

买入 (维持)

02382.HK 舜宇光学科技

港股通 (沪、深)

目标价: 186.5 港元

现价: 142.0 港元

光学应用科技加速, 竞争优势地位增强

2018 年 06 月 22 日

预期升幅: 30.4%

市场数据

日期	2018-6-21
收盘价 (元)	143.00
总股本 (百万股)	1,097
总市值 (百万港元)	156,871
净资产 (百万元)	7,489
总资产 (百万元)	15,726
每股净资产 (元)	6.83

数据来源: Wind

相关报告

《核心优势保持, 未来增长乐观》-2018.03.26

《双巨头结盟, 共同开拓 3D 感测蓝海》-2017.11.08

《深度报告: 布局最全面的手光学龙头, 引领行业升级节奏》-2017.09.13

《跟踪报告: 产品结构持续高端化, 毛利率显著提升》-2017.08.17

海外 TMT 研究

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	22,366	31,595	42,729	55,645
同比增长	53.1%	41.3%	35.2%	30.2%
归母净利润 (百万元)	2,902	3,838	5,057	6,683
同比增长	128.3%	32.3%	31.8%	32.1%
毛利率	21.5%	21.3%	21.4%	21.3%
净利率	13.0%	12.2%	11.9%	12.0%
净资产收益率	38.9%	37.1%	35.8%	35.5%
基本每股收益 (元)	2.64	3.50	4.61	6.09
每股经营现金流 (元)	1.95	2.99	3.92	5.29

数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院

投资要点

模组产品毛利率承压, 但长期看仍然乐观。1) 由于核心元器件产能紧张, 新品研发对资源的占用, 双摄算法加强导致对模组精准度需求下降等原因, 公司模组产品毛利率承压; 2) 摄像模组的双摄趋势将进化为三摄趋势, 多倍光学变焦的独特特性将更好满足消费者需求。三摄模组将采用更复杂的潜望式结构, 封装环节价值量更大; 3) 舜宇的小型化封装技术再突破, 适应未来趋势, 将创造更高毛利空间。开发出 WLT 检测技术和第三代 AA 校准技术, 有助于生产效率的再提升; 4) 3D 感测模组下半年陆续量产, 将在 2019 年贡献大量收入, 产品结构改善有望带动毛利率回升。我们预计公司 2018/19/20 年的光电产品收入分别为 256/354/462 亿元人民币, 同比增长 44.1%/38.1%/30.6%, 毛利率分别为 13.0%/13.2%/13.4%。

手机镜头持续高端化, 三摄将带来数量和规格的双重需求。从行业趋势看, 大光圈镜头将凭借优异的光学性能成为镜头的发展趋势。同时, 大光圈技术的发展也使得 7P 镜头成为可能。三摄像头模组镜头需求量是单摄模组的 3 倍, 同时三摄也需求大广角等高规格手机镜头, 带来手机镜头数量和规格的双重需求。舜宇的手机镜头技术持续地进步, 与大立光的差距越来越小。同时, 光学部门和光电部门在三摄等复杂项目研发上互相配合, 产生非常好的协同优势。我们预计公司 2018/19/20 年的光学零件收入分别为 71/91/118 亿元人民币, 同比增长 34.4%/28.7%/29.4%, 毛利率分别为 46.0%/47.0%/47.0%。

从车载镜头到车载摄像模组, 自动驾驶领域大有可为。公司从车载镜头向车载摄像模组延伸, 模组产品已经得到了全球知名的 Tier1 客户认证。公司还依托光学技术的核心优势, 规划了几款光学元器件产品, 基本可以适配各类激光雷达。因此, 无论自动驾驶传感器采用摄像头还是激光雷达, 公司都大有可为。

盈利预测与投资建议:公司短期毛利率由于上述多方面的原因承压, 但我们认为随着产能扩张、新品研发完成、工艺技术的改进, 全年毛利率可以与去年持平。我们依然看好舜宇在光学领域的核心竞争优势, 但考虑到短期不利因素, 下调 2018/19/20 年 EPS 预测至 3.50/4.61/6.09 元人民币。由于盈利预测的下调, 根据 DCF 模型下调目标价至 186.5 港元, 目标价对应于 2018/19/20 年 EPS 的 PE 倍数分别为 43.0/32.6/24.7, 目标价对应 2018 年 6 月 21 日收盘价有 30.4% 的涨幅空间, 维持“买入”评级。

