



舜宇光学 (2382.HK): 2020 年业绩超预期, 2021 年指引强劲

舜宇 2020 年净利润同比增长 22%, 超市场预期; 2021 年三大产品线出货量指引均超 15%, 增长强劲。我们对舜宇保持乐观, 重申“买入”。

- 舜宇 2021 业绩指引强劲, 重申“买入”评级: 3 月 18 日, 舜宇举行业绩说明会, 给出较为强劲的 2021 年出货量指引。这印证了我们在此前[首次覆盖报告](#)中的观点: 1) 智能手机摄像头有升级空间, 头部模组厂商有获取份额的能力, 2) 车载摄像头需求爆发, 舜宇可以充分享受行业红利。我们维持这两个基本判断。
- 手机模组目标全球第一: 舜宇 2H20 营业利润比市场预期高 40%, 主要得益于摄像头模组毛利率的提升。管理层目标在 2021 年维持毛利率稳定。我们认为舜宇内部制造流程的信息化、智能化有利于维持模组毛利率的稳定。同时, 舜宇给出较高的模组出货量指引, 预计 2021 年增长 20%-25%, 目标全球出货量第一。除行业回暖、多摄渗透率增加外, 舜宇也充分表现出抢夺市场份额的能力和决心。
- 手机镜头新客户拓展顺利: 从手机镜头出货量来看, 舜宇已经在登顶全球第一。管理层也表示公司对于头部手机客户拓展顺利。与我们首次覆盖的观点一致, 我们认为舜宇完善布局全部头部手机客户只是时间问题。舜宇的手机镜头在高基数上依然有 15%-20% 的增长。
- 造车新势力推动车载光学升级: 舜宇 2021 年车载镜头 20%-25% 的出货量指引, 高于我们此前 20% 的预测。舜宇的车载镜头能力可让其充分享受行业红利, 增加份额。与 Tier1 客户保持紧密联系的同时, 公司也与造车新势力沟通, 满足其升级需求。我们对舜宇 2022 年之后车载镜头与其他车载产品的增长保持乐观。
- 估值: 舜宇目前 2021 年和 2022 年 PE 估值为 31x 和 25x, 较年初高点有较大回落, 估值较为合理。建议投资人逢低布局。
- 投资风险: 市场回调带动公司估值回调; 手机模组竞争加剧带动毛利率下滑; 手机和汽车需求受到供应链影响不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	25,932	37,849	38,002	48,628	58,700
营收增速	16%	46%	0%	28%	21%
毛利率	18.9%	20.5%	22.9%	20.4%	20.6%
净利润	2,491	3,991	4,872	5,307	6,526
净利润增速	-14%	60%	22%	9%	23%
每股盈利 (元)	2.28	3.65	4.46	4.85	5.97

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

沈岱

科技分析师
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

杨子超

助理分析师
 charles_yang@spdbi.com
 (852) 2808 6409

2021 年 3 月 18 日

评级 买入

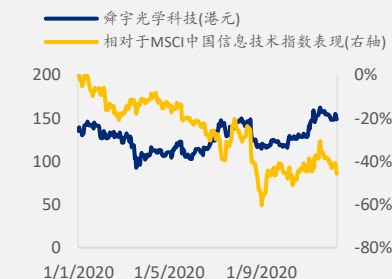
目标价 (港元)	275
潜在升幅/降幅	+40%
目前股价 (港元)	195.8
52 周内股价区间 (港元)	90-241.8
总市值 (十亿港元)	214,763
近 3 月日均成交额 (百万)	1,505

注: 截至 2021 年 3 月 18 日收盘价

市场预期区间



股价表现



相关报告:

《光学行业: 点亮世界, 看见未来》
 (2021-2-19)

● 舜宇光学 2021 年运营指引

舜宇 2021 年出货量指引

- 手机摄像头模组：同比增长 20%-25%
- 手机镜头：同比增长 15%-20%
- 车载镜头：同比增长 20%-25%

舜宇 2021 年资本开支约 30 亿人民币

- 约 10 亿人民币用于余姚新基地、印度新基地的基础设施建设
- 手机摄像头模组：资本开支 8 亿人民币，产能从 75kk/月扩产到 100kk/月
- 手机镜头：资本开支 10 亿人民币，产能从 160kk/月扩产到 180kk/月
- 车载镜头：资本开支 2 亿人民币，产能从 6kk/月扩产到 7.5kk/月

平均单价

- 手机摄像头模组：2021 年平均单价较 2020 年下滑，但是较 2H20 上升
- 手机镜头：2021 年平均单价保持稳定
- 车载镜头：2021 年平均单价保持稳定

毛利率

- 目标主要产品线的 2021 年毛利率与 2020 年保持平稳；
- 毛利率目标具有挑战性，希望可以帮助通过努力达成。

其他

- 营业费用率随着收入增长目标保持在 8%-8.5%

● 舜宇光学 2020 年业绩会摘要

手机摄像头模组

- 大方向是目标做到全球第一,因此给予 2021 年 20%-25%出货量指引;
- 5G 时代对于视频拍摄提出更高要求,因此要求防抖的角度更大。当前防抖升级方向有三种: 1) 苹果采用的传感器位移 (sensor shift); 2) 双 OIS (Optical Image Stabilization, 光学防抖), 对镜头和传感器同时防抖, 结合难度较大; 3) vivo 采用的微云台;
- 毛利率提升有利条件为可以进一步优化流程。不利的潜在因素为行业内产能利用率较低的厂商不理性的价格竞争;
- ToF (Time of Flight, 时间飞行) 等 3D 模组在扫地机器人中会优先取得增长;
- 智能手机升级趋势, 包括大底、双 OIS、超清分辨率、可变光圈、连续变焦、大角度云台防抖、屏下摄像头等。

