



科技行业 2023 年中期展望：从上半年等到下半年的行业基本面和估值面共振向上

- 下半年终端需求边际复苏改善，把握科技硬件行业高 Beta 机会：**年初至今，A 股电子指数涨幅为 14%，高于沪深 300 等大盘涨幅。我们拆解来看，主要由于 AI 概念标的大幅推动所致。从基本面看，智能手机等终端需求持续疲软，因而从二季度开始非 AI 相关的标的股价下行压力较大。从细分行业看，我们优先推荐估值面先于基本面触底向上的半导体行业，其次推荐具备高波动属性的科技硬件非 AI 相关标的，这些标的有望在下半年手机边际复苏中迎来 Beta 上行机会。我们**首推舜宇光学 (2382.HK) 和华虹半导体 (1347.HK)**，主要考虑下半年基本面同比环比改善盈利确定性高、车载业务或新能源占比持续提升带来的增量、估值处于上行周期较早阶段。
- 半导体估值周期先于基本面周期上行：**今年一二季度全球半导体行业基本面处于下行阶段，今年 3 月、4 月全球半导体销售额同比分别下降 21% 和 22%。基于周期分析以及产业调研，我们预期半导体行业基本面将在今年二、三季度见底。根据 WSTS 的预测，2024 年全球半导体销售额有望重回至 11.8% 的增长。进一步看，半导体估值周期已经领先基本面 6-12 个月，形成底部并抬头向上。我们认为估值上扬是反映市场对于半导体行业玩家周期触底并抬头回暖的预期，会持续推动行业内的公司保持 Beta 上行动能。因此，我们看好华虹半导体和中芯国际的下半年机会。
- 下调 2023 年全球智能手机出货量预测增速至 -3.8%，预期三四季度实现温和增长：**我们预计今年全球智能手机出货量将达 11.6 亿部，智能手机迈过巅峰后的历史最低位。但是，今年三季度和四季度中国智能手机出货量将同比分别增长 2% 和 5%，较上半年复苏。根据我们的调研，供应链普遍对于三四季度智能手机保持谨慎复苏预期。从更长的时间维度看，我们认为智能手机会围绕 12.0-12.5 亿部的出货量中枢波动，因此手机供应链的基本盘有触底上行空间。
- 科技硬件估值合理，建议逐步布局增加仓位：**当前 A 股电子行业市盈率为 46.1x，略低于历史均值，主要由于今年上半年手机供应链利润下行压力较大以及 AI 相关标的估值处于高位两个原因所致。所以，我们建议投资人关注：1) 今年下半年至明年基本面复苏消化估值标的，2) 有资金获利了结的估值偏高的 AI 相关标的。
- 投资风险：**全球智能手机需求持续走弱，2023 年下半年需求复苏不及预期；智能手机，包括摄像头模组等，配置升级放缓或配置降级；半导体行业去库存时间长于预期，基本面触底不及预期；供应链龙头公司产能利用率下降拖累毛利率和净利润率；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

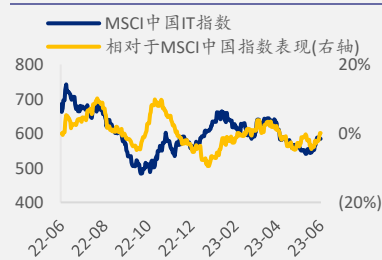
黄佳琦

科技助理分析师

sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2023 年 6 月 26 日

MSCI 中国 IT 指数表现



注：截至 2023 年 6 月 21 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

[中国半导体晶圆代工：估值面先于基本面触底，迎来 Beta 上行机遇期 \(2023-06-07\)](#)

[科技行业 2023 年展望：静待行业基本面和估值面共振向上 \(2022-12-09\)](#)

[中国半导体晶圆代工：周期切换中的业绩思考\(含中芯、华虹 2Q22 业绩回顾\) \(2022-08-14\)](#)

[半导体行业供应链梳理：中国晶圆代工充分享受行业景气度上行与国产替代的旺盛需求 \(2022-06-15\)](#)

[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 \(2022-06-01\)](#)

[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 \(2022-05-29\)](#)

目录

半导体行业：估值面先于基本面触底，迎来 Beta 上行机遇期.....	4
半导体行业基本面持续下行，但有望在今年二、三季度触底，并抬头向上.....	4
半导体行业估值已触底，上行趋势明朗，迎来 Beta 上行机遇.....	6
关于 AI：是未来，也是现在.....	10
全球智能手机需求企稳，期待下半年科技行业边际改善复苏.....	12
预计 2023 年全球智能手机需求整体下滑，但 2023 年下半年出货量边际改善.....	12
车载摄像头模组成为越来越重要的行业增量，手机摄像头模组有企稳触底空间.....	17
市场预期处于低位，下行风险可控，布局高波动 Beta.....	21
2023 年下半年科技硬件行业配置策略.....	24
科技硬件行业估值及回报.....	26
科技硬件行业指数及估值表现.....	26
科技硬件行业可比公司估值.....	29

图表目录

图表 1: 全球半导体行业规模及预测：预计 2023 年同比下滑 10.3%；但 2024 年市场可能有所好转，同比增长 11.8%.....	5
图表 2: 韩国半导体生产量、出货量、库存量同比增速.....	7
图表 3: 全球半导体销售额三个月移动平均值.....	7
图表 4: 全球半导体销售额同比增速 vs 全球 GDP 同比增速.....	7
图表 5: 全球半导体销售额同比增速 vs 中国半导体销售额同比增速.....	7
图表 6: 全球半导体设备销售额及同比增速.....	8
图表 7: 全球半导体头部公司库存天数.....	8
图表 8: 全球半导体三个月移动平均值销售额同比与费城半导体指数市盈率.....	8
图表 9: 中芯国际：收入同比增速及毛利率（1Q21-4Q24E）.....	8
图表 10: 华虹半导体：收入同比增速及毛利率（1Q21-4Q24E）.....	8
图表 11: A 股半导体指数市值及市盈率 (x).....	9
图表 12: 费城半导体指数市值及市盈率 (x).....	9
图表 13: 中芯国际：港股市盈率 (x).....	9
图表 14: 华虹半导体：市盈率 (x).....	9
图表 15: 中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同比.....	9
图表 16: 全球服务器出货量及预测.....	11
图表 17: 全球 AI 服务器及预测.....	11
图表 18: 人工智能指数及交易量.....	11
图表 19: 人工智能指数市盈率.....	11
图表 20: 全球智能手机出货量及预测（1Q20-4Q23E）.....	13
图表 21: 全球和中国智能手机出货量同比（1Q21-4Q23E）.....	13

图表 22: 全球智能手机出货量份额按价格拆分 (2Q21-1Q23)	13
图表 23: 全球智能手机出货量增速按价格拆分 (2Q21-1Q23)	13
图表 24: 全球智能手机出货量及预测 (2015-2025E)	15
图表 25: 全球智能手机季度出货量及预测 (1Q22-4Q23E)	15
图表 26: 中国智能手机出货量季度预测 (1Q22-4Q23E)	15
图表 27: 印度智能手机季度出货量及预测 (1Q22-4Q23E)	15
图表 28: 全球智能手机出货量: 新预测 vs 前预测 (2023E-2024E)	15
图表 29: 全球智能手机出货量份额按品牌拆分 (1Q21-1Q23)	16
图表 30: 苹果、华为、小米、OPPO、Vivo 季度出货量同比增速 (1Q21-1Q23)	16
图表 31: 蔚来 ET5、小鹏 G9、理想 L9、特斯拉 Model Y 车载摄像头数量比较	18
图表 32: 全球车载摄像头市场规模及预测	18
图表 33: 全球车载摄像头模组市场规模及预测	18
图表 34: 历代 iPhone 摄像头模组配置	20
图表 35: 中国市场智能手机旗舰机型“超大杯”摄像头配置比较	20
图表 36: 电子行业历史盈利预测调整	21
图表 37: 舜宇 EPS 市场预测值季度环比	22
图表 38: 立讯精密 EPS 市场预测值季度环比	22
图表 39: 智能手机/半导体股价收益 (分季度)	22
图表 40: 智能手机供应链/半导体估值 vs 历史估值	23
图表 41: 浦银国际 2023 年下半年科技硬件行业配置策略总结	25
图表 42: A 股电子指数 vs 沪深 300	26
图表 43: 恒生科技指数 vs 恒生指数	26
图表 44: MSCI 中国 IT 指数以及市盈率	27
图表 45: MSCI 中国 IT 指数历史市盈率	27
图表 46: 恒生科技指数及市盈率	27
图表 47: 恒生科技指数市盈率	27
图表 48: A 股电子指数市值及市盈率	28
图表 49: A 股电子指数市盈率	28
图表 50: A 股半导体指数市值及市盈率	28
图表 51: A 股半导体指数市盈率	28
图表 52: 智能手机供应链可比公司估值比较	29
图表 53: 半导体供应链可比公司估值比较	30

科技行业 2023 年中期展望：从上半年等到下半年的行业基本面和估值面共振向上

半导体行业：估值面先于基本面触底，迎来 Beta 上行机遇期

- 半导体行业基本面持续下行，但有望在今年二、三季度触底，并抬头向上

根据世界半导体贸易统计组织（WSTS）的预测，由于通胀加剧等宏观经济因素和终端市场需求的疲软，今年全球半导体行业销售额预计出现双位数下滑，同比下降 10.3% 至 5,150 亿美元，同比增速由 2022 年的 3.2% 进一步下滑为负。智能手机依然是半导体行业最大的应用领域，因此智能手机需求下滑，也带动了半导体行业需求的大幅下挫。同时，2024 年全球半导体销售额有望重回增长，再次进入上升趋势，同比增长 11.8%（图表 1）。

半导体行业的基本面一直有比较明显的周期属性。

上一轮半导体行业基本面的下行周期底部大约是 2019 年 6 月，此后抬头向上进入上行周期。经历过 2020 年 3 月的疫情，在 2020 年下半年，行业再次加速向上，并持续至 2021 年 9 月（图表 3）。这轮持续约 15 个月左右的上行周期，主要受益于初期疫情后 5G 手机和新能源车等新增需求爆发，以及供应端为避免地缘冲突而大幅提高的补库存需求。

本轮半导体基本面的下行周期则是自 2021 年 9 月起持续到目前，已接近 21 个月。本轮行业下行周期，主要归因于国内和海外晶圆制造环节产能的快速增加，以及 2022 年全球智能手机需求持续不及预期。

2023 年 2 月，全球半导体销售额同比下降 21%，较去年 11 月、12 月 9% 和 14% 的降幅进一步下探。我们认为，由于一、二季度全球智能手机等消费电子需求持续疲软，二季度全球半导体月度销售额的同比预计将持续下探，但下探空间已经较为有限。同比降幅有望在今年三、四季度收窄，且部分产业链玩家有望在今年年底及明年一、二季度实现收入同比再次翻正。

我们预期，半导体基本面周期下行底部的时间将会在今年二、三季度，并在三、四季度抬头向上。这个判断一方面来自于与行业多家厂商的交流。另一方面，也大致符合平均每轮上行或者下行周期持续时间约 24 个月的周期跨度。

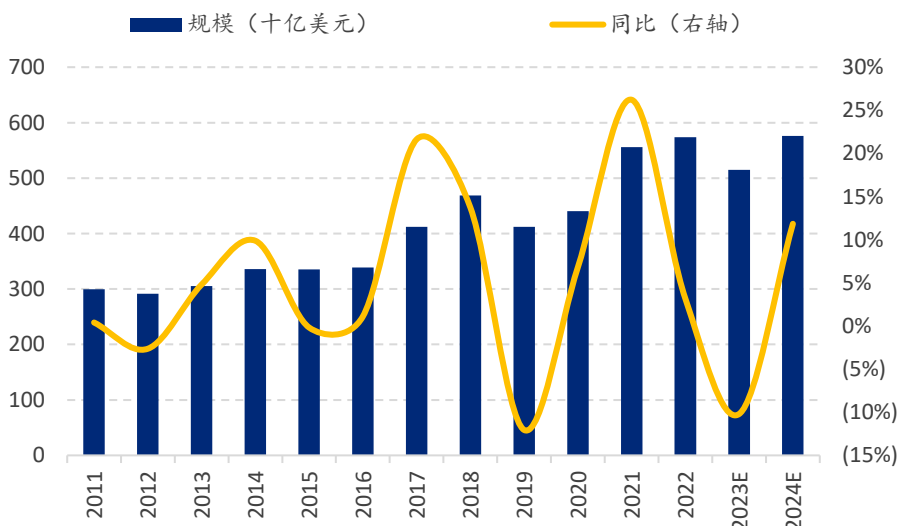
另外，根据韩国统计厅数据，今年 3 月，韩国半导体生产量和出货量分别同比下滑 34%和 35%（图表 2），与 2 月同比降幅较为接近，有接近底部的迹象。而其 3 月的库存同比增幅则达到 38%，较 2 月继续提速，这主要由于需求较弱，拉货较慢。因此，我们预期半导体行业在二季度将会持续下行。

