 年以来的份额新高。如在 2022 年展望中分析，这是独立后的荣耀品牌供应（SoC 芯片供应）和需求（渠道商）两端共同受益的结果。因此，我们也略微上调华为系今年在中国和全球的出货量，华为系是我们今年唯一上调出货量的智能手机头部品牌。

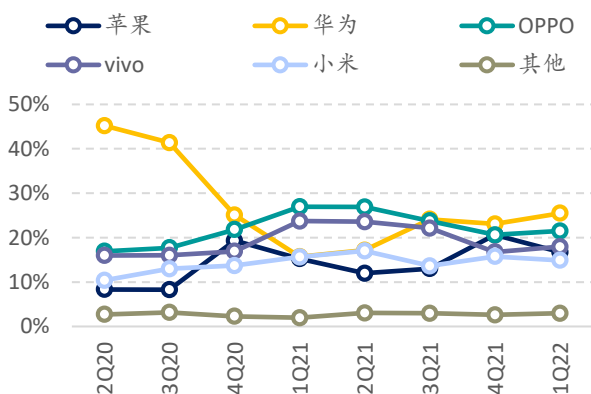
### 2. OPPO、vivo、小米上半年承受压力，下半年预期改善

由于华为系在中国的出货重心在渠道侧，因而同样在渠道比较强势的 OPPO 和 vivo 受到华为系反弹的冲击更大。OPPO 系和 vivo 在今年一季度的份额分别为 21.5% 和 17.9%，同比下 5.5 个百分点和 5.8 个百分点。

虽然小米在中国的出货量同比下降了 18%，但是相较于 OPPO 和 vivo，小米受到华为系的冲击要明显小，这主要是由于小米的线上渠道和线下小米之家相对更好地抵御了品牌冲击。

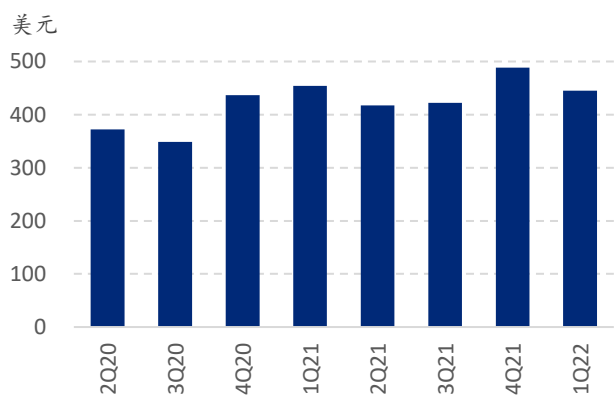
展望下半年，我们预期小米、OPPO、vivo 大都有望实现智能手机单季度的同比增长。这主要还是来自于低端芯片供应跟上后，这三家品牌在全球份额的扩张。

图表 21: 中国智能手机出货量份额按品牌拆分 (2Q20-1Q22)



注：华为包含华为和荣耀品牌，OPPO 包括 OPPO、OnePlus、realme 品牌；  
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 22: 中国智能手机平均单价 (2Q20-1Q22)



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

# 光学摄像头模组行业：智能手机摄像头出货量增速下降，汽车摄像头贡献增量

- 上半年安卓阵营摄像头模组下行压力较大，下半年有环比改善空间

根据 Trendforce，2022 年智能手机摄像头模组出货量将同比增长 5%。这比我们 2022 年展望报告中的预测略低，更接近目前的市场预期。智能手机摄像头模组的出货量增速从此前双位数的高增长下滑至单位数。

上半年智能手机摄像头模组行业，尤其是安卓阵营，增长面临压力。由于手机模组上半年出货量同比下滑，我们预计，下半年在低基数上环比增长，同比也将会有增长。这与智能手机的增长趋势大致保持一致。

## 压力面：

- 上半年，中国手机品牌在高端和低端的智能手机的出货量面临压力。
- 旗舰机型后置摄像头的数量从四颗向高配置三颗演变，旗舰机型对摄像头需求下降。例如，OPPO Find X5 Pro 的后置摄像头数量从上一代的四颗，改为新一代的三颗。
- 这给舜宇、丘钛的摄像头模组业务带来压力。我们预计两家公司的摄像头模组出货量指引同样面临压力。

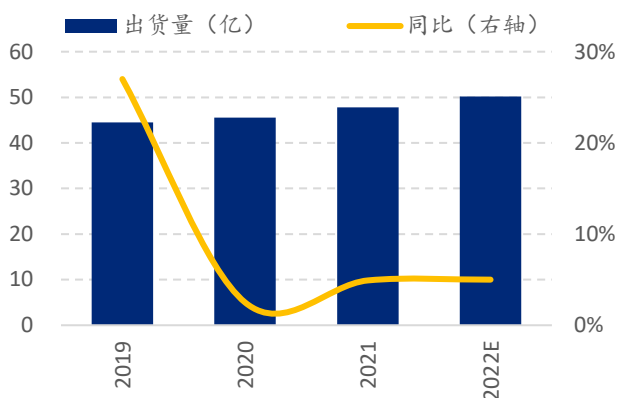
## 乐观面：

- 后置三摄的比例在中低阶智能手机的渗透率持续提升。据 TrendForce 预测，后置三摄的渗透率将从 2021 年的 34% 提升至 2022 年的 44%。这是在智能手机下滑的预测下，手机模组数量依然维持增长的重要因素。
- 摄像头模组依然是手机品牌宣传过程中最重要的卖点之一。因此，在供应端和需求端，手机模组都有升级空间。
- 舜宇、丘钛都在积极扩展一季度表现相对较好的海外手机品牌客户。这为两家公司的模组业务带来增量空间，更好地支撑他们高于行业的增长。

总结而言，今年上半年，智能手机摄像头行业成长面临压力，与智能手机出货较弱一致。但是，得益于多摄渗透率在中低阶提升，手机模组的增长仍高于手机增速。这对于手机模组零部件，包括镜头、CIS 等的出货影响类似。

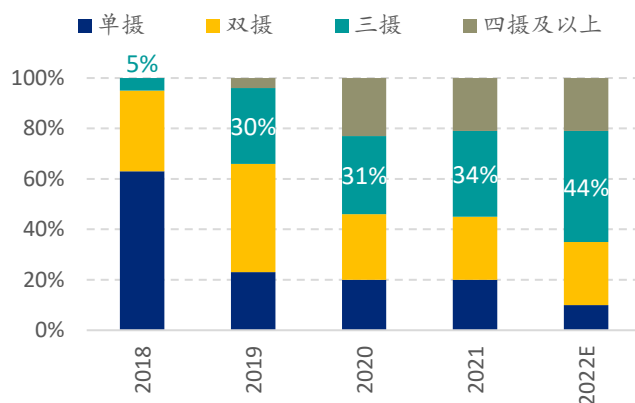


图表 23: 全球智能手机摄像头模组出货量及预测 (2019-2022E)



E= TrendForce 预测  
资料来源: TrendForce、浦银国际

图表 24: 全球智能手机摄像头模组出货量份额按摄像头数量拆分 (2019-2022E)



