



光学行业再更新：花开花落，云卷云舒（续）

我们上调舜宇目标价至 80.8 港元，潜在升幅 18%；上调丘钛目标价至 5.1 港元，潜在升幅 16%；上调韦尔股份目标价至人民币 127.9 元，潜在升幅 17%；重申三家公司的“买入”评级，首选舜宇光学。

智能手机摄像头行业边际复苏进行时，重申光学产业链优质标的的“买入”评级：在今年三季度，我们看到智能手机行业需求有初步复苏迹象。华为 Mate 60 系列以及小米 14 系列等高端机型都获取较高的用户需求。展望明年，我们预期潜望式摄像头有望在高阶旗舰机型中采用，提升单机摄像头模组价值量。同时，智能化汽车的车载摄像头贡献越来越多的利润。因此，我们重申舜宇光学科技（2382.HK）、丘钛科技（1478.HK）和韦尔股份（603501.CH）的“买入”评级。舜宇是我们光学行业的首选，我们认为它在新能源汽车领域的布局具备优势。

光学手机摄像头模组行业三季度触底，升规升配有望重回轨道：随着图像传感器等半导体器件库存的消化，下半年智能手机传感器进入新品备货阶段。因此，手机摄像头行业重回升规升配的路径。这既拉动行业出货量提升，也带动行业玩家毛利率触底改善。其中，三季度，舜宇的手机摄像头模组和手机镜头、丘钛的手机模组出货量，均实现环比成长以及同比增速向上改善。而受益于新产品毛利率提升，韦尔股份三季度毛利率环比增长 4.5 个百分点。我们认为手机摄像头规格升级与需求是相辅相成的关系，即需求提升推动手机品牌提升规格，而提升后的规格又会进一步刺激需求，形成正向循环。

车载摄像头正在成为利润重心：舜宇的车载镜头和模组，以及韦尔的车载 CIS，都已成为重要的利润重心，它们分别贡献两家公司一半以上的毛利润。得益于新能源汽车销量的高速增长以及智能化摄像头需求的增长，车载摄像头以及相关的镜头和图像传感器依然有望在未来几年保持较高成长动能，推动集团利润增长。

估值：舜宇光学科技目标价为 80.8 港元，对应 2024 年市盈率为 34.5x。丘钛科技目标价为 5.1 港元，对应 2024 年市盈率为 18x，韦尔股份目标价为人民币 127.9 元，对应 2024 年市盈率为 70x。部分光学行业标的在业绩之后出现股价回调，正在快速释放的智能手机行业需求依然面临相对疲软的风险。我们认为这提供了阶段性地进入行业享受 Beta 上行机会，值得保持密切关注。

投资风险：智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期，明年增长较为乏力。行业竞争再次加剧，玩家利润率承压。国内和海外宏观环境波动影响新能源车需求，该业务成长低于市场预期。新业务资源投入较大，拖累业绩表现。

图表 1：光学行业公司财务预测和潜在升幅

公司	目标价 (LC)		营收同比增速			营收预测值变化		
	目标价	潜在升幅	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
舜宇光学 (2382.HK)	80.8	18%	(2%)	18%	15%	4%	3%	5%
丘钛科技 (1478.HK)	5.1	16%	(11%)	21%	16%	(3%)	(6%)	(7%)
韦尔股份 (603501.CH)	127.9	17%	8%	17%	9%	12%	17%	14%

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

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 11 月 10 日

舜宇光学科技 (2382.HK)

买入

目标价 (港元)	80.8
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价 (港元)	68.20
52 周内股价区间 (港元)	50.3-119.7
总市值 (百万港元)	79,461
近 3 月日均成交额 (百万港元)	465.4

注：截至 2023 年 11 月 10 日收盘价

丘钛科技 (1478.HK)

买入

目标价 (港元)	5.1
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (港元)	4.35
52 周内股价区间 (港元)	2.75-5.84
总市值 (百万港元)	5,532
近 3 月日均成交额 (百万港元)	18

注：截至 2023 年 11 月 10 日收盘价

韦尔股份 (603501.CH)

买入

目标价 (人民币)	127.9
潜在升幅/降幅	+17%
目前股价 (人民币)	109.60
52 周内股价区间 (人民币)	75.28-114.89
总市值 (百万人民币)	131,462
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	846

注：截至 2023 年 11 月 10 日收盘价



扫码关注浦银国际研究

目录

光学行业再更新：花开花落，云卷云舒（续）	4
舜宇光学科技（2382.HK，买入，目标价 80.8 港元）	10
预测调整	10
估值	11
SPDBI 乐观与悲观情景假设	13
财务报表	14
丘钛科技（1478.HK，买入，目标价 5.1 港元）	15
估值	16
SPDBI 乐观与悲观情景假设	18
财务报表	19
韦尔股份（603501.CH，买入，目标价人民币 127.9 元）	20
估值	21
SPDBI 乐观与悲观情景假设	23
财务报表	24

图表目录

图表 1：光学行业公司财务预测和潜在升幅	1
图表 2：丘钛手机摄像头模组出货量	5
图表 3：舜宇摄像头模组出货量	5
图表 4：摄像头模组营收同比增速	6
图表 5：摄像头模组毛利率	6
图表 6：镜头营收同比增速	6
图表 7：镜头毛利率	6
图表 8：CIS 营收同比增速	6
图表 9：CIS 毛利率	6
图表 10：iPhone 摄像头配置趋势	7
图表 11：智能手机旗舰机型摄像头配置趋势	8
图表 12：小米手机旗舰机型摄像头配置趋势	9
图表 13：韦尔 CIS 参数比较	9
图表 14：舜宇业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E）	10
图表 15：舜宇分部加总估值法（2024 年）	11
图表 16：舜宇市盈率估值（x）	11
图表 17：SPDBI 目标价：舜宇光学科技（2382.HK）	12
图表 18：舜宇光学科技（2382.HK）市场普遍预期	13
图表 19：舜宇光学科技（2382.HK）SPDBI 情景假设	13
图表 20：丘钛业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E）	15
图表 21：丘钛 WACC 假设	16

图表 22: 丘钛自由现金流预测	16
图表 23: 丘钛 DCF 估值预测	16
图表 24: 丘钛市盈率估值	17
图表 25: SPDBI 目标价: 丘钛科技 (1478.HK)	17
图表 26: 丘钛科技 (1478.HK) 市场普遍预期.....	18
图表 27: 丘钛科技 (1478.HK) SPDBI 情景假设	18
图表 28: 韦尔股份业绩预测: 新预测 vs 前预测 (2023E - 2025E)	20
图表 29: 韦尔 WACC 假设	21
图表 30: 韦尔自由现金流预测	21
图表 31: 韦尔 DCF 估值预测	21
图表 32: 韦尔股份市盈率估值	22
图表 33: SPDBI 目标价: 韦尔股份 (603501.CH)	22
图表 34: 韦尔股份 (603501.CH) 市场普遍预期.....	23
图表 35: 韦尔股份 (603501.CH) SPDBI 情景假设	23
图表 36: SPDBI 科技行业覆盖公司	25

光学行业再更新：花开花落，云卷云舒（续）

智能手机行业需求边际改善进行时：根据 TechInsights，2023 年三季度全球智能手机出货量同比下降 0.3%，同比增速较二季度继续缩窄。根据 TechInsights，中国今年三季度智能手机出货量同比下降 5%，同比增速也较二季度缩窄。这与此前的[光学行业报告](#)、[科技行业下半年展望](#)以及[调研报告](#)中的基本判断一致。

舜宇三季度摄像头出货量 15,975.5 万颗，同比增长 42%，环比增长 9%。丘钛的手机摄像头模组出货量 9,288.5 万颗，同比下滑 13%，环比增长 12%（图表 2、图表 3）。手机摄像头相关产品出货量均取得环比增长，而且同比增速进一步改善。智能手机行业需求边际复苏带动手机摄像头模组需求改善。

进一步看，**智能手机高阶项目需求也在改善中。**随着 64B 等图像传感器清库存接近尾声，50D、50H 等新品开始拉货上量。这既带动韦尔等图像传感器厂商毛利率提升（图表 9），也能带动舜宇、丘钛的摄像头模组价格触底反弹。同时，手机镜头公司大立光也在业绩会中表达高阶项目需求相比较之前有所改善。