因此，半导体行业中的几家晶圆代工厂商，二季度也同样会受到行业基本面持续下行的压力。台积电二季度的指引中位数显示，收入环比下降 7%，同比下降 11%，而毛利率则环比下降 3.2 个百分点，同比下降 3.0 个百分点。

相较而言，中芯国际和华虹的业绩指引则略好于行业下行趋势。中芯国际二季度收入环比略有增长，毛利率基本持平；而华虹半导体二季度尽管毛利率有所下降，但是收入环比持平，且维持在上行周期的高点。

我们认为，中芯和华虹下行幅度优于其他海外晶圆代工厂，主要是受益于中国大陆国产化的供应需求。例如，中芯国际的部分订单来自于客户的新产品，因而有新产品拉库存的需求。华虹部分功率器件受益于新能源应用的高需求和高景气度，而这也同样是我们对这两家公司保持长期乐观的基石。

图表 1：全球半导体行业规模及预测：预计 2023 年同比下滑 10.3%；但 2024 年市场可能有所好转，同比增长 11.8%



注：E=世界半导体贸易统计组织预测
资料来源：世界半导体贸易统计组织、浦银国际

● 半导体行业估值已触底，上行趋势明朗，迎来 Beta 上行机遇

半导体行业的估值面周期，领先于基本面周期 6-12 个月，并已经形成底部，并抬头向上（图表 8）。

目前，费城半导体指数市盈率为 28.5x，较 2022 年四季度底部的 14.4x 明显回升（图表 12）。中国的 A 股半导体指数的市盈率则处于 57.6x，较 2022 年四季度底部的 29.9x 反弹更接近翻倍（图表 11）。因此，我们认为半导体行业的估值面（或者市场预期）已经形成了有效底部，并触发了右侧机会。

与半导体行业估值趋势类似，中芯国际和华虹半导体两家公司的估值也都有显著回升，当前的估值分别较去年年底的底部反弹 136%和 54%（图表 13 和图表 14）。

我们认为，估值上扬，即市场对于半导体行业/行业内玩家的周期触底并抬头回暖的预期，会持续推动公司的股价保持 Beta 上行的动能。尽管部分投资者仍会对当前半导体行业投资机会存有隐忧，但我们认为，时机已经成熟。

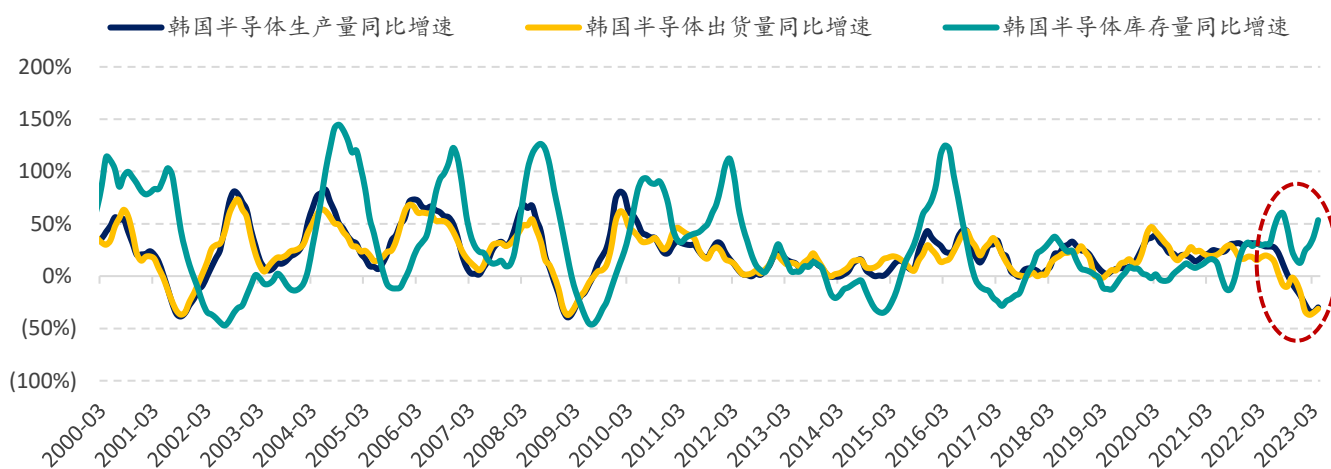
第一，投资人担心今年二季度，甚至三季度，半导体行业基本面及公司收入增速和利润将持续下滑。在我们看来，半导体行业基本面下行趋势是确定的，因此二季度基本面下行已完全反映在了当前的市场预期中。而三季度市场基本面有望较二季度有所改善，尤其是同比降幅会较二季度收窄。并且，在明年四季度，两家公司的收入都有望同比翻正（图表 9 和图表 10）。

第二，投资人担心目前中芯、华虹估值较高，风险较大。半导体行业估值周期和基本面周期的错位，会令上市公司在基本面周期触底上行过程中，体现较高估值。但是，由于每个上行周期持续时间大致为 12-24 个月，目前来看，仍在上行阶段偏早期的阶段，因而后续的 Beta 动能仍有较大空间。目前，中芯和华虹的 PE 估值分别为 23.4x 和 11.3x，均低于历史均值，均有较大上扬空间。

综上所述，虽然 2023 年中芯华虹的估值较高，但是 2024 年两家公司的估值有望得到较好消化。同时，半导体行业上行正处于早期阶段，后续的上行空间大于下行空间。

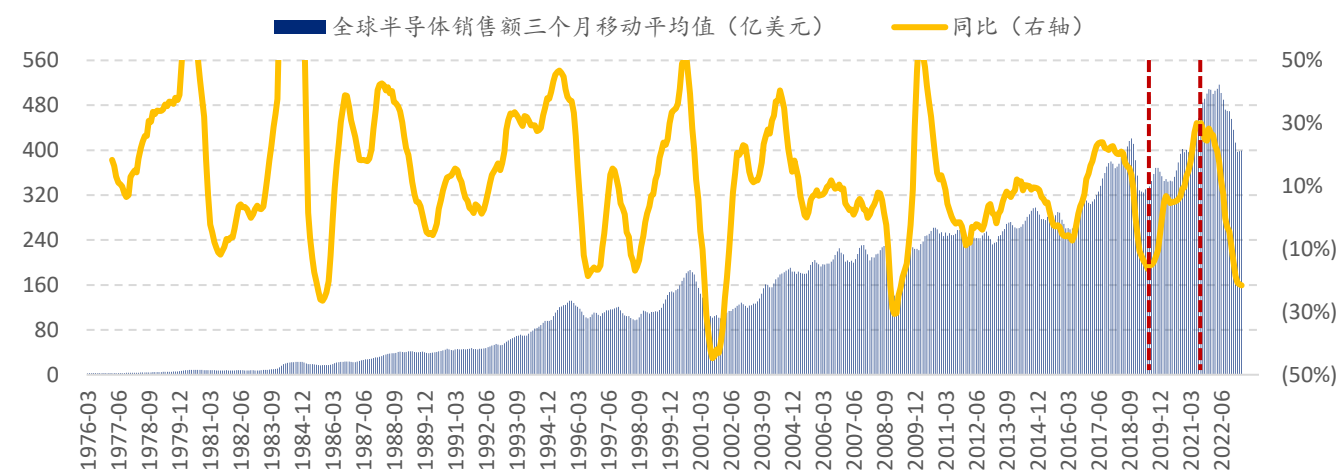
最后，从短期来看，在本轮上行周期中，中芯国际的估值上扬速度幅度更高，因而，相较而言，华虹半导体更有性价比优势，也是我们在晶圆代工行业中的首选。

图表 2：韩国半导体生产量、出货量、库存量同比增速



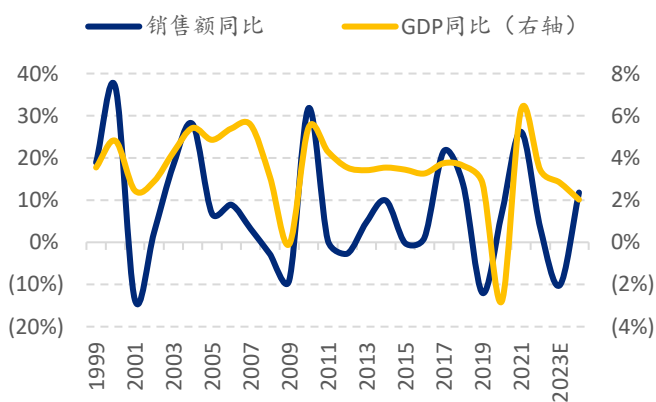
资料来源：Macrobond、韩国统计厅、浦银国际

图表 3：全球半导体销售额三个月移动平均值



资料来源：Wind、美国半导体协会、浦银国际

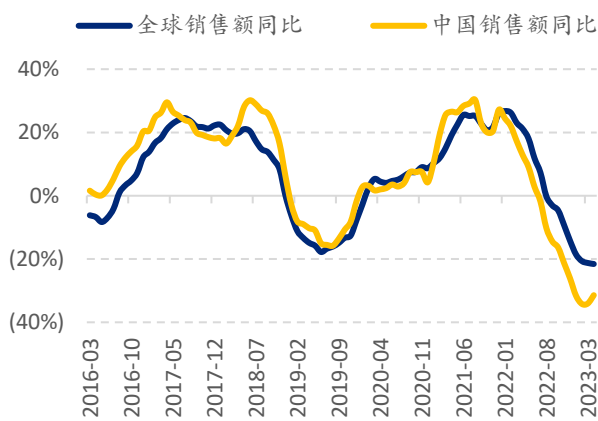
图表 4：全球半导体销售额同比增速 vs 全球 GDP 同比增速



注：E=国际货币基金组织/WSTS 预测

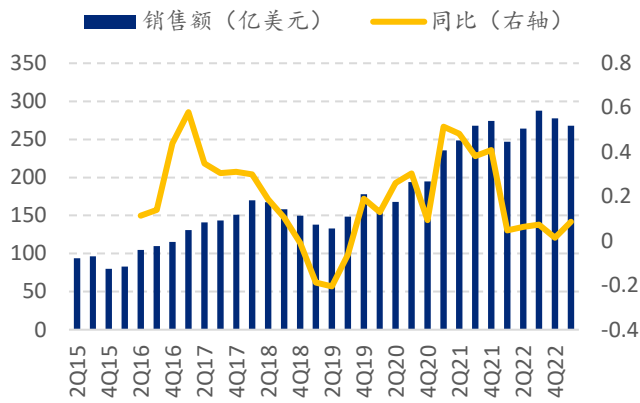
资料来源：Wind、美国半导体产业协会、世界银行、WSTS、浦银国际

图表 5：全球半导体销售额同比增速 vs 中国半导体销售额同比增速



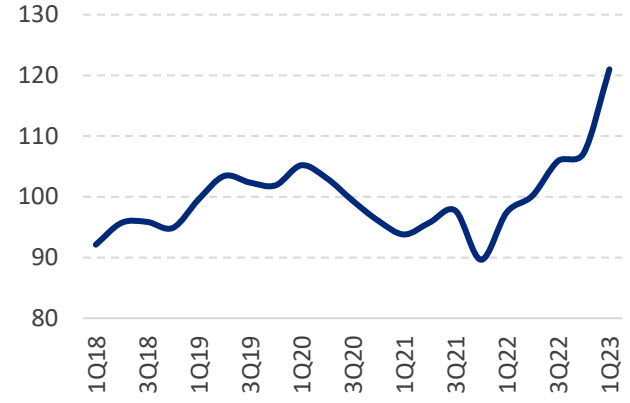
资料来源：Wind、美国半导体产业协会、浦银国际

图表 6: 全球半导体设备销售额及同比增速



资料来源: Wind、日本半导体制造装置协会、浦银国际

图表 7: 全球半导体头部公司库存天数



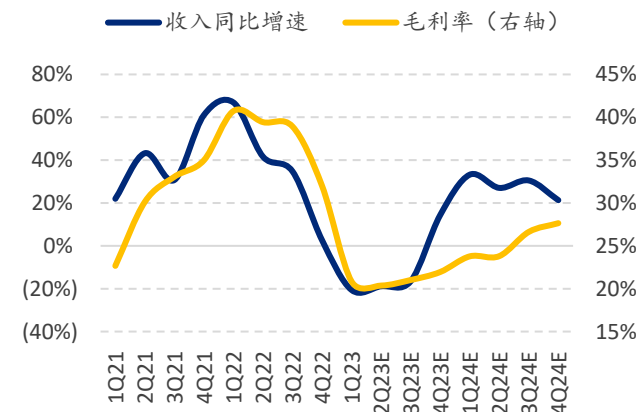
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 全球半导体三个月移动平均值销售额同比与费城半导体指数市盈率



