



# 手机端需求阶段下滑，车载镜头持续景气

舜宇光学科技(02382.HK)2021年5月出货量数据点评 | 2021.6.10

中信证券研究部

核心观点



**徐涛**  
首席电子分析师  
S1010517080003



**胡叶倩雯**  
电子分析师  
S1010517100004



**梁楠**  
电子分析师  
S1010520090005

公司公布2021年5月出货量数据，单月手机镜头出货9941.0万件，同比+2.0%；车载镜头出货661.4万件，同比+159.7%；手机摄像模组出货5538.5万件，同比+16.0%。受海外疫情以及传统淡季影响，国内外终端需求趋弱导致手机镜头和模组需求阶段性环比下滑，但公司车载镜头出货持续走强。展望后续，短期来看，终端客户的订单调整影响或仍有体现，同时镜头行业格局变化或导致部分产品ASP波动。中长期来看，光学市场需求向好、规格稳步升级的趋势不改，我们坚定看好公司光学龙头地位，维持公司2021/22/23年利润预测为59/73/87亿元，维持“买入”评级。

■ 公司手机镜头5月出货9941.0万件，同比+2.0%，环比-19.7%，1-5月手机镜头累计出货63126.5万件，同比增长19.7%。5月份手机镜头出货量同比+2%，仍保持增长但增速较4月份有所下滑，主要源于去年国内疫情导致手机终端需求顺延至Q2，基数相对高（中国信通院数据显示2020Q2手机出货量环比Q1增长113%至1.05亿部），但公司在镜头端技术、产能领先，市场份额仍有所提升。5月份出货量环比4月份下滑19.7%则主要源于二季度为手机传统淡季，拉货动能趋弱；同时，终端市场需求放缓以及海外疫情反复等因素对镜头需求带来一定影响。展望后续，疫情致手机出货量增速较前期下滑，终端客户的订单调整影响或逐步在Q2体现，但公司整体规划合理，预计影响相对有限；此外镜头行业格局变化或导致部分产品ASP波动，我们将持续跟踪。中长期看，光学规格提升持续，公司自动化水平提高和工艺效率的提升料将带动毛利率上行，我们坚定看好公司手机镜头业务未来发展。

■ 公司车载镜头5月出货661.4万件，同比+159.7%，环比+8.0%，1-5月车载镜头累计出货3237.2万件，同比增长92.3%。5月份车载镜头出货同比持续高增长，一方面源于去年全球疫情导致的低基数，另一方面公司在车载镜头领域保持全球龙头地位，具备领先优势。长期来看，造车新势力带动车载镜头像素提升趋势明显，公司不断拓展高端车载产品，800万像素车载摄像头模组已完成研发。我们认为公司将持续受益于车载镜头规格升级、ADAS等发展趋势。

■ 公司5月CCM出货5538.5万件，同比+16.0%，环比-12.7%，1-5月CCM累计出货30988.5万件，同比+37.8%。5月份CCM出货同比+16%，保持同比正增长并且表现好于镜头，主要源于公司持续为韩国客户扩产，份额逐步提升，且未来随着越南、印度厂逐步投建，有望成为韩国客户模组的头部供应商。5月份表现环比4月份下滑12.7%则主要源于二季度为手机传统淡季、海外疫情导致需求阶段性放缓所致。短期来看，公司客户结构全面，韩国客户端份额提升以及国内MOV客户全覆盖，一定程度对冲单一客户影响；此外公司多样化的客户结构也将弥补产品结构变化导致的ASP波动。中长期来看，公司将立足当前高端产品定位，积极发力潜望式、3D等中高端模组，高端客户份额提升将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。

■ 后续出货表现仍需跟踪，手机市场中长期需求向好、光学规格升级的趋势料不变。展望后续，短期来看，疫情反复以及手机需求趋缓对公司相关产品的出货影响需要持续跟踪。中长期来看，预计光学市场需求向好、规格稳步升级的趋势不改。我们持续长期坚定看好公司的相关布局。

## 舜宇光学科技

02382.HK

评级	买入 (维持)
当前价	194.10 港元
目标价	255.00 港元
总股本	1,097 百万股
港股流通股本	1,097 百万股
总市值	2,129 亿港元
近三月日均成交额	1,153 百万港元
52周最高/最低价	236.8/107.0 港元
近1月绝对涨幅	14.66%
近6月绝对涨幅	26.07%
近12月绝对涨幅	71.19%