E= TrendForce 预测  
资料来源: TrendForce、浦银国际

图表 25: 中国智能手机旗舰机型“超大杯”摄像头配置比较

	小米 11 Ultra	OPPO Find X5 Pro	Vivo x80pro
发布日期	29/03/2021	24/02/2022	25/04/2022
开售日期	02/04/2021	18/03/2022	29/04/2022
售价 (人民币)	6,999	5,999/6,299/6,799	5,499/5,999/6,699
<b>摄像头</b>			
后置	三摄	三摄	四摄
像素	50MP、48MP、48MP	50MP,50MP,13MP	50MP,48MP,12MP,8MP
光圈	f/1.95、f/2.2、N/A	f/1.7,f/2.2,f/2.4	f/1.57,f/2.2,f/1.85,f/3.4
光学变焦	5 倍光学变焦, 10 倍混合光学变焦, 120 倍数码变焦	2 倍光学变焦, 5 倍混合光学变焦, 20 倍数码变焦	5 倍光学变焦, 60 倍数码变焦
前置	20MP	32MP	32MP

资料来源: 公司官网、公开资料、浦银国际

## ● 车载摄像头模组提供中长期增量空间

由于新能源汽车的快速增长，以及对于摄像头需求的快速提升，来自汽车行业的车载摄像头的需求正在快速增长。汽车行业的摄像头增量有望为智能手机的模组厂商提供中长期的业绩增长动力。

例如，在造车新势力最新发布的车型中，蔚来的 ET5 配有 11 颗摄像头，小鹏的 P5 配有 13 颗摄像头，理想 One 2021 款有 5 颗摄像头（图表 27）。这些摄像头是新能源汽车辅助自动驾驶最重要的硬件之一。为了实现更加安全、更加智能的自动驾驶，之后发布的新能源汽车摄像头还有升级空间。

在[光学行业首次覆盖报告](#)中，我们曾测算，目前，手机摄像头出货量在 40 亿颗以上，预计到 2025 年大约有 50 亿颗。按 20 元人民币一颗摄像头的假设计算，智能手机摄像头模组市场规模到 2025 年有望达到 1000 亿人民币。

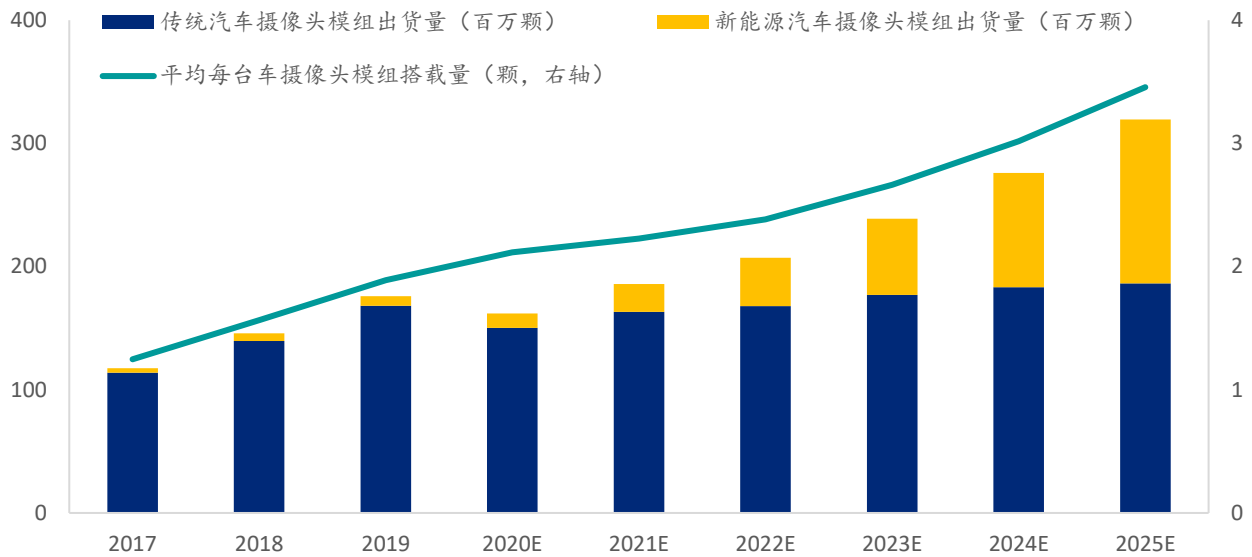
目前，全球车载摄像头规模大概在 1.7 亿颗，我们预计，未来五年的成长空间接近翻倍至 3.2 亿颗。按车载摄像头价格 200 元人民币的假设计算，到 2025 年车载摄像头市场规模可以达到 650 亿人民币，届时，车载摄像头市场的规模有望达到智能手机摄像头模组市场规模的 50% 以上。

今年上半年，中国汽车产业链受到疫情反弹的影响较大。尽管如此，我们看到各家车企依然将更多资源向新能源汽车倾斜。因而，中国新能源汽车行业增长受到的疫情影响相较于传统燃油车更小。这也为车载摄像头模组出货量提供了增量空间。

从摄像头模组的零部件来看，不仅仅是模组端，包括车载镜头和车载图像传感器，都受惠于车载影像行业需求的激增。因此，我们依然对光学行业的公司保持较为乐观的期待，预计 2022 年和 2023 年车载光学的收入、盈利贡献将会显著上升。

- **舜宇**：已经完善布局车载镜头，行业红利推升估值。同时，积极布局多条车载光学产品线，包括车载摄像头模组、HUD 抬头显示、激光雷达及部件等；
- **丘钛**：已经积极打入 Tier-1 供应商或者车企的摄像头模组供应。预计 2022 和 2023 年都将保持翻倍以上成长，利润贡献有望在今年到 4%-5%；
- **韦尔股份**：已完善布局车载图像传感器，在中国、欧洲等国家及地区已是龙头标的，可充分享受车载行业成长红利，快速推动公司业绩增长。

图表 26：全球汽车及新能源汽车摄像头模组以及平均每台车摄像头搭载量



E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、TSR、浦银国际

图表 27：蔚来 ET5、小鹏 P5、理想 One2021 款、特斯拉 Model Y 车载摄像头数量比较

	蔚来 ET5	小鹏 P5	理想 ONE2021 款	特斯拉 Model Y
<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

# 智能手机供应链：1H22 业绩触底，把握布局 2H22+1H23 的黄金性价比时刻

- 市场对于供应链的预期已经处于历史低位，上行空间大幅提升

我们认为，市场已经充分反映较电子行业为悲观的预期

我们将今年智能手机行业与 2018 年进行对比。之所以选取 2018 年，是因为 2018 年每个季度的智能手机出货量同比都是下降（图表 29），行业基本面较为疲软。2018 年，中美贸易冲突蔓延，市场对于中国科技行业比较悲观。因此，2018 年是过去七年中，中国科技硬件行业表现最糟糕的一年。