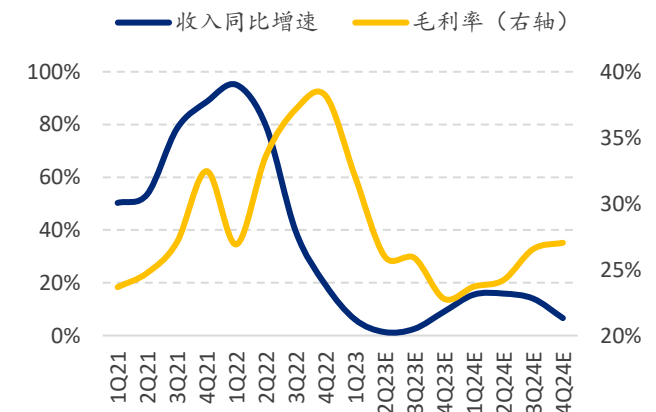
资料来源: Wind、美国半导体协会、费城证券交易所、浦银国际

图表 9: 中芯国际: 收入同比增速及毛利率(1Q21-4Q24E)



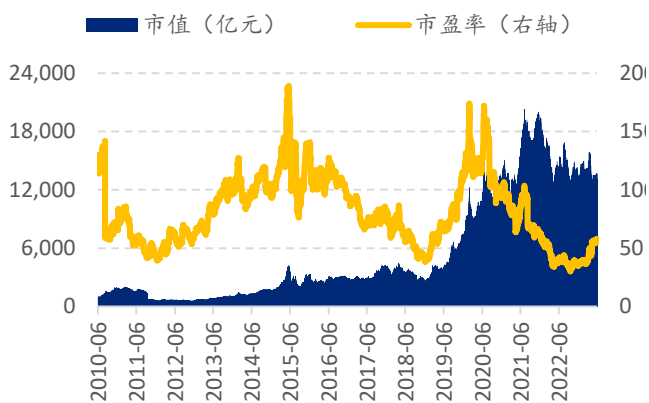
注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 10: 华虹半导体: 收入同比增速及毛利率(1Q21-4Q24E)



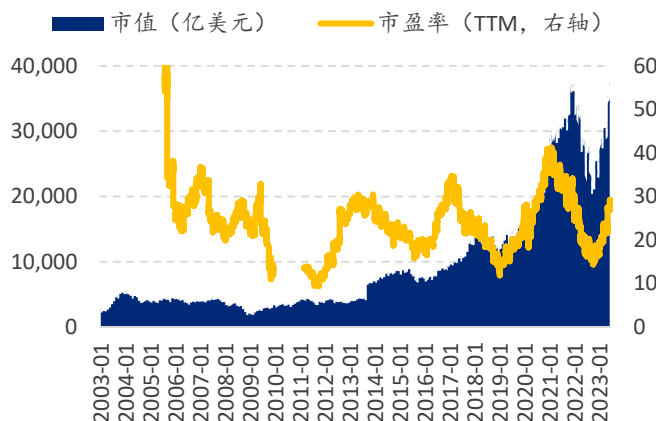
注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 11: A 股半导体指数市值及市盈率 (x)



注: 截至 2023 年 6 月 21 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 12: 费城半导体指数市值及市盈率 (x)



注: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘价, 市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 中芯国际: 港股市盈率 (x)



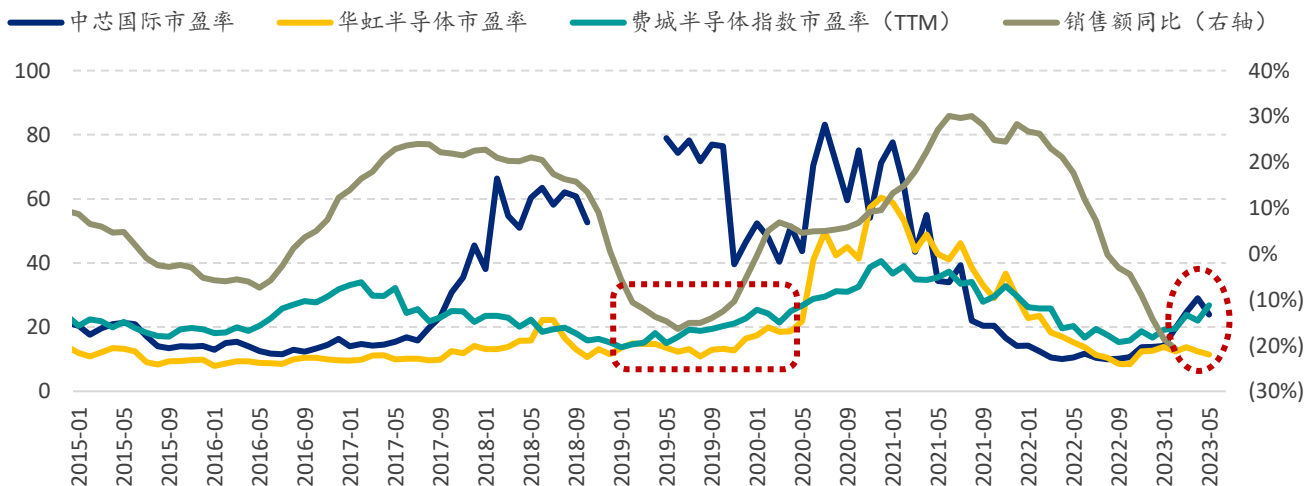
注: 数据截至 2023 年 6 月 21 日, 历史均值取自 2019 年 7 月 1 日以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 14: 华虹半导体: 市盈率 (x)



注: 数据截至 2023 年 6 月 21 日, 历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 中芯国际市盈率 vs 华虹半导体市盈率 vs 费城半导体指数市盈率 vs 全球半导体销售额同比



资料来源: Bloomberg、Wind、美国半导体协会、浦银国际

● 关于 AI：是未来，也是现在

AI，即人工智能，是今年上半年科技行业的主线机会，甚至可以认为是少量的机会。

首先，我们认同这是科技产业未来方向之一。随着 ChatGPT 将 AIGC 带入可预见的商业应用，AI 在协助处理生成内容方面取得了质的飞跃。随之而来，市场的玩家和资金沿着确定方向的投入会持续降低该技术的成本，推广其应用。因此，我们判断以后的 AI 算力行业将进入飞轮上升阶段。

以 AI 服务器为载体的算力则是该技术的终端体现。根据 Trendforce，未来几年 AI 服务器的出货量增速将高于 20%（图表 17），显著高于全球服务器的平均增速。而数字经济则是 AI 算力在当前以及未来全球 GDP 的生产力体现。跟算力联动的存力、运力也会相应提升，从带动硬件端算力芯片（GPU、FPGA、ASIC 等）、存储芯片、光模块、PCB、电源管理、散热等等的硬件取得增长。从未来看，整个产业都会有 AI 服务器渗透率提升带来的增长。

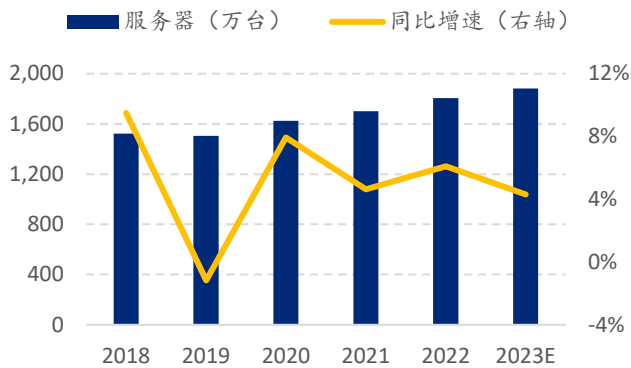
其次，从当下来看，AI 是今年最火热的投资主线之一。Wind 的人工智能指数今年增长 58%（图表 18），远远高于整体大盘的表现。从表现拆解来看，在该指数 4 月初到达今年次高点后，有过 14% 的最深回撤。但是，此后，到目前为止已经又创新高。从该指数交易额来看，今年以来单日交易额均值是去年的 5 倍以上。

AI 芯片的领军汽车企业英伟达的近期业绩大幅增长，也带动相关产业链的基本面预期快速提升。叠加估值快速上扬（图表 19），AI 相关的标的今年的涨幅都比较突出。

最后，从今年下半年 AI 投资机会角度看，我们认为机会与风险并存。我们认为 4 月份人工智能指数的下探或回调主要由于年初的获利资金落袋为安。但是，当时我们跟踪的智能手机、新能源车等终端消费需求依然较为疲软，基本面改善不明显，相关标的股价上行催化剂缺失，因此，人工智能指数或相关标的依然有较大上行动能。

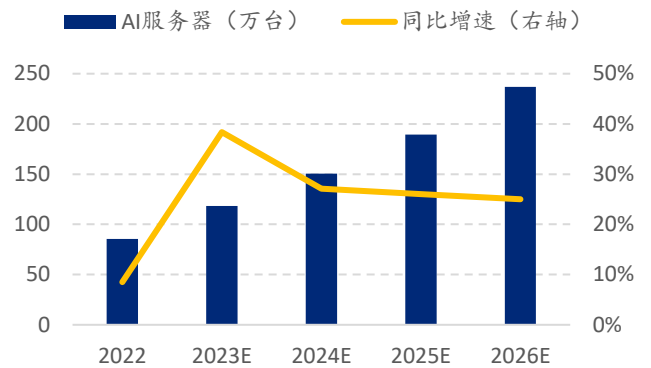
从下半年看，我们建议投资人留意智能手机、新能源车等终端产品需求的基本面拐点。这些终端的基本面改善会成为相关标的股价催化剂，成为 AI 相关标的获利了结原因。当然，若下半年终端需求疲软趋势延续，AI 相关标的则还有潜在上行空间。

图表 16: 全球服务器出货量及预测



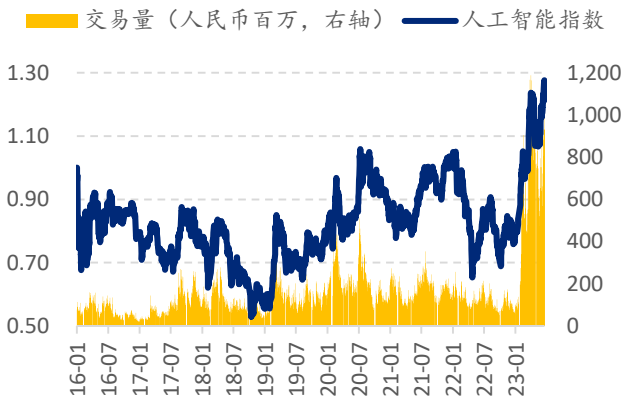
注: E=Dititimes 预测;
资料来源: Digitimes、浦银国际

图表 17: 全球 AI 服务器及预测



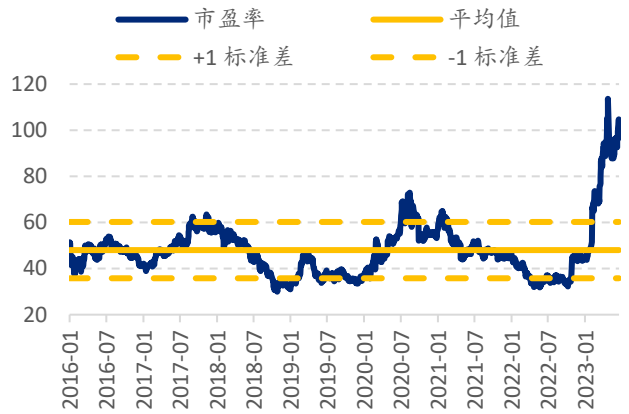
注: E=Trendforce 预测;
资料来源: Trendforce、浦银国际

