

【广发海外】大立光（3008 TW）

芯片短缺推迟同比转正时点

核心观点：

- **1Q21 财报符合预期。**大立光于 4 月 8 日公告 1Q21 财报。归母净利润为新台币 53.15 亿元，符合彭博一致性预期，其中本业的毛利率和营业利润率均远超市场预期，为高质量的财报表现，即便扣除认列先进光电(3362 TW) 的赔偿金和和解金收入于毛利率的贡献 1-2 百分点，毛利率仍大致符合预期。
- **2Q21 受到芯片短缺影响。**展望 2 季度，管理层认为 4 月的收入将环比下滑，5 月的出货状况仍不理想，系因高阶 CIS 和 AP 受到先前的大雪的天灾影响（三星的奥斯丁工厂）。我们认为三星的高阶传感器（如 108MP）的逻辑芯片的供应受到影响，然根据电子时报的报导，三星奥斯丁工厂已复工，加上联电（2303 TW）所代工传感器逻辑芯片逐步放量，我们预期 2 季度底将缓解。然大立光的收入同比转正的时点已不可避免的推迟至 3 季度。
- **客户高端镜头项目并未取消，仅为推迟。**根据管理层于业绩会的观点，在手的高阶镜头项目并没有因为时间推迟而取消，其中看到越来越多的 7P 项目，同时 9P 镜头也确立 design-in。此外，我们维持公司将于下半年 iPhone 13 Pro 系列的超广角镜头提供 VCM，并整合自身的 6P 镜头的观点，增加大立光的镜头份额和单机价值量。由于 VCM 整合镜头的方案具有小型化的特点，故我们维持 22 年导入前镜头的观点。总的而言，我们预期大立光的同比动能于 3 季度转正。
- **维持“买入”评级，合理价值为台币 3,765 元/股。**预估 21/22 年 EPS 为台币 188.2/226.8 元/股。给予 20 倍 21 年市盈率，合理价值为台币 3,765 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**智能机需求低于预期，同业竞争，新产品时程不及预期。

盈利预测：

币别：新台币	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	49,952	60,745	55,944	56,374	68,122
增长率（%）	-6	22	-8	1	21
归母净利润（百万元）	24,370	28,263	24,529	25,251	30,417
增长率（%）	-6	16	-13	3	20
EPS（元/股）	181.7	210.7	182.9	188.2	226.8
市盈率（P/E）	17.1	14.7	17.0	16.5	13.7
市净率（P/B）	3.8	3.2	2.9	2.6	2.3
ROE（%）	23.9	23.8	18.1	18.1	16.8

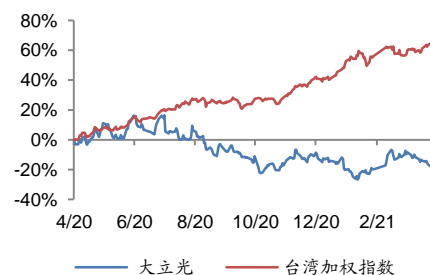
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	新台币 3100 元
合理价值	新台币 3765 元
前次评级	买入
报告日期	2021-04-08

相对市场表现



分析师：

蒲得宇



SAC 执证号：S0260519030002



SFC CE No. BNO719



852-37602085

jeffpu@gfgroup.com.hk

相关研究：

【广发海外】大立光（3008 TW）：同比指标转正在即 2021-02-23

一、公司经营数据及盈利预测

表1: 1Q21业绩与彭博一致性预期比较

新台币百万元	1Q21	4Q20	环比	1Q20	同比	一致预期	变动	广发	变动
营业收入	11,820	15,293	-23%	13,215	-11%	12,103	-2%	12,233	-3%
毛利润	7,652	9,854	-22%	9,224	-17%	7,674	0%	7,805	-2%
营运费用	1,305	1,466	-11%	1,366	-4%	1,268	3%	1,220	7%
营业利润	6,347	8,389	-24%	7,858	-19%	6,405	-1%	6,585	-4%
税前利润	6,503	8,561	-24%	8,272	-21%	6,611	-2%	6,906	-6%
归母净利润	5,315	6,952	-24%	6,720	-21%	5,263	1%	5,801	-8%
EPS (新台币)	39.62	51.83	-24%	50.10	-21%	39.45	0%	43.24	-8%
	ppt.			ppt.			ppt.	ppt.	
毛利率	64.7%	64.4%	0.3	69.8%	(5.1)	63.4%	1.3	63.8%	0.9
营业利润率	53.7%	54.9%	(1.2)	59.5%	(5.8)	52.9%	0.8	53.8%	(0.1)
税前利润率	55.0%	56.0%	(1.0)	62.6%	(7.6)	54.6%	0.4	56.5%	(1.4)
归母税后利润率	45.0%	45.5%	(0.5)	50.9%	(5.9)	43.5%	1.5	47.4%	(2.5)