今年下半年，华为、小米分别发布的 Mate 60 系列、小米 14 系列都取得较好的市场反馈，获得较为充沛的订单。其中，小米 14 系列摄像头采用和豪威共同研发的光影猎人 900 作为主摄 CIS。（图表 12）。手机摄像头行业中，5000 万像素大底的具备原生单帧超高动态性能的图像传感器正逐步取代原 4800 万、6400 万像素的图像传感器，给消费者带来更好的拍照体验。我们预期这一趋势有望在明年延续。

另外，得益于苹果 iPhone 15 Pro 采用了潜望式摄像头模组（图表 10），安卓品牌对于潜望式摄像头的需求大幅提升。我们预期明年潜望式摄像头将在中国安卓品牌旗舰机型上陆续亮相，推动摄像头相关厂商的价格和毛利率向上提升。

当前，光学摄像头模组行业利润/毛利率正在从低位向上改善。从行业玩家本身出发，头部玩家进一步增加竞争烈度的意愿非常低。例如，丘钛 3200 万像素以上的摄像头占比从年初的 29% 提升到 9 月的 32%。光学行业基本面右侧机遇来临。

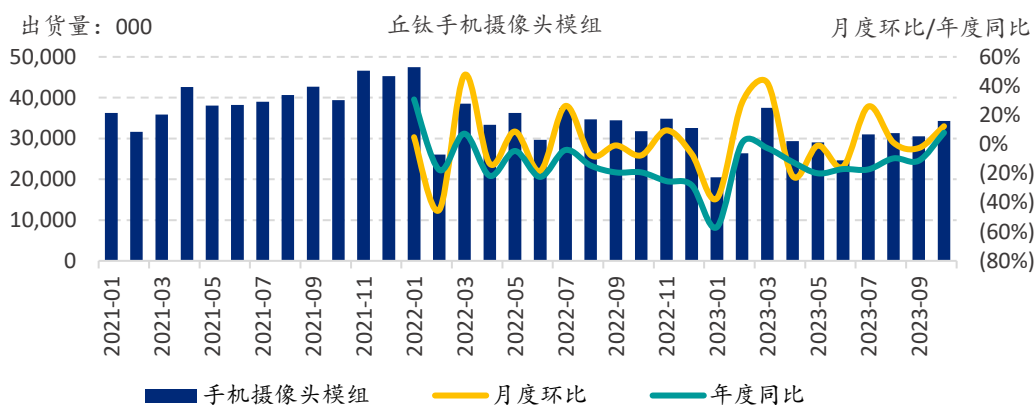
而且，新能源汽车对于摄像头的高速需求正在成为光学行业公司越来越重要的基本面推动力。随着新能源汽车行业的发展，智能驾驶和智能座舱不断演进，新能源车镜头搭载率持续提高，提前布局的车载业务将在长期为镜头模组厂商扩大收入规模、改善利润水平提供行业层面的支撑。

车载摄像头模组行业依然维持较高的增长动能。在**舜宇调研**时，我们了解到，舱内摄像头的表现尤其突出，其未来5年出货量复合增长率有望达到41%。同时，2022年电动车的镜头需求占到全球车载镜头的21%。进一步看，新能源汽车行业在车载的激光雷达、HUD、数字大灯小灯都有较好的发展势头。这些都能成为潜在的光学行业公司的增量业务。

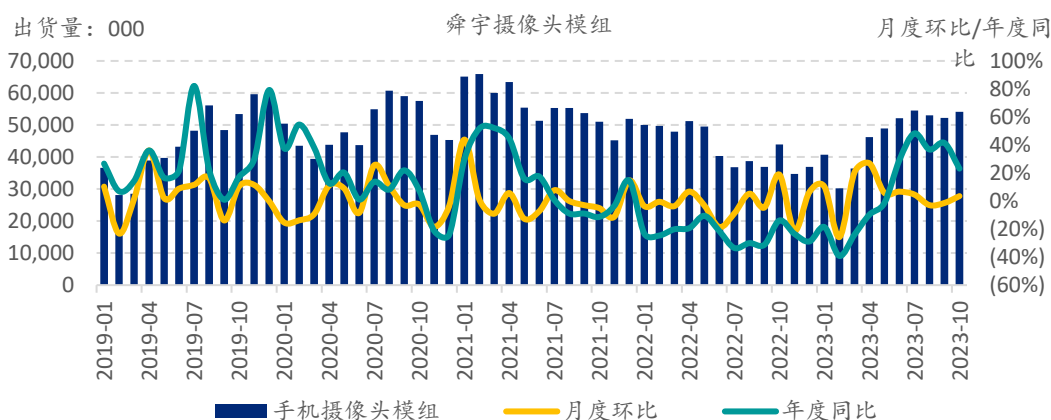
但是，从更长的时间维度来看，手机摄像头行业利润有较强的驱动力向中枢回归，尽管短时间不一定回到毛利率中枢值。并且从长期看，车载摄像头模组的毛利率显著高于当前手机摄像头模组毛利率。这会进一步推动行业毛利率中枢向上。

综上，我们维持对于光学摄像头行业头部厂商的长期乐观判断。当前，我们看到花开花落后的花开进行时。

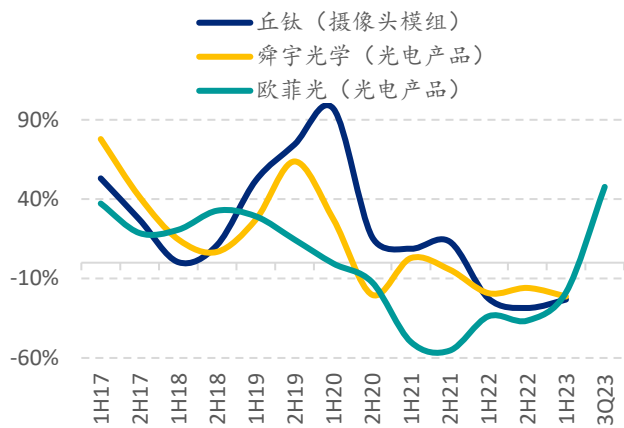
图表 2：丘钛手机摄像头模组出货量



图表 3：舜宇摄像头模组出货量

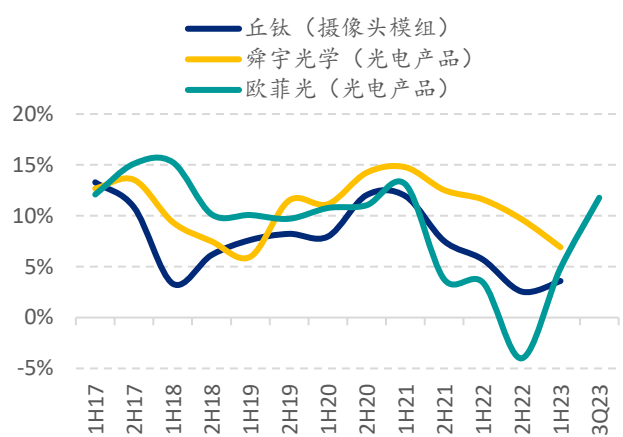


图表 4: 摄像头模组营收同比增速



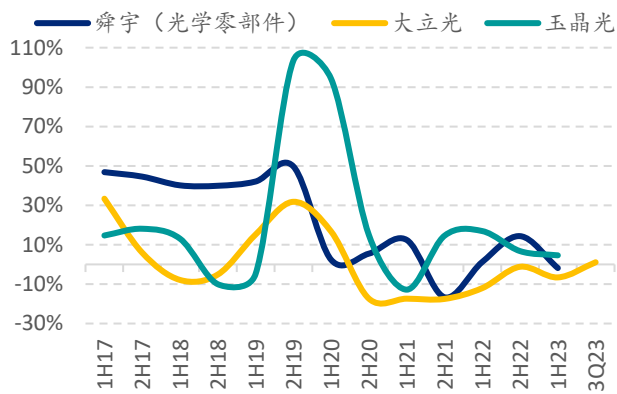
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 5: 摄像头模组毛利率



