

2021年1月7日(星期四)

## 行业报告

招商證券(香港)有限公司  
证券研究部

## 中国硬件科技

## 大立光2020年四季度业绩略不及预期；留意竞争加剧

- 大立光(3008 TT, 未评级) 2020年四季度业绩略不及预期，因产品组合不利变动导致毛利润率持续下滑
- 行业竞争仍然激烈；现有很多高端设计但实际需求尚不清晰
- 推荐瑞声科技(2018 HK)，受益于较往年强势的iPhone周期、其光学业务持续改善；风险报酬具吸引力

## 产品组合不利，大立光毛利率持续下滑

大立光2020年四季度业绩略低于预期，主因毛利润率持续下滑。收入为153亿新台币(同比降17%，环比增3%)，大体符合预期。我们认为iPhone所带来的强劲动能受华为订单损失和客户元件短缺而抵消。由于产品结构出现不利变化(未能充分利用高端产品的产能)影响，毛利润率在2020年四季度环比下滑1.3个百分点至64.4%(市场预期为67%)。净利润同比下降14%至70亿新台币(低于预期5%)。

## 一季度季节性下滑；订单流失影响产能利用率

对于2021年一季度，管理层预计1月份的月收入将有所下滑(一季度季节性因素)，随后2月份将进一步下滑(春节假期)，3月份收入尚不清晰。组件短缺(主要为半导体组件)将继续影响客户。我们认为iPhone动能目前仍然稳固。尽管有其他客户，但华为订单流失可能需要时间恢复，以提高大立光的高端产品产能利用率。

## 竞争仍然激烈，留意规格升级

管理层表示目前仍然存在不少客户高端设计(不少于往年)，但实际的数量需求仍不清楚。新产品可能有更多的镜头片数，工艺也更加先进。只要价格和毛利润率处于合理区间，大立光计划接受新的中端产品订单。我们认为这代表行业竞争仍然激烈，如果今年相机规格升级程度比预期的弱，行业竞争可能将会加剧。

## 对于覆盖股票的观点

**瑞声科技(2018 HK, 买入)** - 我们认为最坏的情况已经过去，对瑞声科技维持正面看法。iPhone的动能仍然稳固，产品周期的延后可能会导致2020年四季度和2021年一季度业绩比往年强势。我们预计iPhone周期延长，且华为高端市场份额损失会为iPhone带来上行空间。相机规格升级疲软有助于瑞声科技缩小与领先厂商的差距。我们预计瑞声科技具价格竞争力的镜头将继续赢得市场份额，而新的WLG(晶圆级玻璃)将带来上行空间。

**舜宇光学(2382 HK, 审视中)** - 受电动汽车市场乐观情绪推动，公司股价在一个月內飙升逾20%(目前估值为31倍2021年预期市盈率)。我们认为，车载透镜将在几年内成为舜宇光学的重要增长动力，但是鉴于对汽车零部件客户的认证需要较长的时间，赢得新客户将需耗时。同时，我们观察到手机相机升级的规模以及行业竞争的加剧，大立光希望填补项目损失带来的产能空缺，瑞声科技则希望缩小差距。

## 重点公司财务资料

公司	股票代码	评级	交易货币	股价	招商证券目标价	上涨空间	市盈率(x)	市净率(x)	权益收益率(%)	净杠杆率
瑞声科技	2018 HK	买入	港元	45.95	65.00	41%	2020E 32.0 2021E 16.5	2020E 2.4 2021E 2.1	2020E 7.7% 2021E 13.5%	2019 15%
舜宇光学	2382 HK	审视中	港元	181.50	160.00	n.a.	38.9 31.1	11.0 8.6	32.1% 31.1%	26%

