



舜宇光学 (2382.HK): 车载业务持续推动集团利润稳中有升

重申舜宇的“买入”评级及手机零部件行业首选，下调目标价至 120.5 港元，潜在升幅 25%。

- **重申舜宇“买入”评级：**舜宇是我们手机零部件行业的首选。我们认为其主要看点在于：**1)**手机基本盘有望在下半年跟随行业复苏，而海外客户提供高于行业增长的基本动能；**2)**车载等非手机业务维持高速增长，既保障集团利润稳定及成长，也有助于公司估值提升。作为较早较成功布局汽车业务的电子龙头，舜宇可以很好享受今年手机行业预期向上 Beta 机会，及车载业务重塑估值的空间。
- **车载业务集团中扮演愈发重要的角色：**2022 年，舜宇车载相关业务收入占集团收入的 12.4%，并有望在 2023 年持续提升。公司预期 2023 年车载镜头出货量将同比增长 15%，车载模组收入有望翻倍至 20 亿元。同时，我们预期，作为车载镜头行业绝对龙头及模组规模放量，舜宇车载业务毛利率有望维持稳定。因此，舜宇车载业务对于毛利的贡献有望从 2021 年的 15% 不到提升到 2023 年的接近 30%。另外，舜宇其他非手机业务也将保持较高增速。整体来看，非手机业务毛利贡献在今年有望超过 50%，是舜宇集团重要的利润稳定和增长来源。
- **手机业务有望在下半年复苏成长：**我们认为，今年舜宇手机业务将大体符合手机行业发展趋势，即 1H 仍较疲软，2H 有望复苏成长。更重要的是，海外手机品牌客户能带来手机模组和镜头项目增量，推动舜宇手机模组和手机镜头出货量成长 5%，显著高于手机行业增长。这是舜宇受益于电子行业 Beta 的上行机会的基本面支撑。
- **估值：**我们采用分部加总估值法对舜宇进行估值，分别给予舜宇 2023 年手机模组、手机镜头、车载镜头和其他业务 29x、36x、49x 和 55x 的目标市盈率，得到 120.5 港元的目标价，潜在升幅 25%。
- **投资风险：**智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期，下半年增长较为乏力。手机终端及供应链去库存速度弱于预期，拖累手机品牌出货量。行业竞争再次加剧，玩家利润率承压。国内和海外宏观环境波动影响新能源车需求，该业务成长低于市场预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2021-2025E)

人民币百万元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营收	37,497	33,197	36,093	41,874	45,078
营收同比增速	(1%)	(11%)	9%	16%	8%
毛利率	23.3%	19.9%	19.6%	20.2%	20.8%
净利润	4,988	2,408	2,824	3,445	4,002
净利润增速	2%	(52%)	17%	22%	16%
每股盈利 (人民币)	4.57	2.20	2.58	3.15	3.66
目标 P/E (x)	20.8	43.2	36.8	30.2	26.0

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

2023 年 4 月 12 日

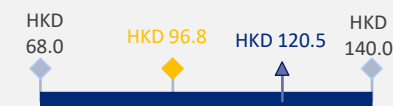
评级

买入

目标价 (港元)	120.5
潜在升幅/降幅	25%
目前股价 (港元)	96.8
52 周内股价区间 (港元)	68.0-140.0
总市值 (百万港元)	106,120
近 3 月日均成交额 (百万港元)	604.1

注: 截至 2023 年 4 月 11 日收盘价

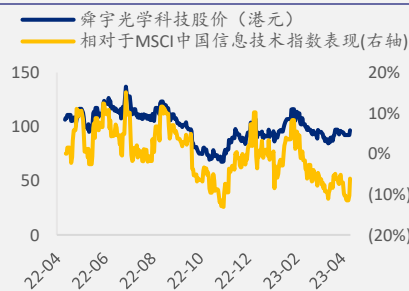
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注
浦银国际研究

目录

全球智能手机出货量成长承压，下半年边际复苏；全球及中国新能源汽车高速增长.....	4
2023 年下半年看全球智能手机需求复苏，高端机型的需求韧性有望稳步推动手机摄像头模组配置升级.....	4
全球新能源汽车行业保持高速增长.....	7
舜宇业绩回顾及展望.....	8
2023 年公司指引：手机模组和镜头出货量指引超预期，车载镜头出货量保持高速增长...8	
2H22 业绩：手机模组毛利率优于此前恐慌预期.....	9
车载业务利润占比将持续提升.....	11
舜宇估值：非手机业务占比提升明显，推动估值成长.....	13
SPDBI 乐观与悲观情景假设.....	16

图表目录

图表 1：盈利预测和财务指标（2021-2025E）.....	1
图表 2：全球智能手机出货量及预测（2015-2025E）.....	5
图表 3：中国品牌（华为、小米、OPPO、vivo）智能手机季度出货量及预测（1Q22-4Q23E）.....	5
图表 4：三星智能手机季度出货量及预测（1Q22-4Q23E）.....	5
图表 5：苹果智能手机季度出货量及预测（1Q22-4Q23E）.....	5
图表 6：全球智能手机出货量份额按价格拆分（1Q21-4Q22）.....	6
图表 7：全球智能手机季度出货量同比增速按照价格拆分（1Q21-4Q22）.....	6
图表 8：全球新能源汽车月度销量（万辆）.....	7
图表 9：中国新能源乘用车月度销量（万辆）.....	7
图表 10：舜宇 2H22 业绩详情.....	10
图表 11：舜宇手机模组月度出货量（千颗）.....	11
图表 12：舜宇手机镜头月度出货量（千颗）.....	11
图表 13：舜宇车载镜头月度出货量（千颗）.....	11
图表 14：舜宇车载镜头毛利占公司毛利占比（2019-2025E）.....	11
图表 15：舜宇业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E）.....	12
图表 16：舜宇分部加总估值法（2023 年）.....	13
图表 17：舜宇市盈率估值.....	14
图表 18：舜宇盈利预测季度环比历史趋势.....	14
图表 19：SPDBI 目标价：舜宇光学科技.....	14
图表 20：SPDBI 科技行业覆盖公司.....	15
图表 21：舜宇市场普遍预期.....	16
图表 22：舜宇 SPDBI 情景假设.....	16