图表 18: 人工智能指数及交易量



资料来源: Wind、浦银国际

图表 19: 人工智能指数市盈率



资料来源: Wind、浦银国际

全球智能手机需求企稳，期待下半年科技行业边际改善复苏

- 预计 2023 年全球智能手机需求整体下滑，但 2023 年下半年出货量边际改善

2023 年上半年全球智能手机出货量持续下行

根据 IDC 的数据，1Q23 全球智能手机出货量 2.7 亿台，同比下降 15%，环比下降 11%，略低于我们此前预期。这是全球智能手机出货量连续七个季度出现同比下滑。经济复苏乏力、地缘冲突、渠道去库存压力等因素继续影响着智能手机市场需求。

从一季度出货量数据来看，行业需求情况与我们 5 月底公司调研的结果大致相符。同时，二季度智能手机出货量依然面临下行压力，行业需求持续疲软。舜宇在近期的投资者日分享中下调了对于 2023 年全球智能手机出货量的预测。我们预期二季度全球智能手机出货量将同比下降 7%，延续 3Q21 以来的同比下降，但是下降幅度会较今年一季度收窄。

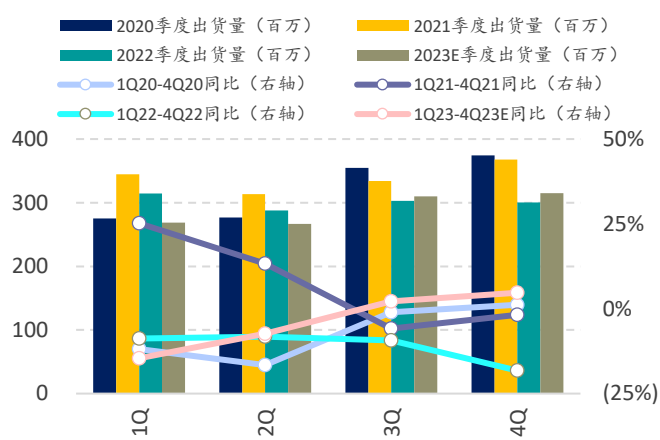
从全球不同地区智能手机出货量表现看，今年一季度以印度和拉美为代表的新兴市场环比表现有所改善，市场份额提升。

- 1) 中国：出货量 6,520 万台，同比下降 12%，环比下降 10%，是 2014 年以来中国市场最低的一季度销量。占全球份额 24.3%，与 4Q22 基本持平。
- 2) 印度：出货量 3,070 万台，同比下降 16%，环比增长 4%；占全球份额环比改善较为明显，由 9.8% 回升至 11.4%，好于年初预测。
- 3) 欧洲：出货量 4,084 万台，同比下降 13%，环比下降 21%；占全球份额 15.2%。
- 4) 北美：出货量 3,366 万台，同比下降 13%，环比下降 22%；占全球份额 12.5%。
- 5) 中东和非洲：出货量 3,046 万台，同比下降 19%，环比下降 5%；占全球份额 11.3%。
- 6) 拉美：出货量同比下降 17%，环比持平；占全球份额 10.6%。

全球一季度高端智能手机表现相对稳定。

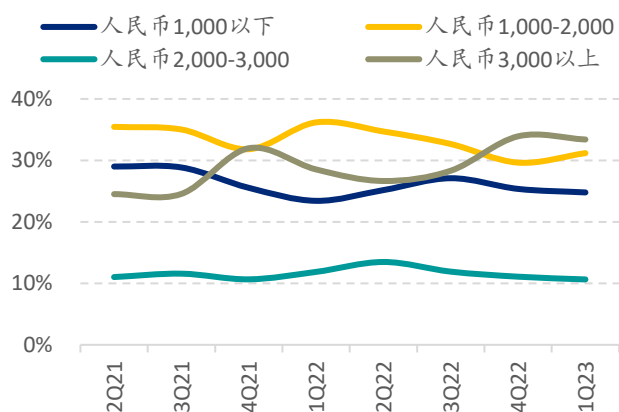
- 1) 人民币 3,000 元以上机型的出货量表现相对较好，全球出货量 8,971 万台，同比持平；市场份额 24.8%，同比亦有明显改善。
- 2) 随着新兴市场出货量情况的改善，虽然人民币 1,000 元以下机型的出货量依然较弱，一季度录得 6,658 万台，环比下降 13%，但同比增速的降幅从 1Q22 开始正在收窄。

图表 20：全球智能手机出货量及预测（1Q20-4Q23E）



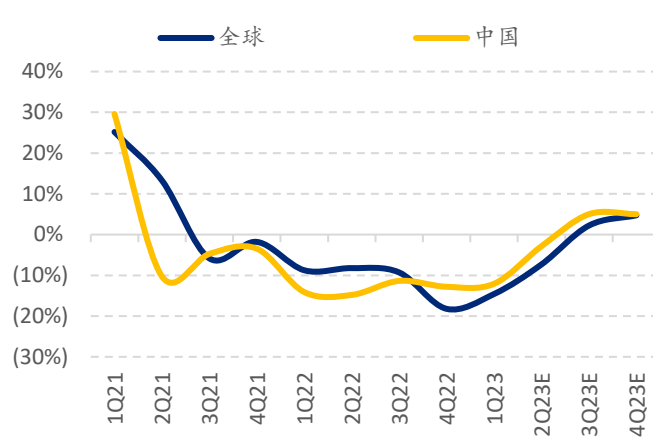
注：2Q23-4Q23E 为浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 22：全球智能手机出货量份额按价格拆分（2Q21-1Q23）



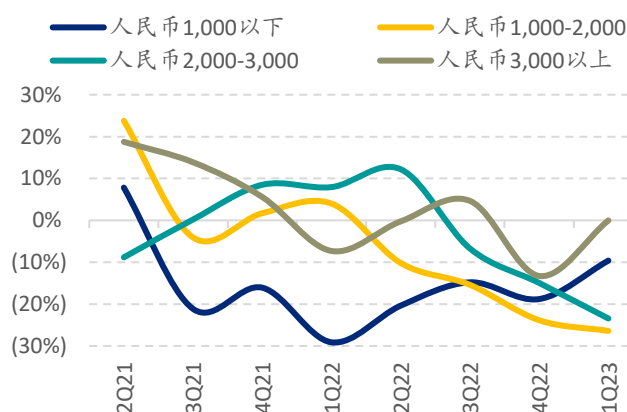
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 21：全球和中国智能手机出货量同比（1Q21-4Q23E）



注：E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 23：全球智能手机出货量增速按价格拆分（2Q21-1Q23）



资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

预计 2023 年下半年全球智能手机出货量将实现边际改善

我们预计三季度开始出现温和复苏，期待三、四季度能够看到智能手机行业需求抬头向上，对三季度出货量改善保持谨慎乐观的态度。消费电子供应链有望在今年下半年迎来行业 Beta 机会。

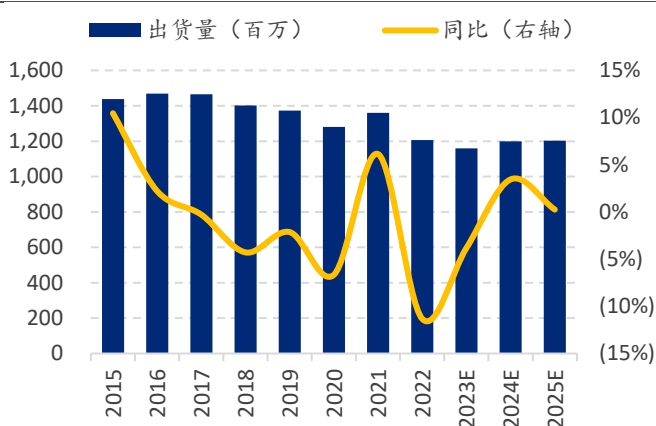
我们预计今年三季度和四季度中国智能手机出货量将同比增长 2%和 5%，较上半年复苏。2023 年全年全球智能手机出货量将同比下滑 3.8%，至 11.6 亿部，是智能手机行业迈过巅峰后的历史最低位。

从供应链调研和沟通来看，智能手机供应链普遍对于三、四季度智能手机保持谨慎复苏的预期，但是复苏程度和能见度则相对较低。我们看到行业终端库存、半导体库存大体会在二季度消化完毕，部分会在三季度消化完成。因而，三四季度有新品动能的推动，推动力的大小需要看最终需求。

从更长的时间维度，诚然，智能手机行业已经步入成熟阶段，但是我们不认为智能手机行业会像此前的笔记本电脑行业步入连续多年出货量持续下行的趋势。我们认为智能机会围绕至少 12.0-12.5 亿部的年出货量中枢上下波动。

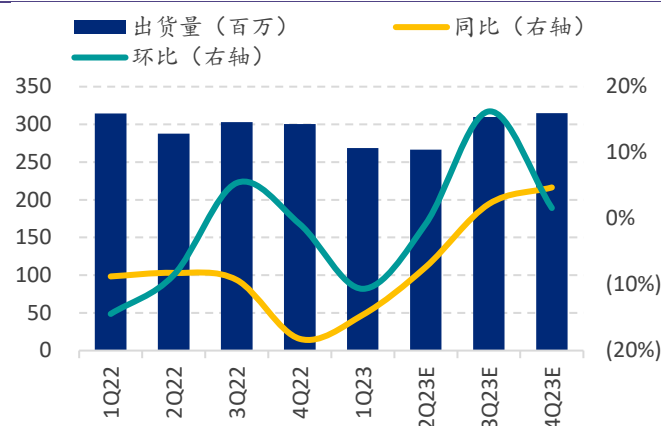
对于消费者而言，目前，大科技行业 C 端产品中，暂时没有出现可以替代智能手机使用场景的硬件产品。因此，我们相信智能手机年出货量将有望围绕 12.5 亿部的中枢，跟随着换机周期的变化而小幅周期变动。

图表 24: 全球智能手机出货量及预测 (2015-2025E)



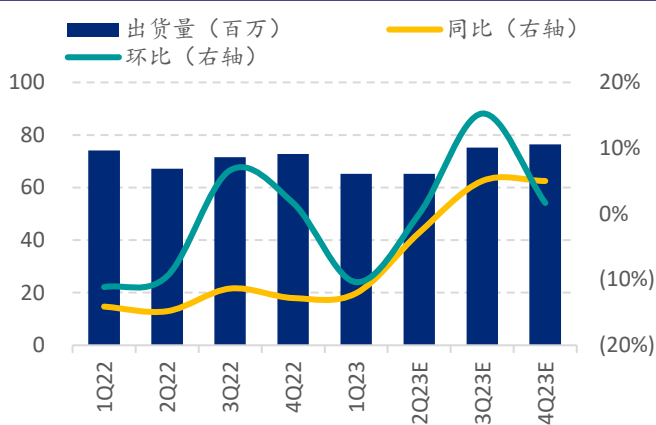
注: E=浦银国际预测
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 25: 全球智能手机季度出货量及预测 (1Q22-4Q23E)



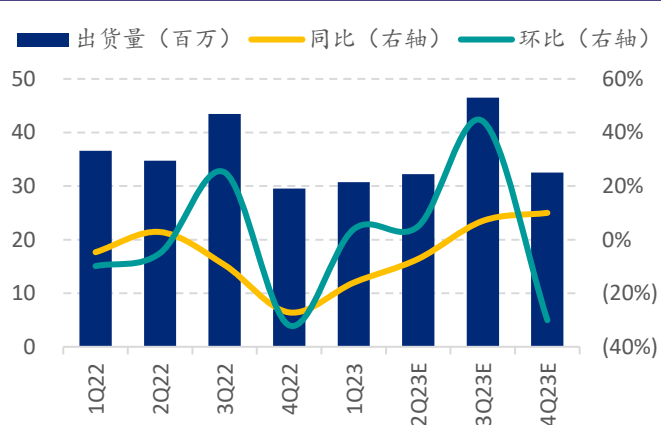
注: E=浦银国际预测
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 26: 中国智能手机出货量季度预测 (1Q22-4Q23E)