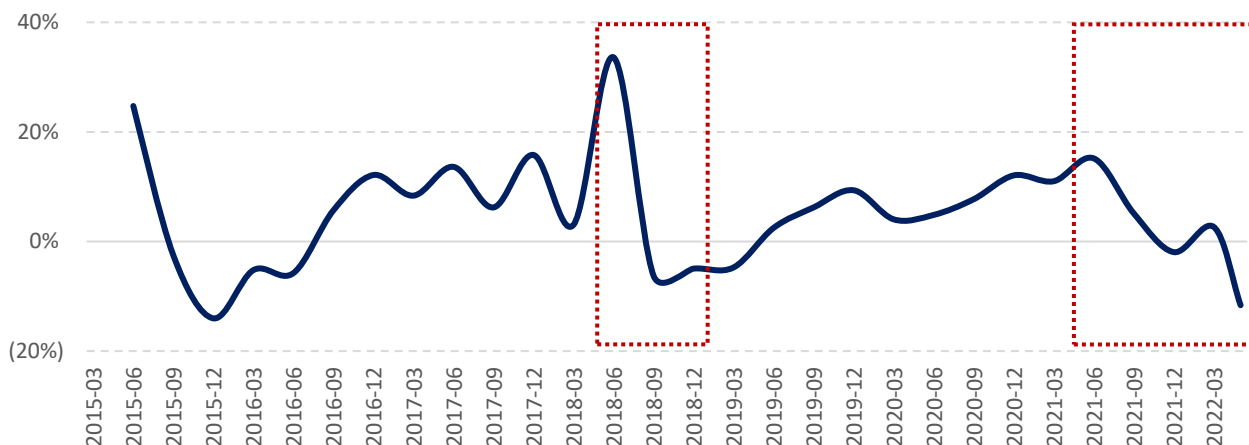
- 首先，从基本面角度来看，2021 年一季度有超过季节性的高基数作为同比，因而 1H22 的同比相对比较弱。而我们预计，今年下半年智能手机出货量将有望同比持平，但是绝对值依然低于 2018 年的水平。因此，今年的智能手机行业基本面并没有比 2018 年更差。
- 其次，A 股电子行业的市盈率目前为 23.7x，今年最低为 20.3x，已低于 2018 年的最低点 23.2x。这是比较直接的市场情绪体现，市场情绪已经比 2018 年的低点更低，上行空间较大。
- 第三，在图表 30 中，我们计算了 A 股电子行业公司每股盈利预测调整的历史趋势。我们可以看到，目前电子行业每股盈利下调持续的时间和程度都已超过 2018 年中美贸易冲突背景下市场悲观的程度。所以，我们认为市场对于智能手机需求预期进一步下修的空间和可能性都已经比较小，相反市场预期的上行风险则大大增加。

今年以来，智能手机供应链面临诸多负面消息，包括年初手机品牌预测动能较弱、新闻报道的多次砍单、行业库存过高等等。在我们对于智能手机出货量的预测中，已经涵盖较为悲观的这些预期，因此是较为合理的参考。

另外，现阶段，这些供应链龙头都步入了第二发展阶段，即通过上下游的业务延展、以手机为中心智能硬件以及汽车电子的布局。大多数龙头公司都能取得显著高于智能手机行业的增长。从图表 31，这些公司的收入增长可见一斑。

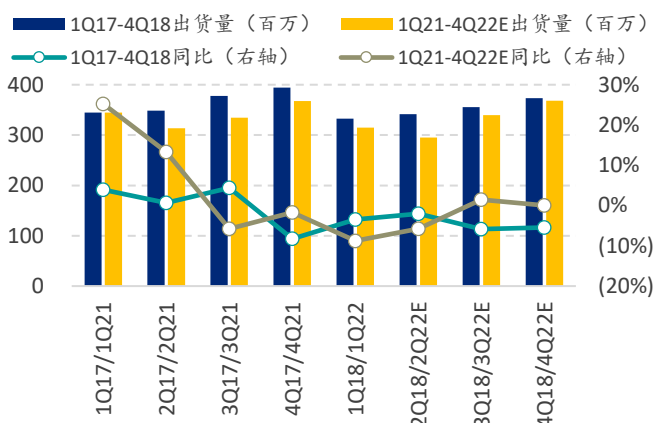
因此，结合行业基本面和市场预期，我们认为，电子行业当前已经反映较为悲观预期。

图表 28: 电子行业历史盈利预测调整



资料来源: Bloomberg、浦银国际

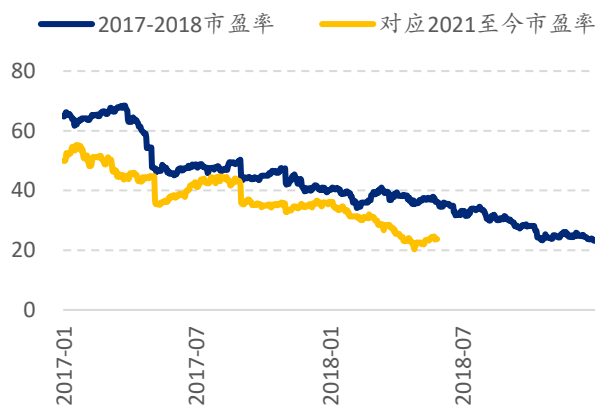
图表 29: 全球智能手机出货量及同比比较: (1Q17-4Q18 vs 1Q21-4Q22E)



E=浦银国际预测

资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 30: A 股电子行业估值比较 (2017-2018 vs 2021-2022 至今)



资料来源: Wind、浦银国际

图表 31: 智能手机供应链公司盈利预测

股票代码	公司	收入同比增速		净利润同比增速	
		2022E	2023E	2022E	2023E
1810 HK Equity	小米集团-W	11%	17%	(45%)	42%
688036 CH Equity	传音控股	11%	24%	(1%)	23%
285 HK Equity	比亚迪电子	14%	22%	(22%)	53%
600745 CH Equity	闻泰科技	26%	15%	15%	21%
002475 CH Equity	立讯精密	34%	15%	25%	23%
300433 CH Equity	蓝思科技	6%	22%	(21%)	79%
2018 HK Equity	瑞声科技	10%	11%	(1%)	29%
2382 HK Equity	舜宇光学科技	2%	24%	(7%)	24%
1478 HK Equity	丘钛科技	6%	27%	(28%)	53%
603501 CH Equity	韦尔股份	20%	17%	9%	19%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

## ● 智能手机零部件供应链库存风险可控

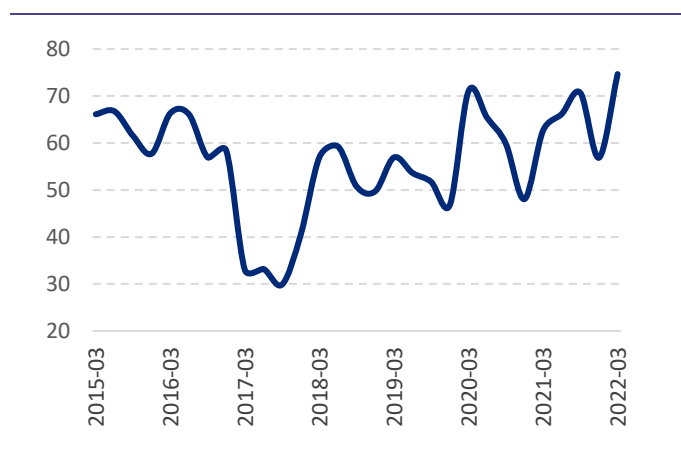
我们分析了电子零部件制造的行业库存（以库存周转天数衡量库存水平）。从**图表 32**中，可以清晰地看到2018年中美贸易冲突以来，行业整体的库存水平是增加，从2017-2018年的65-70天，上升到今年以来的70-80天。库存上升，主要是为了应对潜在的供应链波动。在此背景下，我们并不预期行业库存会显著回落至2017-2018的水平，而是仍然会保持在目前的位置，以应对地缘冲突、疫情反弹带来的潜在供应链波动风险。