资料来源：彭博、招商證券(香港)预测；股价截至2021/01/06

陈永豪

+852 3189 6125

kevinchen@cmschina.com.hk

苏林

+852 3189 6635

clintsu@cmschina.com.hk

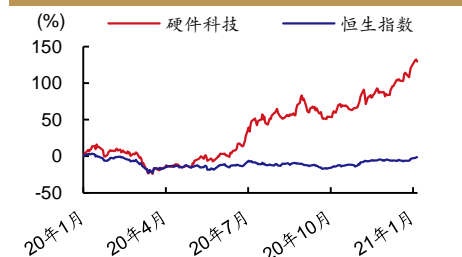
## 最新变动

大立光2020年四季度业绩

## 中性

前次评级	中性
恒生指数 (2021/01/06)	27,692
国企指数 (2021/01/06)	10,900

## 行业表现



资料来源：贝格数据；截至2021/01/06

%	1m	6m	12m
绝对回报	24.9	60.6	129.4
相对回报	21.7	54.6	130.8

## 相关报告

1. 中国硬件科技 - 强劲动能有望延续到2021年初 (中性) (2021/01/06)
2. 中国硬件科技 - 2020年下半年线上投资者会议 - 前景和情绪乐观 (中性) (2020/11/05)
3. 中国硬件科技 - 台积电业绩超预期；行业库存水平提升，趋向需求稳健 (中性) (2020/10/15)
4. 中国硬件科技 - 苹果发布iPhone新品；定价具正面影响 (中性) (2020/10/14)
5. 中国硬件科技 - 大立光业绩不及预期；镜头业竞争日益激烈 (中性) (2020/10/8)
6. 中国硬件科技 - 更新智能手机预测；留意攀升的市场预期 (中性) (2020/9/23)
7. 中国硬件科技 - 中期业绩总体优于预期，建议股价回调时买入(中性) (2020/9/6)
8. 中国硬件科技 - 2020年第二季度科技硬件公司业绩纪要 (中性) (2020/8/4)

## 大立光业绩和估值

图1: 大立光 (3008 TT) 2020年四季度业绩比较 (实际 vs. 一致预测)

(百万新台币)	历史数据		2020年四季度(4Q20)				
	4Q19	3Q20	实际	环比	同比	一致预测	差异
收入	18,357	14,787	15,293	3%	-17%	15,108	1%
毛利润	13,055	9,712	9,854	1%	-25%	10,112	-3%
营业利润	11,537	8,310	8,389	1%	-27%	9,075	-8%
税前利润	10,676	7,912	8,561	8%	-20%	8,719	-2%
净利润	8,093	5,868	6,952	18%	-14%	7,282	-5%
每股收益(新台币)	60.33	43.74	51.83	18%	-14%	52.87	-2%
毛利润率	71.1%	65.7%	64.4%	-1.2 ppt	-6.7 ppt	66.9%	-2.5 ppt
营业利润率	62.8%	56.2%	54.9%	-1.3 ppt	-8.0 ppt	60.1%	-5.2 ppt
税前利润率	58.2%	53.5%	56.0%	2.5 ppt	-2.2 ppt	57.7%	-1.7 ppt
净利润率	44.1%	39.7%	45.5%	5.8 ppt	1.4 ppt	48.2%	-2.7 ppt

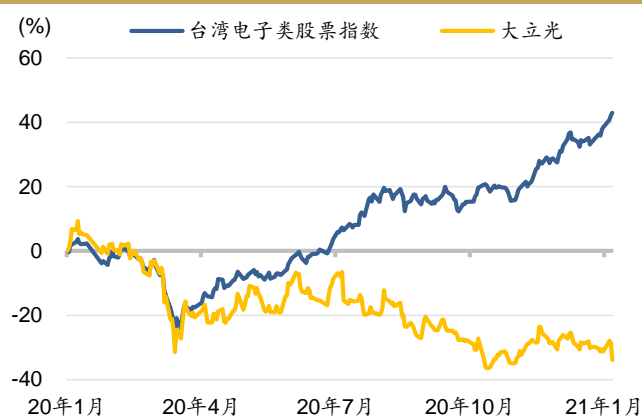
资料来源: 公司数据、彭博一致预测(截至2021年1月6日)、招商证券(香港)