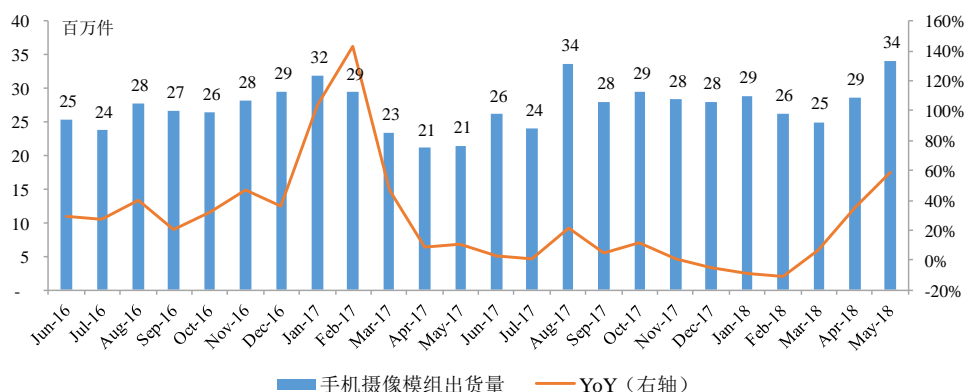
风险提示: 1) 手机出货量持续低迷; 2) 3D 感测模组市场需求不明朗。



报告正文

- **从双摄到三摄，摄像模组领域创新不断，镜头需求再增长。**三摄方案拥有更优异的暗光环境表现，更重要的是可以实现多倍光学变焦，有望成为下一个热点。传统的双摄能实现 2 倍的光学变焦，垂直结构的三摄可以实现 3 倍以上的光学变焦，而潜望式结构的三摄可以实现 5 倍以上的光学变焦。据业界估计，5-10 倍变焦的三摄产品有望在 2019 年一季度出现，10 倍以上变焦的三摄产品将在 2020 年出现。高倍变焦三摄模组将带来更复杂的模组结构(潜望式)，需求更多、更高规格的镜头。在该领域，舜宇的光学公司的镜头技术优势可以与光电公司模组技术优势实现很好的融合。
- **小型化封装技术再突破，适应未来趋势。**公司在 MOC 的封装技术基础上，进一步发展出 IOC 封装技术。MOC+IOC 的封装技术可以在 MOC 封装尺寸的基础上，将模组高度(TTL)减少 0.4mm，宽度减小 0.2mm，实现了巨大的突破。舜宇的小型化封装技术非常契合当前手机的全面屏、无孔化设计趋势。小型化的封装技术对镜头的规格也有特别的要求，舜宇内部的镜头更便于实现配合。
- **检测和 AA 校准技术实现进步。**公司自主开发出 WLT 检测技术，拥有 12 项专利，可高效地实现模组批量检测。WLT 技术可以实现 32 个模组的同时自动检测，自动化地装填和卸下，检测效率大幅提升。同时也有利于提高良率，进而改善毛利率。公司自研的 AA 技术也已经发展到了第三代，AA 效率明显提升。舜宇的第三代的 AA 技术可以实现产线的快速转换，只需 0.5 小时，而行业平均需要 2 天。

图1、舜宇光学科技月度手机摄像模组出货量(百万颗)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

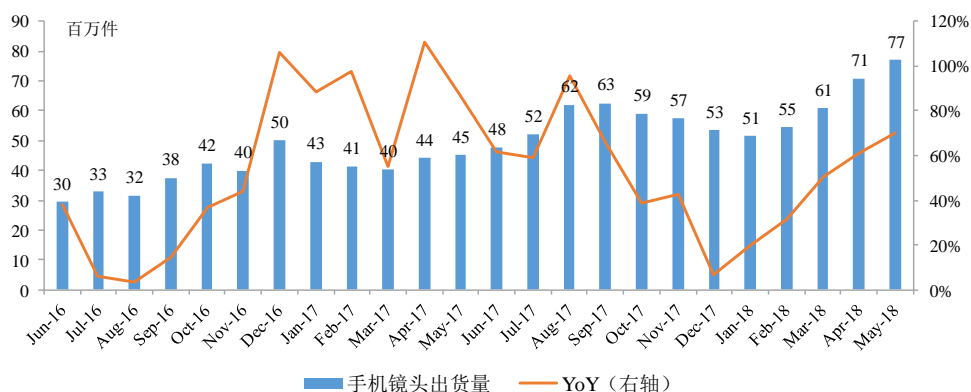
- **3D 感测模组循迹发展，将在 2019 年贡献大量收入。**舜宇的结构光和 ToF 产品都在正常的推进轨迹上，分别将在三季度、四季度进入量产阶段，预计明年开始贡献大量收入。在 3D 模组的零件中，公司的窄带滤光片工艺已经达到行业领先水平。目前公司在 VCSEL、DOE 等相关部件上也有投资，未来模组部件自供比例有望提高。从终端厂商看，已经发布的小米 8 探索版和