在我们覆盖的公司中，由于大多公司处于行业龙头，且制造更多零部件，而非半导体器件，因此，除了韦尔股份以外，其他公司的库存水平都较行业均值低。这些智能手机零部件龙头都有能力根据客户（即手机品牌）的订单预测变化而快速响应。因此，智能手机的零部件供应商的库存风险较小，安全性整体较高。这些零部件公司的年末库存减值的风险相应较小。

同时，动态来看，这些零部件龙头公司库存水平相比行业平均水平的优势越来越明显。比如，闻泰科技的库存在2017年初相比行业均值更高，而在1Q22已经比均值低30天；立讯精密的库存在2017年初相比均值低8天，在1Q22，库存比行业均值低30天。

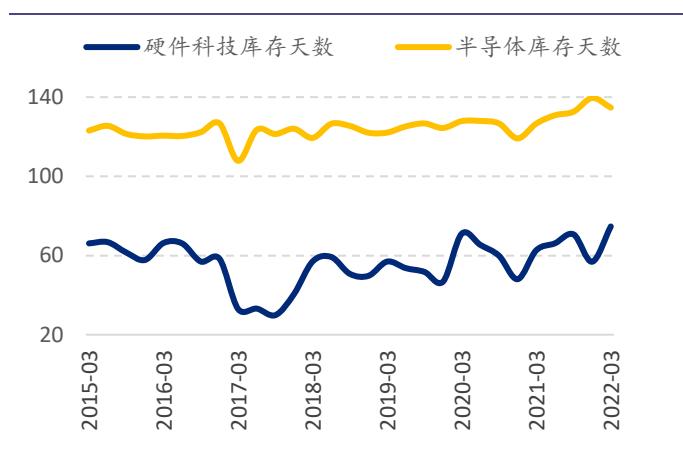
另外，我们也观察到，2021年三季度开始，ODM/EMS行业的库存水位较之前有所增长。但是，我们对此并不特别担忧。今年上半年，智能手机供应链的出货已经显著下降。同时，年中618等促销季有望消化库存。所以，我们对手机品牌、组装等环节的库存也并不担忧。

**图表 32: 电子制造行业历史库存天数变化**



注：样本选自A股硬件科技、半导体头部公司  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

**图表 33: 电子制造行业历史库存天数变化按照零部件和半导体拆分**



注：样本选自A股硬件科技、半导体头部公司  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

## ● 2H22+1H23 的黄金性价比时刻

从电子制造行业估值来看，今年上半年的市盈率最低到达 20.3x，低于历史均值以下一个标准差，同样低于 2018 年最低点的 23.2x 市盈率。因此，供应链的公司估值水平几乎也都处于历史较低的位置（图表 34）。

虽然行业估值已经处于历史极低水平，但是市场仍然对智能手机终端的需求和供应链的公司业绩增长表示担忧，无法确信目前公司较低的估值是否已经反映出了悲观预期。对于此，我们提出，今年二季度末前后，将是布局 2H22+1H23 高确定性增长的黄金性价比时刻。具体分析如下：

首先，我们在[上文](#)分析了市场预期已经处于较为悲观的状态，下半年的智能手机真实需求，继续低于当前较低预期的可能性比较低。

其次，我们在近期发布的[智能手机供应链行业报告](#)中，对覆盖公司的盈利预测进行了调整，对其 2022 年和 2023 年的盈利向下调整 0%-68%。我们希望能够较市场对于智能手机行业较低的预期更加真实地反映出这些公司基本面的预测。经过调整，我们覆盖的智能手机供应链公司的盈利预测较市场一致预期低 3%-74% 之间（图表 35）。

虽然，我们的盈利预测比市场一致预测低，但是，这让我们对部分公司的观点较市场更为乐观。以调整后的 2022E 市盈率为参考，覆盖公司中，舜宇光学、立讯精密、传音控股、韦尔股份、瑞声科技、丘钛科技的市盈率仍处于历史均值以下一个标准差附近（图表 37）。我们认为，这些公司在合理的盈利预测情况下，估值更加吸引人。

第三，我们从“性能最大”和“价格最优”两方面来拆解 2H22+1H23 黄金性价比的观点。

- **性能最大，即基本面明显改善。**由于今年上半年智能手机出货量较为疲弱，因而我们预期大多供应链的公司上半年盈利将同比下滑。但是，进入今年下半年，在全球智能手机出货量同比基本持平的预期下，我们期待大多数供应链公司将同比增长。同时，由于今年上半年的低基数，我们将预期延伸至明年上半年后，大多数供应链的公司有望取得确定性相对较高的同比增长。也就是说，我们将盈利预期的时间轴拓展为 2H22+1H23 时，智能手机供应链的盈利增长的确信性和改善程度，都会较 2022 年显著增加。
- **价格最优，即估值最便宜。**以当前股价计算 2H22+1H23 的每股盈利所对应的市盈率（图表 37），我们的覆盖公司中，大多都会较 2022 年的市盈率有显著下降。以 2H22+1H23 的市盈率作为参考，则有 7 家公司的估值处于自身历史均值以下一个标准标准差附近的位置。

最后，黄金“性价比”的时点在二季度末前后。按智能手机供应链大约2个月能见度作为参考，供应链会在二季度末看到三季度的大致情况。我们认为，当能见度内的订单并没有低于预期需求时，这将会是智能手机供应链的黄金性价比时刻。

图表 34：智能手机供应链市盈率 vs 历史市盈率

股票代码	公司	当前市盈率 (x)	历史平均市 盈率 (x)	均值以上 1 标准差	均值以下 1 标准差
1810 HK Equity	小米集团-W	16.7	23.2	30.9	15.4
688036 CH Equity	传音控股	13.0	27.5	36.1	18.9
285 HK Equity	比亚迪电子	10.9	11.6	15.8	7.4
600745 CH Equity	闻泰科技	17.2	30.3	40.9	19.8
002475 CH Equity	立讯精密	19.6	27.4	33.6	21.3
300433 CH Equity	蓝思科技	14.9	20.7	27.2	14.2
2018 HK Equity	瑞声科技	12.4	16.5	19.6	13.3
2382 HK Equity	舜宇光学科技	17.7	24.5	29.4	19.7
1478 HK Equity	丘钛科技	5.7	12.6	17.2	8.0
603501 CH Equity	韦尔股份	21.4	49.4	64.2	34.6

注：市盈率为未来12个月市盈率；舜宇市盈率均值取自2016年以来，其他市盈率取自2015年以来或上市以来；当前市盈率为截至2022年5月27日市盈率。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 35：智能手机供应链盈利预期：浦银预测 vs 一致预测

