



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 2020 年 7 月出货量数据，单月手机镜头出货 13,591.7 万件，同比+25%；车载镜头出货 474.5 万件，同比+16%；手机摄像模组出货 5,486.6 万件，同比+13.7%。手机业务方面，镜头和 CCM 同比均增长，主要源于终端需求回暖/公司份额上升；车载方面，海外疫情影响减弱，终端客户需求逐步复苏，订单量持续回升。展望三四季度，我们认为公司所在的光学行业产能环比将迎来回升，相关产业链公司的订单也将迎来回暖；中长期看，光学行业规模与结构料将持续升级，我们持续长期坚定看好公司在光学方向的布局。维持“买入”评级。

■ **手机镜头 7 月出货量同比+25%，海外客户订单量持续恢复。**公司手机镜头 7 月出货 13,591.7 万件，同比+25%，环比+15.4%；2020 年 1-7 月累计出货 78,127 万件，同比+17.9%，主要源于随海外疫情影响减弱，国际客户的订单量持续恢复。目前公司产品结构持续升级，6P+镜头占比提升，高像素、大像面、潜望式镜头开始大规模量产；客户结构均衡，中日韩三大市场相对稳定，国内外市场份额接近 30%，产能已达 160kk/月。短期来看，疫情下终端需求面临不确定性，但疫情影响正逐步减弱，公司三季度出货量有望环比回升；展望未来，多摄新机拉货料将推动出货量再上台阶，5G 商用将推动手机视频拍摄，长期看公司镜头规格随客户持续升级，超大像面、5-10 倍光学变焦手机、超小头部等镜头按计划成功研发与量产，为公司带来增量空间，我们认为公司未来仍有望充分受益行业量价齐升带来的发展。

■ **车载镜头 7 月出货量同比+16%，终端客户需求逐步复苏。**公司车载镜头 7 月出货 474.5 万件，同比+16%，环比+29.2%；2020 年 1-7 月累计出货 2,525.1 万件，同比-4.9%，主要源于随海外疫情影响减弱，海外车厂的出货正逐步恢复，订单量有所回升。据欧洲汽车制造商协会数据，自 4 月以来，欧洲乘用车销量的同比跌幅正持续收窄，6 月跌幅相比 5 月收窄了 32.7 个百分点，汽车市场逐步复苏，目前欧洲地区已有超过 300 家车厂完成复工，复产进展顺利。疫情影响逐步减弱下车厂产能持续恢复，我们认为三季度车载市场有望回暖，公司终端客户需求有望复苏，我们将持续追踪相关情况。长期来看，公司料仍将受益于车载摄像头领域持续发展、车载成像领域及 ADAS 快速成长及公司在车载镜头全球市占率第一的领先地位，我们看好公司车载产品的相关布局。

■ **手机摄像模组 7 月出货量同比+13.7%，主要源于公司手机摄像模组市场份额上升。**公司 7 月 CCM 出货 5,486.6 万件，同比+13.7%，环比+25.5%；2020 年 1-7 月累计出货 32,349.8 万件，同比+22.8%（公司 20 年全年指引同比增长 15%），主要源于公司手机摄像模组市场份额上升。此外，其他光电产品 7 月出货 311.3 万件，同比-7.5%，环比+13.7%。展望未来，随 5G 新机加速渗透，预计光学视觉领域也将迎来应用型强需求增长，公司积极发力潜望式、3D 等中高端模组，5 倍光学变焦手机摄像模组实现量产，10 倍光学变焦手机摄像模组完成研发，高端客户份额提升推动公司产品结构升级，我们持续看好公司多摄模组及 3D Sensing 相关产品的放量。

舜宇光学
科技

02382.HK

评级	买入（维持）
当前价	140.90 港元
目标价	172.80 港元
总股本	1,097 百万股
港股流通股本	1,097 百万股
52周最高/最低价	149.5/86.0 港元
近 1 月绝对涨幅	-0.35%
近 6 月绝对涨幅	11.52%
近 12 月绝对涨幅	71.04%