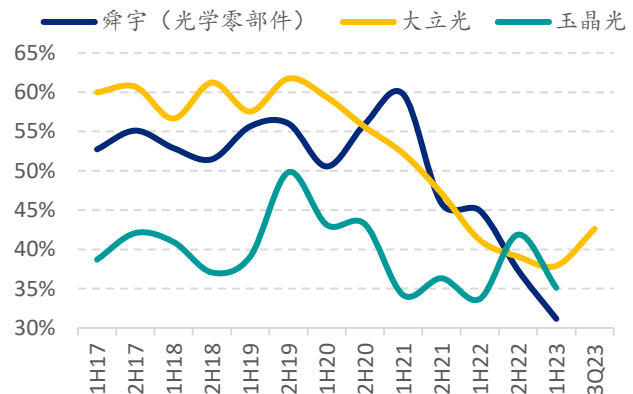
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 6: 镜头营收同比增速



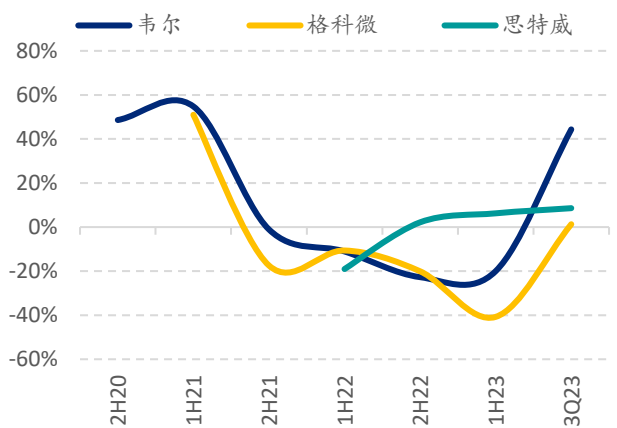
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 7: 镜头毛利率



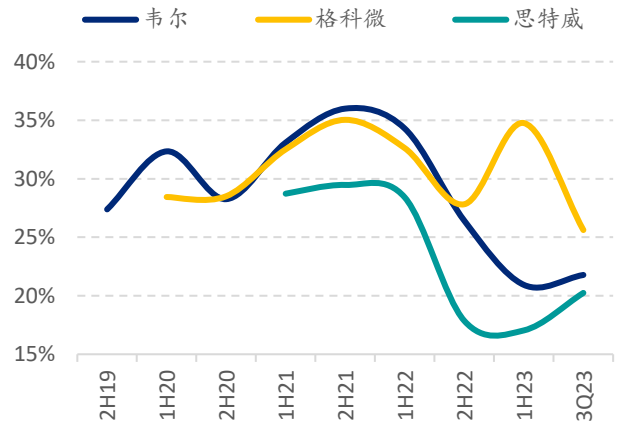
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 8: CIS 营收同比增速



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 9: CIS 毛利率



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 10: iPhone 摄像头配置趋势

发布年份	iPhone 12 Pro Max 2020	iPhone 13 Pro Max 2021	iPhone 14 Pro Max 2022	iPhone 15 Pro Max 2023
后置摄像头				
摄像头数量	3 (广, 超, 长)	3 (广, 超, 长)	3 (广, 超, 长)	4
镜片数	7P, 5P, 6P	7P, 6P, 6P	7P, 6P, 7P	
像素	12MP, 12MP, 12MP	12MP, 12MP, 12MP	48MP, 12MP, 12MP	48MP, 12MP, 12MP, 12MP
主摄单像素尺寸	1.7 μ m	1.9 μ m	1.22 μ m	1.22 μ m
光圈	f/1.6, f/2.4, f/2.2	f/2.8, f/1.5, f/1.8	f/1.78, f/2.2, f/2.8	f/1.78, f/2.2, f/1.78, f/2.8
主摄 CMOS 类型	堆栈式, BSI, DTI			
供应商	索尼	索尼	索尼	索尼
主摄传感器尺寸	1/2.1"	1/1.65"	1/1.3"	1/1.3"
新增功能	1.夜间人像 2.Apple ProRAW 3.杜比 HDR 视频拍摄 (4K, 60fps)	1.微距摄影 2.智能 HDR 4 照片	1.光像引擎 2.第二代传感器位移式光学图像防抖功能	1.潜望式镜头 2.智能 HDR 5 照片
光学变焦	2.5x 放大, 2x 缩小	3 倍 (放大), 2 倍 (缩小)	3 倍 (放大), 2 倍 (缩小)	5 倍 (放大), 2 倍 (缩小)
数字变焦	12x	15x	15x	25x
主摄防抖	Sensor Shift	传感器位移式 光学图像防抖	第二代传感器位移式 与光学图像防抖	第二代传感器位移式 与光学图像防抖
前置摄像头				
摄像头数量	1	1	1	1
像素	12MP	12MP	12MP	12MP
光圈	f/2.2	f/2.2	f/2.2	f/2.2

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 11: 智能手机旗舰机型摄像头配置趋势

发布年份	荣耀 Magic V2 2023 年 7 月	华为 Mate 60 Pro 2023 年 8 月	OPPO Find N3 2023 年 10 月	vivo x100pro 2023 年 11 月
后置摄像头				
摄像头数量	3	3	3	
镜片数			7P,4P,6P	
像素	50MP,20MP,12MP	48MP,40MP,48MP	48MP,64MP,48MP	50MP
主摄单像素尺寸	1.0μm	1.0μm	1.12μm	1.6μm
光圈		f/1.4 - f/4.0		
主摄 CMOS 类型	Sony IMX800	Sony IMX766	Sony LYT-T808	Sony IMX989
供应商	索尼	索尼	索尼	索尼
主摄传感器尺寸	1/1.49"	1/1.56"	1/1.43"	1/1.02"
光学变焦		3.5x	3x	
数字变焦	40x	100x	120x	
主摄防抖		OIS 光学防抖	OIS	
前置摄像头				
摄像头数量	1	1	2	
像素	16MP	13MP	32MP,20MP	
光圈	f/2.2	f/2.4	f/2.4,f/2.2	

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 12: 小米手机旗舰机型摄像头配置趋势

	小米 10 ultra	小米 11 ultra	小米 12 ultra	小米 13 ultra	小米 14 Pro
发布年份	2020	2021	2022	2023	2023
后置摄像头					
摄像头数量	4	3	3	4	3
镜片数	8P	8P	8P	8P	7P
像素	48MP,48MP,12MP,20MP	50MP,48MP,48MP	50MP,48MP,48MP	50MP,50MP,50MP,50MP	50MP,50MP,50MP
主摄单像素尺寸	1.2μm 等效 2.4μm	1.4μm 等效 2.8μm	1.6μm 等效 3.2μm	1.6μm 等效 3.2μm	1.2μm 等效 2.4μm
主摄光圈	f/1.85	f/1.95	f/1.9	f/1.9, f/4.0	f/1.42 - f/4.0
主摄 CMOS 类型	OV48C	三星 GN2	Sony IMX989	Sony IMX989	光影猎人 900
供应商	豪威	三星	索尼	索尼	豪威
主摄传感器尺寸	1/1.3"	1/1.12"	1/1.02"	1/1.02"	1/1.31"
光学变焦	10x	5x			
数字变焦	120x	120x			
主摄防抖	双原生 ISO Fusion 超动态技术	Fusion 超动态技术	支持 OIS 光学防抖	HyperOIS 超级光学防抖	支持 OIS 光学防抖
前置摄像头					
摄像头数量	1	1	1	1	1
像素	20MP	20MP	32MP	32MP	32MP
光圈				f/2.0	

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 13: 韦尔 CIS 参数比较

	传感器尺寸	像素	单像素尺寸	主要机型
OV50E/A	1/1.55"	50MP	1.008μm	红米 K70 Pro
OV50D	1/2.88"	50MP	0.612μm	小米 13Pro/努比亚 z50sPro
OV50H	1/1.3"	50MP	1.2μm	小米 14/iQOO 12
OV50K				尚未发布

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 80.8 港元)

预测调整

由于三季度舜宇的手机摄像头模组出货量改善，我们略微上调舜宇 2023、2024、2025 年的收入预测。

图表 14: 舜宇业绩预测: 新预测 vs 前预测 (2023E - 2025E)