图2: 大立光股价 vs. 台湾加权指数



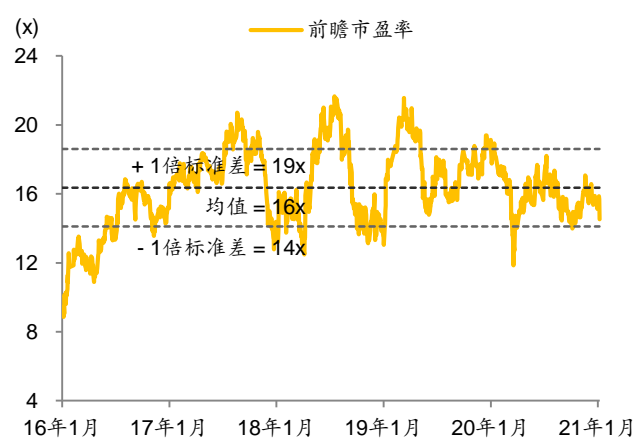
资料来源: 彭博、招商证券(香港); 截至2021/01/06

图3: 大立光股价 vs. 台湾电子类股票指数



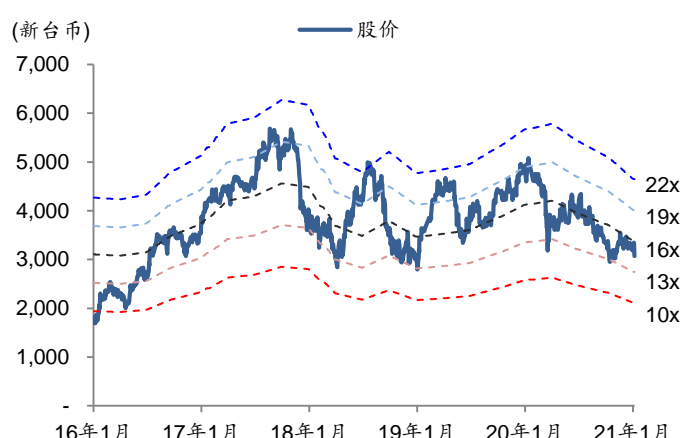
资料来源: 彭博、招商证券(香港); 截至2021/01/06

图4: 大立光前瞻市盈率



资料来源: 彭博、招商证券(香港); 截至2021/01/06

图5: 大立光前瞻市盈率通道



资料来源: 彭博、招商证券(香港); 截至2021/01/06

## 大立光簡明利潤表

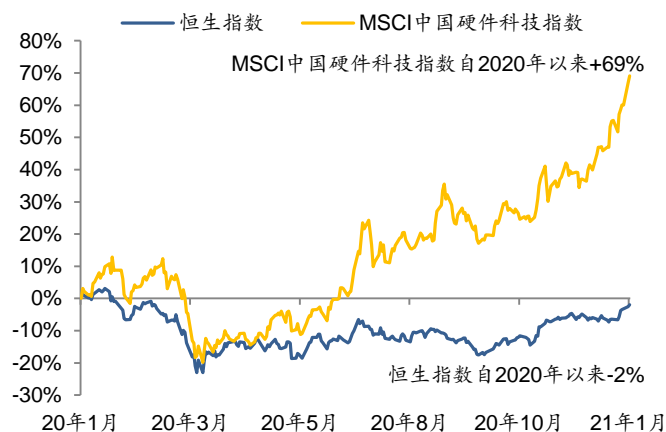
图 6: 大立光 (3008 TT) 簡明利潤表及收入细分

(百万新台币)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2018	2019	2020
<b>利潤表</b>											
收入	9,824	14,081	18,483	18,357	13,215	12,650	14,787	15,293	49,952	60,745	55,944
成本	(3,520)	(4,282)	(5,706)	(5,315)	(3,975)	(3,973)			(15,595)	(18,824)	
未实现利润	7	1	(2)	13	(15)	5			(6)	19	
毛利润	6,311	9,800	12,775	13,055	9,224	8,682	9,712	9,854	34,351	41,941	37,473
摊销费用	(73)	(99)	(116)	(119)	(96)	(86)			(353)	(407)	
管理费用	(244)	(300)	(365)	(361)	(311)	(277)			(1,128)	(1,269)	
研发费用	(759)	(883)	(1,083)	(1,038)	(959)	(840)			(3,258)	(3,764)	
营业利润	5,234	8,518	11,211	11,537	7,858	7,480	8,310	8,389	29,612	36,499	32,036
非经营性损益	885	410	(355)	(861)	415	(536)	(398)	173	1,584	80	(348)
税前利润	6,119	8,928	10,857	10,676	8,272	6,943	7,912	8,561	31,196	36,579	31,689
所得税	(1,065)	(2,377)	(2,291)	(2,583)	(1,552)	(1,955)	(2,044)	(1,609)	(6,826)	(8,316)	(7,160)
净利润	5,054	6,551	8,565	8,093	6,720	4,989	5,868	6,952	24,370	28,263	24,529
