



9月手机镜头增速仍亮眼

舜宇光学科技(02382.HK) 2019年9月出货量数据点评 | 2019.10.15

中信证券研究部



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



胡叶倩雯
电子分析师
S1010517100004

核心观点

公司公布2019年9月出货量数据,其中单月手机镜头出货14,500.2万件,同比+43.9%;车载镜头出货482.8万件,同比+31.9%;手机摄像模组出货4,836.6万件,同比+1.0%;其他光电产品出货439.5万件,同比+271.8%。公司9月数据仍亮眼,镜头出货量快速增长,模组端毛利率改善,我们持续看好公司所在光学行业的升级前景。

手机镜头9月出货量同比+43.9%,镜头端结构显著升级。公司手机镜头9月出货14,500.2万件,同比+43.9%,环比+9.2%;2019年1-9月共出货94,024.9万件,同比+38%,主要源于镜头业务在安卓阵营市占率的持续提升。目前公司客户结构均衡,中日韩三大市场相对稳定,国内外安卓端市场份额上升至26%。随着各大厂商三季度新机集中发布镜头,全年出货预期可观,公司手机镜头年底有望扩产至150kk/月。展望未来,预计多摄新机拉货将推动出货量再上台阶,公司产品结构有望持续改善,预计全年2000w像素产品出货占比达10%-20%;长期来看,5G商用或将推动手机视频拍摄,加快镜头在广角、像素、防抖等维度全面升级,为公司带来增量空间,我们持续看好其手机镜头业务未来的发展前景。

车载镜头9月出货量同比+31.9%,增速稳健。公司车载镜头9月出货482.8万件,同比+31.9%,环比+3.8%;2019年1-9月共出货3,603.9万件,同比+25.9%,公司车载镜头保持全球市占率第一。随着车载镜头渗透率持续提升,升级趋势稳健,公司积极布局高端前视、环视车载领域成效显著,目前已实现2MP的批量供应以及8MP的初步校样。预计2019年随ADAS加速渗透,公司全年车载镜头出货量增速将持续高于行业15%-20%的水平。

手机摄像模组9月出货同比+1.0%,新机出货有望带动产品量价齐升。公司9月CCM出货4,836.6万件,同比+1.0%,环比-13.8%,主要源于多安卓客户新机集中拉货使8月出货大增,本月有所回调,系正常月度波动;2019年1-9月共出货36,790.6万件,同比+23.2%。公司产线优化逐渐落地,高规格新品良率持续提升,预计年底产能扩产至75kk。此外,其他光电产品本月出货439.5万件,同比+271.8%,环比+14.2%,主要系3D产品出货增加。展望2019Q4,H客户新机出货有望带动手机摄像模组产品量价齐升,同时公司产线优化成果亦有望落地。随大光圈、3D、潜望式、小型化模组逐步放量,高端客户份额提升推动产品结构升级,我们看好公司三摄模组及3D Sensing相关产品的放量。

风险因素:三摄/3D Sensing渗透缓慢;ADAS发展缓慢;模组毛利率改善不及预期,大客户销量短期承压。

投资建议:公司为大陆光学龙头,有望持续受益手机光学创新升级及汽车ADAS系统加速渗透,模组订单及毛利率虽阶段性承压,但多摄/3D/车载镜头等业务长期的成长逻辑仍在。我们维持2019/2020/2021年EPS预测3.01/3.63/4.38元(对应3.46/4.21/5.13港元),考虑公司龙头地位及行业可持续,给予2020年30倍PE,对应目标价126.3港元,维持“增持”评级。

舜宇光学
科技

02382.HK

评级

增持(维持)