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	32,445	31,138	4%	38,265	37,295	3%	44,119	42,209	5%
毛利润	5,179	5,053	3%	6,953	6,875	1%	8,156	8,043	1%
经营利润	877	907	(3%)	2,225	2,266	(2%)	2,900	3,011	(4%)
净利润	1,493	1,538	(3%)	2,369	2,417	(2%)	2,651	2,774	(4%)
每股收益 (元)	1.37	1.41	(3%)	2.17	2.21	(2%)	2.43	2.54	(5%)
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	16.0%	16.2%	(0.3)	18.2%	18.4%	(0.3)	18.5%	19.1%	(0.6)
费用率	13.3%	13.3%	(0.1)	12.4%	12.4%	(0.0)	11.9%	11.9%	(0.0)
经营利润率	2.7%	2.9%	(0.2)	5.8%	6.1%	(0.3)	6.6%	7.1%	(0.6)
净利率	4.6%	4.9%	(0.3)	6.2%	6.5%	(0.3)	6.0%	6.6%	(0.6)

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

估值

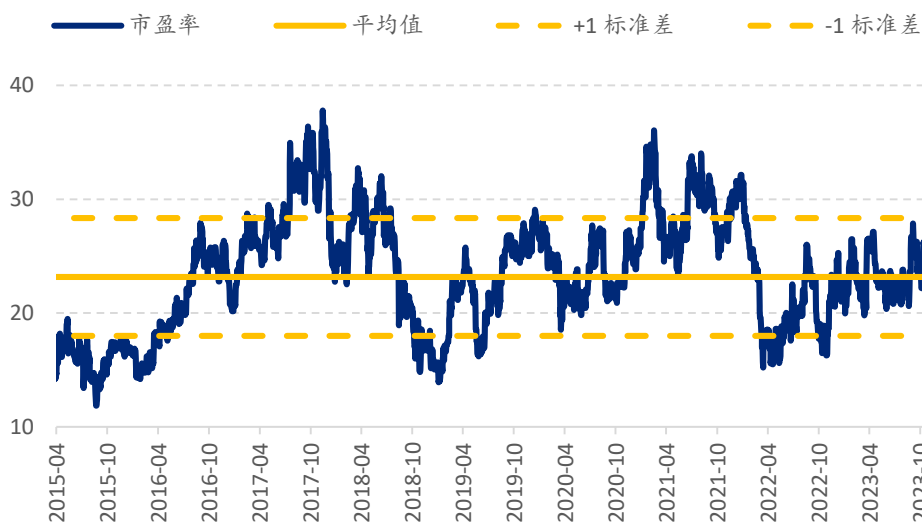
我们采用分部加总估值法对舜宇进行估值,分别给予舜宇 2024 年手机模组、手机镜头、车载镜头和其他业务 26x、38x、42x 和 25x 的目标市盈率,得到 80.8 港元的目标价,潜在升幅 18%。我们再次重申舜宇的“买入”评级。

图表 15: 舜宇分部加总估值法 (2024 年)

人民币百万	2024E 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	24,866	8.1%	688	21%	26.0	17,896
手机镜头	4,489	36.1%	552	30%	38.0	20,970
车载镜头	6,276	40.2%	859	33%	42.0	36,068
其他	2,634	30.1%	270	-	25.0	6,761
合计 (人民币百万)	38,265	18.2%	2,369	59%	34.5	81,695
人民币/港币						0.9248
市值 (港元百万)						88,338
股数 (百万)						1,093
目标价 (港元)						80.8

资料来源: 浦银国际预测

图表 16: 舜宇市盈率估值 (x)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: SPDBI 目标价: 舜宇光学科技 (2382.HK)

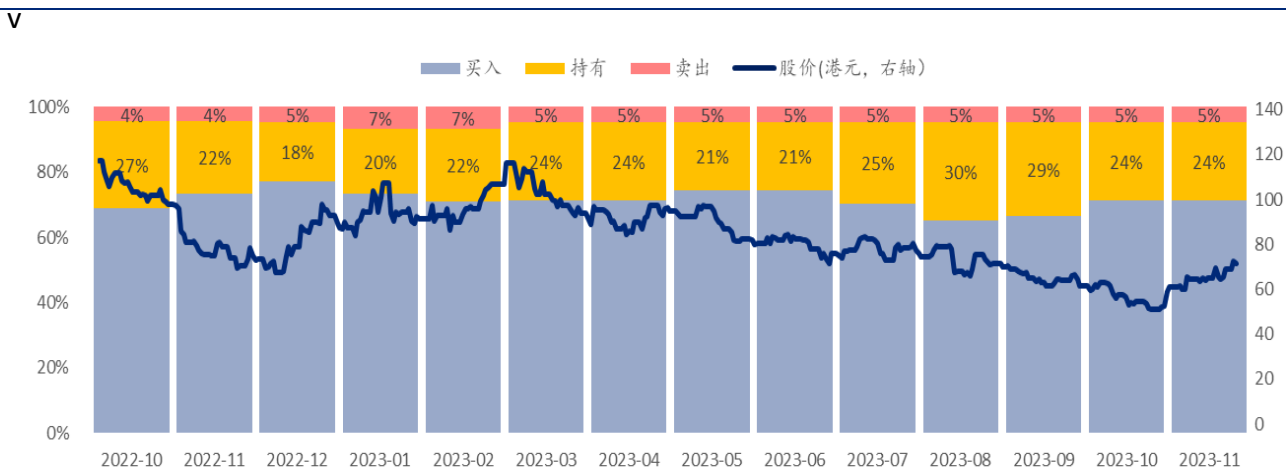


注: 截至 2023 年 11 月 10 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

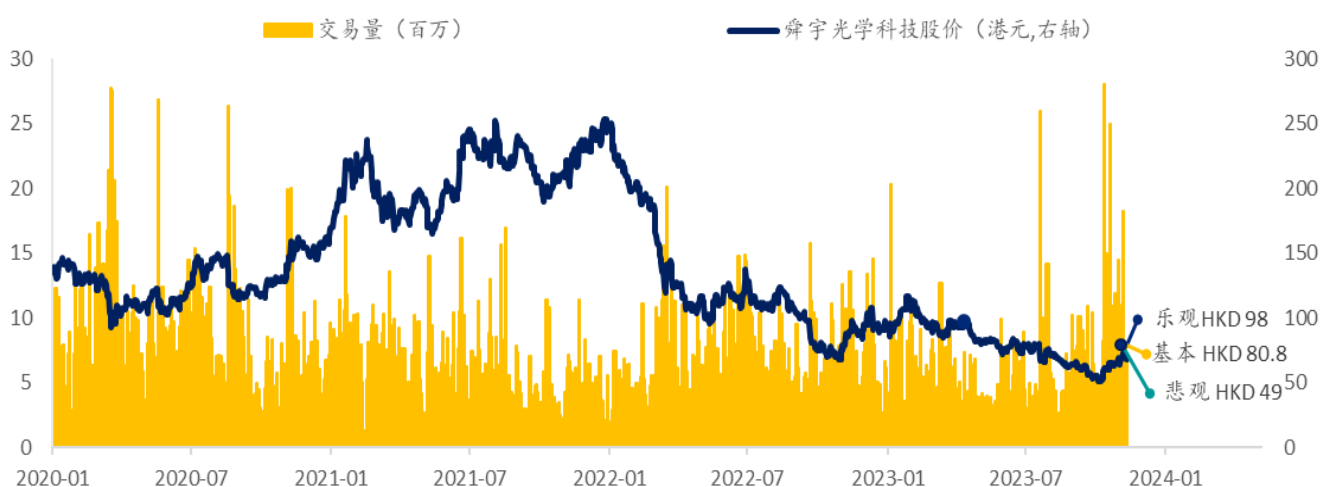
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 18: 舜宇光学科技 (2382.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 19: 舜宇光学科技 (2382.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 98 港元 (概率: 20%)