注: E=浦银国际预测
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 27: 印度智能手机季度出货量及预测 (1Q22-4Q23E)



注: E=浦银国际预测
资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 28: 全球智能手机出货量: 新预测 vs 前预测 (2023E-2024E)

出货量 百万部	2023E			2024E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
中国	282	290	(3%)	291	295	(1%)
印度	142	138	3%	153	149	3%
亚洲其他	164	167	(2%)	170	172	(1%)
EMEA	313	321	(3%)	324	327	(1%)
北美	140	142	(1%)	141	142	(1%)
拉美	119	119	(0%)	120	119	1%
总计	1,160	1,177	(1%)	1,200	1,205	(0%)

注: E=浦银国际预测
资料来源: 浦银国际

华为系依然可能是智能手机品牌份额的扰动因素

全球主要手机品牌一季度出货量表现存在参差，苹果阵营相对优异，安卓阵营需求更弱。

1) 苹果：出货量 5,539 万台，同比下降 2%，环比下降 23%，同比增速表现优于整体市场，也优于我们此前预测。本季度苹果在印度等新兴市场表现相对良好，而在中国、北美和亚太地区表现则依然疲软。但其份额仍是自 2014 年以来苹果最高的第一季度市场份额。

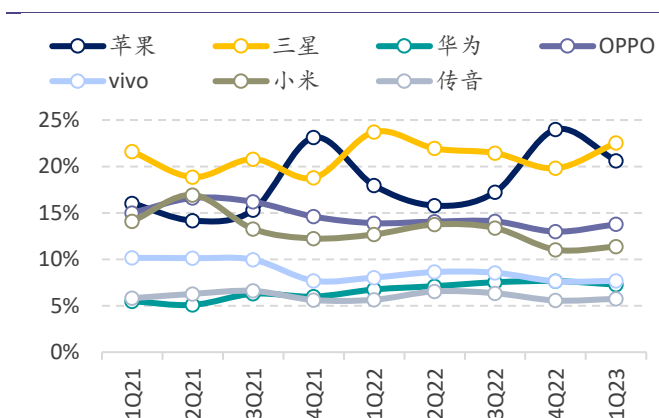
2) 中国厂商：对于华为（含荣耀）系、OPPO 系、vivo、小米和传音五大中国品牌，除华为同比下降 8%外，大部分中国厂商出货量同比下跌都在两位数。市场份额方面，除华为外的中国主要厂商市场份额较 4Q22 均有不同程度回升。其中，OPPO 占据 13.8%的全球份额；小米以 11.4%次之；vivo 以 7.7%排名第五。

3) 三星：1Q23 出货量同比下降 19%，环比增长 2%，份额居于市场第一。

从供应链及手机品牌沟通来看，苹果在今年上半年大体维持今年全年手机出货量的预测不变，而供应链企业则会根据实际情况准备一些下行缓冲空间。华为品牌（非荣耀）今年整体表现不错，一定程度也抢夺了荣耀品牌的份额。目前，华为 Mate X3 折叠机处于供不应求的状态。

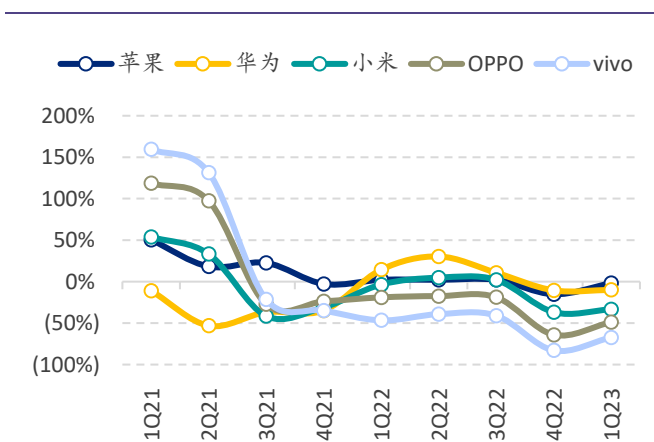
在印度市场，小米、OPPO、vivo 都处于战略收缩的状态。今年这三家手机品牌在印度的智能手机出货量都可能下滑。相比较而言，由于原本战略就相对谨慎，传音在印度的表现则相对会稳定些。

图表 29：全球智能手机出货量份额按品牌拆分 (1Q21-1Q23)



注：华为包含华为和荣耀品牌，OPPO 包括 OPPO、OnePlus、realme 品牌，vivo 包含 vivo 和 iQOO 品牌，E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 30：苹果、华为、小米、OPPO、Vivo 季度出货量同比增速 (1Q21-1Q23)



注：华为包含华为和荣耀品牌，OPPO 包括 OPPO、OnePlus、realme 品牌，vivo 包含 vivo 和 iQOO 品牌，E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

● 车载摄像头模组成为越来越重要的行业增量，手机摄

像头模组有企稳触底空间

对车载摄像头高增速维持乐观

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车型中，蔚来的 ET5 配有 11 颗摄像头，小鹏的 G9 和理想 L9 配有 11 颗摄像头（图表 31）。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。

根据 TSR 的数据，2022 年全球汽车销量达到 7,940 万辆，平均每台车配有 3 颗摄像头。2022 年，全球车载摄像头出货量达 2.39 亿颗，收入规模约 50 亿美元。同时，TSR 预计到 2030 年全球车载模组出货量将达到 4.56 亿颗，收入规模达到 105 亿美元（图表 33）。而到 2030 年车载摄像头模块系统方案的收入规模将到达 310 亿美元。

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 2023 年车载光学的收入、盈利贡献将会显著上升。

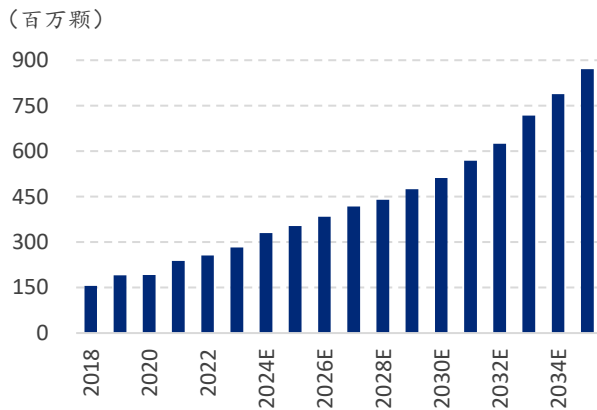
- **舜宇**：已经完善布局车载镜头，行业红利推升估值。同时，积极布局多条车载光学产品线，包括车载摄像头模组、HUD 抬头显示、激光雷达及部件等；
- **丘钛**：已经积极打入 Tier-1 供应商或者车企的摄像头模组供应。预计 2023 年收入将保持翻倍以上成长，利润贡献有望在今年到 4%-5%。A 股 IPO 有望加速车载业务发展；
- **韦尔股份**：已完善布局车载图像传感器，在中国、欧洲等国家及地区已是龙头标的，可充分享受车载行业成长红利，快速推动车载业务占比提升。

图表 31：蔚来 ET5、小鹏 G9、理想 L9、特斯拉 Model Y 车载摄像头数量比较

	蔚来 ET5	小鹏 G9	理想 L9	特斯拉 Model Y
摄像头	11	11	11	8
雷达	18	19	14	12
毫米波雷达	5	5	1	-
超声波传感器	12	12	12	12
激光雷达	1	2	1	-
摄像头+雷达	29	30	25	20

资料来源：公司资料、浦银国际

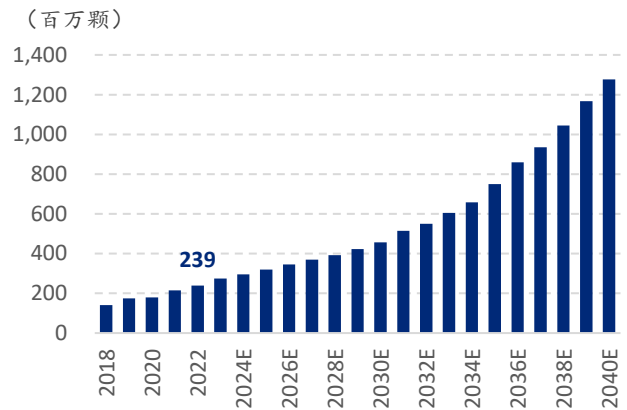
图表 32：全球车载摄像头市场规模及预测



注：E=TSR 预测

资料来源：TSR、浦银国际

图表 33：全球车载摄像头模组市场规模及预测



注：E=TSR 预测

资料来源：TSR、浦银国际

苹果有望带动手机摄像头的升级需求

手机摄像头模组厂商的摄像头、镜头出货量延续去年欠佳的表现。今年 1-5 月，舜宇摄像头模组出货量同比下降 18%，舜宇手机镜头出货量同比下降 27%。丘钛的手机摄像头模组出货量同比下降 21%。

这其中既有智能手机出货量下降的原因，也有单部手机搭载摄像头数量下降的原因。从行业交流中，今年全球智能手机平均搭载摄像头的数量从去年的 3.65 颗下降到今年的 3.52 颗。

另外，由于安卓阵营高端机型需求减弱，所以尽管旗舰机型主摄、副摄都有升级，但是高端摄像头数量占比也呈下降趋势，进而导致摄像头厂商的摄像头平均价格下降。因此，我们预计今年摄像头模组厂商上半年和下半年的业绩都会存在压力。

但是，我们认为智能手机摄像头，尤其是旗舰机型，依然保有较高的升级动能。手机摄像头对于大像面、潜望长焦、可变光圈、防抖等依然有较大需求。同时，市场预期苹果新机型即将搭载的潜望式摄像头也会进一步刺激安卓端对应功能的升级以及向中端机型的普及。

从手机摄像头模组行业角度看，目前行业规模和利润都处于历史相对较低的位置。这一方面是源自于外部手机需求处于行业巅峰以来的冰点位置。另一方面，近两年新玩家的进入加剧行业竞争，也拉低行业利润空间。

目前，我们看到行业竞争正在缓和。这利于行业玩家利润修复。同时，从手机模组行业更加长期的时间维度看，随着行业进入成熟期，行业集中度进一步提升，行业利润即使无法恢复至行业巅峰利润，也有望从底部恢复至相对健康的位置。

除了手机以外，XR 产品也有望在消费电子摄像头行业贡献增量规模。在 XR 产品中，光学相关器件单机价值量较大，占到物料成本的 15%。苹果近期发布的 Apple Vision Pro 则有 12 个摄像头、1 个结构光、1 个 ToF、2 个 IR 模组。这些不同类型的摄像头模组用以实现 XR 设备中脸部识别、眼球跟踪、环境光监测、手势识别等等功能。因此，XR 设备中，光学器件是除了显示部件成本占比最高的零部件。

图表 34：历代 iPhone 摄像头模组配置

	iPhone 14 Pro Max	iPhone 13 Pro Max	iPhone 12 Pro Max	iPhone 11 Pro Max
发布日期	8/9/2022	15/9/2021	13/10/2020	10/9/2019
起售价 (人民币)	8,999	8,999	9,299	9,599
摄像头				
后置	四摄	四摄	四摄	三摄
像素	48MP, 12MP, 12MP	12MP, 12MP, 12MP	12MP, 12MP, 12MP	12MP, 12MP, 12MP
光圈	f/1.78, f/2.2, f/2.8	f/2.8, f/1.5, f/1.8	f/2.4, f/1.6, f/2.2	f/2.4, f/1.8, f/2.0
光学变焦	3 倍 (放大), 2 倍 (缩小)	3 倍 (放大), 2 倍 (缩小)	2.5 倍 (放大), 2 倍 (缩小)	C 倍 (放大和缩小)
防抖	第二代传感器位移式 与光学图像防抖	传感器位移式 光学图像防抖	传感器位移式 光学图像防抖	双摄像头 光学图像防抖
前置	12MP	12MP	12MP	12MP