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	37,497	33,197	36,093	41,874	45,078
营业成本	(28,761)	(26,592)	(29,009)	(33,436)	(35,703)
毛利	8,736	6,605	7,084	8,438	9,375
营业支出	(3,575)	(4,278)	(4,071)	(4,726)	(5,066)
销售费用	(274)	(353)	(363)	(423)	(456)
行政费用	(758)	(929)	(954)	(1,110)	(1,196)
研发费用	(2,642)	(2,803)	(2,953)	(3,392)	(3,615)
其他费用	99	(193)	200	200	200
营业利润	5,161	2,327	3,013	3,712	4,309
营业外收支	474	388	(32)	(67)	(81)
利息收入/(支出)净额	(230)	(293)	(332)	(382)	(411)
其他收益/(支出)净额	704	681	300	315	331
税前利润	5,635	2,715	2,981	3,645	4,228
所得税	(579)	(241)	(91)	(134)	(160)
净利润(含少数股东权益)	5,056	2,474	2,890	3,511	4,068
少数股东和可赎回少数股东损益	68	66	66	66	66
归属普通股股东净利润	4,988	2,408	2,824	3,445	4,002
基本股数(百万)	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
摊薄股数(百万)	1,094	1,094	1,094	1,094	1,094
基本每股收益(元)	4.57	2.20	2.58	3.15	3.66
稀释每股收益(元)	4.56	2.20	2.58	3.15	3.66

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	6,979	8,739	5,651	6,364	6,966
税前利润	5,635	2,715	2,981	3,645	4,228
折旧及摊销	1,760	1,919	2,313	2,360	2,483
其他经营活动现金流	(140)	-	-	-	-
营运资金变动	223	4,053	116	110	3
应收账款(增加)/减少	834	243	(629)	(1,255)	(695)
存货(增加)/减少	169	761	(429)	(786)	(402)
应付账款增加/(减少)	(943)	3,049	1,174	2,151	1,101
其他经营资金变动	164	-	-	-	-
税务费用	(627)	(241)	(91)	(134)	(160)
利息支出	129	293	332	382	411
投资活动产生的现金流量净额	(2,902)	(2,334)	(2,538)	(2,944)	(3,169)
资本支出	(2,636)	(2,334)	(2,538)	(2,944)	(3,169)
取得或购买长期投资	52	-	-	-	-
银行存款增加	(874)	-	-	-	-
短期投资	557	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(1,241)	(559)	(314)	(225)	(506)
借款	203	451	174	347	192
发行股份	(212)	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(987)	(1,011)	(488)	(572)	(698)
其他	(245)	-	-	-	-
汇兑损益	(73)	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	2,763	5,846	2,800	3,194	3,290
期初现金及现金等价物	2,842	5,605	11,451	14,251	17,444
期末现金及现金等价物	5,605	11,451	14,251	17,444	20,735

资产负债表

人民币百万元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,605	7,033	14,251	17,444	20,735
受限制资金	1,094	975	975	975	975
应收账款	7,448	7,205	7,834	9,088	9,784
存货	5,482	4,721	5,150	5,936	6,338
其他流动资产	8,360	10,711	10,711	10,711	10,711
流动资产合计	27,989	30,646	38,921	44,155	48,543
固定资产-物业, 厂房及设备	8,303	10,120	10,345	10,929	11,615
无形资产	307	251	251	251	251
租赁权	505	612	612	612	612
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	1,668	1,371	1,371	1,371	1,371
资产总计	38,774	43,001	51,501	57,320	62,394
短期借款	1,539	1,990	2,164	2,510	2,702
应付账款	9,869	12,917	14,091	16,242	17,343
其他流动负债	466	4,430	4,430	4,430	4,430
流动负债合计	11,873	19,337	20,684	23,182	24,475
长期借款	700	30	30	30	30
其他非流动负债	5,305	1,452	1,452	1,452	1,452
负债合计	17,879	20,819	22,166	24,664	25,957
股本	105	105	105	105	105
资本公积	20,483	21,733	24,468	27,789	31,570
少数股东权益	307	344	344	344	344
股东权益合计	20,895	22,182	24,917	28,238	32,020
负债及股东权益合计	38,774	43,001	47,083	52,902	57,976

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	(1%)	(11%)	9%	16%	8%
毛利增速	0%	(24%)	7%	19%	11%
营业利润增速	(4%)	(55%)	30%	23%	16%
净利润增速	2%	(52%)	17%	22%	16%
盈利能力					
净资产收益率	23.9%	10.9%	11.3%	12.2%	12.5%
总资产报酬率	12.9%	5.6%	5.5%	6.0%	6.4%
投入资本回报率	20.0%	8.8%	10.8%	11.6%	11.9%
利润率					
毛利率	23.3%	19.9%	19.6%	20.2%	20.8%
营业利润率	13.8%	7.0%	8.3%	8.9%	9.6%
净利润率	13.3%	7.3%	7.8%	8.2%	8.9%
营运能力					
现金循环周期	278	307	308	300	311
应收账款周转天数	76	81	76	74	76
存货周转天数	71	70	62	61	63
应付账款周转天数	131	156	170	166	172
净债务(净现金)	(3,366)	(5,013)	(12,057)	(14,904)	(18,003)
自由现金流	4,450	6,313	3,037	3,339	3,714