- 全球智能手机行业需求复苏高于预期;
- 车载镜头和模组高像素、小型化、自清洁等的升级带动毛利率提升;
- 非手机业务持续快速增长, 车载镜头模组毛利随着规模扩大而显著提升;
- 海外产能布局加速扩大。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 49 港元 (概率: 15%)

- 全球智能手机行业需求复苏低于预期;
- 车载镜头和模组行业升级趋缓, 行业竞争加剧, 拖累毛利率下滑;
- 车载相关产品起量速度低于预期;
- 新业务资源投入较大, 拖累业绩表现。

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	37,497	33,197	32,445	38,265	44,119
营业成本	(28,761)	(26,592)	(27,266)	(31,312)	(35,963)
毛利	8,736	6,605	5,179	6,953	8,156
营业支出	(3,575)	(4,278)	(4,303)	(4,728)	(5,257)
销售费用	(274)	(353)	(442)	(462)	(533)
行政费用	(758)	(929)	(952)	(1,091)	(1,258)
研发费用	(2,642)	(2,803)	(2,685)	(3,051)	(3,342)
其他费用	99	(193)	(224)	(124)	(124)
营业利润	5,161	2,327	877	2,225	2,900
营业外收支	474	388	789	411	33
利息收入/(支出)净额	(230)	(293)	(430)	(508)	(586)
其他收益/(支出)净额	704	681	1,219	919	619
税前利润	5,635	2,715	1,666	2,636	2,933
所得税	(579)	(241)	(105)	(198)	(213)
净利润(含少数股东权益)	5,056	2,474	1,561	2,437	2,719
少数股东和可赎回少数股东损益	68	66	68	68	68
归属普通股股东净利润	4,988	2,408	1,493	2,369	2,651
基本股数(百万)	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
摊薄股数(百万)	1,094	1,094	1,094	1,094	1,094
基本每股收益(元)	4.57	2.20	1.37	2.17	2.43
稀释每股收益(元)	4.56	2.20	1.36	2.17	2.42

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	6,979	8,739	4,675	5,236	5,855
税前利润	5,635	2,715	1,666	2,636	2,933
折旧及摊销	1,760	1,919	2,313	2,306	2,387
其他营业活动现金流	(140)	-	-	-	-
营运资金变动	223	4,053	371	(16)	163
应收账款(增加)/减少	834	243	163	(1,263)	(1,271)
存货(增加)/减少	169	761	(120)	(718)	(826)
应付账款增加/(减少)	(943)	3,049	327	1,965	2,259
其他经营资金变动	164	-	-	-	-
税务费用	(627)	(241)	(105)	(198)	(213)
利息支出	129	293	430	508	586
投资活动产生的现金流量净额	(2,902)	(2,334)	(2,281)	(2,690)	(3,102)
资本支出	(2,636)	(2,334)	(2,281)	(2,690)	(3,102)
取得或购买长期投资	52	-	-	-	-
银行存款增加	(874)	-	-	-	-
短期投资	557	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(1,241)	(559)	(533)	46	(129)
借款	203	451	(45)	349	351
发行股份	(212)	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(987)	(1,011)	(488)	(302)	(480)
其他	(245)	-	-	-	-
汇兑损益	(73)	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	2,763	5,846	1,861	2,592	2,624
期初现金及现金等价物	2,842	5,605	11,451	13,312	15,904
期末现金及现金等价物	5,605	11,451	13,312	15,904	18,528

资产负债表

人民币百万元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,605	7,033	13,312	15,904	18,528
受限制资金	1,094	975	975	975	975
应收账款	7,448	7,205	7,042	8,305	9,576
存货	5,482	4,721	4,841	5,559	6,384
其他流动资产	8,360	10,711	10,711	10,711	10,711
流动资产合计	27,989	30,646	36,881	41,454	46,174
固定资产-物业, 厂房及设备	8,303	10,120	10,088	10,472	11,187
无形资产	307	251	251	251	251
租赁权	505	612	612	612	612
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	1,668	1,371	1,371	1,371	1,371
资产总计	38,774	43,001	49,205	54,162	59,598
短期借款	1,539	1,990	1,945	2,294	2,645
应付账款	9,869	12,917	13,245	15,210	17,469
其他流动负债	466	4,430	4,430	4,430	4,430
流动负债合计	11,873	19,337	19,619	21,933	24,543
长期借款	700	30	30	30	30
其他非流动负债	5,305	1,452	1,452	1,452	1,452
负债合计	17,879	20,819	21,101	23,415	26,025
股本	105	105	105	105	105
资本公积	20,483	21,733	23,237	25,880	28,705
少数股东权益	307	344	344	344	344
股东权益合计	20,895	22,182	23,686	26,329	29,154
负债及股东权益合计	38,774	43,001	44,787	49,744	55,180

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	(1%)	(11%)	(2%)	18%	15%
毛利润增速	0%	(24%)	(22%)	34%	17%
营业利润增速	(4%)	(55%)	(62%)	154%	30%
净利润增速	2%	(52%)	(38%)	59%	12%
盈利能力					
净资产收益率	23.9%	10.9%	6.3%	9.0%	9.1%
总资产报酬率	12.9%	5.6%	3.0%	4.4%	4.4%
投入资本回报率	20.0%	8.8%	3.2%	7.2%	8.4%
利润率					
毛利率	23.3%	19.9%	16.0%	18.2%	18.5%
营业利润率	13.8%	7.0%	2.7%	5.8%	6.6%
净利率	13.3%	7.3%	4.6%	6.2%	6.0%
营运能力					
现金循环周期	278	307	319	300	300
应收账款周转天数	76	81	80	73	74
存货周转天数	71	70	64	61	61
应付账款周转天数	131	156	175	166	166
净债务(净现金)	(3,366)	(5,013)	(11,337)	(13,580)	(15,853)
自由现金流	4,450	6,313	2,299	2,439	2,643

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 5.1 港元)

我们略微上调丘钛 2024 年的利润预测以反映智能手机需求触底回升。

图表 20: 丘钛业绩预测: 新预测 vs 前预测 (2023E - 2025E)

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	12,217	12,556	(3%)	14,754	15,682	(6%)	17,125	18,348	(7%)
毛利润	506	536	(6%)	873	902	(3%)	1,146	1,232	(7%)
经营利润	279	295	(6%)	546	536	2%	731	766	(5%)
净利润	100	114	(13%)	312	304	3%	468	499	(6%)
基本每股收益 (元)	0.08	0.10	(16%)	0.26	0.26	1%	0.40	0.42	(6%)
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	4.1%	4.3%	(0.1)	5.9%	5.8%	0.2	6.7%	6.7%	(0.0)
营业支出率	1.9%	1.9%	(0.1)	2.2%	2.3%	(0.1)	2.4%	2.5%	(0.1)
经营利润率	2.3%	2.3%	(0.1)	3.7%	3.4%	0.3	4.3%	4.2%	0.1
净利率	0.8%	0.9%	(0.1)	2.1%	1.9%	0.2	2.7%	2.7%	0.0

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

估值

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法对丘钛进行估值。我们假设丘钛 2028 年到 2031 年的成长率为 10%，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 28.7%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到丘钛未来 12 个月目标价 5.1 港元，维持“买入”评级，潜在升幅 16%。

图表 21：丘钛 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.6	债务成本	19.8%
无风险利率	2.7%	债务股本比	(4.2%)
股权风险溢价	16%	19.0%	12.6%
股本成本	28.3%	WACC	28.7%

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

资料来源：浦银国际预测

图表 22：丘钛自由现金流预测

人民币百万	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033 往后
营业收入	14,754	17,125	20,320	22,039	24,242	26,667	29,333	32,267	35,493	
营收增速	21%	16%	19%	8%	10%	10%	10%	10%	10%	
经营利润	546	731	853	932	1,067	1,173	1,291	1,420	1,562	
经营利润率	3.7%	4.3%	4.2%	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	
折旧及摊销	395	335	283	240	211	186	164	144	127	
EBITDA	941	1,065	1,136	1,172	1,278	1,359	1,454	1,564	1,688	
EBITDA 率	6.4%	6.2%	5.6%	5.3%	5.3%	5.1%	5.0%	4.8%	4.8%	
所得税率	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	
资本支出	15	14	10	7	3	3	3	4	4	
资本支出率	(0.1%)	(0.1%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	(0.0%)	
净营运资本变动	(75)	(52)	(43)	(26)	80	97	106	117	129	
自由现金流	881	1,027	1,103	1,152	1,222	1,306	1,396	1,500	1,618	8,340
永续增长率										3.0%