资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际

图表 35：中国市场智能手机旗舰机型“超大杯”摄像头配置比较

	苹果 iPhone 14 Pro Max	华为 HUAWEI Mate 50 Pro	小米 Xiaomi 13 Ultra	荣耀 Honor Magic5 Pro	OPPO Find X6 Pro	vivo vivo X90 pro+
发布日期	2022-09-08	2022-09-06	2023-04-18	2023-03-06	2023-03-21	2022-11-22
开售日期	2022-09-16	2022-11-10	2023-04-21	2023-03-10	2023-03-24	2022-12-06
售价 (人民币)	8,999/9,899/11,699/13,499	6,799/7,999	5,999/6,499/7,299	5,199/5,699/6,199	5,999/6,499/6,999	6,499/6,999
摄像头						
后置	四摄	三摄	四摄	三摄	三摄	四摄
像素	48MP, 12MP, 12MP	50MP, 13MP, 64MP	50MP, 50MP, 50MP, 50MP	50MP, 50MP, 50MP	50MP, 50MP, 50MP	50MP, 50MP, 48MP, 64MP
光圈	f/1.78, f/2.2, f/2.8	f/1.4-4, f/2.2, f/3.5	f/1.9, f/1.8, f/1.8, f/3.0	f/1.6, f/3.0, f/2.0	f/1.8, f/2.2, f/2.6	f/1.75, f/1.6, f/2.2, f/3.5
光学变焦	3 倍 (放大) 2 倍 (缩小)	3.5 倍	5 倍	3.5 倍	3 倍	2 倍/3.5 倍
前置	12MP	13MP	32MP	12MP	32MP	32MP

资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际

● 市场预期处于低位，下行风险可控，布局高波动 Beta

我们依然延续 2023 展望中的判断，即市场对于电子行业预期处于比较底部的位置，行业下行风险较小，上行 Beta 空间较大。

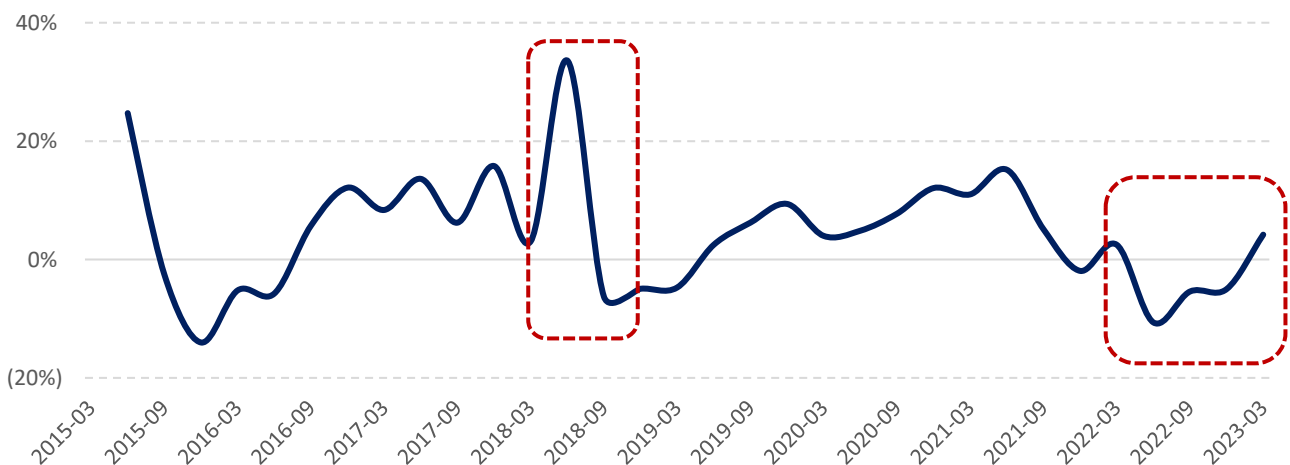
科技行业的高波动是该行业一贯的属性。虽然从去年以来，电子最大的 C 端需求智能手机出货量持续走弱，但是在去年四季度和今年一季度依然有较为明显的收获回报（图表 39）。这与我们去年年底[展望报告](#)提到的年底机会判断大体一致。

从季度回报拆分来看，去年四季度和今年一季度，消费电子供应链大体取得正向回报。大多数我们覆盖的公司都有正向甚至双位数的增长（图表 39）。但是，进入今年二季度以来，股价再次掉头向下。这与我们看到的智能手机出货量持续疲软的基本面保持一致。

正是借助二季度的股价下行，市场已经消化并反映当前终端需求相对疲软的预期。虽然二季度至今的股价回报是负的，但是市场已经开始逐步上调电子行业的盈利预测，预期三季度智能手机等出货量有环比、同比提升的潜在可能（图表 36）。而股价与估值处于相对落后的状态，因此行业 Beta 上行机遇较大。

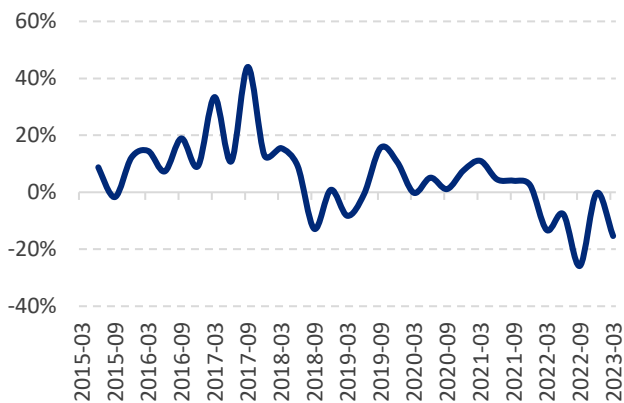
目前市场投资人对于消费电子的估值存在一定担忧。我们承认当前消费电子玩家的估值并没有处于历史低位（图表 40）。这主要是因为今年上半年智能手机出货量持续下行带来的盈利下滑压力。但是，从今年下半年和明年整体来看，行业以及行业内玩家盈利进入修复阶段，并有望消化估值。这是该行业的 Beta 上行动力之一。

图表 36：电子行业历史盈利预测调整



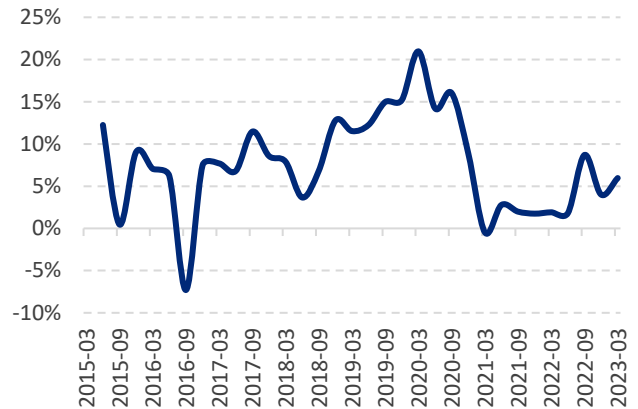
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 37: 舜宇 EPS 市场预测值季度环比



资料来源: Wind、浦银国际

图表 38: 立讯精密 EPS 市场预测值季度环比



资料来源: Wind、浦银国际

图表 39: 智能手机/半导体股价收益 (分季度)

股票代码	公司	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23 至今	年初至今
1810 HK Equity	小米集团-W	(26%)	(2%)	(34%)	22%	11%	(15%)	(6%)
688036 CH Equity	传音控股	(39%)	(7%)	(35%)	37%	27%	47%	86%
285 HK Equity	比亚迪电子	(45%)	57%	(23%)	32%	(3%)	(5%)	(7%)
600745 CH Equity	闻泰科技	(37%)	5%	(44%)	10%	5%	(8%)	(3%)
2382 HK Equity	舜宇光学科技	(49%)	1%	(41%)	24%	2%	(20%)	(18%)
1478 HK Equity	丘钛科技	(40%)	(11%)	(39%)	28%	2%	(26%)	(25%)
603501 CH Equity	韦尔股份	(38%)	(11%)	(37%)	(4%)	18%	10%	30%
002475 CH Equity	立讯精密	(36%)	7%	(13%)	8%	(5%)	0%	(4%)
300433 CH Equity	蓝思科技	(49%)	(5%)	(17%)	14%	28%	(13%)	11%
2018 HK Equity	瑞声科技	(38%)	(5%)	(32%)	45%	9%	(8%)	(0%)
981 HK Equity	中芯国际	(8%)	6%	(12%)	4%	11%	10%	22%
688981 CH Equity	中芯国际	(13%)	(2%)	(16%)	9%	22%	1%	23%
1347 HK Equity	华虹半导体	(23%)	(15%)	(37%)	52%	28%	(27%)	(7%)

注: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 40: 智能手机供应链/半导体估值 vs 历史估值

股票代码	公司	当前 估值(x)	历史平均 估值(x)	均值以上一 个标准差	均值以下一 个标准差
1810 HK Equity	小米集团-W	22.7	22.6	29.8	15.4
688036 CH Equity	传音控股	29.1	24.1	33.4	14.8
285 HK Equity	比亚迪电子	14.7	12.0	16.1	7.8
600745 CH Equity	闻泰科技	15.5	28.4	39.3	17.5
2382 HK Equity	舜宇光学科技	21.8	23.1	28.4	17.9
1478 HK Equity	丘钛科技	7.8	12.0	16.6	7.3
603501 CH Equity	韦尔股份	38.2	49.4	72.8	26.0
002475 CH Equity	立讯精密	16.0	26.2	32.9	19.5
300433 CH Equity	蓝思科技	16.2	20.0	26.3	13.7
2018 HK Equity	瑞声科技	16.0	16.3	19.4	13.2
981 HK Equity	中芯国际	11.9	9.8	14.7	4.9
688981 CH Equity	中芯国际	13.7	13.2	18.3	8.0
1347 HK Equity	华虹半导体	5.3	8.4	14.5	2.3

注: 中芯国际、华虹半导体取 EV/EBITDA, 其他取 PE; PE、EV/EBITDA 为未来 12 个月; 当前估值为截至 2023 年 6 月 21 日;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

2023 年下半年科技硬件行业配置策略

从大方向看，我们预期中国经济的持续复苏改善增长可以拉动手机、IoT 等终端需求的增长。从终端需求传递到中游零部件再到上游半导体芯片，都有基本面上行空间。因此，正如上文提到的，科技硬件行业上行 Beta 机会较大。

首先，从手机供应链和晶圆代工两个子板块来看，我们优先推荐晶圆代工。主要原因在于虽然行业基本面当前处于下行阶段，但是基本面底部在能见度范围内，而估值端已经形成右侧空间。因此，市场预期更容易推动股价上行。我们建议投资人关注华虹半导体（1347.HK）和中芯国际（981.HK/688981.HK）。

在晶圆代工行业中，我们优先推荐华虹半导体。我们认为半导体行业的估值面（或者市场预期）已经形成了有效底部，并触发了右侧机会。目前周期上行仍处于偏早期阶段，华虹作为行业玩家，后续仍有较大的估值上行空间。公司产能利用率维持高位，受益于工业及汽车需求强劲，有望获得较快的收入体量增长。

其次，在智能手机供应链中，我们建议投资人耐心等待终端需求的边际复苏。尽管很难找到确定的时间点，但是大方向预期的三季度确定性较高。因此，可以作为行业 Beta 选择逐步布局建仓。我们建议投资人关注舜宇光学（2382.HK）、立讯精密（002475.CH）、比亚迪电子（285.HK）、传音控股（688036.CH）。

在手机供应链中，我们优先推荐舜宇光学（2382.HK）。公司手机业务基本盘有望在今年下半年跟随行业复苏，而海外手机客户可以提供高于行业增速动能。公司的车载等非手机业务维持高速增长，既保障集团利润稳定及成长，也有助于公司估值提升。舜宇作为较早较成功布局汽车业务的电子龙头，可以很好享受今年手机行业预期向上 Beta 机会，及车载业务重塑估值的空间。

最后，针对 AI 相关的标的，我们建议投资人关注结合 C 端需求的标的，包括立讯精密（800G 光模块）、传音控股（AI 应用入口）、小米（AI 应用入口）等。因为这些标的有望在下半年至明年 C 端需求复苏中持续享受 AI 的长线增长逻辑，并且中短期资金面的获利了结压力较小。