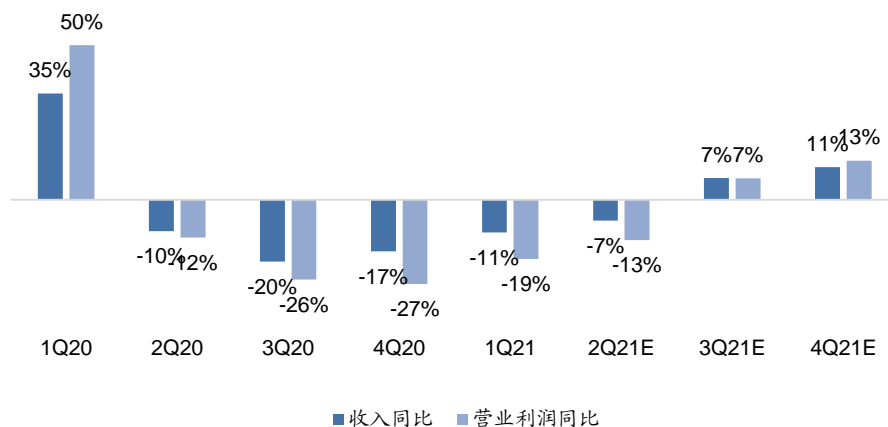
数据来源: hkexnews.hk, 广发证券发展研究中心

表2: Sony/三星/豪威高阶CMOS传感器规格

SONY	IMX586	IMX582	IMX 686	IMX 682	IMX689	IMX557	IMX787	IMX766	IMX782
发表	3Q18	2Q19	1Q20	2Q20	1Q20	2Q20	1Q21	1Q21	2Q21
CMOS 尺寸	1/2"	1/2"	1/1.7"	1/1.7"	1/1.14"	1/1.17"	1/1.17"	1/1.14"	1/2"
像素	48MP	48MP	64MP	64MP	48MP	12MP	64MP	50MP	64MP
像素大小	0.8μm	0.8μm	0.8μm	0.8μm	1.12μm	1.8μm	0.8μm	0.9μm	0.8μm
三星	HM1	HM2	GW3	GM5	GHA	GN2	GWB/1P	JN1	HP1
发表	4Q19	2H20	2H20	2H20	2H20	1Q21	2Q21	3Q21	2H21
CMOS 尺寸	1/1.3"	1/1.5"	1/2"	1/2.55"	1/2.8"	1/1.3"	1/1.7"	1/2"	1/1.2"
像素	108MP	108MP	64MP	48MP	44MP	50MP	64MP	50MP	200MP
像素大小	0.8μm	0.7μm	0.7μm	0.7μm	0.7μm	1.2μm	0.8μm	0.64μm	0.64μm
豪威	OV48C	OV64B	OV64C	OV64A	OV64B-2B	OV40A	OV50A	OV50C	60A
发表	1H20	1H20	1H20	3Q20	4Q20	4Q20	1H21	1H21	2H21
CMOS 尺寸	1/1.3"	1/2.0"	1/1.7"	1/1.37"	1/2"	1/1.7"	1/1.5"	1/2.5"	1/2.8"
像素	48MP	64MP	64MP	64MP	64MP	40MP	50MP	50MP	60MP
像素大小	1.2μm	0.7μm	0.8μm	1.0μm	0.7μm	1.0μm	1.0μm	0.7μm	0.61μm