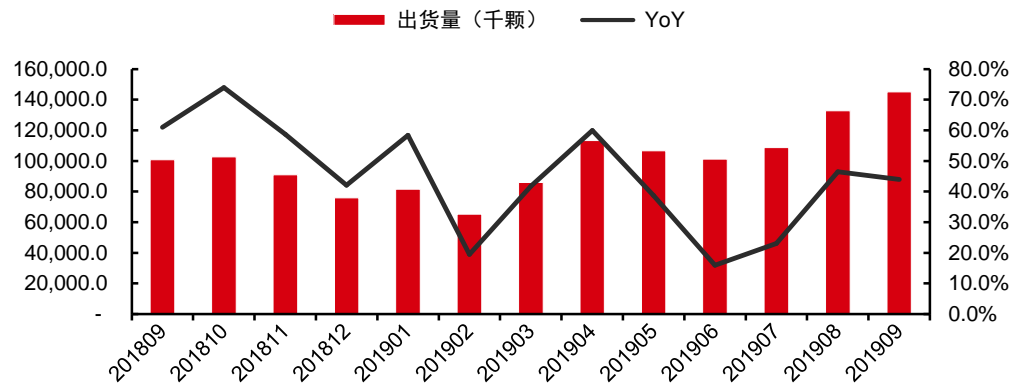
| | |
|-----------|---------------|
| 当前价 | 86.5 港元 |
| 目标价 | 126.3 港元 |
| 总股本 | 1,097 百万股 |
| 港股流通股 | 1,097 百万股 |
| 52周最高/最低价 | 152.3/61.4 港元 |
| 近1月绝对涨幅 | 20.06% |
| 近6月绝对涨幅 | 32.43% |
| 近12月绝对涨幅 | -42.32% |

| 项目/年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 22,366.25 | 25,931.85 | 33,843.00 | 41,555.64 | 48,764.94 |
| 营业收入增长率 | 53.07% | 15.94% | 30.51% | 22.79% | 17.35% |
| 净利润(百万元) | 2,901.55 | 2,490.87 | 3,301.09 | 3,986.79 | 4,806.94 |
| 净利润增长率 | 128.33% | -14.15% | 32.53% | 20.77% | 20.57% |
| 每股收益EPS(基本)(元) | 2.65 | 2.27 | 3.01 | 3.63 | 4.38 |
| 毛利率% | 21.47% | 18.95% | 17.84% | 18.09% | 18.35% |
| 净资产收益率ROE% | 38.75% | 26.97% | 27.78% | 26.57% | 25.62% |
| 每股净资产 | 7 | 8 | 11 | 14 | 17 |
| PE | 39.60 | 43.22 | 34.10 | 28.03 | 23.00 |
| PB | 15 | 12 | 9 | 7 | 6 |
| 每股收益EPS(基本)(港元) | 2.98 | 2.73 | 3.46 | 4.21 | 5.13 |
| 每股净资产(港元) | 7.70 | 10.11 | 12.45 | 15.86 | 20.02 |

