

【广发海外】舜宇光学科技 (2382.HK)

手机镜头扩产进度超预期，模组累计同比增速已达到全年指引区间

核心观点:

● 手机镜头: 扩产进度超预期, 后续较高增速仍值得期待

7月11日晚, 公司公布M6出货数据: 手机镜头出货87KK, 同比增长83%, 环比增长14%。考虑到公司前期的产能状况及扩产进度, 我们认为87KK的出货量一方面反映出公司扩产进度的超预期落地, 另一方面也说明公司旺盛的订单需求仍在持续, 后续公司较高出货增速仍值得期待。

● CCM: 延续强劲增长趋势, 累计同比增速已达到全年指引区间

6月份CCM出货35.5KK, 同比增长36%, 环比增长4%。2018M1-M6累计同比增速为16%, 这一数字已达到公司给出的年度指引(15-20%)区间。我们认为当前公司模组的出货增速有望继续保持, 届时市场担心的毛利率下滑因素有望被出货量的增加“对冲”, 模组的利润增速仍有望达到3月份市场的一致预期。

● 车载镜头: M6出货有所好转, 但仍略低于预期

车载镜头M6出货3.09KK, 同比增速为23% (2018M5同比增速为20%), 环比增速为2%, 2018M1-M6累计同比增速为18%。整体来看, 公司车载镜头6月份出货已有所好转, 但仍略低于预期。

● M6光学行业数据: 智能手机光学供应链保持平稳运行

从智能手机光学产业的出货数据来看: 大立光与舜宇光学手机镜头6月份出货同比增速(分别为17%和83%)较5月份(分别为15%和70%)继续保持提升, 智能手机光学供应链仍保持在较为平稳的运行阶段。

● 盈利预测与投资评级

光学作为智能手机硬件创新的焦点, 产业目前仍处于“量”“价”齐升的景气周期初期, 公司作为国产安卓机光学领域核心供应商将继续受益光学产业的持续创新。我们预计公司18-20年EPS分别为3.82元、6.06元和8.18元, 当前价格对应PE分别为31.2X、19.7X、14.6X, 给予“买入”评级。

● 风险提示

中美贸易摩擦加剧的风险, 下游智能手机销量达不到预期的风险, 双摄渗透率达不到预期的风险, 三摄及潜望式渗透率达不到预期的风险。

盈利预测:

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币百万元)	14,612	22,366	31,133	43,358	57,728
净利润(人民币百万元)	1,271	2,902	4,192	6,642	8,972
增长率(%)	66.8	128.3	44.5	58.4	35.1
EPS(人民币元/股)	1.18	2.69	3.82	6.06	8.18
市盈率(P/E)	101.4	44.4	31.2	19.7	14.6
市净率(P/B)	26.3	17.2	14.8	10.1	6.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心(备注:所有EPS按最新股本计算)

公司评级

买入

当前价格

142.0 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-07-11

相对市场表现



分析师:

惠毓伦, S0260511010003



010-59136726



hyl6@gf.com.cn

相关研究:

- 舜宇光学科技: 光电与光学 2017-11-02
并驾齐驱, 领先地位持续巩固
- 舜宇光学科技: 手机相关产品有所恢复, 智能手机行业“寒冬”或已渐去 2018-02-13
- 舜宇光学科技: 智能手机及车载成像带动公司业绩持续增长 2018-03-20
- 舜宇光学科技: 手机镜头表现较佳, 模组、车载镜头低于预期 2018-04-11
- 舜宇光学科技: 手机镜头再创新高, 模组、车载恢复增长 2018-05-09
- 舜宇光学科技: 订单需求强劲, 6月份较高增速仍值得期待 2018-06-09
- 舜宇光学科技: CCM下半年毛利率有望改善, 三摄、潜望式进展超预期 2018-06-28

联系人:

张晓飞 010-59136696

zhangxiaofei@gf.com.cn

目录索引

1.公司出货数据	3
2.行业出货数据	4
3.盈利预测与评级	5
4.风险提示	5

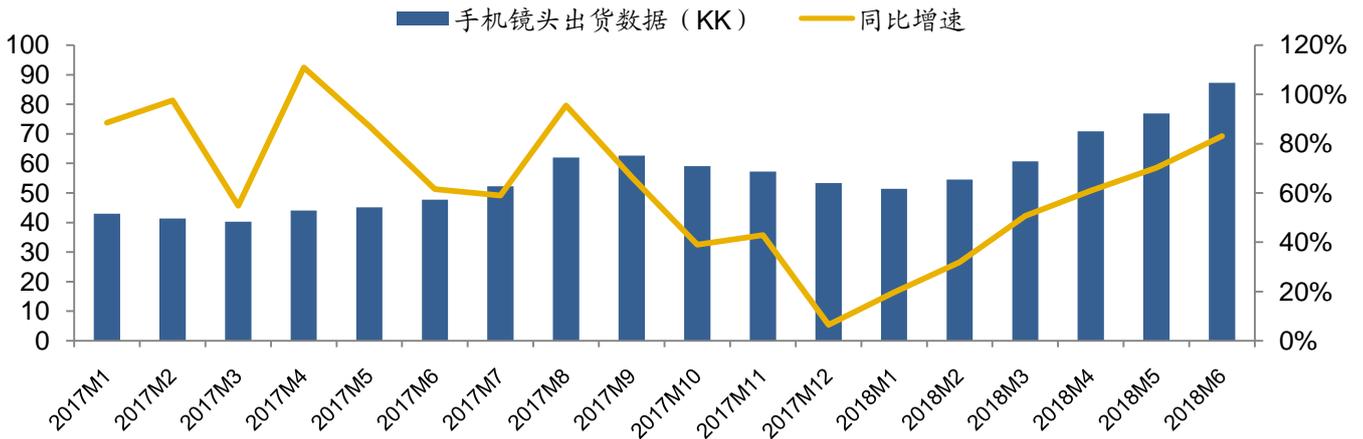
图表目录

图 1: 2017M1-2018M6 公司手机镜头出货情况 (单位: KK)	3
图 2: 2017M1-2018M6 公司摄像头模组出货情况 (单位: KK)	3
图 3: 2017M1-2018M6 公司车载镜头出货情况 (单位: K)	4
图 4: 手机镜头龙头厂商出货情况	4
图 5: 摄像头模组龙头厂商出货情况 (单位: KK)	5

1. 公司出货数据

7月11日晚，公司公布M6出货数据：手机镜头出货87KK，同比增长83%，环比增长14%。考虑到公司前期的产能状况及扩产进度，我们认为87KK的出货量一方面反映出公司扩产进度的超预期落地，另一方面也说明公司旺盛的订单需求仍在持续，后续公司较高出货增速仍值得期待。

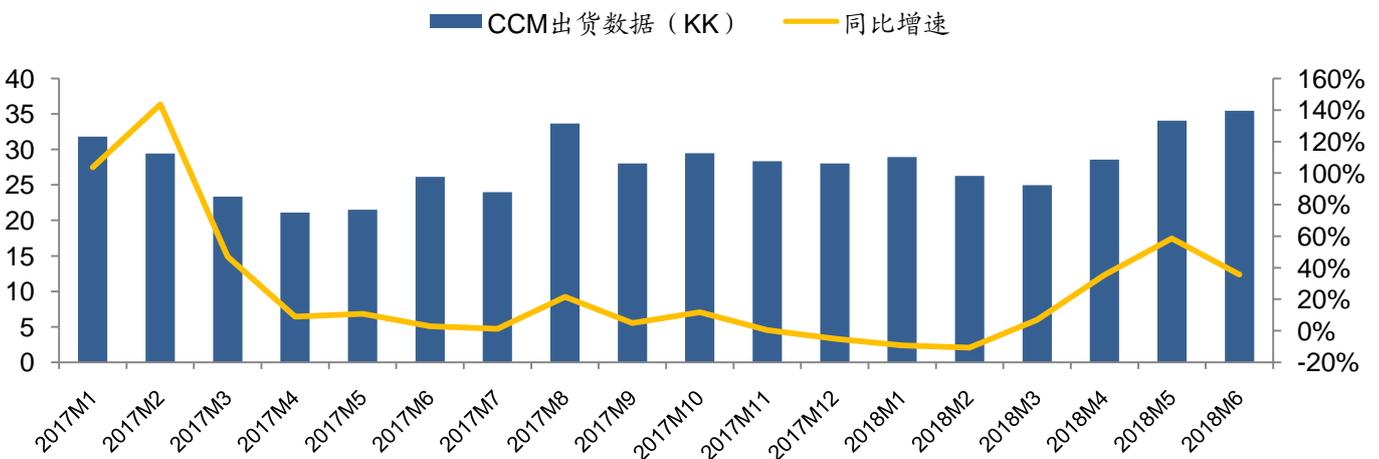
图 1：2017M1-2018M6 公司手机镜头出货情况（单位：KK）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