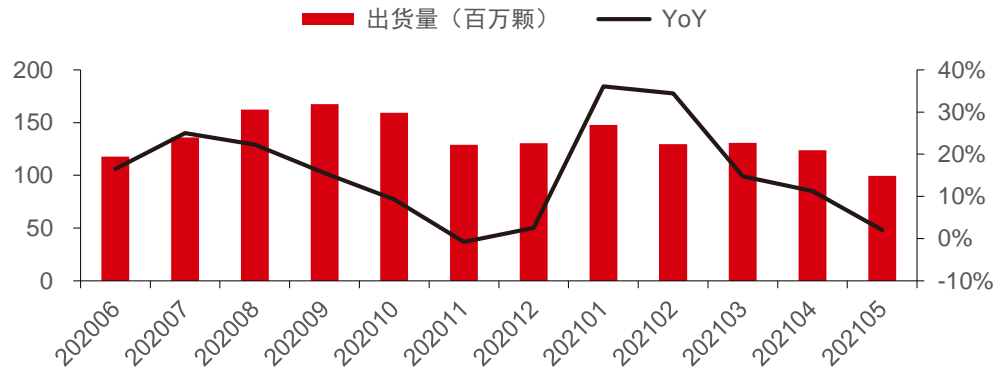
- **风险因素：**供应链缺货情况持续；海外疫情反复；多摄/3D Sensing/潜望渗透缓慢；ADAS 发展缓慢；模组毛利率下行；大客户销量短期承压；行业竞争加剧。
- **投资建议：**公司为中国大陆光学龙头，有望持续受益手机光学创新升级及汽车 ADAS 系统加速渗透，多摄/3D/车载等长期成长逻辑明确。我们维持公司 2021/22/23 年 EPS 预测 5.35/6.65/7.92 元，考虑公司龙头地位以及光学行业增长可持续性，结合公司历史估值水平给予 2021 年 40 倍 PE，对应目标价 255 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,849	38,002	41,199	52,099	58,213
营业收入(百万港元)	43,298	42,542	49,047	61,293	68,486
营业收入增长率 YoY	46.0%	0.4%	8.4%	26.5%	11.7%
净利润(百万元)	3,991	4,872	5,864	7,294	8,689
净利润(百万港元)	4,566	5,454	6,981	8,582	10,222
净利润增长率 YoY	60.2%	22.1%	20.4%	24.4%	19.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.64	4.44	5.35	6.65	7.92
每股收益 EPS(基本)(港元)	4.16	4.97	6.36	7.82	9.32
每股净资产 (元)	11.44	15.13	19.54	24.99	31.50
每股净资产 (港元)	13.09	16.94	23.26	29.40	37.06
毛利率	20.5%	22.9%	23.7%	23.3%	24.5%
净利率	10.5%	12.8%	14.2%	14.0%	14.9%
核心净利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产收益率 ROE	31.8%	29.4%	27.4%	26.6%	25.1%
PE	46.7	39.1	30.5	24.8	20.8
PB	14.8	11.5	8.3	6.6	5.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

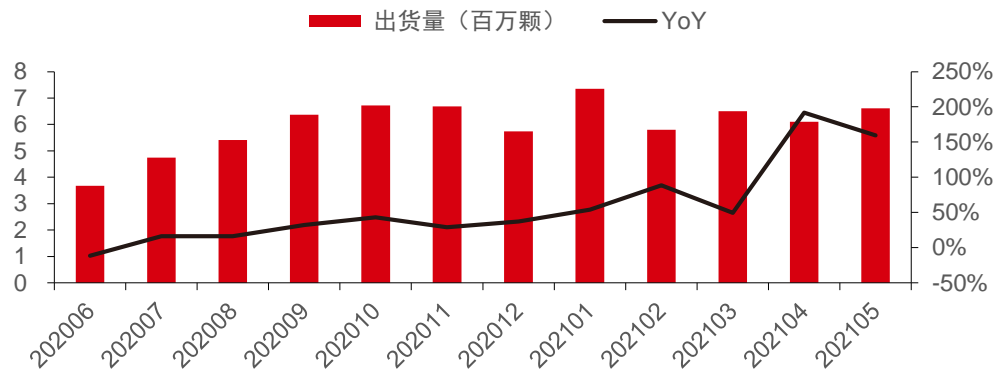
注：股价为 2021 年 6 月 9 日收盘价

图 1: 近 12 个月手机镜头月度出货量及同比增速



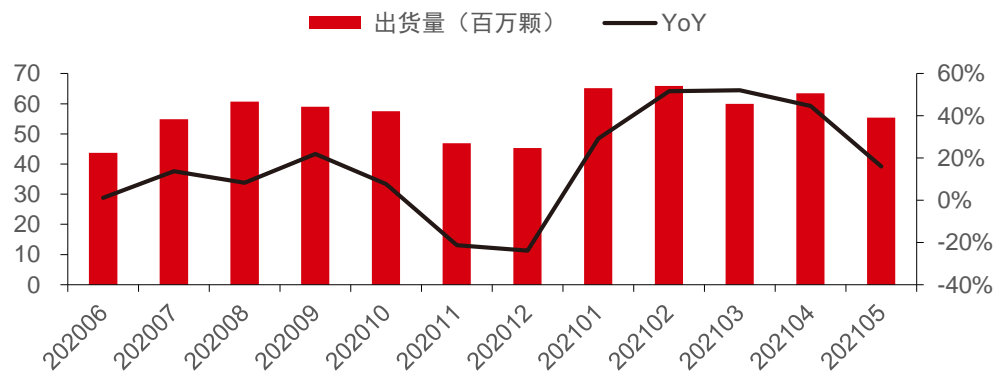
资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