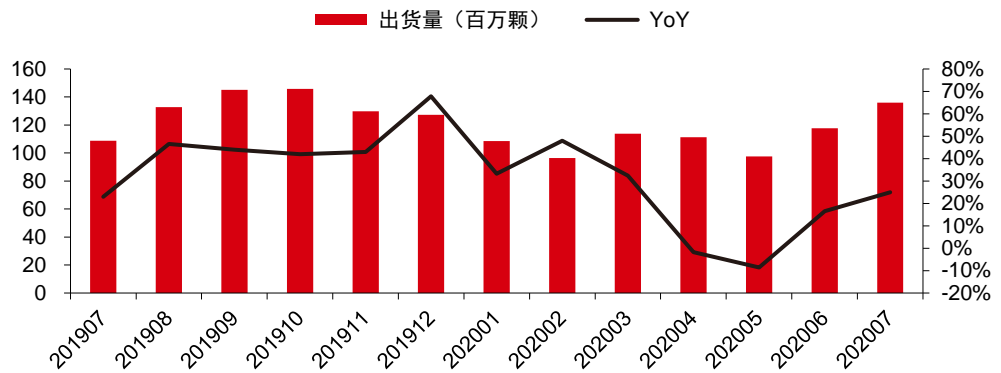
- **随着海外疫情影响减弱，短期需求提升，中长期坚定看好公司光学方向布局。**目前疫情的全局影响正在减弱，随海外复工复产的逐步推进，终端客户销量可见度及备货积极性正在提升。展望下半年，我们认为公司所在的光学行业产能环比将迎来回升，相关产业链公司的订单也将迎来回暖；中长期看，预计多摄持续渗透，潜望式结构、TOF 渗透提升，光学行业规模与结构仍将持续升级，我们持续长期坚定看好公司在光学方向的布局。
- **风险因素：**海外疫情反复；多摄/3D Sensing/潜望渗透缓慢；ADAS 发展缓慢；模组毛利率下行；大客户销量短期承压；行业竞争加剧。
- **投资建议：**公司为大陆光学龙头，有望持续受益手机光学创新升级及汽车 ADAS 系统加速渗透，多摄/3D/车载等长期成长逻辑明确。考虑到疫情下行业的降规格压力，我们下调公司 2020/21/22 年 EPS 预测至 3.86/4.94/6.11 元（折合 4.47/5.76/7.06 港元，原预测为 4.24/5.42/6.59 元），考虑公司龙头地位及行业可持续发展的趋势，给予 21 年 30 倍 PE，对应目标价 172.80 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	25,931.85	37,848.70	46,128.47	60,346.88	73,381.83
营业收入增长率	15.94%	45.95%	21.88%	30.82%	21.60%
净利润(百万元)	2,490.87	3,991.30	4,234.83	5,413.44	6,697.21
净利润增长率	-14.15%	60.24%	6.10%	27.83%	23.71%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.27	3.64	3.86	4.94	6.11
毛利率%	18.95%	20.48%	17.23%	17.23%	17.47%
净资产收益率 ROE%	26.97%	31.80%	26.55%	26.65%	26.03%
每股净资产	8	11	15	19	23
PE	51.64	33.85	31.52	24.45	19.95
PB	14	11	8	7	5
每股收益 EPS(基本)(港元)	2.73	4.16	4.47	5.76	7.06
每股净资产 (港元)	10.11	13.09	16.84	21.62	27.12