股票代码	公司	浦银预测 EPS (元)		市场一致预测 EPS (元)		差异	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
1810 HK Equity	小米集团-W	0.43	0.60	0.68	0.86	(38%)	(29%)
688036 CH Equity	传音控股	4.84	5.94	5.88	7.51	(18%)	(21%)
285 HK Equity	比亚迪电子	0.80	1.22	1.81	2.41	(56%)	(50%)
600745 CH Equity	闻泰科技	2.42	2.92	3.89	5.27	(38%)	(45%)
002475 CH Equity	立讯精密	1.25	1.51	1.40	1.84	(11%)	(18%)
300433 CH Equity	蓝思科技	0.33	0.59	1.26	1.57	(74%)	(63%)
2018 HK Equity	瑞声科技	1.08	1.39	1.11	1.46	(3%)	(4%)
2382 HK Equity	舜宇光学科技	4.25	5.26	4.87	6.00	(13%)	(12%)
1478 HK Equity	丘钛科技	0.53	0.81	0.67	0.89	(21%)	(9%)
603501 CH Equity	韦尔股份	5.61	6.67	6.22	7.95	(10%)	(16%)

注：市场预测取自 Bloomberg 一致预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 36: 智能手机供应链的盈利预期: 2H22+1H23 盈利展望确定性较高

股票代码	公司	净利润 (人民币百万)			净利润同比增速		
		2H22E+			2H22E+		
		2022E	2023E	1H23E	2022E	2023E	1H23E
1810 HK Equity	小米集团-W	10,644	15,094	<b>13,311</b>	(45%)	42%	<b>44%</b>
688036 CH Equity	传音控股	3,874	4,757	<b>4,409</b>	(1%)	23%	<b>13%</b>
285 HK Equity	比亚迪电子	1,796	2,739	<b>2,158</b>	(22%)	53%	<b>45%</b>
600745 CH Equity	闻泰科技	3,000	3,620	<b>3,000</b>	15%	21%	<b>17%</b>
002475 CH Equity	立讯精密	8,826	10,847	<b>9,663</b>	25%	23%	<b>31%</b>
300433 CH Equity	蓝思科技	1,631	2,912	<b>2,568</b>	(21%)	79%	<b>由负转正</b>
2018 HK Equity	瑞声科技	1,300	1,680	<b>1,544</b>	(1%)	29%	<b>75%</b>
2382 HK Equity	舜宇光学科技	4,645	5,745	<b>5,167</b>	(7%)	24%	<b>25%</b>
1478 HK Equity	丘钛科技	623	950	<b>783</b>	(28%)	53%	<b>49%</b>
603501 CH Equity	韦尔股份	4,869	5,784	<b>5,392</b>	9%	19%	<b>15%</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 37: 智能手机供应链估值的低点: 2H22+1H23 的估值具有性价比

股票代码	公司	当前股价对应预测市盈率 (x)			历史市盈率 (x)			
		2H22E+			当前	均值	+1 标准差	-1 标准差
		2022E	2023E	1H23E				
1810 HK Equity	小米集团-W	23.4	16.5	<b>18.7</b>	16.7	23.2	30.9	15.4
688036 CH Equity	传音控股	16.9	13.8	<b>14.9</b>	13.0	27.5	36.1	18.9
285 HK Equity	比亚迪电子	17.3	11.3	<b>14.4</b>	10.9	11.6	15.8	7.4
600745 CH Equity	闻泰科技	25.5	21.1	<b>25.5</b>	17.2	30.3	40.9	19.8
002475 CH Equity	立讯精密	24.9	20.6	<b>22.9</b>	19.6	27.4	33.6	21.3
300433 CH Equity	蓝思科技	30.2	16.9	<b>19.2</b>	14.9	20.7	27.2	14.2
2018 HK Equity	瑞声科技	12.5	9.7	<b>10.6</b>	12.4	16.5	19.6	13.3
2382 HK Equity	舜宇光学科技	22.6	18.3	<b>20.3</b>	17.7	24.5	29.4	19.7
1478 HK Equity	丘钛科技	8.2	5.4	<b>6.5</b>	5.7	12.6	17.2	8.0
603501 CH Equity	韦尔股份	26.6	22.4	<b>24.0</b>	21.4	49.4	64.2	34.6

注: 当前股价截至 2022 年 5 月 27 日, E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 2022 年下半年科技硬件行业配置策略

我们在近期的[智能手机供应链报告](#)中，梳理了四条逻辑线，用来筛选出在市场情绪比较薄弱的时候的安全标的。

1. **今年的盈利能力依然可以保持在历史较高的位置公司**：这用来将今年盈利下滑预期较高的公司排除在外，即把公司受到潜在的智能手机行业需求波动更大的公司排除在外。我们覆盖的公司中，符合要求的公司包括传音、闻泰、立讯、瑞声、舜宇、韦尔。
2. **根据 1Q22 的业绩以及 2H22 的展望，业绩调整幅度更小的公司**：即使在今年比较困难的情况下，盈利下调幅度更小说明公司新业务的扩张更加稳健，可以更好的抵御智能手机需求波动。我们覆盖的公司中，符合要求的公司的包括传音、立讯、舜宇、韦尔。
3. **横向或纵向比较，库存更低的公司**：在悲观预期中，公司较低的库存可以更好抵御风险，同时更容易享受补库存的动能红利。由于我们覆盖的智能手机零部件公司都能比较快速响应客户的订单需求变化，因而大多数公司的库存并不高，年末库存减值的风险较低。
4. **新能源汽车战略清晰的公司**：借助自身电子制造能力，向新能源汽车电子转型和扩张的公司，有望提供长期的基本面增长。我们覆盖的公司中，已经有显著的汽车业务收入和利润贡献的公司包括比亚迪电子、闻泰、立讯、蓝思、舜宇、韦尔。

综合以上四条逻辑线，我们**强烈推荐舜宇光学（2382.HK）和立讯精密（002475.HK）**，符合全部逻辑。**重点推荐传音控股（688036.CH）、韦尔股份（603501.CH）和闻泰科技（600745.CH）**，符合四条逻辑线中的三条。

图表 38: 浦银国际 2H22 年科技硬件行业配置策略总结

板块	2H22 投资策略	主要风险	建议关注
<a href="#">智能手机供应链</a>	<p>建议关注四条逻辑线：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 今年的盈利能力依然可以保持在历史较高的位置公司。</li> <li>2. 根据 1Q22 的业绩以及 2H22 的展望，业绩调整幅度更小的公司。</li> <li>3. 横向或纵向比较，库存更低的公司。</li> <li>4. 新能源汽车战略清晰的公司。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 下半年全球智能手机需求复苏不及预期；</li> <li>2. 半导体芯片供应不平衡在下半年持续，拖累手机出货量；</li> <li>3. 公司扩张带来费用率较高；</li> <li>4. 行业竞争加剧导致利润增速低于收入增速。</li> </ol>	<p>*舜宇光学（2382.HK）</p> <p>*立讯精密（002475.HK）</p> <p>传音控股（688036.CH）</p> <p>韦尔股份（603501.CH）</p> <p>闻泰科技（600745.CH）</p>