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

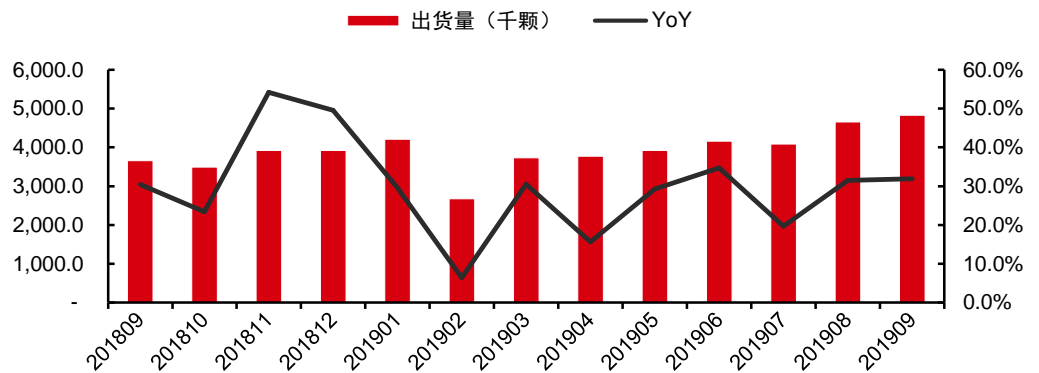
注: 股价为2019年10月11日收盘价

图 1：公司最近 12 个月手机镜头分月出货量数据（单位：K）及同比增速



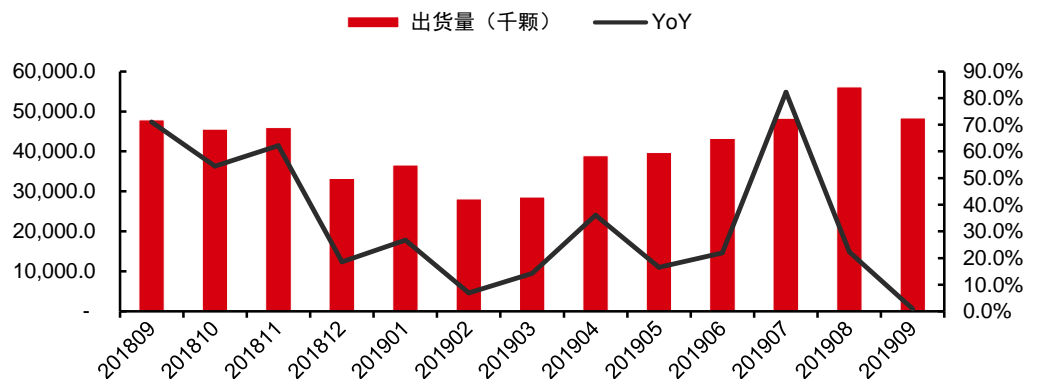
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司最近 12 个月车载镜头分月出货量数据（单位：K）及同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：公司最近 12 个月手机模组分月出货量数据（单位：K）及同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

利润表 (百万元)

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 22,366 | 25,932 | 33,843 | 41,556 | 48,765 |
| 营业成本 | (17,563) | (21,019) | (27,805) | (34,039) | (39,817) |
| 毛利率 | 21.47% | 18.95% | 17.84% | 18.09% | 18.35% |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | (205) | (210) | (254) | (312) | (366) |
| 营业费用率 | 0.92% | 0.81% | 0.75% | 0.75% | 0.75% |
| 管理费用 | (1,557) | (1,796) | (2,166) | (2,660) | (3,121) |
| 管理费用率 | 6.96% | 6.93% | 6.40% | 6.40% | 6.40% |
| 财务费用 | (49) | (202) | (93) | (169) | (151) |
| 财务费用率 | 0.22% | 0.78% | 0.28% | 0.41% | 0.31% |
| 投资收益 | (16) | (24) | 40 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3,318 | 2,851 | 3,779 | 4,564 | 5,502 |
| 营业利润率 | 14.84% | 11.00% | 11.17% | 10.98% | 11.28% |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 3,318 | 2,851 | 3,779 | 4,564 | 5,502 |
| 所得税 | (404) | (339) | (449) | (542) | (653) |
| 所得税率 | -12.18% | -11.88% | -11.88% | -11.88% | -11.88% |
| 少数股东损益 | 13 | 22 | 29 | 35 | 42 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 2,902 | 2,491 | 3,301 | 3,987 | 4,807 |
| 净利率 | 12.97% | 9.61% | 9.75% | 9.59% | 9.86% |

资产负债表 (百万元)