图表 41：浦银国际 2023 年下半年科技硬件行业配置策略总结

板块	2H23 投资策略	主要风险	建议关注
<u>晶圆代工</u>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 半导体行业基本面在二、三季度触底，有望再次成为行业动能催化剂。 2. 半导体行业估值已经完成触底，右侧上行机会较大，适合布局周期上行。 3. 新能源、国产化两大趋势提供长期增量空间。 	<p>半导体行业或渠道库存消化慢于预期，基本面触底时间晚于预期。</p> <p>晶圆拉货动能慢于预期，智能手机、新能源等拉货动能持续走弱。</p> <p>产能扩张加剧行业竞争，拖累利润改善。</p>	<p>*华虹半导体 (1347.HK)</p> <p>中芯国际 (981.HK/688981.CH)</p>
<u>智能手机供应链</u>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 今年下半年全球智能手机需求边际改善，出货量环比和同比都有增长空间。 2. 新能源车等业务扩张持续推动部分玩家的成长动能，带来优于智能手机行业的增长。 3. 费用管控收缩，提供公司利润空间。 4. 市场预期见底，估值上行空间较大。 	<p>全球智能手机需求边际复苏不如预期。</p> <p>海外宏观经济下行拖累手机出货量和价格增长。</p> <p>行业竞争加剧，行业玩家利润改善慢于预期。</p>	<p>*舜宇光学 (2382.HK)</p> <p>立讯精密 (002475.HK)</p> <p>比亚迪电子 (285.HK)</p> <p>小米集团 (1810.HK)</p> <p>传音控股 (688036.CH)</p>

注：*为细分板块首选

资料来源：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 2023 年 6 月 21 日），A 股电子指数、恒生科技指数、MSCI 中国 IT 指数及估值走势均有所回升，与沪深 300 指数、恒生指数等大盘指数的走势大体相吻合。其中 A 股电子指数涨幅明显高于其他两个指数，这与今年 AI 概念大热有所关联。我们建议投资关注下半年科技硬件行业的投资机会，在消费电子等终端需求回暖中，寻找行业 β 机会。

- **A 股电子指数**年初至今涨幅为 14%，显著高于沪深 300 指数 1% 的涨幅。A 股电子指数目前估值为 46.1x，在历史均值以下一个标准差之内的位置，接近历史均值水平。
- **恒生科技指数**年初至今跌幅为 1%，与 A 股电子走势有较为明显的分化，与恒生指数年初至今的跌幅基本一致。估值方面，当前恒生科技指数市盈率为 27.2x，低于历史均值。
- **MSCI 中国 IT 指数**年初至今涨幅为 2%，相比于 A 股电子指数涨幅较小，与恒生科技指数接近。估值方面，当前 MSCI 中国 IT 指数市盈率为 15.0x，显著低于 2015 年以来市盈率均值，在均值以下两个标准差附近。

图表 42: A 股电子指数 vs 沪深 300



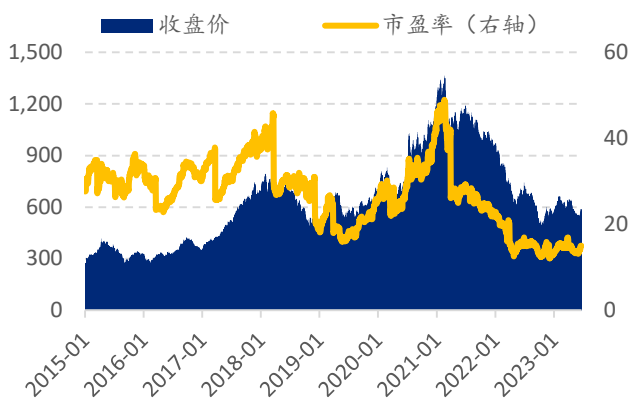
注：截至 2023 年 6 月 21 日收盘价；
资料来源：Wind、浦银国际

图表 43: 恒生科技指数 vs 恒生指数



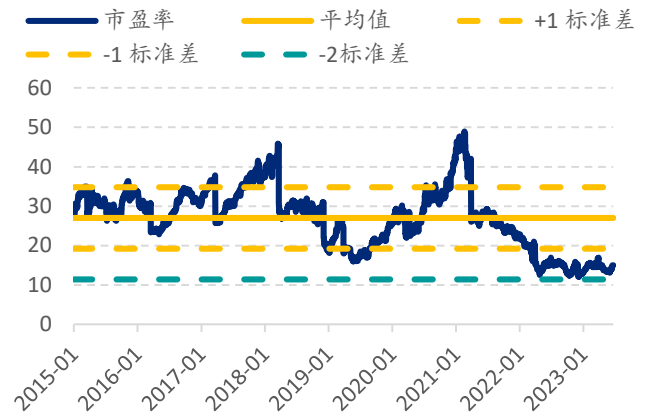
注：截至 2023 年 6 月 21 日收盘价；
资料来源：Wind、浦银国际

图表 44: MSCI 中国 IT 指数以及市盈率



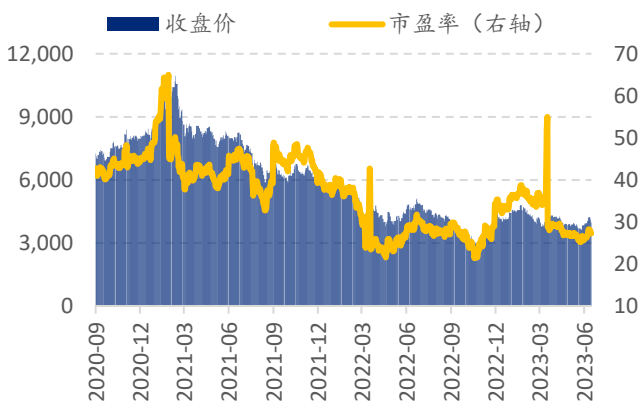
注: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘价; 市盈率取自未来 12 个月市盈率
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 45: MSCI 中国 IT 指数历史市盈率



注: 截至 2023 年 6 月 21 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 46: 恒生科技指数及市盈率



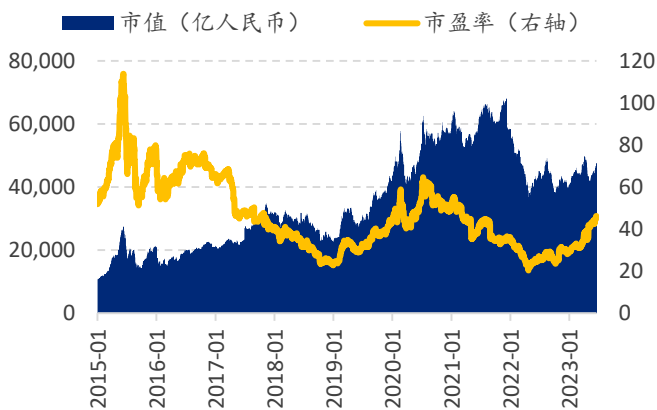
注: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘价, 市盈率取自未来 12 个月市盈率;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 47: 恒生科技指数市盈率



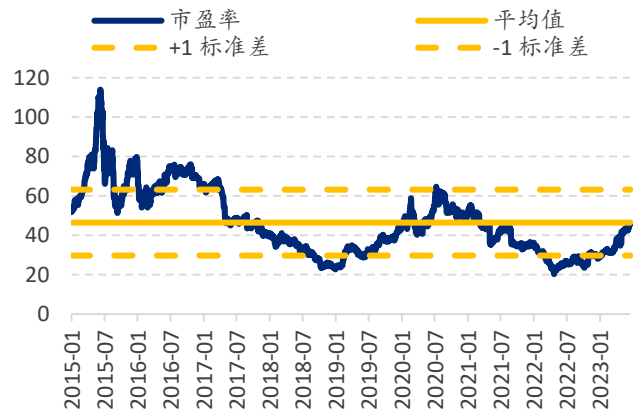
注: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘价, 市盈率取自未来 12 个月市盈率, 历史均值取自 2020 年 9 月 7 日至今;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 48: A 股电子指数市值及市盈率



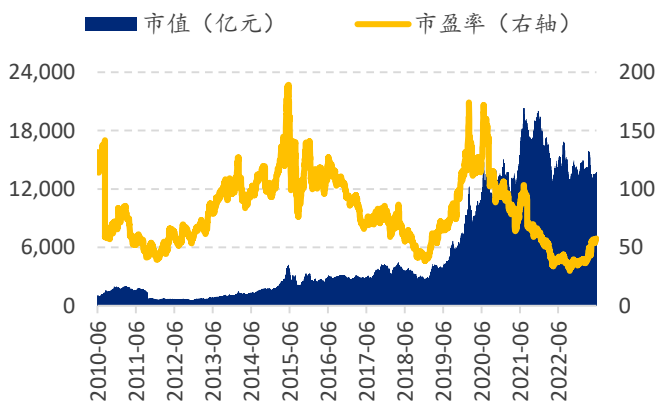
注: 截至 2023 年 6 月 21 日收盘价, 市盈率取自过去 12 个月滚动市盈率;
资料来源: Wind、浦银国际

图表 49: A 股电子指数市盈率



注: 数据截至 2023 年 6 月 21 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 50: A 股半导体指数市值及市盈率



注: 截至 2023 年 6 月 21 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 51: A 股半导体指数市盈率