注：\*为细分板块首选 资料来源：浦银国际

图表 39：智能手机供应链覆盖公司总结

公司	舜宇光学科技	立讯精密	传音控股	韦尔股份	闻泰科技
股票代码	2382 HK Equity	002475 CH Equity	688036 CH Equity	603501 CH Equity	600745 CH Equity
评级	买入	买入	买入	买入	买入
目标价 (当地货币)	156.7	41.3	107.4	192.8	79.2
潜在升幅	40%	33%	31%	29%	28%
现价 (当地货币)	111.8	31.1	81.9	149.3	61.8
投资主旨 与展望	舜宇光学为我们的覆盖股票中的首选。公司受益于智能手机摄像头模组、镜头以及车载镜头行业的高速增长，有较强抵御不同行业需求的能力，因而可以享受较高估值溢价。	立讯精密为我们行业的次选。受益收购的立铠业务的放量，立讯精密少数可以在今年上半年保持稳定成长的智能手机供应链。公司的下一个五年计划中汽车 ODM 的发展有望推动公司长期发展。	传音在非洲地区保持每年 15%-20% 收入增长和稳定的毛利率，而在非洲以外的新兴地区增速高于非洲。公司增长的确定性较高。	韦尔股份可以充分享受 1) 长期，光学摄像头模组行业在智能手机和车载的两大应用场景的快速成长，2) 短期，车载图像传感器的需求爆发。	安世半导体的功率半导体业务有望实现较高的收入成长和毛利率提升。而闻泰的 ODM 业务有望在 2021 年低基数上取得成长。

公司	丘钛科技	比亚迪电子	小米集团-W	瑞声科技	蓝思科技
股票代码	1478 HK Equity	285 HK Equity	1810 HK Equity	2018 HK Equity	300433 CH Equity
评级	买入	买入	买入	买入	买入
目标价 (当地货币)	6.4	19.2	13.5	17.5	11.4
潜在升幅	27%	20%	16%	11%	15%
现价 (当地货币)	5.1	16.0	11.6	15.7	9.9
投资主旨 与展望	丘钛科技为光学摄像头模组行业中低估值的标的，估值上行空间较大。长期车载摄像头模组提供增量的确定性较高。	比亚迪电子充分布局国际客户是这两年年最大的业务增量。受益新能源汽车行业高速增长，比亚迪电子的汽车电子业务有望迎来爆发给公司的长期盈利和估值以支撑。公司的智能硬件业务也将保持高速增长。	小米的智能手机持续在中国市场深耕线下渠道，并在欧洲市场抢夺市场份额，为 IoT 产品线和互联网变现收入提供强力支撑。长期布局智能电动车，有望进一步打开公司成长空间。	公司的声学、马达、结构件等传统业务有望今年上半年低点恢复增长动力。公司的光学业务也有望在行业需求改善后，恢复应有的利润率。	公司在玻璃、金属等智能手机外观件、结构件多元扩张。通过玻璃技术打入新能源汽车供应链体系，有望支撑长期增长。短期的产能扩张虽然带来成本上升，但是有望提供长期收入增长基础。

注：取 2022 年 5 月 27 日收盘价  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 科技硬件行业估值及回报

## 科技硬件行业指数及估值表现

年初至今（截至 2022 年 5 月 27 日），A 股电子指数、恒生科技指数、MSCI 中国 IT 指数及估值走势都都有较大幅度下滑，且下滑程度都超过沪深 300 指数、恒生科技指数等大盘指数。这是由科技行业波动更加剧烈的属性导致的。因此，在行业指数和估值到达底部附近时，我们建议投资密切关注该行业，以未来行业增长幅度同样比较的  $\beta$  机会。

- **A 股电子指数**年初至今跌幅达 32%，显著高于沪深 300 指数 19% 的跌幅。A 股电子指数目前估值为 23.7x，在历史均值一个标准差以下；今年以来，市盈率最低点在 20.3x，已经低于 2018 年的最低点 23.2x。
- **恒生科技指数**年初至今跌幅为 15%，跌幅较 A 股电子指数更小，但与恒生指数相比有更大跌幅（恒申指数年初至今跌幅为 12%），主要原因是受到美股、中概股互联网公司拖累。估值方面，当前恒生科技指数市盈率为 26.3x，低于均值以下一个标准差。
- **MSCI 中国 IT 指数**年初至今跌幅为 34%，跌幅较 A 股电子指数、恒生科技指数更为明显。估值方面，当前 MSCI 中国 IT 指数市盈率为 15.2x，显著低于 2015 年以来市盈率均值(26.7x)，在均值以下两个标准差(14.9x)附近。

图表 40: A 股电子指数 vs 沪深 300



注：截至 2022 年 5 月 27 日收盘价；

资料来源：Wind、浦银国际

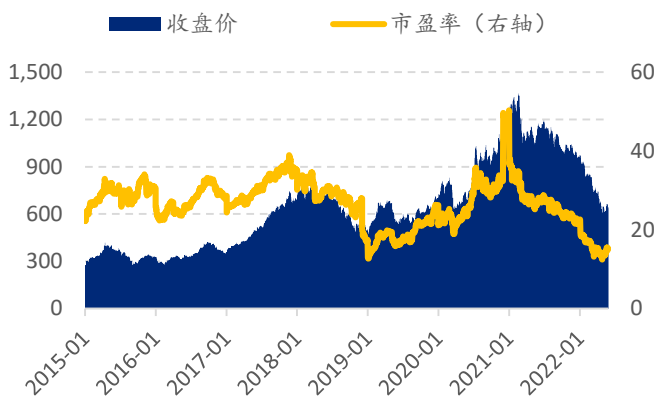
图表 41: 恒生科技指数 vs 恒生指数



注：截至 2022 年 5 月 27 日收盘价；

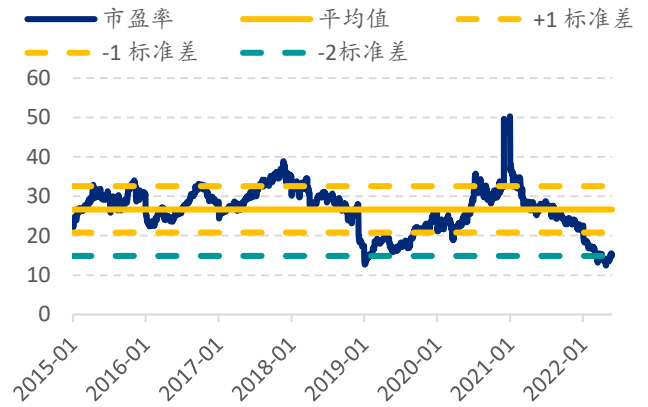
资料来源：Wind、浦银国际

图表 42: MSCI 中国 IT 指数以及市盈率



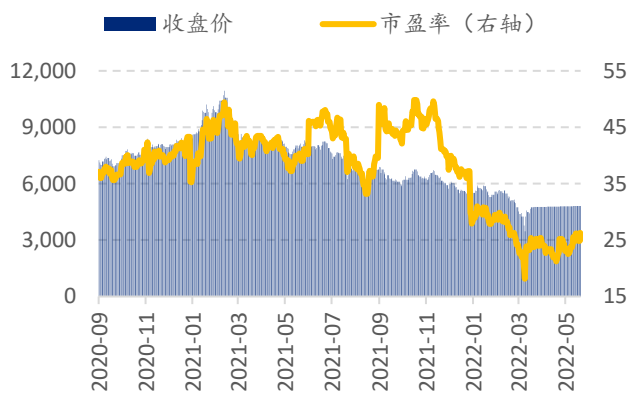
注：截至 2022 年 5 月 27 日收盘价；市盈率取自未来 12 个月市盈率  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 43: MSCI 中国 IT 指数历史市盈率