数据来源: sony-semicon.co.jp, samsung.com, ovt.co, 广发证券发展研究中心

图1: 大立光收入及营业利润同比



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

盈利预测调整

由于2Q21的指引低于预期(芯片短缺), 加上VCM组装导致毛利率较低 (VCM为大立光的子公司生产), 我们下修2021和2022年每股归母净利润预期9%/4%。

表3: 盈利预测调整表

	2020A	2021E		2022E		变动	
新台币百万		调整前	调整后	调整前	调整后	2021E	2022E
净销售额	55,944	59,864	56,374	68,085	68,122	-6%	0%
毛利润	37,473	39,588	36,879	45,179	43,913	-7%	-3%
经营利润	32,036	33,873	31,189	38,774	37,528	-8%	-3%
税前收入	31,689	35,154	32,076	40,450	38,755	-9%	-4%
净利润	24,529	27,633	25,251	31,838	30,417	-9%	-4%
EPS (新台币)	182.9	206.0	188.2	237.4	226.8	-9%	-4%
主要利润指标							
毛利率	67.0%	66.1%	65.4%	66.4%	64.5%		
经营利润率	57.3%	56.6%	55.3%	57.0%	55.1%		
税前利润率	56.6%	58.7%	56.9%	59.4%	56.9%		
净利润率	43.8%	46.2%	44.8%	46.8%	44.7%		

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

表4: 利润表

新台币百万元	2019A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	2020A	1Q21A	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
营业收入	60,745	13,215	12,650	14,787	15,293	55,944	11,820	11,796	15,837	16,922	56,374
营业成本	18,804	3,990	3,968	5,075	5,439	18,472	4,168	4,003	5,435	5,889	19,495
营业毛利率	41,941	9,224	8,682	9,712	9,854	37,473	7,652	7,792	10,402	11,033	36,879
营业费用	5,441	1,366	1,203	1,402	1,466	5,437	1,305	1,290	1,515	1,580	5,690
营业利润	36,499	7,858	7,480	8,310	8,389	32,036	6,347	6,502	8,887	9,453	31,189
营业外收入	80	415	-536	-398	173	-348	156	217	247	267	887
利润总额	36,579	8,272	6,943	7,912	8,561	31,689	6,503	6,719	9,134	9,720	32,076
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
所得税	8,316	1,552	1,955	2,044	1,609	7,160	1,187	2,621	1,461	1,555	6,825
净损益	28,263	6,720	4,989	5,868	6,952	24,529	5,315	4,099	7,672	8,165	25,251
EPS (元)	210.7	50.1	37.2	43.7	51.8	182.9	39.6	30.6	57.2	60.9	188.2
流通股数	134	134	134	134	134	134	134	134	134	134	134
获利能力(%)											
毛利率	69.0%	69.8%	68.6%	65.7%	64.4%	67.0%	64.7%	66.1%	65.7%	65.2%	65.4%
营业利润	60.1%	59.5%	59.1%	56.2%	54.9%	57.3%	53.7%	55.1%	56.1%	55.9%	55.3%
利润率	60.2%	62.6%	54.9%	53.5%	56.0%	56.6%	55.0%	57.0%	57.7%	57.4%	56.9%
净利润率	46.5%	50.9%	39.4%	39.7%	45.5%	43.8%	45.0%	34.7%	48.4%	48.2%	44.8%
成长能力 (%)											
营业收入	21.6%	34.5%	-10.2%	-20.0%	-16.7%	-7.9%	-10.6%	-6.8%	7.1%	10.7%	0.8%
营业利润	23.3%	50.1%	-12.2%	-25.9%	-27.3%	-12.2%	-19.2%	-13.1%	6.9%	12.7%	-2.6%
净利润	16.0%	32.1%	-23.8%	-31.5%	-13.7%	-13.2%	-20.9%	-17.8%	30.8%	17.4%	2.9%
EPS	16.0%	32.1%	-23.8%	-31.5%	-13.7%	-13.2%	-20.9%	-17.8%	30.8%	17.4%	2.9%