6月份CCM出货35.5KK，同比增长36%，环比增长4%。2018M1-M6累计同比增长速为16%，这一数字已达到公司给出的年度指引（15-20%）区间。我们认为当前公司模组的出货增速有望继续保持，届时市场担心的毛利率下滑因素有望被出货量的增加“对冲”，模组的利润增速仍有望达到3月份市场的一致预期。

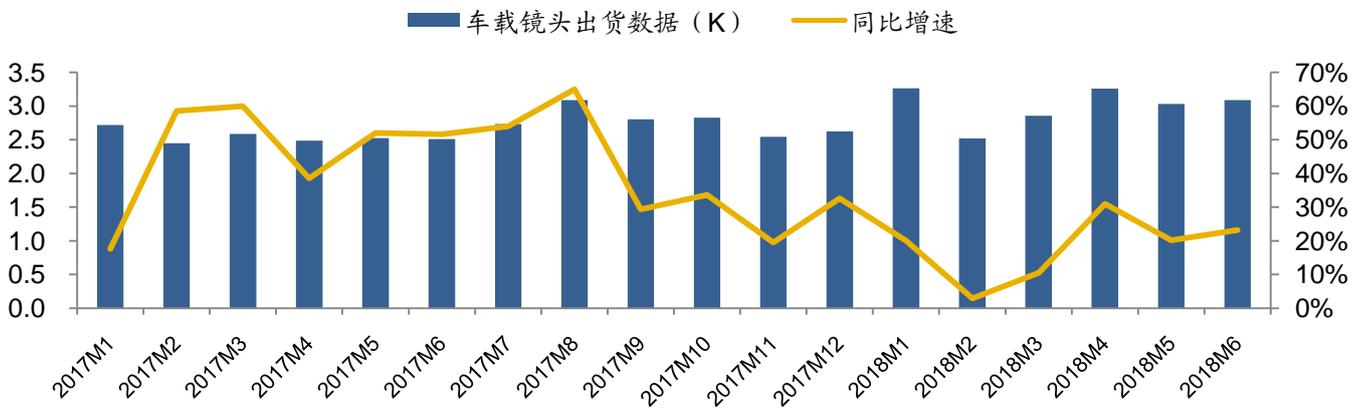
图 2：2017M1-2018M6 公司摄像头模组出货情况（单位：KK）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

车载镜头M6出货3.09KK，同比增速为23%（2018M5同比增速为20%），环比增速为2%，2018M1-M6累计同比增速为18%。整体来看，公司车载镜头6月份出货已有所好转，但仍略低于预期。