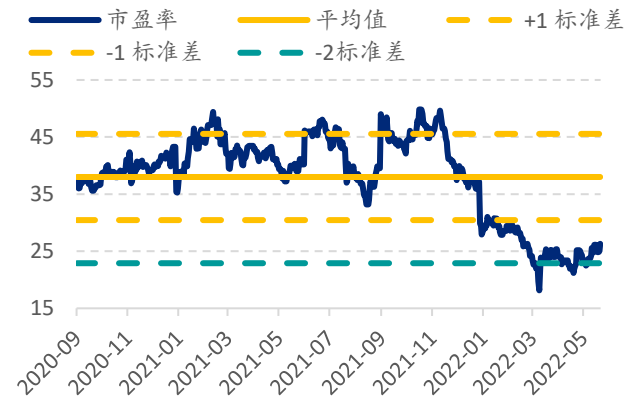
注：截至 2022 年 5 月 27 日收盘价，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日至今；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 44: 恒生科技指数及市盈率



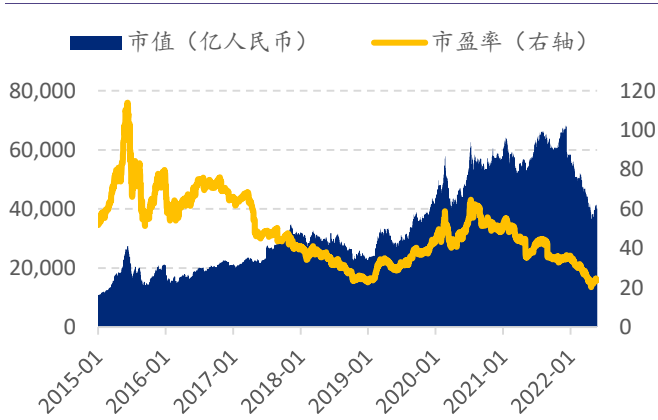
注：截至 2022 年 5 月 27 日收盘价，市盈率取自未来 12 个月市盈率；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 45: 恒生科技指数市盈率



注：数据截至 2022 年 5 月 27 日，市盈率取自未来 12 个月市盈率，历史均值取自 2020 年 9 月 7 日至今；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 46: A 股电子指数市值及市盈率



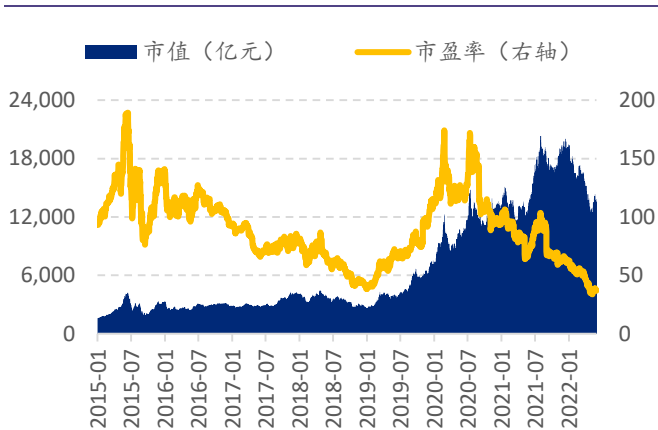
注：截至 2022 年 5 月 27 日收盘价，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率；  
资料来源：Wind、浦银国际

图表 47: A 股电子指数市盈率



注：数据截至 2022 年 5 月 27 日，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率，历史均值取自 2015 年 1 月 5 日至今；  
资料来源：Wind、浦银国际

图表 48: A 股半导体指数市值及市盈率



注：截至 2022 年 5 月 27 日收盘价，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率；  
资料来源：Wind、浦银国际

图表 49: A 股半导体指数市盈率



注：数据截至 2022 年 5 月 27 日，市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率，历史均值取自 2015 年 1 月 5 日至今；  
资料来源：Wind、浦银国际