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

全球智能手机出货量成长承压，下半年边际复苏；全球及中国新能源汽车高速增长

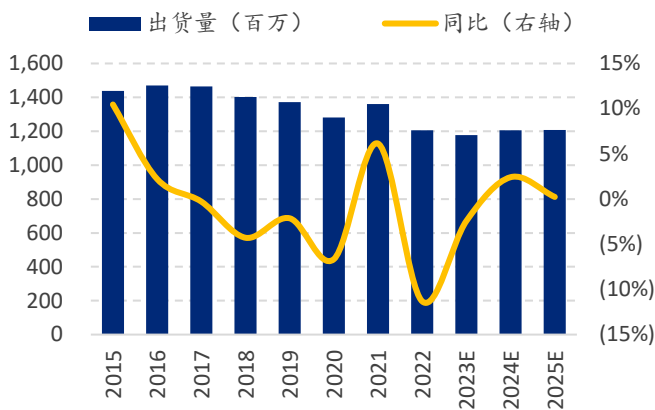
- **2023 年下半年看全球智能手机需求复苏，高端机型的需求韧性有望稳步推动手机摄像头模组配置升级**

在近期[小米公司报告](#)中，我们下调 2023 年全球智能手机出货量至 11.8 亿部，同比较轻微下降 2.4%。该预测数字进一步下探了 2013 年以来的全球智能手机的出货量新低。这与我们在一季度从手机品牌、供应链上下游及渠道沟通的情况类似。

虽然我们下调了全球智能手机出货量的预测，但是今年智能手机行业依然有上行 Beta 的基本面基础。

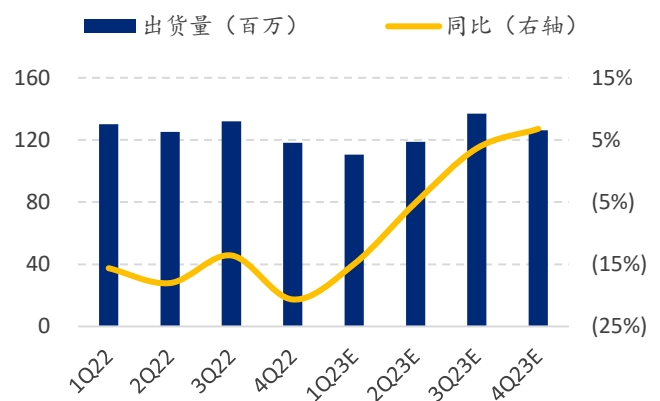
- **首先，我们预计全球智能手机的大盘有望从今年下半年进入复苏通道并向 2024 年延续。**我们预期今年一、二季度全球智能手机出货量将同比下降 12%和 4%，而今年三、四季度全球智能手机出货量将同比增长 2%和 3%。
- **其次，去年尤其四季度，全球智能手机出货量都比较疲软，在此背景下，高端智能手机出货量的韧性更强，**同比下降幅度更低，出货量占比提升。在 4Q22，全球 450 美元（约人民币 3,000 元）以上的智能手机出货量同比下降 13%，好于全球手机整体降幅（18%），而出货量份额也达到 33.9%，为 2014 年以来的最高点。
- **第三，折叠屏手机仍然是今年产业链关注的重点。**我们预计折叠屏智能手机今年出货量有望维持高速增长。其中，小折叠屏智能机帮助行业进一步下探成本和价格的下限，成为该细分品类中最强劲的增长动能。

图表 2：全球智能手机出货量及预测（2015-2025E）



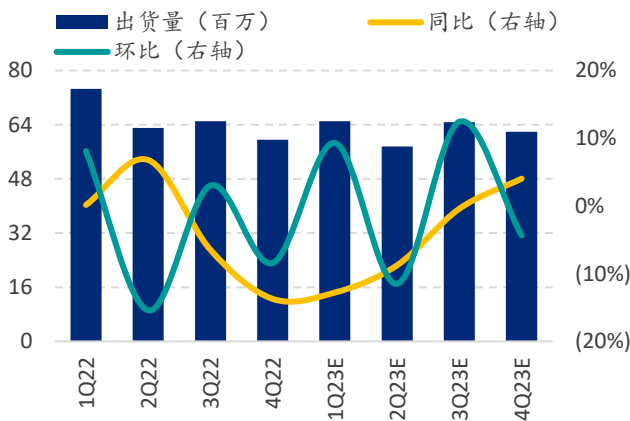
E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 3：中国品牌（华为、小米、OPPO、vivo）智能手机季度出货量及预测（1Q22-4Q23E）



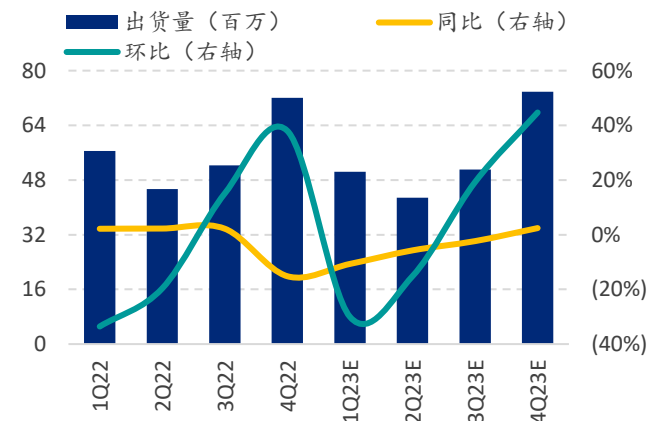
注：华为包含华为和荣耀品牌，OPPO包括OPPO、OnePlus、realme品牌，vivo包含vivo和iQOO品牌，E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 4：三星智能手机季度出货量及预测（1Q22-4Q23E）