基本 EPS (新台币)	37.68	48.84	63.85	60.33	50.10	37.19	43.74	51.83	181.67	210.70	182.86
稀释 EPS (新台币)	37.45	48.64	63.47	59.13	49.74	37.05			180.05	208.79	
<b>利潤率</b>											
毛利润率	64%	70%	69%	71%	70%	69%	66%	64%	69%	69%	67%
营业费用率	11%	9%	8%	8%	10%	10%	9%	10%	9%	9%	10%
营业利润率	53%	60%	61%	63%	59%	59%	56%	55%	59%	60%	57%
税前利润率	62%	63%	59%	58%	63%	55%	54%	56%	62%	60%	57%
净利润率	51%	47%	46%	44%	51%	39%	40%	45%	49%	47%	44%
<b>同比增长率</b>											
收入	11%	15%	13%	48%	35%	-10%	-20%	-17%	-6%	22%	32%
毛利润	12%	16%	10%	51%	46%	-11%	-24%	-25%	-7%	22%	30%
营业利润	12%	17%	10%	56%	50%	-12%	-26%	-27%	-8%	23%	28%
税前利润	27%	9%	7%	33%	35%	-22%	-27%	-20%	-2%	17%	22%
净利润	26%	19%	2%	25%	33%	-24%	-31%	-14%	-6%	16%	22%
基本 EPS	26%	19%	2%	25%	33%	-24%	-31%	-14%	-6%	16%	22%
稀释 EPS	26%	19%	2%	25%	33%	-24%			-6%	16%	
<b>收入按地区细分</b>											
收入占比 (%)											
中国	69.4%	75.5%	63.9%	60.7%	61.1%	71.8%			57.1%	66.5%	
韩国	14.1%	8.6%	13.8%	10.3%	13.8%	7.0%			14.5%	11.6%	
日本	10.5%	7.3%	13.4%	18.4%	9.3%	11.2%			19.1%	13.0%	
其他	6.0%	8.5%	8.9%	10.5%	15.8%	10.0%			9.3%	8.8%	
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%			100.0%	100.0%	

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

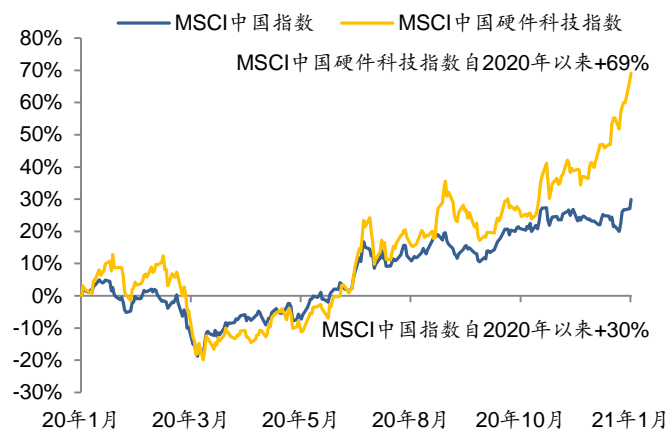
## 硬件科技板块估值

图 7: MSCI 中国硬件科技指数对比恒生指数



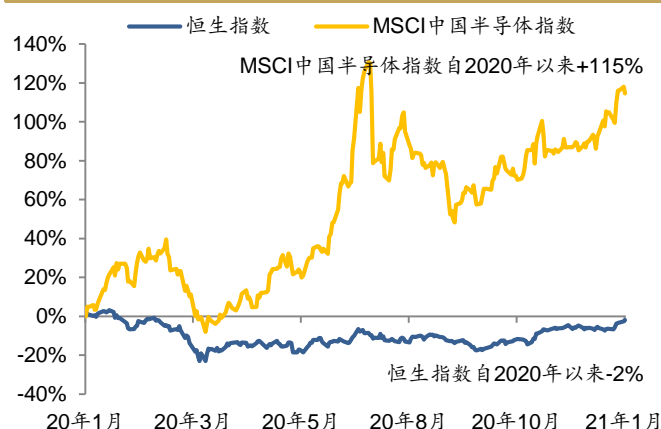
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2021/01/05