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 1,387 | 2,489 | 2,344 | 3,148 | 4,616 |
| 存货 | 2,622 | 3,074 | 4,936 | 5,367 | 6,390 |
| 应收账款 | 5,673 | 6,240 | 8,449 | 10,305 | 12,000 |
| 其他流动资产 | 1,953 | 4,965 | 4,965 | 4,965 | 4,965 |
| 流动资产 | 11,635 | 16,768 | 20,694 | 23,785 | 27,972 |
| 固定资产 | 2,586 | 4,523 | 6,161 | 7,576 | 8,768 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 392 | 349 | 349 | 349 | 349 |
| 其他长期资产 | 1,113 | 1,212 | 1,212 | 1,212 | 1,212 |
| 非流动资产 | 4,091 | 6,084 | 7,722 | 9,137 | 10,329 |
| 资产总计 | 15,726 | 22,852 | 28,416 | 32,922 | 38,301 |
| 短期借款 | 1,348 | 1,482 | 673 | 550 | 0 |
| 应付账款 | 6,187 | 7,073 | 10,717 | 12,188 | 14,334 |
| 其他流动负债 | 278 | 122 | 174 | 173 | 156 |
| 流动负债 | 7,812 | 8,677 | 11,564 | 12,911 | 14,490 |
| 长期借款 | 0 | 4,080 | 4,080 | 4,080 | 4,080 |
| 其他长期负债 | 395 | 807 | 807 | 807 | 807 |
| 非流动性负债 | 395 | 4,887 | 4,887 | 4,887 | 4,887 |
| 负债合计 | 8,207 | 13,564 | 16,450 | 17,798 | 19,377 |
| 股本及储备 | 7,489 | 9,234 | 11,883 | 15,007 | 18,764 |
| 资本公积 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 7,489 | 9,234 | 11,883 | 15,007 | 18,764 |
| 少数股东权益 | 31 | 54 | 83 | 118 | 160 |
| 股东权益合计 | 7,519 | 9,288 | 11,966 | 15,125 | 18,924 |
| 负债股东权益总计 | 15,726 | 22,852 | 28,416 | 32,922 | 38,301 |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 税前利润 | 3,318 | 2,851 | 3,779 | 4,564 | 5,502 |
| 所得税支出 | -404 | -339 | -449 | -542 | -653 |
| 折旧和摊销 | 491 | 776 | 662 | 885 | 1,108 |
| 营运资金的变化 | -1,163 | -293 | -376 | -816 | -589 |
| 其他经营现金流 | 194 | 572 | 53 | 169 | 151 |
| 经营现金流合计 | 2,436 | 3,568 | 3,669 | 4,260 | 5,519 |
| 资本支出 | -1,142 | -2,134 | -2,300 | -2,300 | -2,300 |
| 投资收益 | -16 | -24 | 40 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -528 | -3,341 | 0 | 0 | 0 |
| 投资现金流合计 | -1,686 | -5,499 | -2,260 | -2,300 | -2,300 |
| 发行股票 | 0 | 0 | -16 | -23 | -30 |
| 负债变化 | -1,362 | -1,810 | -809 | -123 | -550 |
| 股息支出 | -746 | -636 | -636 | -839 | -1,019 |
| 其他融资现金流 | 3,329 | 3,669 | -93 | -169 | -151 |
| 融资现金流合计 | 1,221 | 1,222 | -1,554 | -1,155 | -1,750 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 1,971 | -709 | -145 | 804 | 1,468 |

主要财务指标

| 指标名称 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入增长率 | 53.07% | 15.94% | 30.51% | 22.79% | 17.35% |
| 营业利润增长率 | 129.41% | -14.07% | 32.53% | 20.77% | 20.57% |
| 净利润增长率 | 128.33% | -14.15% | 32.53% | 20.77% | 20.57% |
| 毛利率 | 21.47% | 18.95% | 17.84% | 18.09% | 18.35% |
| EBITDA Margin | 13.14% | 10.51% | 10.11% | 10.01% | 10.48% |
| 净利率 | 12.97% | 9.61% | 9.75% | 9.59% | 9.86% |
| 净资产收益率 | 38.75% | 26.97% | 27.78% | 26.57% | 25.62% |
| 总资产收益率 | 18.45% | 10.90% | 11.62% | 12.11% | 12.55% |
| 资产负债率 | 0.52 | 0.59 | 0.58 | 0.54 | 0.51 |
| 所得税率 | -12.18% | -11.88% | -11.88% | -11.88% | -11.88% |
| 股利支付率 | 25.71% | 25.54% | 25.43% | 25.56% | 25.51% |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。