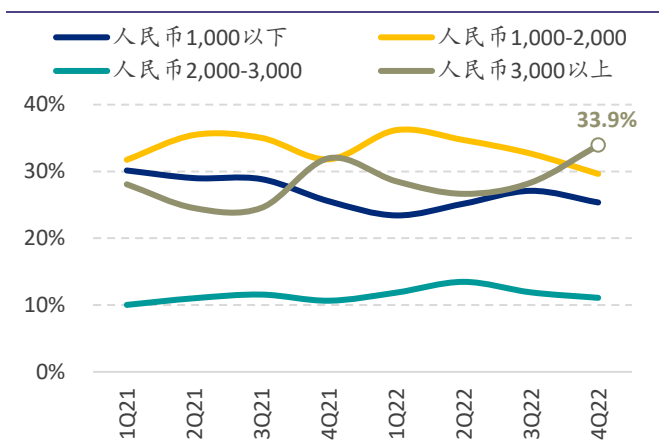
E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 5：苹果智能手机季度出货量及预测（1Q22-4Q23E）



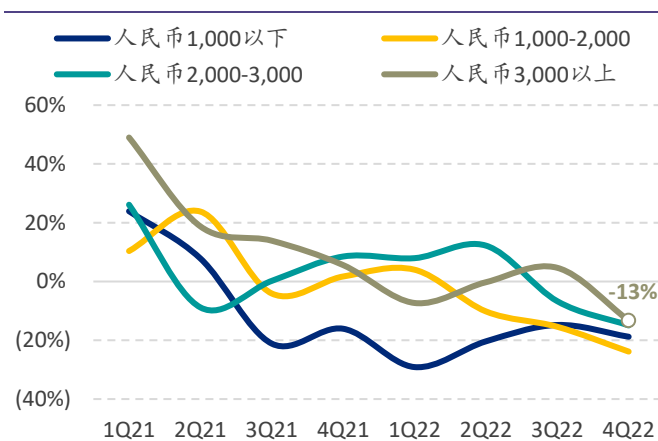
E=浦银国际预测
资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 6: 全球智能手机出货量份额按价格拆分 (1Q21-4Q22)



资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

图表 7: 全球智能手机季度出货量同比增速按照价格拆分 (1Q21-4Q22)



资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际

从舜宇的角度看，其手机相关的摄像头模组和镜头的出货量趋势会大致与手机行业趋势类似。

- 首先，我们预期今年上半年手机模组和镜头的出货量同比增速依然有压力，而下半年的同比增速有望翻正。除了行业复苏外，海外手机品牌客户也能为其模组和镜头业务提供增量。
- 同时，我们认为高端智能手机需求的稳定可以帮助舜宇在高端的模组维持领先的市场地位。在摄像头模组垂直一体化战略方面，舜宇是为数不多做得较为成功的，也在持续向马达镜头一体化战略方向推进。这也使得舜宇的模组毛利率维持在行业均值以上的水平。

在去年年底的[展望报告](#)中，我们曾提及，今年安卓阵营有望追随苹果，推出搭载潜望式长焦摄像头的潜力机型。在这个趋势中，舜宇有望成为受益者之一。

- 第三，折叠屏智能机备受关注，有望推动手机摄像头模组小型化趋势。折叠屏智能机是今年市场关注度较高的领域，也是增速较高的细分领域，短期来看，受制于折叠屏内部空间较小，摄像头模组的高度受到限制，摄像头的规格受到一定影响。但是，长期来看，作为旗舰“超大杯”定位的折叠屏，有望推动手机摄像头模组小型化趋势，有持续升级空间。
- 最后，智能手机摄像头镜头行业竞争有望在今年趋于缓和。苹果手机镜头厂商大立光依然保持有 50% 的毛利率，为高端项目提供利润空间。而这两年的新晋玩家瑞声科技，战略重心也从填产能向产品结构调整转向，有效缓和了中低端手机镜头的竞争压力。因此，我们预期舜宇的手机镜头毛利率也有望在今年上半年企稳，下半年有望提升。

● 全球新能源汽车行业保持高速增长

全球新能源汽车行业依然保持有较高的增速。新能源车对于电子化、智能化需求的快速提升，也推动车内感知需求的提升，因而舜宇的车载镜头和车载模组都相应受益于行业需求增长。

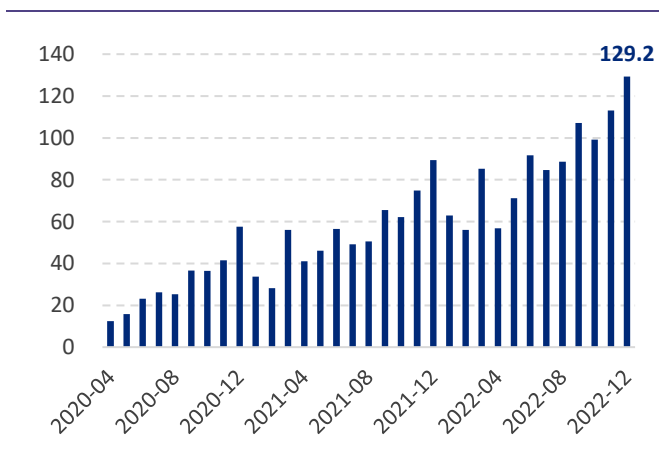
中国新能源乘用车在 2023 年依然有 20% 以上的增速。在一季度的科技行业 [调研报告](#) 中，我们与多家企业沟通发现，新能源车企对于今年一、二季度的新增订单需求保持相对保守的预期。这与我们观察到的消费者、车企、政府层面都处于观望状态的行为一致。

但是，我们认为，无论从车企自身，还是政策角度，都在尽可能地鼓励、推动和刺激消费者的购车需求。一方面，即将举行的上海车展会给予车企借助新车型试水用户需求的机会。另一方面，市场预期地方政府或会出台关于鼓励汽车消费的政策，也可能成为行业催化剂，提升汽车销量。