图 8: MSCI 中国硬件科技指数对比 MSCI 中国指数



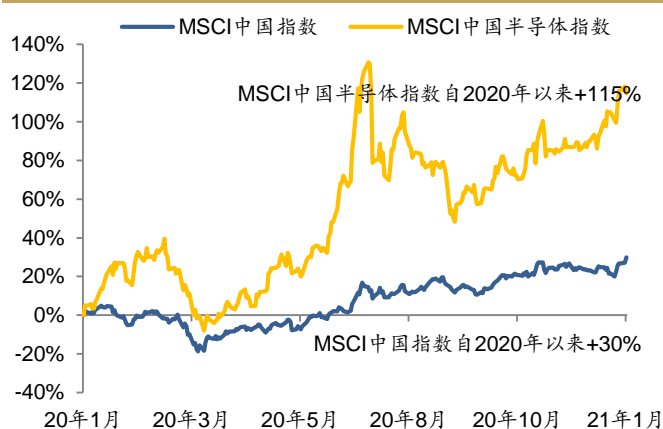
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2021/01/05

图 9: MSCI 中国半导体指数对比恒生指数



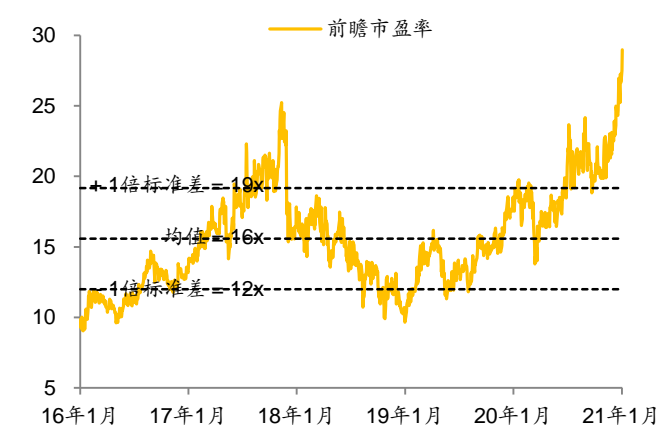
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2021/01/05

图 10: MSCI 中国半导体指数对比 MSCI 中国指数



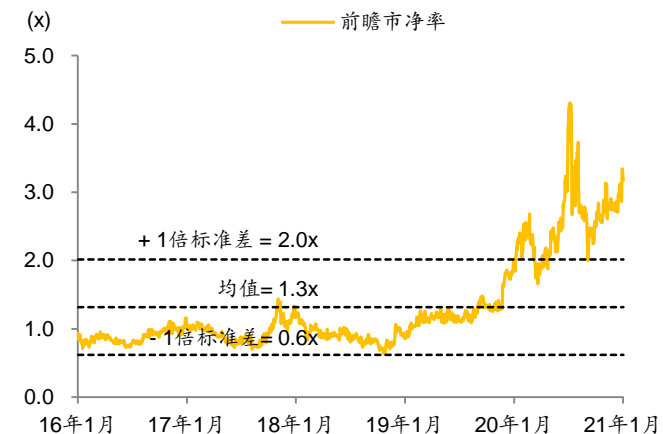
资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2021/01/05

图 11: MSCI 中国硬件科技指数前瞻市盈率



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2021/01/05

图 12: MSCI 中国半导体指数前瞻市净率



资料来源：彭博、招商证券（香港）；截至2021/01/05

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 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所评论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关系。

### 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。



2021 年 1 月 7 日 (星期四)

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828