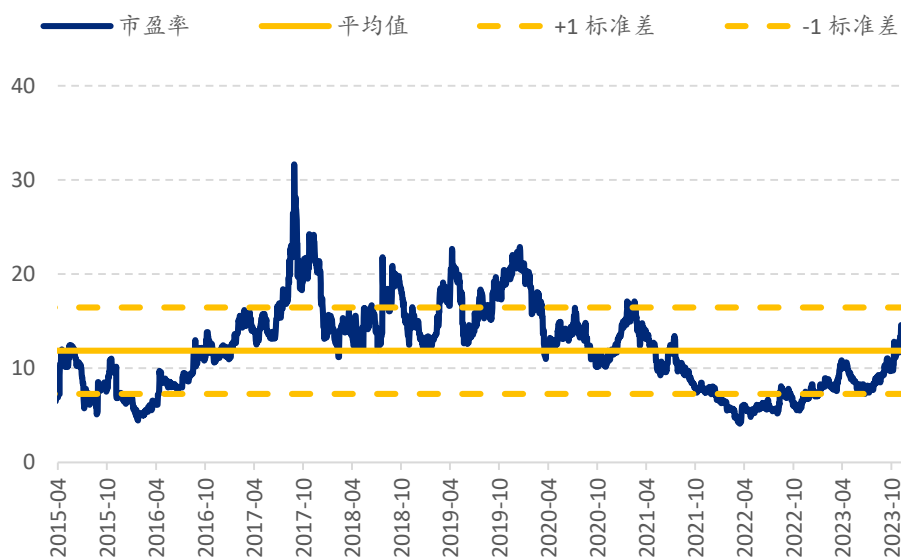
资料来源：浦银国际预测

图表 23：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)
28.7%	5,336	229	5,566	1,185	4.7	0.9299	5.1

资料来源：浦银国际预测

图表 24：丘钛市盈率估值



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 25：SPDBI 目标价：丘钛科技 (1478.HK)

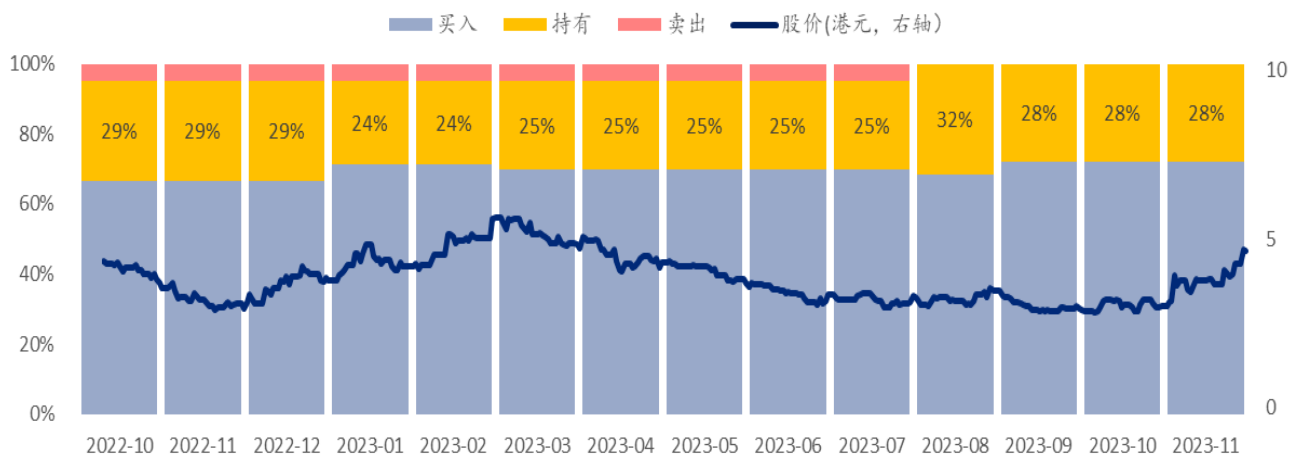


注：截至 2023 年 11 月 10 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 26: 丘钛科技 (1478.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 27: 丘钛科技 (1478.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 8.0 港元 (概率: 15%)

- 全球智能手机行业需求复苏高于预期;
- 非手机业务作为丘钛的战略业务, 持续快速增长, 带动毛利率提升;
- 丘钛市场地位稳步提升, 市场份额逐渐扩大;
- 丘钛产品结构不断优化。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 2.8 港元 (概率: 15%)

- 全球智能手机行业需求复苏低于预期;
- 非手机业务增长不及预期;
- 摄像头模组竞争加剧, 年毛利率下滑;
- 产品结构优化进度不及预期。

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,663	13,759	12,217	14,754	17,125
营业成本	(16,901)	(13,218)	(11,711)	(13,881)	(15,979)
毛利	1,762	541	506	873	1,146
营业支出	(723)	(338)	(227)	(327)	(415)
销售费用	(23)	(14)	(15)	(18)	(21)
行政费用	(161)	(142)	(136)	(165)	(192)
研发费用	(642)	(470)	(395)	(463)	(521)
重组及其他费用/收入	104	288	319	319	319
营业利润	1,039	204	279	546	731
营业外收支	(82)	(97)	(180)	(186)	(192)
利息收入/(支出)净额	(30)	(60)	(131)	(132)	(132)
其他收益/(支出)净额	(52)	(37)	(49)	(54)	(60)
税前利润	957	107	99	360	539
所得税	(94)	63	2	(47)	(70)
净利润(含少数股东权益)	863	170	100	313	469
少数股东和可赎回少数股东损益	(0)	(1)	1	1	1
归属普通股股东净利润	863	171	100	312	468
基本股数(百万)	1,179	1,184	1,185	1,185	1,185
摊销股数(百万)	1,185	1,184	1,185	1,185	1,185
基本每股收益(元)	0.73	0.14	0.08	0.26	0.40
稀释每股收益(元)	0.73	0.14	0.08	0.26	0.40

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	1,596	1,048	696	765	883
税前利润	957	107	99	360	539
折旧及摊销	500	467	467	395	335
其他营业活动现金流	130	(91)	-	-	-
营运资金变动	173	554	(2)	(75)	(52)
应收账款(增加)/减少	(857)	927	385	(634)	(592)
存货(增加)/减少	(333)	1,104	135	(194)	(188)
应付账款增加/(减少)	1,284	(1,507)	(523)	753	728
其他经营资金变动	78	31	-	-	-
税务费用	(176)	(23)	2	(47)	(70)
利息收入(支出)	12	35	131	132	132
投资活动产生的现金流量净额	(880)	(1,941)	21	15	14
资本支出	17	35	21	15	14
取得或购买长期投资	(924)	(408)	-	-	-
银行存款增加	0	-	-	-	-
短期投资	(2)	(1,594)	-	-	-
其他	28	25	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(942)	468	(293)	482	451
借款	(896)	532	(293)	482	451
发行股份	59	10	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(49)	-	-	-	-
其他	(57)	(73)	-	-	-
汇兑损益	(14)	30	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(240)	(394)	423	1,262	1,348
期初现金及现金等价物	1,984	1,743	1,349	1,772	3,034
期末现金及现金等价物	1,743	1,349	1,772	3,034	4,382

资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,743	1,349	1,772	3,034	4,382
受限资金	811	919	919	919	919
应收账款	4,446	3,436	3,051	3,685	4,277
存货	2,258	1,184	1,049	1,244	1,432
其他流动资产	57	1,710	1,710	1,710	1,710
流动资产合计	9,315	8,599	8,502	10,592	12,720
固定资产-物业、厂房及设备	3,144	3,140	2,652	2,242	1,893
无形资产	20	26	26	26	26
租赁权	-	-	-	-	-
其他非流动资产	569	520	520	520	520
资产总计	13,048	12,285	11,701	13,381	15,160
短期借款	1,708	2,616	2,323	2,805	3,256
应付账款	6,259	4,584	4,061	4,814	5,542
其他流动负债	113	49	49	49	49
流动负债合计	8,079	7,249	6,433	7,668	8,847
长期借款	50	-	-	-	-
其他非流动负债	214	269	269	269	269
负债合计	8,343	7,518	6,702	7,937	9,116
股本	9	9	9	9	9
资本公积	4,690	4,753	4,984	5,429	6,030
股东权益合计	4,705	4,767	4,999	5,444	6,045
负债及股东权益合计	13,048	12,285	11,701	13,381	15,160