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

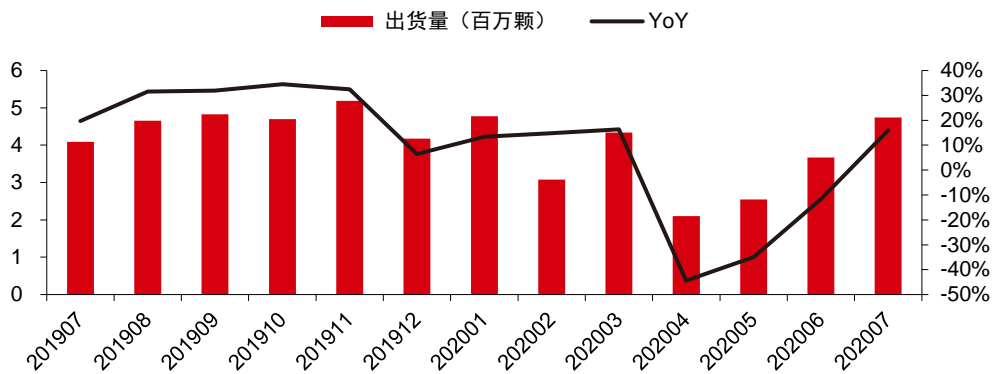
注：股价为 2020 年 8 月 11 日收盘价

图 1：公司最近 12 个月手机镜头分月出货量数据（单位：KK）及同比增速



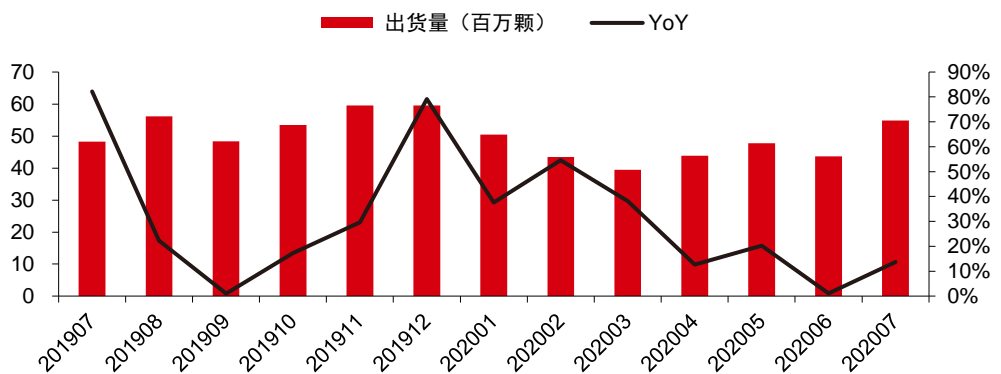
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司最近 12 个月车载镜头分月出货量数据（单位：KK）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：KK）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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25,932	37,849	46,128	60,347	73,382
营业成本	(21,019)	(30,098)	(38,180)	(49,947)	(60,566)
毛利率	18.95%	20.48%	17.23%	17.23%	17.47%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(210)	(279)	(340)	(444)	(540)
营业费用率	0.81%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%
管理费用	(1,796)	(2,860)	(2,998)	(4,043)	(4,917)
管理费用率	6.93%	7.56%	6.50%	6.70%	6.70%
财务费用	(202)	(250)	(24)	8	14
财务费用率	0.78%	0.66%	0.05%	-0.01%	-0.02%
投资收益	(24)	(6)	0	0	0
营业利润	2,677	4,345	4,587	5,920	7,373
营业利润率	10.32%	11.48%	9.94%	9.81%	10.05%
营业外收入	174	205	205	205	205
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	2,851	4,550	4,792	6,125	7,578
所得税	(339)	(531)	(527)	(674)	(834)
所得税率	-11.88%	-11.67%	-11.00%	-11.00%	-11.00%
少数股东损益	22	28	30	38	47
归属于母公司股东的净利润	2,491	3,991	4,235	5,413	6,697
净利率	9.61%	10.55%	9.18%	8.97%	9.13%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,489	1,938	3,735	6,891	11,250
存货	3,074	5,146	5,937	7,870	9,772
应收账款	6,352	9,630	11,578	15,094	18,481
其他流动资产	4,853	5,732	5,732	5,732	5,732
流动资产	16,768	22,446	26,982	35,587	45,235
固定资产	4,523	6,567	6,567	6,567	6,567
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	349	419	419	419	419
其他长期资产	1,212	1,261	1,261	1,261	1,261
非流动资产	6,084	8,247	8,247	8,247	8,247
资产总计	22,852	30,693	35,230	43,834	53,482
短期借款	1,482	1,119	0	0	0
应付账款	7,073	11,329	13,556	17,780	21,954
其他流动负债	122	183	183	166	177
流动负债	8,677	12,630	13,739	17,947	22,131
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,887	5,336	5,336	5,336	5,336
非流动性负债	4,887	5,336	5,336	5,336	5,336
负债合计	13,564	17,967	19,076	23,283	27,468
股本及储备	9,234	12,553	15,951	20,310	25,726
资本公积	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	9,234	12,553	15,951	20,310	25,726
少数股东权益	54	173	203	241	288
股东权益合计	9,288	12,726	16,154	20,551	26,014
负债股东权益总计	22,852	30,693	35,230	43,834	53,482

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,851	4,550	4,792	6,125	7,578
所得税支出	-339	-531	-527	-674	-834
折旧和摊销	776	1,278	0	0	0
营运资金的变化	-293	-1,426	-512	-1,242	-1,104
其他经营现金流	572	791	24	-8	-14
经营现金流合计	3,568	4,662	3,776	4,202	5,626
资本支出	-2,134	-3,168	0	0	0
投资收益	-24	-6	0	0	0
其他投资现金流	-3,341	-382	0	0	0
投资现金流合计	-5,499	-3,556	0	0	0
发行股票	-636	-170	-36	-48	-29
负债变化	0	0	-1,119	0	0
股息支出	1,222	623	-801	-1,007	-1,252
其他融资现金流	-1,295	-1,894	-24	8	14
融资现金流合计	-709	-1,441	-1,979	-1,046	-1,267
现金及现金等价物净增加额	-2,641	-336	1,797	3,155	4,359

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	15.94%	45.95%	21.88%	30.82%	21.60%
营业利润增长率	-10.03%	62.31%	5.55%	29.07%	24.54%
净利润增长率	-14.15%	60.24%	6.10%	27.83%	23.71%
毛利率	18.95%	20.48%	17.23%	17.23%	17.47%
EBITDA Margin	10.51%	11.86%	7.99%	7.87%	8.01%
净利率	9.61%	10.55%	9.18%	8.97%	9.13%
净资产收益率	26.97%	31.80%	26.55%	26.65%	26.03%
总资产收益率	10.90%	13.00%	12.02%	12.35%	12.52%
资产负债率	0.59	0.59	0.54	0.53	0.51
所得税率	-11.88%	-11.67%	-11.00%	-11.00%	-11.00%
股利支付率	25.54%	20.06%	23.77%	23.12%	22.32%

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.（金融服务牌照编号：350159）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；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal 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及35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) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

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 2020 版权所有。保留一切权利。