图 3：2017M1-2018M6 公司车载镜头出货情况（单位：K）

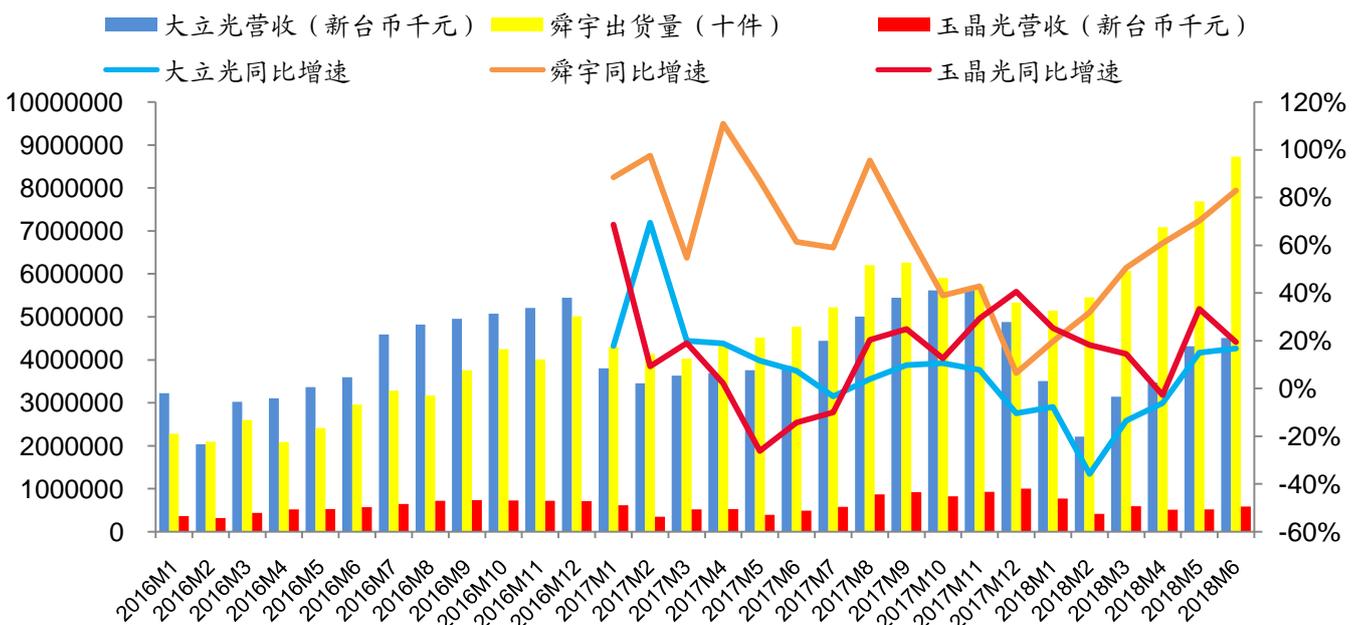


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2.行业出货数据

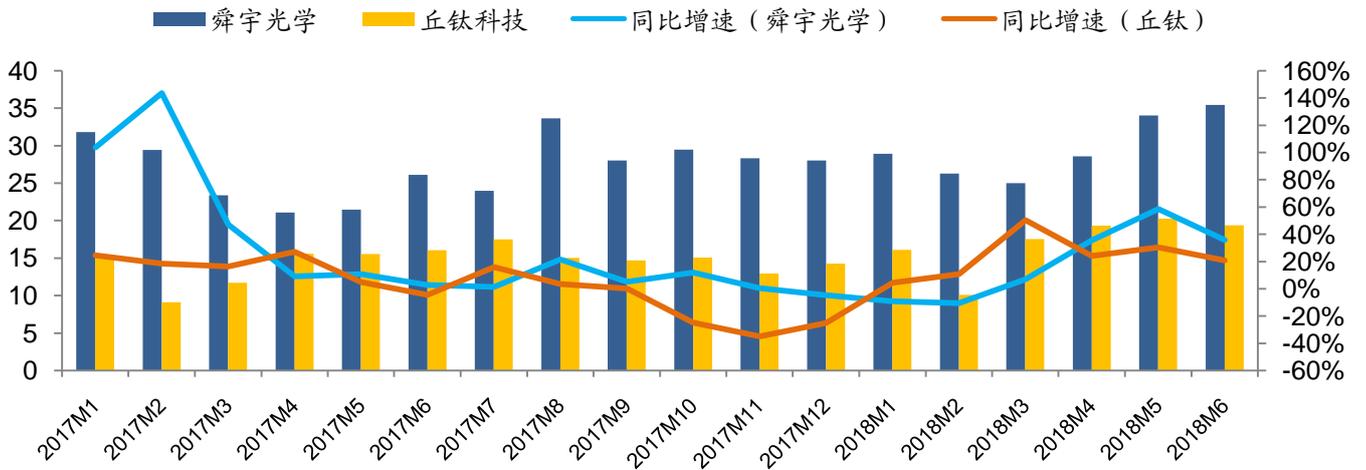
从智能手机光学产业的出货数据来看：大立光与舜宇光学手机镜头6月份出货同比增长（分别为17%和83%）较5月份（分别为15%和70%）继续保持提升，智能手机光学供应链仍保持在较为平稳的运行阶段。