从海外市场来看，欧美地区受到去年供应端限制，有补库存的需求，推动汽车产量的动力。海外新能源汽车的产量也会得到相应提升。

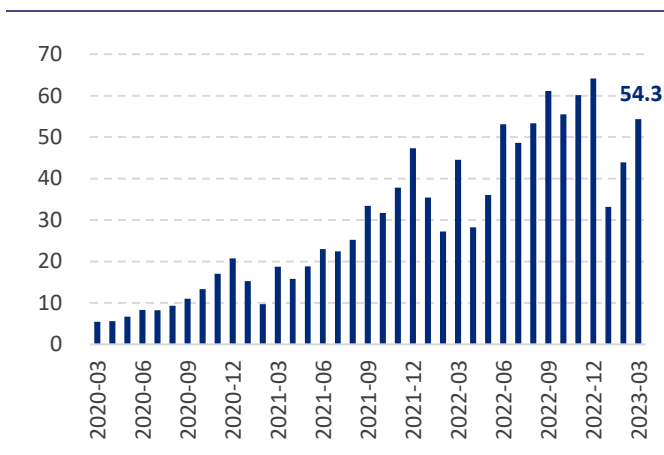
因此，我们认为舜宇有望同时受益于国内和海外新能源车企销量的增长。同时，作为行业绝对龙头，舜宇新能源汽车业务毛利率保持稳定，成为集团越来越重要的利润稳定器和增长点。

图表 8：全球新能源汽车月度销量（万辆）



资料来源：Marklines、Bloomberg、浦银国际

图表 9：中国新能源乘用车月度销量（万辆）



资料来源：乘联会、浦银国际

舜宇业绩回顾及展望

- **2023 年公司指引：手机模组和镜头出货量指引超预期，车载镜头出货量保持高速增长**

2023 年出货量指引

- **车载镜头：**出货量增长 15%左右。
- **手机镜头和摄像头模组：**出货量整体增长 5%左右。

2023 年毛利率指引

2023 年整体来看，公司谨慎提出，今年公司毛利率承压，可能会有所下降。主要原因是公司认为智能手机业务要在三季度才能够逐步复苏。虽然公司的车载业务和 XR 业务持续增长，但是主要收入来源仍为手机相关产品。

- **手机镜头：**毛利率维持在 20%-25%的区间，与 2H22 持平。由于今年对手机行业不是特别乐观，平均售价有一定下滑压力。
- **手机摄像头模组：**毛利率全年目标 5%-8%。平均售价压力仍在，可能会有所下滑。
- **车载镜头：**毛利率目标 40%左右，平均售价保持稳定。车载模组目标销售收入翻一番，达到 20 亿人民币。
- **XR 业务：**目标毛利率基本保持稳定，同时 XR 整体业务销售收入增长 30%左右。

● 2H22 业绩：手机模组毛利率优于此前恐慌预期

2H22 舜宇业绩不及彭博一致预期，毛利率同比、环比均有小幅下降。手机业务受宏观因素影响面临严峻挑战，车载业务则有明显改善。

舜宇 2022 财务情况

- 营业收入为 332.0 亿人民币，同比下降 11%，主要来自疫情反复、芯片短缺、俄乌冲突、通货膨胀及全球经济的不确定性等因素影响，公司手机镜头及手机摄像模块的收入皆下降。
- 手机摄像头模组、手机镜头、车载镜头出货量分别为 5.2 亿颗、11.9 亿颗、0.8 亿颗，同比分别下降 23%、下降 17%、增长 16%。
- 毛利率为 19.9%，同比下降 3.4 个百分点，自 2020 年以来呈逐年下降趋势。其中，光学零件、光电产品及光学仪器的毛利率分别约 33.4%、10.7% 及 42.0%，同比分别下降 6.0、3.0、3.1 个百分点。

舜宇 2H22 财务情况

- 营业收入为 162.3 亿人民币，同比下降 8%，环比下降 4%，好于市场预期。其中，光学零件收入 109.6 亿人民币，同比下降 16%，环比下降 11%；光电产品收入 50.7 亿人民币，同比增长 14%，环比增长 15%；光学仪器收入 2.0 亿人民币，同比略降 2%，环比持平。
- 手机摄像头模组出货量 2.3 亿颗，同比下降 27%，环比下降 21%；手机镜头出货量 5.4 亿颗，同比下降 25%，环比下降 17%。主要受到全球智能手机市场需求疲软及智能手机摄像头降规降配的进一步影响。
- 车载镜头出货量为 0.4 亿颗，同比增长 35%，环比增长 10%。同比、环比表现的改善，主要来自供应链芯片缺货情况逐步缓解下，高级辅助驾驶系统（ADAS）搭载率的进一步提升及自动驾驶等级的逐步提高。
- 毛利率为 17.8%，同比下降 2.2 个百分点，环比下降 1.6 个百分点，略低于市场预期。其中，光电产品毛利率 9.6%，同比下降 2.9 个百分点，环比下降 2.0 个百分点；光学零件毛利率 31.4%，同比下降 4.6 个百分点，环比下降 4.2 个百分点；光学仪器毛利率 40.0%，同比下降 5.7 个百分点，环比下降 4.6 个百分点。
- 营业利润为 4.66 亿人民币，同比下降 77%，环比下降 75%。营业费用率为 16.1%，同比增长 6.3 个百分点，环比增长 6.3 个百分点。
- 净利润为 10.5 亿人民币，同比下降 54%，环比下降 23%，净利润表现略低于预期。

图表 10: 舜宇 2H22 业绩详情

人民币百万	2H22	2H21	同比	1H22	环比
营业收入	16,225	17,663	(8%)	16,972	(4%)
毛利润	3,083	3,790	(19%)	3,522	(12%)
营业利润	466	2,060	(77%)	1,861	(75%)
净利润	1,050	2,300	(54%)	1,358	(23%)
基本每股收益 (人民币)	0.96	2.11	(54%)	1.24	(23%)