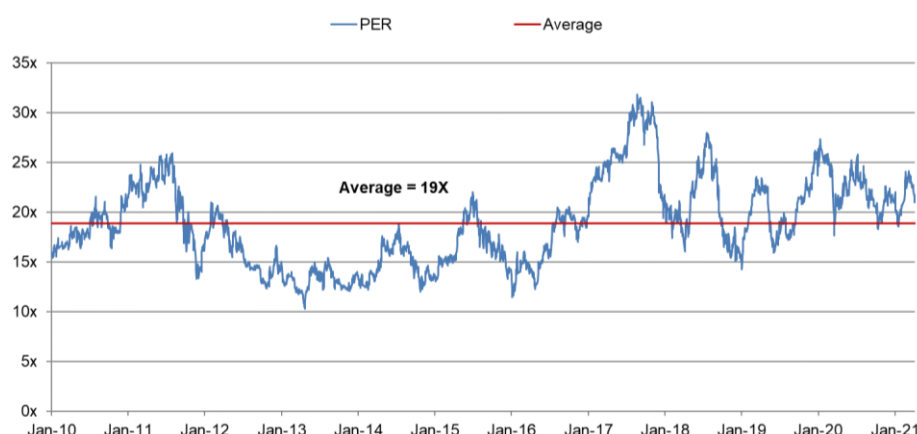
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

二、估值与投资建议

我们使用市盈率(P/E)估值法，系考虑光学行业的未来仍存在规格升级利好，因此，我们认为市场将主要专注大立光的盈利前景。此外，市盈率估值法也广泛被应用于电子下游行业以反映盈利前景的波动。此外，我们认为市场上并无合适的可比公司，举例来说，瑞声的光学镜头业务贡献小，我们预估占21年收入的15% (大立光为96%)，我们预估舜宇光学其手机镜头占21年占收入47%并具有高估值的汽车业务，我们认为以大立光自身的市盈率周期为估值基础较合适。

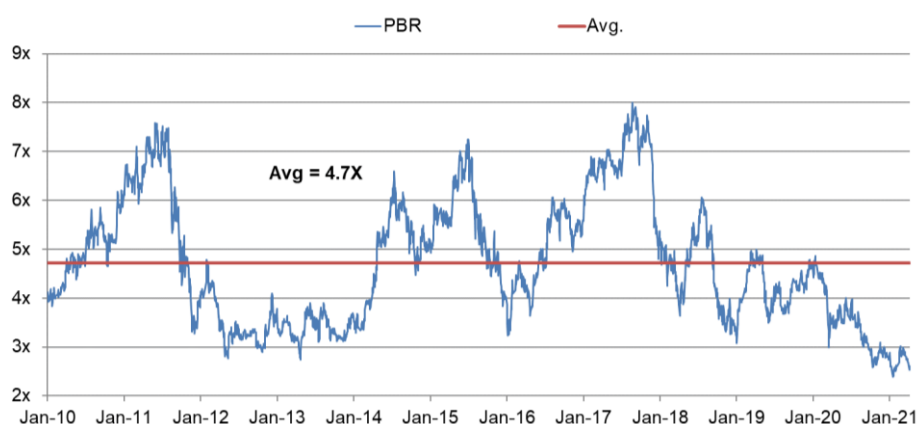
我们采用20倍21年年市盈率为基础，得出合理价值新台币4120元。20倍率略高于历史均值19倍，系因其盈利的同比动能恢复和光学行业规格升级有利龙头。维持“买入”评级。

图2: 12个月远期 P/E



数据来源：彭博,广发证券发展研究中心

图3: 12个月远期 P/B



数据来源：彭博,广发证券发展研究中心

三、风险提示

- (一) 消费需求不如预期
- (二) 光学升级放缓
- (三) 新台币升值

资产负债表

单位：新台币百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	101,306	111,630	125,654	140,686	165,692
货币资金	84,835	92,101	107,446	122,168	143,189
应收及预付	11,487	15,221	14,018	14,126	17,070
存货	3,893	3,631	3,567	3,764	4,675
其他流动资产	1,091	676	623	628	758
非流动资产	31,342	42,192	42,163	42,342	42,435
长期股权投资	209	230	350	550	850
固定资产	27,850	32,573	32,425	32,404	32,197
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	-	-	-	-	-
其他长期资产	3,283	9,389	9,389	9,389	9,389
资产总计	132,648	153,822	167,817	183,028	208,127
流动负债	24,931	27,150	25,072	25,334	30,621
短期借款	553	219	177	179	172
应付及预收	1,806	1,490	1,464	1,545	1,918
其他流动负债	22,572	25,441	23,431	23,611	28,531
非流动负债	118	278	278	278	278
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动负债	118	278	278	278	278
负债合计	25,049	27,428	25,349	25,612	30,899
股本	1,341	1,341	1,341	1,341	1,341
资本公积	1,557	1,558	1,558	1,558	1,558
留存收益	106,504	125,636	139,568	154,517	174,328
少数股东权益及其他	(1,802)	(2,142)	0	0	0
归属母公司股东权益	109,402	128,535	142,467	157,416	177,228
负债和股东权益	132,648	153,822	167,817	183,028	208,127