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

OPPO Find X 都应用了结构光模组。目前 3D 感测的应用主要集中在人脸解锁、立体美颜、动画表情等，随着更多的应用被逐步挖掘，远期 3D 感测模组的需求有望放量。

- **手机镜头技术复杂化，与大立光的技术差距缩小。**公司在大光圈镜头工艺走在行业前列，也是契合当前的手机镜头发展趋势。大光圈等效于像素大小的放大，对于暗光环境拍摄效果的提升大有裨益。此外，大光圈的曝光时间可以更短，天然具有光学防抖的特性。玻塑混合镜头方面，舜宇的产品已经应用在量产手机主摄上（LG V30），未来也有望应用在 3D 结构光模组中。公司的 7P 镜头可能在下半年量产，如果大光圈顺利普及，7P 镜头也将是未来的趋势。

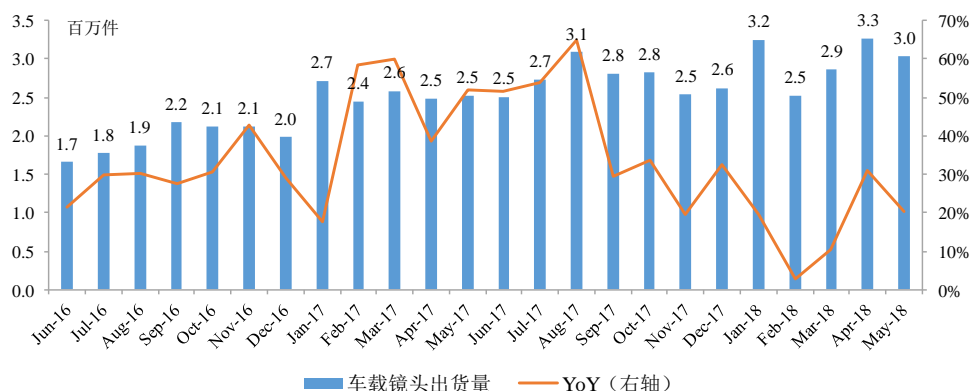
图2、舜宇光学科技月度手机镜头出货量（百万颗）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **拓展车载摄像模组业务；依托光学技术核心优势，进入 HUD 和激光雷达领域。**公司从车载镜头向车载摄像模组延伸，模组产品已经得到了全球知名的 Tier1 客户认证。从行业趋势来看，深度学习的自动驾驶需要清晰的画面输入，对车载摄像模组的像素等规格提出了更高的要求，非常有利于舜宇发挥光学领域的技术优势。公司还依托光学技术的核心优势，推出 HUD（平视显示器）产品，并且规划了几款光学元器件产品，基本可以适配各类激光雷达。

图3、舜宇光学科技月度车载镜头出货量（百万颗）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **盈利预测与投资建议：**公司短期毛利率由于上述多方面的原因承压，但我们认为随着产能扩张、新品研发完成、工艺技术的改进，全年毛利率可以与去年持平。我们依然看好舜宇在光学领域的核心竞争优势，但考虑到短期不利因素，下调 2018/19/20 年 EPS 预测至 3.50/4.61/6.09 元人民币。由于盈利预测的下调，根据 DCF 模型下调目标价至 186.5 港元，目标价对应于 2018/19/20 年 EPS 的 PE 倍数分别为 43.0/32.6/24.7，目标价对应 2018 年 6 月 21 日收盘价有 30.4% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表1、对公司的盈利预测变动表