图 4：手机镜头龙头厂商出货情况



数据来源：各公司公告，广发证券发展研究中心

图 5: 摄像头模组龙头厂商出货情况 (单位: KK)



数据来源: 各公司公告, 广发证券发展研究中心

3. 盈利预测与评级

盈利预测核心假设:

- (1) 摄像头模组: 受益双摄占比的提升及公司核心客户市场份额的扩大;
- (2) 手机镜头: 受益市场份额持续提升及手机镜头产品结构的改善;
- (3) 车载镜头: 受益车载行业较高速度增长及公司市场份额的扩大;

当前智能手机行业已全线回暖, 公司作为国产安卓机光学领域核心供应商将继续受益光学产业持续创新。我们预测18-20年公司收入分别为311.3/433.6/577.3亿元, 同比增速为39.2%/39.3%/33.1%, 归母净利润分别为41.9/66.4/89.7亿元, 同比增速为44.5%/58.4%/35.1%, EPS分别为3.82元、6.06元和8.18元, 当前价格对应PE分别为31.2X、19.7X、14.6X, 给予“买入”评级。

4. 风险提示

中美贸易摩擦加剧的风险, 下游智能手机销量达不到预期的风险, 双摄渗透率达不到预期的风险, 三摄及潜望式渗透率达不到预期的风险。

资产负债表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	467	1,227	2,052	2,154	3,223
应收帐款	3,721	5,535	8,505	13,007	17,319
库存	2,828	2,622	2,607	3,631	4,835
其他流动资产	2,302	2,252	1,508	2,368	5,767
流动资产总计	9,318	11,635	14,673	21,161	31,143
固定资产	1,794	2,586	2,320	3,260	4,426
无形资产	0	392	0	0	0
其他长期资产	525	1,113	612	956	1,239
长期资产总计	2,319	4,091	2,931	4,216	5,665
总资产	11,637	15,726	17,604	25,377	36,808
应付帐款	5,191	5,492	6,918	10,018	14,145
短期债务	904	1,348	1,016	1,223	1,367
其他流动负债	563	866	736	1,042	1,537
流动负债总计	6,658	7,705	8,671	12,282	17,049
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	65	502	81	101	126
长期负债总计	65	502	81	101	126
股本	105	105	105	105	105
储备	4,790	7,383	8,736	12,870	19,508
股东权益	4,895	7,489	8,841	12,975	19,613
少数股东权益	18	31	12	19	20
总负债及权益	11,637	15,726	17,604	25,377	36,808

现金流量表

单位: 人民币百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,446	3,318	4,748	7,535	10,170
折旧与摊销	317	-827	524	210	134
净利息费用	-30	-32	-88	-91	-142
运营资本变动	-142	198	319	-15	-348
税金	-175	-404	-555	-889	-1,200
其他经营现金流	199	183	273	272	330
经营活动产生的现金流	1,616	2,436	5,220	7,022	8,944
购买固定资产净值	-963	-1,753	-2,547	-3,597	-4,752
投资减少/增加	-371	-75	-272	-56	50
其他投资现金流	74	142	-365	-1,125	-1,000
投资活动产生的现金流	-1,260	-1,686	-3,184	-4,778	-5,702
净增权益	1,068	2,606	1,334	4,141	6,639
净增债务	2,932	1,484	544	3,632	4,792
支付股息	-228	-318	-783	-1,161	-1,460
其他融资现金流	-3,853	-3,759	-2,306	-8,754	-12,145
融资活动产生的现金流	-81	12	-1,211	-2,142	-2,174
期初现金	187	467	1,227	2,052	2,154
现金变动	274	762	825	102	1,068