利润表

单位：新台币百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	49,952	60,745	55,944	56,374	68,122
营业成本	(15,601)	(18,804)	(18,472)	(19,495)	(24,208)
研发费用	(3,258)	(3,764)	(3,912)	(4,175)	(4,530)
销售费用	(353)	(407)	(300)	(315)	(385)
管理费用	(1,128)	(1,269)	(1,225)	(1,200)	(1,470)
营业利润	29,612	36,499	32,036	31,189	37,528
财务费用	1,183	1,577	1,197	1,148	1,327
资产减值损失	48	26	120	200	300
公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-	-
营业外收入(支出)	353	(1,524)	(1,665)	(461)	(400)
税前利润	31,196	36,579	31,689	32,076	38,755
所得税	(6,826)	(8,316)	(7,160)	(6,825)	(8,338)
净利润	24,370	28,263	24,529	25,251	30,417
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属母公司净利润	24,370	28,263	24,529	25,251	30,417
EBITDA	32,507	40,310	36,093	35,282	41,808
EPS (元)	181.7	210.7	182.9	188.2	226.8

现金流量表

单位：新台币百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	30,340	31,543	27,749	29,095	35,705
净利润	24,370	28,263	24,529	25,251	30,417
折旧摊销	2,895	3,811	4,056	4,093	4,279
营运资金变动	3,123	(504)	(716)	(49)	1,309
其它	(48)	(26)	(120)	(200)	(300)
投资活动现金流	(6,425)	(14,470)	(3,908)	(4,072)	(4,072)
资本支出	(5,822)	(8,297)	(3,835)	(4,000)	(4,000)
投资变动	(1)	6	0	0	0
其他	(601)	(6,178)	(72)	(72)	(72)
筹资活动现金流	(8,987)	(9,808)	(8,497)	(10,301)	(10,612)
银行借款	157	(334)	(41)	1	(6)
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	-9167	-9469	-8455	-10302	-10605
其他	24	(5)	0	0	0
现金净增加额	14,929	7,266	15,344	14,722	21,021
期初现金余额	69,907	84,835	92,101	107,446	122,168
期末现金余额	84,835	92,101	107,446	122,168	143,189

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	(6.0)	21.6	(7.9)	0.8	20.8
营业利润增长	(7.7)	23.3	(12.2)	(2.6)	20.3
归属母公司净利润增长	(6.2)	16.0	(13.2)	2.9	20.5
获利能力(%)					
毛利率	68.8	69.0	67.0	65.4	64.5
净利率	48.8	46.5	43.8	44.8	44.7
ROE	23.9	23.8	18.1	18.1	16.8
ROIC	22.3	22.0	17.2	16.0	17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	19	18	15	14	15
净负债比率(%)	(77)	(71)	(75)	(77)	(81)
流动比率(x)	4.1	4.1	5.0	5.6	5.4
速动比率(x)	3.9	4.0	4.9	5.4	5.3
营运能力(x)					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	4.3	4.0	4.0	4.0	4.0
存货周转率	4.0	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益	182	211	183	188	227
每股经营现金流	226	235	207	217	266
每股净资产	816	958	1,062	1,174	1,321
估值比率(x)					
P/E	17.1	14.7	17.0	16.5	13.7
P/B	3.8	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	10.6	8.6	9.5	9.8	8.2

广发海外研究小组简介

欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。

张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。

蒲得宇：CFA，海外电子行业首席分析师。

杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。

邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。

张晓飞：海外电子行业高级分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。

马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

罗捷：约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。

蔡俊韬：研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究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。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。