(人民币)		Old	New	Diff	Old	New	Diff
会计年度	2017A	2018E	2018E	2018E	2019E	2019E	2019E
营业收入(百万元)	22,366	31,595	31,595	0.0%	42,445	42,729	0.7%
同比增长	53.1%	41.3%	41.3%	0.0 pct	34.3%	35.2%	0.9 pct
归母净利润(百万元)	2,902	3,940	3,838	-2.6%	5,548	5,057	-8.8%
同比增长	128.3%	35.8%	32.3%	-3.5 pct	40.8%	31.8%	-9.0 pct
毛利率	21.5%	22.4%	21.3%	-1.1 pct	23.2%	21.4%	-1.8 pct
净利率	13.0%	12.5%	12.2%	-0.3 pct	13.1%	11.9%	-1.2 pct
基本每股收益(元)	2.64	3.59	3.50	-2.5%	5.06	4.61	-8.9%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

- **风险提示：**1) 手机出货量持续低迷；2) 3D 感测模组市场需求不明朗。

表2、附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2017E	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,635	15,937	21,347	27,851
货币资金	3,199	3,839	4,607	5,528
应收账款	5,666	8,215	11,537	15,580
存货	2,622	3,728	5,040	6,571
其他	149	156	164	172
非流动资产	4,091	5,438	7,107	8,953
固定资产	2,586	3,870	5,471	7,244
无形资产	392	392	392	392
预付租金	163	179	197	217
长期股权投资	125	131	137	144
可供出售投资	129	136	143	150
其他	696	730	767	805
资产总计	15,726	21,376	28,455	36,804
流动负债	7,705	10,446	13,698	17,332
短期借款	1,348	1,565	1,745	1,798
应付账款	6,183	8,698	11,760	15,331
其他	175	184	193	202
非流动负债	502	527	553	581
长期借款	0	0	0	0
其他	502	527	553	581
负债合计	8,207	10,972	14,251	17,912
股本	105	105	105	105
储备	7,383	10,262	14,055	18,733
归母权益	7,489	10,367	14,160	18,838
少数股东权益	31	36	44	54
股东权益合计	7,519	10,404	14,204	18,892
负债及权益合计	15,726	21,376	28,455	36,804

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017E	2018E	2019E	2020E
税前利润	3,318	4,393	5,788	7,649
折旧和摊销	402	560	796	1,103
无形资产摊销	0	0	0	0
财务费用	49	38	42	43
所得税费用	-404	-549	-724	-956
营运资金的变动	-1,132	-1,156	-1,590	-2,023
其他	-95	-8	-9	-9
经营活动产生现金流量	2,137	3,277	4,304	5,807
投资活动产生现金流量	-1,714	-1,857	-2,410	-2,890
融资活动产生现金流量	-330	-780	-1,126	-1,995
现金净变动	94	640	768	921
现金的期初余额	2,654	3,199	3,839	4,607
现金的期末余额	2,747	3,839	4,607	5,528

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	22,366	31,595	42,729	55,645
营业成本	-17,564	-24,850	-33,600	-43,804
毛利	4,803	6,745	9,129	11,841
销售费用	-205	-300	-427	-556
研发支出	-1,168	-1,738	-2,350	-3,060
管理费用	-389	-467	-537	-719
营业利润	3,041	4,240	5,815	7,505
财务费用	-49	-38	-42	-43
税前利润	3,318	4,393	5,788	7,649
所得税	-404	-549	-724	-956
净利润	2,914	3,844	5,065	6,693
少数股东损益	13	6	8	10
归属母公司净利润	2,902	3,838	5,057	6,683
EPS(元)	2.64	3.50	4.61	6.09

主要财务比率				
会计年度	2017E	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	53.1%	41.3%	35.2%	30.2%
营业利润增长率	102.6%	39.5%	37.1%	29.1%
净利润增长率	128.3%	32.3%	31.8%	32.1%
盈利能力				
毛利率	21.5%	21.3%	21.4%	21.3%
净利率	13.0%	12.2%	11.9%	12.0%
ROE	38.7%	37.0%	35.7%	35.5%
偿债能力				
资产负债率	52.2%	51.3%	50.1%	48.7%
流动比率	1.51	1.53	1.56	1.61
速动比率	1.15	1.15	1.18	1.22
营运能力(次)				
资产周转率	1.42	1.48	1.50	1.51
应收账款周转率	3.95	3.85	3.70	3.57
每股资料(元)				
每股收益	2.64	3.50	4.61	6.09
每股经营现金	1.95	2.99	3.92	0.00
每股净资产	6.83	9.45	12.91	17.17
估值比率(倍)				
PE	43.6	32.9	25.0	18.9
PB	16.9	12.2	8.9	6.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、航蓝星控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited和江西银行股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。