注: 数据截至 2023 年 6 月 21 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 52: 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)		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
手机品牌													
1810 HK Equity	小米	32,885	10.3	(6%)	19%	20%	7%	23.5	19.5	18.2	1.5	1.4	1.3
005930 KS Equity	三星	325,307	70,500.0	27%	(72%)	206%	40%	46.4	15.2	10.9	1.4	1.3	1.2
AAPL US Equity	苹果	2,909,967	185.0	42%	(2%)	10%	11%	30.9	28.2	25.5	49.8	38.4	28.4
688036 CH Equity	传音控股	16,580	148.3	86%	32%	23%	19%	32.4	26.2	22.1	6.4	5.3	4.5
平均								33.3	22.3	19.2	14.8	11.6	8.8
手机代工													
600745 CH Equity	闻泰科技	8,782	50.8	(3%)	23%	32%	9%	18.1	13.7	12.6	1.6	1.4	1.2
285 HK Equity	比亚迪电子	6,707	23.3	(7%)	49%	42%	34%	17.3	12.2	9.1	1.7	1.5	1.3
2317 TT Equity	鸿海	50,616	113.0	13%	(14%)	27%	36%	12.8	10.0	7.4	1.0	0.9	0.9
002475 CH Equity	立讯精密	30,160	30.4	(4%)	22%	25%	23%	18.0	14.4	11.7	3.7	3.0	2.4
4938 TT Equity	和硕	6,635	77.0	21%	(1%)	12%	9%	13.1	11.6	10.7	1.1	1.1	1.0
FLEX US Equity	伟创力	12,077	27.2	27%	22%	6%	14%	11.8	11.1	9.8	3.1	2.0	N/A
2038 HK Equity	富智康	809	0.8	(5%)	(600%)	100%	N/A	20.4	10.2	N/A	0.5	0.4	N/A
平均								15.9	11.9	10.2	1.8	1.5	1.4
光学镜头													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	10,635	75.9	(18%)	13%	30%	23%	24.9	19.1	15.5	3.1	2.8	2.4
3008 TT Equity	大立光	9,186	2,130.0	4%	(28%)	11%	7%	16.7	15.1	14.2	1.7	1.6	1.5
2018 HK Equity	瑞声科技	2,725	17.8	(0%)	31%	32%	22%	18.4	13.9	11.4	0.9	0.8	0.7
002456 CH Equity	欧菲光	2,538	5.6	19%	(78%)	(85%)	(262%)	N/A	N/A	93.3	7.7	7.7	6.5
3406 TT Equity	玉晶光	1,419	389.5	16%	(25%)	9%	7%	16.4	15.0	14.0	2.1	1.9	1.6
平均								19.1	15.8	29.7	3.1	3.0	2.5
光学模组													
2382 HK Equity	舜宇光学科技	10,635	75.9	(18%)	13%	30%	23%	24.9	19.1	15.5	3.1	2.8	2.4
1478 HK Equity	丘钛科技	480	3.2	(25%)	3%	70%	38%	10.4	6.1	4.4	0.7	0.6	0.5
011070 KS Equity	LG INNOTEK	5,616	307,000.0	22%	(31%)	32%	13%	9.7	7.4	6.5	1.5	1.2	1.1
002456 CH Equity	欧菲光	2,538	5.6	19%	(78%)	(85%)	(262%)	N/A	N/A	93.3	7.7	7.7	6.5
平均								15.0	10.9	29.9	3.2	3.1	2.6
CMOS													
603501 CH Equity	韦尔股份	16,551	100.5	30%	(69%)	66%	32%	47.4	28.5	21.6	5.5	4.7	4.4
005930 KS Equity	三星	325,307	70,500.0	27%	(72%)	206%	40%	46.4	15.2	10.9	1.4	1.3	1.2
6758 JT Equity	索尼	119,709	13,470.0	34%	1%	3%	12%	19.0	18.5	16.5	2.2	2.1	1.9
000660 KS Equity	海力士	64,767	115,100.0	53%	(254%)	(133%)	186%	N/A	29.7	10.4	1.5	1.4	1.3
平均								37.6	23.0	14.8	2.6	2.4	2.2
电子零部件													
300433 CH Equity	蓝思科技	8,108	11.7	11%	34%	37%	13%	19.1	14.0	12.4	1.3	1.2	1.1
002241 CH Equity	歌尔声学	8,535	17.9	7%	(2%)	30%	(12%)	16.2	12.4	14.1	1.8	1.6	1.4
300207 CH Equity	欣旺达	4,093	15.8	(25%)	80%	31%	(22%)	13.5	10.3	13.2	1.6	1.4	1.2
300136 CH Equity	信维通信	2,693	20.0	21%	21%	22%	13%	20.6	16.9	15.0	2.5	2.2	2.0
002456 CH Equity	欧菲光	2,538	5.6	19%	(78%)	(85%)	(262%)	N/A	N/A	93.3	7.7	7.7	6.5
平均								17.3	13.4	29.6	3.0	2.8	2.4
中国半导体													
981 HK Equity	中芯国际	29,422	20.5	22%	(55%)	28%	36%	26.1	20.4	15.0	1.0	0.9	0.8
600745 CH Equity	闻泰科技	8,782	50.8	(3%)	23%	32%	9%	18.1	13.7	12.6	1.6	1.4	1.2
603986 CH Equity	兆易创新	10,002	107.8	5%	(26%)	19%	18%	38.4	32.4	27.4	4.5	3.9	3.6
688396 CH Equity	华润微电子	9,425	51.3	(3%)	4%	11%	12%	25.6	23.0	20.5	3.0	2.7	2.4
600584 CH Equity	长电科技	8,337	33.6	46%	(24%)	34%	22%	24.6	18.3	15.0	2.2	2.0	1.8
603160 CH Equity	汇顶科技	3,119	49.0	(2%)	(148%)	410%	34%	232.0	45.5	33.9	2.6	2.5	2.4
1347 HK Equity	华虹半导体	4,228	25.3	(7%)	(5%)	3%	17%	11.4	11.1	9.4	1.3	1.1	1.0
300661 CH Equity	圣邦股份	5,551	85.4	(36%)	(12%)	34%	18%	46.1	34.5	29.3	9.0	7.3	6.4
601231 CH Equity	环旭电子	4,332	14.1	(13%)	(0%)	22%	8%	10.5	8.7	8.0	1.8	1.6	1.3
平均								48.1	23.0	19.0	3.0	2.6	2.3
汽车半导体													
TXN US Equity	德州仪器	158,259	174.4	6%	(20%)	8%	5%	23.2	21.4	20.4	9.8	9.1	7.6
ON US Equity	安森美半导体	38,601	89.4	43%	(8%)	12%	15%	18.5	16.5	14.4	5.0	4.0	3.2
6963 JP Equity	罗姆株式会社	9,908	13,590.0	43%	34%	(10%)	12%	16.9	18.8	16.8	1.5	1.4	1.3
603290 CH Equity	斯达半导	5,044	212.3	(36%)	34%	35%	32%	33.2	24.6	18.7	5.5	4.6	3.8
600460 CH Equity	士兰微	5,978	30.4	(7%)	11%	32%	23%	35.5	26.8	21.7	4.7	3.6	3.1
300373 CH Equity	杨杰科技	3,075	40.8	(22%)	13%	26%	(17%)	16.4	13.1	15.7	2.9	2.4	2.1
平均								23.9	20.2	17.9	4.9	4.2	3.5
安防													
002415 CH Equity	海康威视	45,797	35.2	1%	23%	20%	19%	20.2	16.8	14.1	4.2	3.6	3.0
6752 JT Equity	Panasonic	28,855	1,668.5	50%	(15%)	51%	13%	18.8	12.5	11.0	1.2	1.0	1.0
ASSAB SS Equity	Assa Abloy	25,454	247.2	11%	12%	7%	9%	18.4	17.2	15.8	2.9	2.6	2.4
ALLE US Equity	安朗杰	10,397	118.2	12%	22%	7%	8%	17.8	16.6	15.4	8.0	6.5	5.4
002236 CH Equity	大华股份	10,225	22.1	95%	29%	16%	19%	19.1	16.4	13.8	2.4	2.1	1.8
002373 CH Equity	宇视科技	3,066	14.0	56%	7%	44%	43%	41.3	28.6	20.0	1.7	1.6	1.5
012450 KS Equity	韩华Techwin	5,432	138,800.0	89%	184%	(22%)	45%	11.5	14.7	10.1	2.0	1.8	1.5
平均								21.0	17.5	14.3	3.2	2.8	2.4

注: E = Bloomberg 一致预测, 美股截至 2023 年 6 月 20 日, 港股和 A 股截至 2023 年 6 月 21 日;

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 浦银国际

图表 53：半导体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)		EV/EBITDA		P/B (市净率)	
					2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
晶圆代工-中国												
981 HK Equity	中芯国际	29,422	20.5	22%	(55%)	28%	26.1	20.4	12.3	9.9	1.0	0.9
688981 CH Equity	中芯国际	29,422	50.8	23%	(52%)	30%	69.7	53.5	14.7	11.3	2.9	2.7
1347 HK Equity	华虹半导体	4,228	25.3	(7%)	(5%)	3%	11.4	11.1	5.8	5.2	1.3	1.1
平均							35.7	28.3	10.9	8.8	1.7	1.6
晶圆代工-海外												
2330 TT Equity	台积电	486,818	581.0	30%	(19%)	23%	18.4	14.9	9.8	8.0	4.4	3.6
2303 TT Equity	联华电子	21,775	53.9	32%	(35%)	7%	11.7	10.9	5.4	4.7	2.0	1.9
GFS US Equity	GLOBALFOUNDRI ES	34,128	61.9	15%	(25%)	32%	28.5	21.6	11.8	9.7	2.9	2.7
981 HK Equity	中芯国际	29,422	20.5	22%	(55%)	28%	26.1	20.4	12.3	9.9	1.0	0.9
688981 CH Equity	中芯国际	29,422	50.8	23%	(52%)	30%	69.7	53.5	14.7	11.3	2.9	2.7
1347 HK Equity	华虹半导体	4,228	25.3	(7%)	(5%)	3%	11.4	11.1	5.8	5.2	1.3	1.1
6770 TT Equity	力积电	4,199	32.0	0%	(82%)	89%	29.0	15.2	9.4	5.6	1.3	1.2
5347 TT Equity	世界	4,671	88.2	14%	(53%)	40%	20.2	14.4	8.0	6.2	3.3	3.0
TSEM US Equity	塔尔半导体	4,496	40.9	(5%)	(17%)	25%	20.6	16.5	7.5	6.5	2.1	1.9
平均							26.2	19.8	9.4	7.5	2.3	2.1
半导体设计-中国												
603501 CH Equity	韦尔股份	16,552	100.5	30%	(69%)	66%	47.4	28.5	34.0	22.4	5.5	4.7
603160 CH Equity	汇顶科技	3,119	49.0	(2%)	(147%)	403%	232.0	45.5	100.2	34.1	2.6	2.5
688008 CH Equity	澜起科技	9,179	58.1	(7%)	7%	52%	44.7	29.4	46.4	27.6	6.0	5.2
603986 CH Equity	兆易创新	10,002	107.8	5%	(29%)	19%	38.4	32.4	40.4	29.5	4.5	3.9
300782 CH Equity	卓胜微	7,195	96.9	(15%)	6%	34%	38.1	28.5	30.9	22.2	5.2	4.5
平均							80.1	32.9	50.4	27.2	4.8	4.2
半导体设计-海外												
QCOM US Equity	高通公司	133,479	119.8	9%	(33%)	16%	14.4	12.3	11.9	10.1	6.7	6.2
NVDA US Equity	英伟达	1,082,058	438.1	200%	(25%)	135%	134.3	57.2	102.9	49.3	50.4	30.3
2454 TT Equity	联发科	35,819	693.0	13%	(42%)	25%	15.6	12.5	11.4	9.2	2.9	2.9
AMD US Equity	AMD公司	191,520	118.9	84%	(18%)	44%	41.5	28.8	34.3	24.9	3.4	3.2
3034 TT Equity	联咏	8,848	450.0	43%	(97%)	7%	12.4	11.6	7.6	7.2	4.1	3.5
平均							43.6	24.5	33.6	20.2	13.5	9.2
半导体封测-中国												
600584 CH Equity	长电科技	8,338	33.6	46%	(26%)	34%	24.6	18.3	9.8	8.0	2.2	2.0
002185 CH Equity	华天科技	4,159	9.3	13%	(82%)	244%	145.8	42.4	14.2	10.7	1.9	1.8
002156 CH Equity	通富微电	4,924	23.4	42%	(20%)	55%	51.5	33.1	12.2	9.2	2.5	2.3
平均							74.0	31.3	12.0	9.3	2.2	2.0
半导体封测-海外												
3711 TT Equity	日月光	17,876	126.5	35%	(39%)	34%	14.4	10.8	6.3	5.4	1.9	1.7
AMKR US Equity	安靠	6,581	26.8	12%	(47%)	31%	16.0	12.2	5.6	4.7	1.6	1.5
6239 TT Equity	力成	2,539	103.5	31%	(38%)	30%	14.0	10.8	4.5	4.1	1.4	1.3
平均							14.8	11.3	5.5	4.7	1.6	1.5
功率半导体-中国												
600745 CH Equity	闻泰科技	8,782	50.8	(3%)	19%	32%	18.1	13.7	10.8	8.8	1.6	1.4
688396 CH Equity	华润微	9,426	51.3	(3%)	(1%)	11%	25.6	23.0	18.9	15.8	3.0	2.7
300373 CH Equity	扬杰科技	3,075	40.8	(22%)	10%	26%	16.4	13.1	12.6	10.2	2.9	2.4
600460 CH Equity	士兰微	5,978	30.4	(7%)	8%	32%	35.5	26.8	20.9	16.0	4.7	3.6
300623 CH Equity	捷捷微电	1,868	18.2	(12%)	30%	38%	28.6	20.6	16.4	13.0	3.5	3.1
平均							24.8	19.4	15.9	12.8	3.1	2.6
IDM-海外												
IFX GR Equity	英飞凌	53,297	37.4	31%	41%	2%	14.6	14.2	8.8	8.3	2.9	2.5
ON US Equity	安森美	38,601	89.4	43%	(8%)	12%	18.5	16.5	12.7	11.4	5.0	4.0
TXN US Equity	德州仪器	158,259	174.4	6%	(20%)	8%	23.2	21.4	17.5	15.6	9.8	9.1
STM US Equity	意法半导体	44,490	48.9	37%	8%	0%	11.5	11.4	6.9	6.6	2.7	2.2
NXPI US Equity	恩智浦	50,754	195.4	24%	(7%)	7%	14.7	13.7	11.2	10.6	5.5	4.8
INTC US Equity	英特尔	145,985	35.0	32%	(83%)	403%	107.0	21.3	16.3	10.1	1.5	1.4
平均							31.6	16.4	12.2	10.4	4.6	4.0
半导体设备												
688012 CH Equity	中微公司	13,587	158.0	61%	22%	27%	69.4	54.5	62.7	45.9	5.8	5.2
002371 CH Equity	北方华创	21,732	294.9	31%	32%	37%	50.5	36.9	40.6	30.9	7.1	6.1
ASML US Equity	阿斯麦	290,425	720.4	32%	37%	20%	35.1	29.3	28.4	23.4	24.5	19.6
ASM NA Equity	ASM国际	21,069	390.2	66%	6%	16%	31.5	27.1	24.0	19.9	5.9	5.2
平均							46.6	36.9	38.9	30.0	10.8	9.0

注：E = Bloomberg 一致预测，美股截至 2023 年 6 月 20 日，港股和 A 股截至 2023 年 6 月 21 日；

资料来源：Bloomberg，公司公告，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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