## 科技硬件行业可比公司估值

图表 50: 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)		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>手机品牌</b>													
1810 HK Equity	小米	36,970	11.6	(39%)	(31%)	34%	17%	17.2	12.8	10.9	1.7	1.5	1.3
688036 CH Equity	传音控股	9,795	81.9	(48%)	20%	26%	20%	14.4	11.4	9.6	3.7	2.9	2.3
AAPL US Equity	苹果	2,421,950	149.6	(16%)	10%	7%	5%	24.5	22.8	21.7	39.4	31.7	24.1
005930 KS Equity	三星	317,552	66,500.0	(15%)	20%	8%	4%	9.4	8.7	8.4	1.4	1.2	1.1
<b>平均</b>								16.4	14.0	12.6	11.5	9.3	7.2
<b>手机代工</b>													
002475 CH Equity	立讯精密	32,844	31.1	(37%)	30%	32%	23%	22.1	16.8	13.6	4.8	3.7	3.0
600745 CH Equity	闻泰科技	11,488	61.8	(52%)	21%	35%	26%	20.3	15.0	11.8	2.1	1.9	1.7
285 HK Equity	比亚迪电子	4,599	16.0	(44%)	(20%)	49%	27%	13.3	9.0	7.0	1.2	1.1	0.9
2317 TT Equity	鸿海	52,035	110.0	6%	6%	12%	11%	10.4	9.3	8.4	1.0	0.9	0.9
FLEX US Equity	伟创力	7,849	17.2	(6%)	31%	14%	12%	9.1	8.0	7.1	2.2	1.9	1.6
4938 TT Equity	和硕	6,102	67.0	(3%)	(11%)	15%	9%	11.2	9.7	8.9	1.0	1.0	0.9
2038 HK Equity	富智康	995	1.0	(28%)	250%	57%	N/A	18.2	11.6	N/A	0.5	0.5	N/A
<b>平均</b>								14.9	11.3	9.5	1.8	1.6	1.5
<b>光学镜头</b>													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	15,623	111.8	(55%)	(2%)	23%	19%	20.8	16.9	14.2	4.5	3.7	3.1
2018 HK Equity	瑞声科技	2,423	15.7	(49%)	(16%)	24%	21%	13.8	11.1	9.2	0.7	0.7	0.7
3008 TT Equity	大立光	7,575	1,655.0	(33%)	(0%)	(4%)	6%	12.1	12.5	11.8	1.5	1.4	1.3
002456 CH Equity	欧菲光	2,718	5.6	(42%)	(149%)	42%	240%	75.1	53.0	15.6	2.1	2.0	2.0
3406 TT Equity	玉晶光	1,470	382.5	(28%)	13%	23%	15%	17.1	13.8	12.0	2.4	2.2	2.0
<b>平均</b>								27.8	21.5	12.6	2.2	2.0	1.8
<b>光学模组</b>													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	15,623	111.8	(55%)	(2%)	23%	19%	20.8	16.9	14.2	4.5	3.7	3.1
1478 HK Equity	丘钛科技	764	5.1	(50%)	(30%)	33%	26%	6.6	5.0	3.9	1.0	0.8	0.7
011070 KS Equity	LG INNOTEK	7,023	371,000.0	2%	14%	9%	4%	8.7	8.0	7.7	2.1	1.7	1.4
002456 CH Equity	欧菲光	2,718	5.6	(42%)	(149%)	42%	240%	75.1	53.0	15.6	2.1	2.0	2.0
<b>平均</b>								27.8	20.7	10.3	2.4	2.1	1.8
<b>CMOS</b>													
603501 CH Equity	韦尔股份	19,545	149.3	(52%)	16%	28%	23%	25.6	19.9	16.2	6.6	5.1	3.9
005930 KS Equity	三星	317,552	66,500.0	(15%)	20%	8%	4%	9.4	8.7	8.4	1.4	1.2	1.1
6758 JT Equity	索尼	113,323	11,425.0	(21%)	(22%)	(1%)	6%	17.1	17.2	16.3	2.2	1.9	1.7
000660 KS Equity	海力士	61,727	106,000.0	(19%)	33%	14%	2%	6.0	5.3	5.2	1.0	0.9	0.8
<b>平均</b>								14.5	12.8	11.5	2.8	2.3	1.9
<b>电子零部件</b>													
300433 CH Equity	蓝思科技	7,342	9.9	(57%)	(29%)	37%	24%	16.3	12.0	9.6	1.1	1.0	0.9
002241 CH Equity	歌尔声学	18,888	37.0	(32%)	30%	27%	22%	22.1	17.3	14.2	3.8	3.2	2.6
300207 CH Equity	欣旺达	6,545	25.5	(39%)	21%	88%	35%	36.4	19.4	14.4	3.1	2.7	2.3
002456 CH Equity	欧菲光	2,718	5.6	(42%)	(149%)	42%	240%	75.1	53.0	15.6	2.1	2.0	2.0
300136 CH Equity	信维通信	2,171	15.0	(41%)	(4%)	28%	21%	17.3	13.5	11.2	2.1	1.9	1.6
<b>平均</b>								33.5	23.0	13.0	2.4	2.2	1.9
<b>中国半导体</b>													
981 HK Equity	中芯国际	25,321	17.3	(8%)	8%	(10%)	5%	10.8	12.1	11.5	0.9	0.8	0.7
600745 CH Equity	闻泰科技	11,488	61.8	(52%)	21%	35%	26%	20.3	15.0	11.8	2.1	1.9	1.7
603986 CH Equity	兆易创新	13,845	139.0	(21%)	27%	25%	24%	32.5	25.9	20.9	6.0	5.0	4.1
300661 CH Equity	圣邦股份	9,899	280.7	(9%)	60%	40%	42%	65.5	46.9	33.1	20.6	14.6	10.2
688396 CH Equity	华润微电子	9,734	49.4	(24%)	11%	14%	20%	26.7	23.5	19.6	3.3	2.9	2.5
600584 CH Equity	长电科技	6,266	23.6	(24%)	14%	11%	17%	13.2	11.9	10.2	1.8	1.6	1.3
1347 HK Equity	华虹半导体	4,702	28.4	(34%)	65%	5%	24%	15.0	14.4	11.6	1.4	1.2	1.1
601231 CH Equity	环旭电子	4,042	12.3	(24%)	16%	21%	19%	12.5	10.3	8.7	1.8	1.6	1.4
603160 CH Equity	汇顶科技	3,769	55.1	(49%)	(40%)	60%	44%	49.0	30.5	21.2	2.8	2.7	2.2
<b>平均</b>								27.3	21.2	16.5	4.5	3.6	2.8
<b>汽车半导体</b>													
TXN US Equity	德州仪器	164,112	178.0	(6%)	13%	(1%)	(0%)	19.7	20.0	20.1	11.0	9.9	7.7
ON US Equity	安森美半导体	26,566	61.1	(10%)	73%	2%	6%	12.5	12.3	11.6	4.1	3.3	2.6
603290 CH Equity	斯达半导	9,422	370.0	(3%)	72%	38%	38%	95.0	69.0	50.0	10.8	9.5	8.1
600460 CH Equity	士兰微	9,269	43.9	(19%)	13%	34%	30%	42.5	31.7	24.3	8.1	6.6	5.3
6963 JP Equity	罗姆株式会社	8,579	10,590.0	1%	118%	6%	13%	17.9	16.9	15.0	1.3	1.2	1.2
300373 CH Equity	杨杰科技	5,685	74.3	11%	52%	26%	31%	33.7	26.9	20.6	6.3	5.2	4.2
<b>平均</b>								36.9	29.5	23.6	6.9	5.9	4.9
<b>安防</b>													
002415 CH Equity	海康威视	45,804	32.5	(38%)	16%	19%	19%	16.1	13.6	11.4	4.0	3.4	2.8
ASSAB SS Equity	Assa Aloy	27,311	241.6	(13%)	26%	13%	10%	21.4	18.9	17.2	3.5	3.1	2.8
6752 JT Equity	Panasonic	22,765	1,179.5	(7%)	54%	3%	13%	11.5	11.2	10.0	1.0	0.9	0.9
ALLE US Equity	安朗杰	9,969	113.5	(14%)	11%	14%	10%	20.1	17.6	16.0	10.9	9.1	6.7
002236 CH Equity	大华股份	7,094	15.9	(32%)	2%	21%	25%	11.6	9.5	7.6	1.7	1.5	1.3
012450 KS Equity	韩华Techwin	2,118	52,300.0	9%	(8%)	12%	(2%)	11.5	10.3	10.4	0.9	0.8	0.8
002373 CH Equity	宇视科技	2,048	8.7	(42%)	(27%)	58%	21%	18.6	11.8	9.7	1.0	0.9	0.9
<b>平均</b>								15.8	13.3	11.8	3.3	2.8	2.3

注: E = Bloomberg 一致预测, 股价截至 2022 年 5 月 27 日

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 浦银国际

图表 51: 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	11.6	买入	13.5	2022/5/29	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	81.9	买入	107.4	2022/5/29	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	16.0	买入	19.2	2022/5/29	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	61.8	买入	79.2	2022/5/29	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	★立讯精密	31.1	买入	41.3	2022/5/29	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	9.9	买入	11.4	2022/5/29	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	15.7	买入	17.5	2022/5/29	声学、光学器件
2382 HK Equity	★舜宇光学科技	111.8	买入	156.7	2022/5/29	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.1	买入	6.4	2022/5/29	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	149.3	买入	192.8	2022/5/29	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	16.6	买入	20.5	2022/5/30	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	125.7	买入	161.2	2022/5/30	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	22.5	买入	29.0	2022/5/30	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	84.6	买入	113.9	2022/5/30	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	24.3	买入	32.1	2022/5/30	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	94.6	买入	126.0	2022/5/30	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	759.6	持有	802.9	2022/5/30	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	268.6	买入	348.7	2022/5/30	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	288.9	买入	374.2	2022/5/30	新能源汽车

注: ★=浦银国际科技硬件行业首选; 截至 2022 年 5 月 27 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经授权的行为。

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人士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

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