利润表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入	14,612	22,366	31,133	43,358	57,728
销售成本	-11,932	-17,563	-23,718	-32,324	-42,300
息税折旧前利润	1,695	2,259	5,132	7,557	10,046
折旧及摊销	-317	827	-524	-210	-134
经营利润(息税前利)	1,379	3,085	4,608	7,347	9,912
净利息收入/(费用)	30	32	88	91	142
其他收益/(损失)	38	201	52	97	116
税前利润	1,446	3,318	4,748	7,535	10,170
所得税	-175	-404	-555	-889	-1,200
少数股东权益	-1	-13	0	-4	2
净利润	1,271	2,902	4,192	6,642	8,972
每股收益(元/股)	1.176	2.685	3.822	6.055	8.179
EBITDA	1695	2259	5132	7557	10046
每股股息(元/股)	0.290	0.661	0.955	1.514	2.045
收入增长(%)	36.6	53.1	39.2	39.3	33.1
息税前利润增长(%)	49	124	49	59	35

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.60	10.10	16.48	17.43	17.40
息税前利润率(%)	9.44	13.79	14.80	16.95	17.17
税前利润率(%)	9.90	14.84	15.25	17.38	17.62
净利率(%)	8.70	12.97	13.47	15.32	15.54
流动性					
流动比率(倍)	1.40	1.51	1.69	1.72	1.83
净权益负债率(%)	20.37	13.13	-3.39	0.85	-1.62
速动比率(倍)	0.97	1.17	1.39	1.43	1.54
估值					
市盈率(倍)	101.43	44.42	31.21	19.70	14.58
市净率(倍)	26.33	17.23	14.80	10.08	6.67
价格/现金流(倍)	79.78	52.96	25.07	18.63	14.63
企业价值/息税折旧前	79.71	60.21	26.80	18.67	14.41
周转率					
应收帐款周转天数	82.89	74.49	81.18	89.31	94.56
应付帐款周转天数	102.76	95.15	79.86	80.79	87.24
回报率					
股息支付率(%)	24.94	24.94	25.00	25.00	25.00
净资产收益率(%)	25.96	32.82	47.42	51.19	45.75
资产收益率(%)	13.19	19.85	28.67	30.91	28.86

广发海外研究小组

- 欧亚菲: 海外研究主管, 消费品首席分析师, 2011-2014 年新财富批发零售行业第三名, 第二名, 第二名和第三名, 2015 年新财富最佳海外研究(团队)第六名, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 惠毓伦: 海外电子行业首席分析师, 34 年计算机、光电、集成电路工作和研究经历, 15 年证券研究所从业经历。2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 廖 凌: 海外策略首席分析师, 2016 年新财富策略研究领域第 4 名, 2017 年新财富策略研究领域入围。6 年策略及中小市值研究经验。
- 韩 玲: 海外公用事业和新能源首席分析师, 获 2010-2014 年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获 2015-2017 年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇: 博彩休闲行业首席分析师, 2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。
- 杨琳琳: 海外互联网行业首席分析师, 2012-2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名(团队)、第 4 名(团队)、第 2 名(团队)。
- 邓崇静: 高级分析师, 2017 年《亚洲货币》(Asiamoney) 香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名, 2016 年《亚洲货币》(Asiamoney) 中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名, 从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王 雯: 分析师, 美国乔治华盛顿大学(George Washington University)金融硕士, 从事港股金融板块研究。
- 刘 峤: 海外必须消费品研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞: 海外电子行业研究助理, 统计学硕士, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮: 海外博彩休闲行业研究助理, 上海财经大学国际商务硕士, 中央财经大学会计学学士、法学学士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。