利润率	2H22	2H21	百分点	1H22	百分点
毛利率	19.0%	21.5%	(4.1)	20.8%	(1.8)
营业费用率	16.1%	9.8%	6.3	9.8%	6.3
营业利润率	2.9%	11.7%	(8.8)	11.0%	(8.1)
净利率	6.5%	13.0%	(6.6)	8.0%	(1.5)

收入 人民币百万	2H22	2H21	同比	1H22	环比
光电产品	10,955	13,026	(16%)	12,371	(11%)
光学零件	5,069	4,432	14%	4,399	15%
光学仪器	202	206	(2%)	202	(0%)
总计	16,225	17,663	(8%)	16,972	(4%)

毛利率	2H22	2H21	百分点	1H22	百分点
光电产品	9.6%	12.5%	(2.9)	11.6%	(2.0)
光学零件	31.4%	35.9%	(4.6)	35.5%	(4.2)
光学仪器	40.0%	45.8%	(5.7)	44.6%	(4.6)
总计	17.8%	20.0%	(2.2)	19.4%	(1.6)

	2H22	2H21	同比	1H22	环比
手机摄像头模组					
出货量 (百万)	228	312	(27%)	289	(21%)
平均单价 (人民币)	45	38	16%	40	12%
收入 (人民币百万)	10,146	11,969	(15%)	11,468	(12%)
手机镜头					
出货量 (百万)	541	722	(25%)	652	(17%)
平均单价 (人民币)	5.9	5.4	10%	5.2	14%
收入 (人民币百万)	3,215	3,900	(18%)	3,394	(5%)
车载镜头					
出货量 (百万)	41	31	35%	38	10%
平均单价 (人民币)	58	45	29%	46	26%
收入 (人民币百万)	2,383	1,374	73%	1,725	38%

资料来源: 公司公告、浦银国际

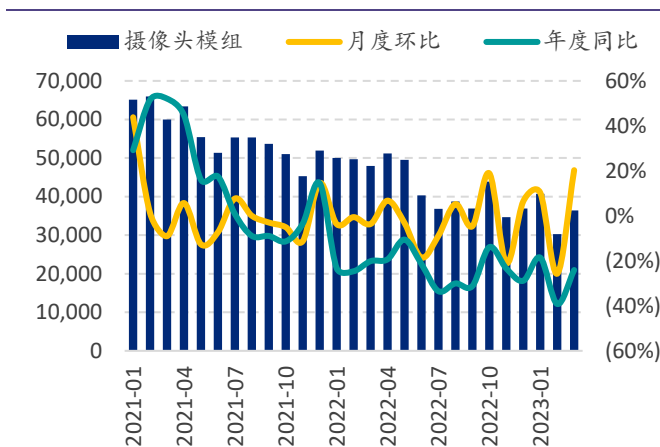
● 车载业务利润占比将持续提升

我们认为，2023 年舜宇基本面的看点主要在于两方面：

- **手机业务**，包括模组和镜头，都有望借助海外客户项目拓展，取得高于行业的增长，保持整个手机业务板块的稳定以及下半年的成长。
- **车载业务**，包括车载镜头和车载模组，都保持较高增速。该业务增速远高于舜宇集团增速，也高于行业增长均值。在毛利率稳定的预期下，车载业务毛利在集团中占比逐年提升，我们预计，有望从 2021 年的不到 15% 上升到 2023 年的接近 30%。

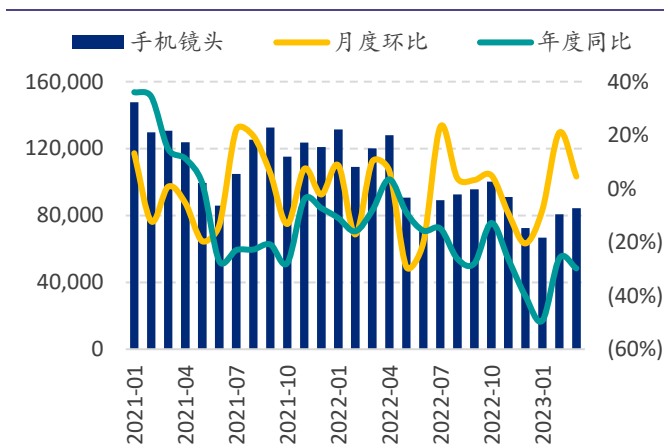
此外，我们预期，2023 年舜宇的非手机业务毛利占比则有望提升至 50% 以上。非手机业务在舜宇中扮演这愈发重要的利润推动器作用。

图表 11：舜宇手机模组月度出货量（千颗）



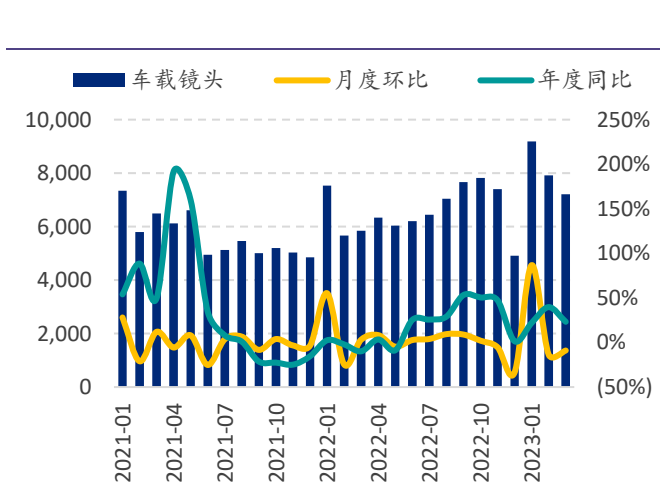
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 12：舜宇手机镜头月度出货量（千颗）