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	7%	(26%)	(11%)	21%	16%
毛利润增速	(0%)	(69%)	(7%)	73%	31%
营业利润增速	(1%)	(80%)	37%	96%	34%
净利润增速	3%	(80%)	(42%)	214%	50%
盈利能力					
净资产收益率	18.3%	3.6%	2.0%	5.7%	7.7%
总资产报酬率	6.6%	1.4%	0.9%	2.3%	3.1%
投入资本回报率	14.5%	4.4%	3.9%	5.8%	6.8%
利润率					
毛利率	9.4%	3.9%	4.1%	5.9%	6.7%
营业利润率	5.6%	1.5%	2.3%	3.7%	4.3%
净利润率	4.6%	1.2%	0.8%	2.1%	2.7%
营运能力					
现金循环周期	256	302	266	230	234
应收账款周转天数	79	105	97	83	85
存货周转天数	45	48	35	30	31
应付账款周转天数	133	150	135	117	118
净债务(净现金)	15	1,267	550	(229)	(1,126)
自由现金流	1,564	1,282	718	762	879

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

韦尔股份(603501.CH, 买入, 目标价人民币 127.9 元)

根据 3Q23 业绩及管理层经营指引, 我们上调韦尔股份 2023-2025 年的收入和利润预测, 主要反映 CIS 产品需求旺盛。

图表 28: 韦尔股份业绩预测: 新预测 vs 前预测 (2023E - 2025E)

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	21,674	19,355	12%	25,394	21,770	17%	27,782	24,324	14%
毛利润	5,100	4,940	3%	6,998	6,975	0%	8,247	7,977	3%
经营利润	1,743	1,704	2%	3,288	3,382	(3%)	4,248	3,963	7%
净利润	833	786	6%	2,218	2,200	1%	2,963	2,656	12%
基本每股收益 (元)	0.69	0.67	2%	1.83	1.88	(3%)	2.44	2.27	8%
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	23.5%	25.5%	(2.0)	27.6%	32.0%	(4.5)	29.7%	32.8%	(3.1)
营业支出率	15.5%	16.7%	(1.2)	14.6%	16.5%	(1.9)	14.4%	16.5%	(2.1)
经营利润率	8.0%	8.8%	(0.8)	12.9%	15.5%	(2.6)	15.3%	16.3%	(1.0)
净利率	3.8%	4.1%	(0.2)	8.7%	10.1%	(1.4)	10.7%	10.9%	(0.3)

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

估值

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法对韦尔进行估值。我们假设韦尔 2028 年到 2031 年的成长率为 6%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 7.7%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到韦尔未来 12 个月目标价人民币 127.9 元，维持“买入”评级，潜在升幅 17%。

图表 29：韦尔 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.39	债务成本	5.9%
无风险利率	2.6%	债务股本比	25%
股权风险溢价	16%	4.2%	12.6%
股本成本	8.5%	WACC	7.7%

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

资料来源：浦银国际预测

图表 30：韦尔自由现金流预测

人民币百万	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033 往后
营业收入	25,394	27,782	30,867	34,522	36,593	38,789	41,116	43,583	46,198	
营收增速	17%	9%	11%	12%	6%	6%	6%	6%	6%	
经营利润	3,288	4,248	4,954	5,716	6,169	6,655	7,178	7,608	8,065	
经营利润率	12.9%	15.3%	16.0%	16.6%	16.9%	17.2%	17.5%	17.5%	17.5%	
折旧及摊销	1,405	1,626	1,892	2,198	2,796	3,556	4,524	5,754	7,319	
EBITDA	4,693	5,874	6,846	7,914	8,964	10,211	11,701	13,362	15,384	
EBITDA 率	18.5%	21.1%	22.2%	22.9%	24.5%	26.3%	28.5%	30.7%	33.3%	
所得税率	8.1%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	
资本支出	(2916)	(3190)	(3545)	(3964)	(3,925)	(3,886)	(3,847)	(3,808)	(3,770)	
资本支出率	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	10.7%	10.0%	9.4%	8.7%	8.2%	
净营运资本变动	(962)	(164)	(709)	(1098)	(698)	(444)	(282)	300	300	
自由现金流	547	2,057	2,053	2,229	3,670	5,157	6,791	9,026	11,036	259,306
永续增长率										3.0%

资料来源：浦银国际预测

图表 31：韦尔 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币)
7.7%	160,845	-5,357	155,489	1,215	127.9

资料来源：浦银国际预测

图表 32: 韦尔股份市盈率估值



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 33: SPDBI 目标价: 韦尔股份 (603501.CH)

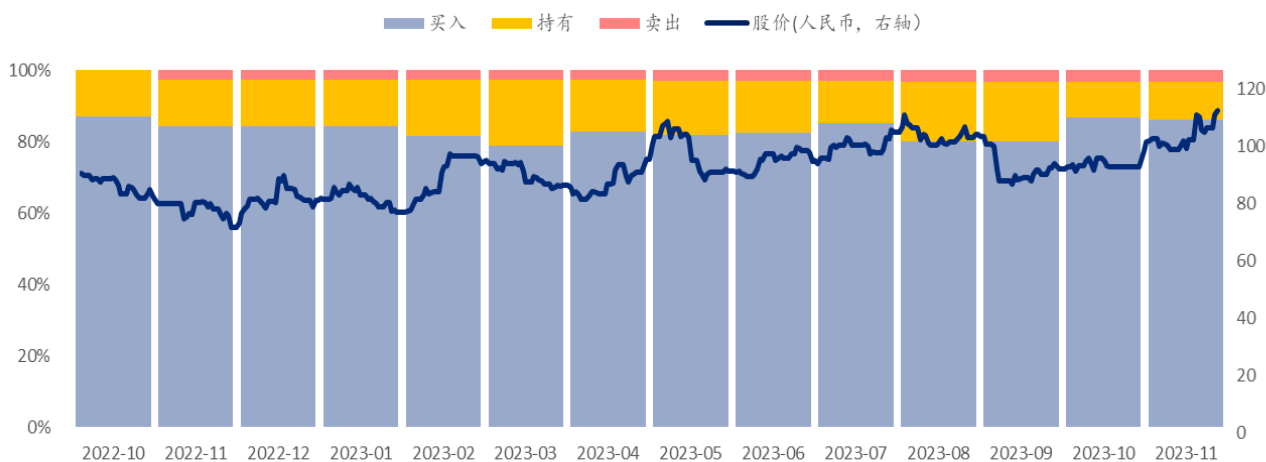


注: 截至 2023 年 11 月 10 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

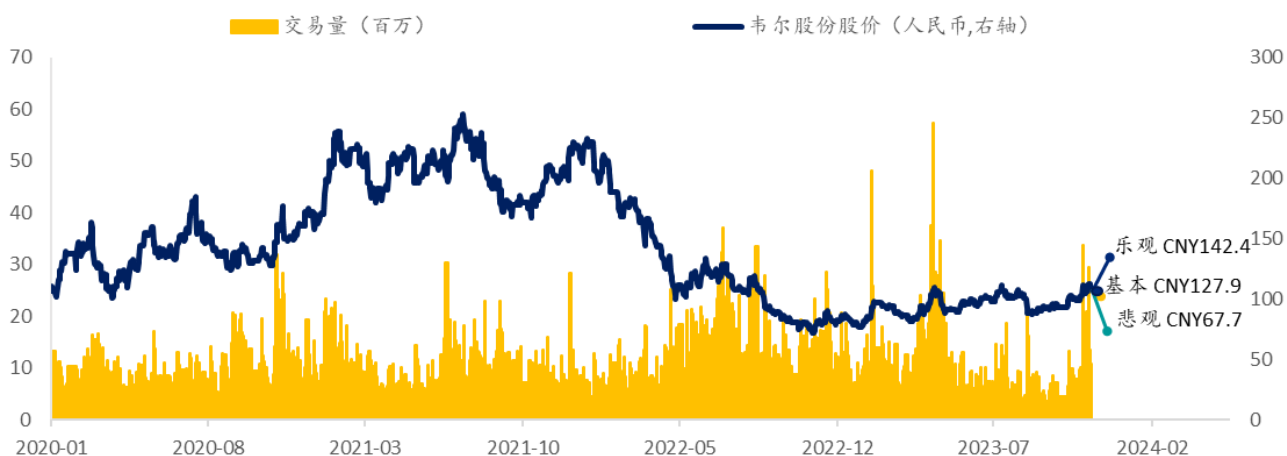
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 34: 韦尔股份 (603501.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 35: 韦尔股份 (603501.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 人民币 142.4 元 (概率: 15%)