图 2: 近 12 个月车载镜头月度出货量及同比增速



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

图 3: 近 12 个月手机摄像模组月度出货量及同比增速



资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	37,849	38,002	41,199	52,099	58,213
营业成本	(30,098)	(29,304)	(31,454)	(39,976)	(43,976)
毛利	7,751	8,698	9,745	12,123	14,237
销售费用	(279)	(313)	(326)	(396)	(461)
管理费用	(650)	(719)	(713)	(886)	(990)
研发费用	(2,209)	(2,499)	(2,513)	(2,865)	(3,231)
融资收入净额	(250)	(234)	(8)	(173)	(129)
投资收益	(6)	0	(10)	(5)	(5)
利润总额	4,550	5,643	6,686	8,309	9,932
所得税费用	(531)	(703)	(769)	(956)	(1,174)
税后利润	4,019	4,940	5,917	7,353	8,759
少数股东损益	28	68	53	59	70
归属于母公司股东的净利润	3,991	4,872	5,864	7,294	8,689
EBITDA	6,079	7,505	7,931	9,818	11,483

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,938	3,080	7,275	12,358	18,898
存货	5,146	5,783	5,585	7,358	8,324
应收及预付款	9,630	8,212	9,826	12,313	13,407
其他流动资产	5,732	8,554	8,554	8,554	8,554
流动资产	22,446	25,630	31,240	40,583	49,183
物业、厂房及设备	6,567	7,513	8,276	8,941	9,518
联营及合营公司的权益	1	2	2	2	2
无形资产	419	363	363	363	363
其他长期资产	1,261	1,930	1,430	1,430	1,430
非流动资产	8,247	9,809	10,072	10,736	11,314
资产总计	30,693	35,438	41,312	51,319	60,497
短期借款	1,119	2,071	2,245	2,839	3,172
应付款项及应计费用	11,329	10,740	11,738	15,054	16,619
合同负债	83	131	136	155	189
其他流动负债	100	469	345	385	423
流动负债	12,630	13,411	14,463	18,433	20,403
其他长期负债	5,336	5,201	5,132	5,132	5,132
非流动性负债	5,336	5,201	5,132	5,132	5,132
负债合计	17,967	18,612	19,595	23,565	25,535
归属于母公司所有者权益合计	12,553	16,597	21,434	27,413	34,551
少数股东权益	173	229	282	341	411
股东权益合计	12,726	16,826	21,716	27,754	34,962
负债股东权益总计	30,693	35,438	41,312	51,319	60,497
负债所有者权益和夹层权益总计	30,693	35,438	41,312	51,319	60,497

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	4,019	4,940	5,917	7,353	8,759
折旧和摊销	1,278	1,628	1,237	1,336	1,422
营运资金的变化	-2,206	-883	-607	-884	-424
其他经营现金流	1,570	1,475	18	178	134
经营现金流合计	4,662	7,160	6,565	7,983	9,891
资本支出	-2,770	-2,333	-2,000	-2,000	-2,000
其他投资现金流	-786	-3,643	490	-5	-5
投资现金流合计	-3,556	-5,976	-1,510	-2,005	-2,005
权益变动	-	-	-	-	-
负债变动	-382	1,017	174	594	333
股息支出	-623	-796	-976	-1,283	-1,507
其他融资现金流	-437	-443	-58	-206	-172
融资现金流合计	-1,441	-222	-860	-895	-1,346
现金及现金等价物净增加额	-337	925	4,195	5,083	6,541
期初现金及现金等价物	2,489	1,938	3,080	7,275	12,358
期末现金及现金等价物	2,152	2,863	7,275	12,358	18,898

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(%)	46.0%	0.4%	8.4%	26.5%	11.7%
归母净利润(%)	60.2%	22.1%	20.4%	24.4%	19.1%
毛利率(%)	20.5%	22.9%	23.7%	23.3%	24.5%
EBIT Margin(%)	12.7%	15.5%	16.2%	16.3%	17.3%
EBITDA Margin(%)	16.1%	19.7%	19.2%	18.8%	19.7%
净利率(%)	10.5%	12.8%	14.2%	14.0%	14.9%
核心净利润率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净资产收益率(%)	31.8%	29.4%	27.4%	26.6%	25.1%
总资产收益率(%)	13.0%	13.7%	14.2%	14.2%	14.4%
资产负债率(%)	58.5%	52.5%	47.4%	45.9%	42.2%
所得税率(%)	11.7%	12.5%	11.5%	11.5%	11.8%
股利支付率(%)	20.1%	20.0%	21.9%	20.7%	20.9%
销售费用率(%)	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用率(%)	1.7%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用率(%)	5.8%	6.6%	6.1%	5.5%	5.6%
财务费用率(%)	0.7%	0.6%	0.0%	0.3%	0.2%

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）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) 024/12/2020。

**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。对于由英国分析师编制的研究资料，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 2021 版权所有。保留一切权利。