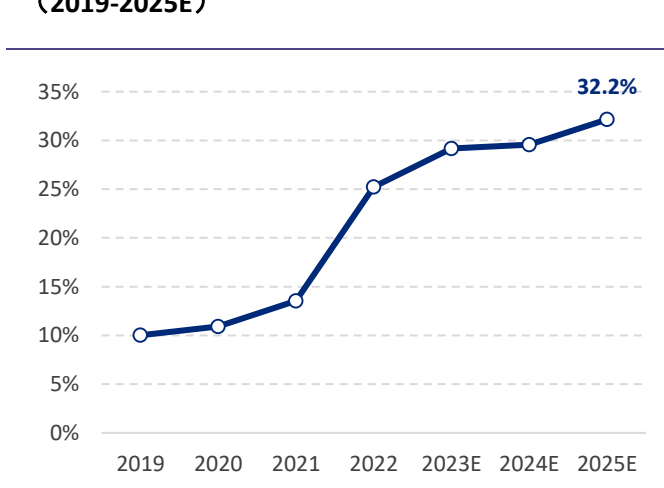
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 13：舜宇车载镜头月度出货量（千颗）



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 14：舜宇车载镜头毛利占全公司毛利比重（2019-2025E）



注：E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

根据 2022 业绩及 2023 年指引，我们下调舜宇 2023 年和 2024 年的收入和利润预测，主要反映手机出货量的下降以及毛利率的下滑。调整后，我们预期舜宇在今年上半的净利润依然承受压力将同比下降 33%，但是下半年净利润有望同比增长 82%。

图表 15：舜宇业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E）

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	36,093	47,614	(24%)	41,874	57,006	(27%)	45,078	-	-
毛利润	7,084	10,190	(30%)	8,438	12,593	(33%)	9,375	-	-
经营利润	3,013	5,873	(49%)	3,712	7,403	(50%)	4,309	-	-
净利润	2,824	5,745	(51%)	3,445	7,091	(51%)	4,002	-	-
每股收益（元）	2.58	5.26	(51%)	3.15	6.49	(51%)	3.66	-	-
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	19.6%	21.4%	(1.8)	20.2%	22.1%	(1.9)	20.8%	-	-
费用率	11.3%	9.1%	2.2	11.3%	9.1%	2.2	11.9%	-	-
经营利润率	8.3%	12.3%	(4.0)	8.9%	13.0%	(4.1)	9.6%	-	-
净利率	7.8%	12.1%	(4.2)	8.2%	12.4%	(4.2)	8.9%	-	-

E=浦银国际预测 资料来源：浦银国际

● 舜宇估值：非手机业务占比提升明显，推动估值成长

我们采用分部加总估值法对舜宇进行估值。我们分别给予舜宇 2023 年手机模组、手机镜头、车载镜头和其他业务 29x、36x、49x 和 55x 的目标市盈率，得到 120.5 港元的目标价，潜在升幅 25%。我们再次重申舜宇的“买入”评级。

舜宇是我们目前手机供应链零部件中的**首选标的**。我们主要看好舜宇的车载业务在集团利润中推动作用。这不仅仅给予舜宇基本面的支撑，同时给予舜宇较大程度的估值支撑。在手机零部件公司中，舜宇是为数不多的在车载业务布局较为领先的企业。

同时，当前市场对于舜宇的预期处于较为底部的状态。手机业务预期下行风险较小，反而可以提供较大的上行空间。尽管在今年手机大盘不强的情况下，舜宇的估值看起来较高，但是从今年下半年到明年基本面角度来看，舜宇的估值有望得到大幅消化。

因此，我们认为舜宇的 Beta 上行机会较大。从时间点来看，我们认为一季报之后，市场对于一、二季度的疲软需求，包括手机和新能源车，得到全部消化，而进入下半年，展望能见度提升的情况下，市场预期的变化有望成为舜宇股价的催化剂。

图表 16：舜宇分部加总估值法（2023 年）

人民币百万	2023E 收入	毛利率	净利润	净利润 增速	目标 P/E (x)	估值
手机摄像头模组	22,485	10.6%	883	5%	29.0	25,598
手机镜头	4,886	35.5%	703	5%	36.0	25,299
车载镜头	5,026	41.1%	942	29%	49.0	46,158
其他	3,697	24.5%	296	80%	55.0	16,286
合计（人民币百万）	36,093	19.6%	2,824	17%	40.1	113,341
人民币/港币						0.8602
市值（港元百万）						131,761
股数（百万）						1,093
目标价（港元）						120.5