- 全球智能手机行业需求复苏高于预期;
- 非手机业务持续快速增长, 特别是汽车电子业务随行业成长而增长, 带动毛利率提升;
- 公司代工转产切换进度快于预期, 成本优势带动毛利率持续提升;
- 公司市场地位稳步提升, 市场份额逐渐扩大。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 67.7 元 (概率: 15%)

- 全球智能手机行业需求复苏低于预期;
- 汽车电子、医疗、新兴市场/物联网板块业务增长不及预期;
- 半导体行业芯片去库存速度不及预期, 导致同业持续降价、竞争加剧, 拖累毛利率表现
- 新产品上量进度不及预期。

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,104	20,078	21,674	25,394	27,782
销售成本	(15,790)	(13,903)	(16,574)	(18,396)	(19,535)
毛利润	8,314	6,175	5,100	6,998	8,247
经营支出	(3,311)	(3,777)	(3,357)	(3,710)	(3,999)
研发费用	(2,110)	(2,496)	(2,247)	(2,453)	(2,645)
销售费用	(515)	(516)	(460)	(520)	(561)
管理费用	(685)	(765)	(650)	(737)	(794)
经营利润	5,003	2,398	1,743	3,288	4,248
非经营收入	(1)	(1,097)	(789)	(874)	(923)
财务费用	(356)	(594)	(438)	(522)	(572)
投资收益	614	1,047	55	55	55
其他	(260)	(1,550)	(406)	(406)	(406)
税前利润	5,002	1,301	954	2,415	3,325
税务费用	(456)	(343)	(129)	(196)	(362)
税后利润含少数股东权益	4,546	958	824	2,218	2,963
少数股东权益	70	(32)	(8)	-	-
净利润	4,476	990	833	2,218	2,963
基本股数 (百万)	1,171	1,179	1,215	1,215	1,215
摊薄股数 (百万)	1,176	1,179	1,171	1,215	1,215
基本每股收益 (元)	3.82	0.84	0.69	1.83	2.44
摊薄每股收益 (元)	3.81	0.84	0.71	1.83	2.44

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,192	(1,993)	214	3,183	4,997
税后利润含少数股东权益	4,546	958	824	2,218	2,963
折旧	343	419	521	924	1,333
摊销	585	626	788	480	293
其他营业活动现金流	(91)	743	-	-	-
营运资金变动	(3,569)	(5,352)	(2,357)	(962)	(164)
应收账款减少 (增加)	(407)	(348)	(201)	(308)	(119)
库存减少 (增加)	(3,835)	(4,277)	(2,373)	(802)	(137)
应付账款增加 (减少)	673	(727)	217	148	92
利息收入 (支出)	379	611	438	522	572
投资活动现金流	(2,899)	(4,017)	(4,342)	(5,087)	(4,276)
资本支出	(1,024)	(2,306)	(2,489)	(2,916)	(3,190)
取得或购买长期投资	(1,969)	(1,717)	(1,853)	(2,171)	(1,085)
其他投资活动现金流	94	5	-	-	-
融资活动现金流	2,932	2,255	268	976	204
借款	3,066	3,242	507	1,182	759
股息	(569)	(822)	(240)	(206)	(555)
其他融资活动现金流	435	(165)	-	-	-
外汇损益	(18)	120	-	-	-
现金及现金等价物净流量	2,208	(3,635)	(3,861)	(928)	925
期初现金及现金等价物	5,423	7,630	3,995	135	(794)
期末现金及现金等价物	7,630	3,995	135	(794)	132

资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金和受限制资金	7,671	4,026	166	(763)	163
应收账款和应收票据	2,929	2,525	2,726	3,034	3,154
存货	8,781	12,356	14,730	15,532	15,668
其他流动负债	914	706	2,558	4,729	5,815
流动资产合计	20,296	19,613	20,180	22,533	24,800
物业、厂房及设备	2,045	2,540	4,508	6,500	8,358
无形资产	1,604	2,018	1,230	750	457
其他非流动资产	8,136	11,018	11,018	11,018	11,018
总资产	32,080	35,190	36,937	40,801	44,633
短期借贷	2,387	3,632	3,921	4,594	5,026
应付账款和应付票据	2,578	1,128	1,344	1,492	1,584
其他流动负债	3,735	5,613	5,613	5,613	5,613
流动负债合计	8,700	10,373	10,879	11,699	12,224
其他负债	3,628	3,967	3,967	3,967	3,967
总负债	15,776	17,090	17,814	19,144	19,995
股本	876	1,185	1,185	1,185	1,185
储备	8,509	8,758	9,781	12,315	15,295
未分配利润	8,049	8,572	8,572	8,572	8,572
少数股东权益	106	82	82	82	82
其他综合收益	(1,276)	(496)	(496)	(496)	(496)
股东权益总额	16,304	18,100	19,123	21,658	24,638
负债和股东权益总计	32,080	35,190	36,937	40,801	44,633

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	22%	-17%	8%	17%	9%
毛利润增速	40%	-26%	-17%	37%	18%
营业利润增速	64%	-52.1%	-27.3%	88.6%	29.2%
净利润增速	65%	-78%	-16%	166%	34%
盈利能力					
净资产收益率	32.2%	5.8%	4.5%	10.9%	12.8%
总资产回报率	16.4%	2.9%	2.3%	5.7%	6.9%
投入资本回报率	41.3%	11.6%	7.1%	11.4%	13.2%
利润率					
毛利率	34.5%	30.8%	23.5%	27.6%	29.7%
营业利润率	20.8%	11.9%	8.0%	12.9%	15.3%
净利润率	18.6%	4.9%	3.8%	8.7%	10.7%
营运能力					
现金循环周期	156	278	315	313	303
应收账款周转天数	41	50	44	41	41
存货周转天数	162	277	298	300	291
应付账款周转天数	48	49	27	28	29
净债务 (净现金)	(5,284)	(394)	3,755	5,357	4,863
自由现金流	(631)	(5,931)	(3,648)	(1,357)	1,434

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、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/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	16.0	买入	15.1	15/5/2023	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	126.0	买入	177.7	13/10/2023	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	34.9	买入	44.5	18/10/2023	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	51.2	买入	49.9	26/10/2023	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	32.4	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	13.8	买入	11.4	29/5/2022	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	17.3	买入	17.5	29/5/2022	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	68.2	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	4.4	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	109.6	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	7.5	买入	9.4	15/6/2023	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	58.4	买入	73.9	15/6/2023	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	15.9	买入	10.2	15/6/2023	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	60.7	买入	40.1	15/6/2023	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	37.7	买入	53.4	10/8/2023	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	144.9	买入	208.6	10/8/2023	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	33.4	买入	47.6	15/6/2023	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	210.0	持有	275.1	19/10/2023	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	241.2	买入	280.4	3/11/2023	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	237.0	买入	302.9	3/11/2023	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	21.8	买入	21.6	14/8/2023	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	54.4	买入	56.3	14/8/2023	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	17.0	买入	25.5	14/8/2023	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	52.1	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	26.5	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	39.5	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气	39.4	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气	25.0	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	189.8	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	42.2	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	52.7	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注: 截至 2023 年 11 月 10 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联属公司、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个人。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。本报告仅提供给合资格投资者(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