手机镜头

- 2021 年手机镜头出货量指引较手机模组低一些, 因为手机镜头出货量已经做到全球第一, 获取份额的空间相对少一些;
- 2020 年 6P 镜头占比提升相对较慢, 主要因为: 1) 疫情下手机品牌厂商的降规降配; 2) 品牌厂商的差异化路线导致某些 5P 项目也可以成为高端项目;
- 新客户拓展顺利。

车载镜头

- 除了和 Tier 1 客户保持紧密联系, 舜宇也和造车新势力保持沟通;
- 造车新势力带动行业升级并且对于车载镜头的要求比较高;
- 除了车载镜头, 还有车载模组、HUD、以及其他光学零部件。

其他

- 客户: 舜宇会继续增加客户分散化, 努力提高在每个客户中的份额;
- 印度、越南等海外产能: 主要配合客户当地需求。

● 舜宇光学 2H20 业绩

舜宇光学 2H20 业绩超我们与市场预期，主要得益于舜宇摄像头模组的毛利率提升。公司管理层目标将在 2021 年保持主要产品线毛利率稳定。

- 舜宇 2H20 收入为人民币 191 亿，同比下降 14%，环比略增 1%。收入同比下降主要是手机摄像头模组平均单价下滑所致。模组均价下滑一方面由于手机降规降配，另一方面是舜宇在 2020 年下半年产品组合变化导致。公司管理层认为 2021 年均价会较 2020 下降，但是较 2H20 提升；
- 舜宇 2H20 综合毛利率为 26.2%，为历年来最高毛利率，主要得益于产线布局智能化、信息化带来的摄像头模组毛利率的提升。我们认为，公司内部的自动化改造将为舜宇提供较高竞争力，维持毛利率的稳定。
- 营业费用率从 1H20 的 8.6% 上升到 2H20 的 9.0%，因为公司从长期发展考虑加大研发投入所致。公司认为随着收入的增长，费用率有望维持在 8%-8.5%；
- 舜宇营业利润因此录得 32.9 亿，同比增长 18%，环比增加 60%，比彭博一致预期高 40%；
- 2H20 舜宇净利润为 31.2 亿，同比增长 22%，环比增长 79%。除了较好的营业利润贡献，2020 年下半年汇兑收益也进一步提高的舜宇的利润表现。

(业绩详情参见下页表格)

图表 2: 舜宇 2H20 业绩详情

人民币百万	2H20	2H19	同比	1H20	环比
营业收入	19,138	22,274	-14%	18,864	1%
毛利	5,022	4,887	3%	3,676	37%
营业利润	3,294	2,794	18%	2,060	60%
净利润	3,123	2,560	22%	1,749	79%
基本每股收益 (人民币)	2.85	2.34	22%	1.60	79%

利润率	2H20	2H19	百分点	1H20	百分点
毛利率	26.2%	21.9%	4.3	19.5%	6.8
营业利润率	17.2%	12.5%	4.7	10.9%	6.3
净利率	16.3%	11.5%	4.8	9.3%	7.0

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 3: 舜宇 2H20 按业务拆分详情

收入 人民币百万	2H20	2H19	同比	1H20	环比
光电产品	13,620	17,069	-20%	14,874	-8%
光学零件	5,318	5,042	5%	3,864	38%
光学仪器	200	163	23%	126	58%
总计	19,138	22,274	-14%	18,864	1%

毛利率	2H20	2H19	百分点	1H20	百分点
光电产品	14.2%	11.6%	2.6	11.1%	3.1
光学零件	43.8%	46.1%	-2.3	41.5%	2.3
光学仪器	39.6%	41.4%	-1.8	38.6%	1.0
综合毛利率	24.3%	20.9%	3.3	18.6%	5.7

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 4: 舜宇三大产品线详情

	2H20	2H19	同比	1H20	环比
手机摄像头模组					
出货量 (百万)	324	325	0%	269	21%
平均单价 (人民币)	39.0	48.8	-20%	53.1	-27%
收入 (人民币百万)	12,631	15,872	-20%	14,257	-11%
手机镜头					
出货量 (百万)	884	789	12%	645	37%
平均单价 (人民币)	5.7	6.3	-9%	5.9	-4%
收入 (人民币百万)	5,021	4,949	1%	3,801	32%
车载镜头					
出货量 (百万)	36	28	29%	21	74%
平均单价 (人民币)	42.8	34.7	23%	36.8	16%
收入 (人民币百万)	1,526	958	59%	755	102%

注: 手机摄像头模组、手机镜头与车载镜头的收入与平均单价为浦银国际估算

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 舜宇光学



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米	26.2	买入	42.0	6/1/2021	手机品牌
688036 CH Equity	传音	198.0	买入	235.0	1/2/2021	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	45.1	买入	45.0	27/10/2020	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰	100.0	买入	123.0	1/2/2021	ODM、功率半导体
NIO US Equity	蔚来	44.8	卖出	34.6	14/12/2020	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏	36.1	卖出	23.2	14/12/2020	新能源汽车
LI US Equity	理想	25.4	卖出	21.4	14/12/2020	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉	701.8	卖出	480.0	14/12/2020	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪	192.0	卖出	149.0	14/12/2020	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	178.6	卖出	126.0	14/12/2020	新能源汽车
2382 HK Equity	舜宇	195.8	买入	275.0	19/2/2021	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛	15.0	买入	21.0	19/2/2021	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	258.6	买入	350.0	19/2/2021	手机 CIS、车载 CIS

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 3 月 18 日收盘价

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。

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国-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附属公司、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。

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) 浦银国际持有本报告所述公司(小米集团 1810.HK)的财务权益或持有股份。
- 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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

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