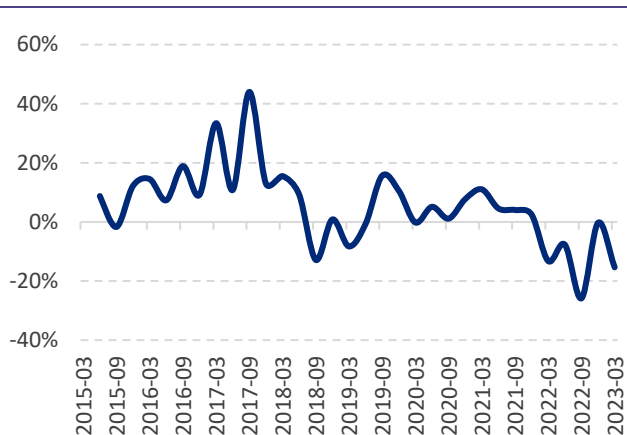
资料来源：浦银国际预测

图表 17：舜宇市盈率估值



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 18：舜宇盈利预测季度环比历史趋势



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 19：SPDBI 目标价：舜宇光学科技



注：截至 2023 年 4 月 11 日收盘价 资料来源：Bloomberg、浦银国际

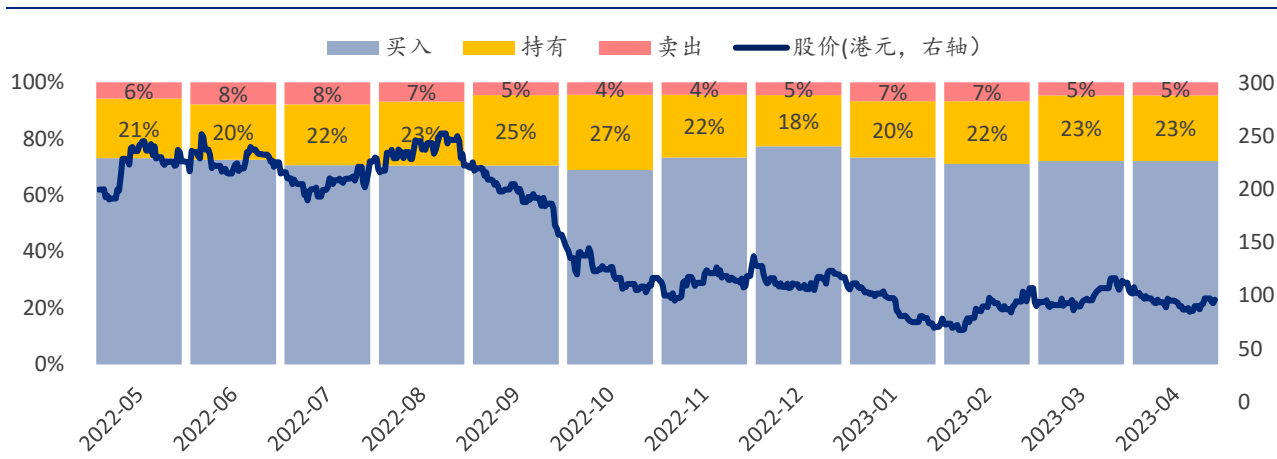
图表 20: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	12.3	买入	15.4	2023/3/30	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	113.9	买入	107.4	2022/5/27	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	24.4	买入	19.2	2022/5/27	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	63.9	买入	79.2	2022/5/27	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	30.5	买入	41.3	2022/5/27	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	13.5	买入	11.0	2022/5/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	18.7	买入	17.5	2022/5/27	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	96.8	买入	120.5	2023/4/12	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	4.2	买入	6.4	2022/5/27	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	108.0	买入	192.8	2022/5/27	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	9.1	买入	25.6	2022/9/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	71.6	买入	201.0	2022/9/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	10.3	买入	23.0	2022/9/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	41.3	买入	90.2	2022/9/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	23.6	买入	31.6	2022/9/15	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	95.9	买入	124.1	2022/9/15	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	38.2	买入	27.0	2022/11/29	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	184.5	持有	266.8	2022/5/30	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	227.8	买入	328.0	2022/9/15	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	249.8	买入	360.4	2022/9/15	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	21.8	买入	24.3	2022/6/17	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	58.4	买入	58.6	2022/6/17	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	35.6	买入	34.7	2022/6/17	晶圆代工

注: 港股、A股截至2023年4月11日收盘价; 美股为截至2023年4月10日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

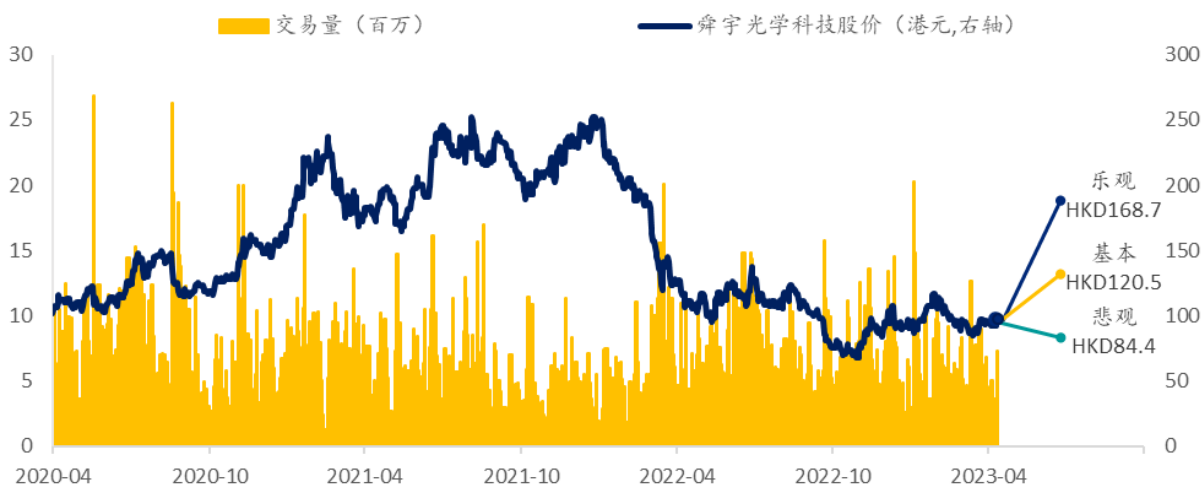
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 21：舜宇市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 22：舜宇 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：168.7 港元 (概率：20%)

- 全球智能手机行业需求复苏高于预期；
- 车载镜头和模组高像素、小型化、自清洁等的升级带动毛利率提升；
- 车载镜头和模组毛利随着规模上升而上升；
- 其他车载产品、ARVR 相关产品营收贡献明显；
- 海外产能布局加速扩大。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：84.4 港元 (概率：15%)

- 全球智能手机行业需求复苏低于预期；
- 车载镜头和模组行业升级趋缓，竞争加剧，拖累毛利率下滑；
- 车载相关产品起量速度低于预期；
- 受不稳定的宏观环境等因素影响，海外产能布局扩张进度不及预期。

资料来源：浦银国际

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经授权的行为。

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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人士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

- 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 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。
- 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。

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。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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

