

公司研究

1H22 业绩低于预期，关注下半年车载业务进展

——舜宇光学科技（2382.HK）2022 年中期盈警公告点评

要点

事件：公司发布2022年中期盈利警告，预计1H22归母净利润由1H21的26.88亿元人民币同比下降45%-50%至13.44-14.78亿元人民币，低于彭博一致预期的18.54亿元人民币，主要由于：1) 1H22人民币贬值导致于2018年1月23日发行的6亿美元债券产生非现金浮亏，录得汇兑亏损2.01亿元人民币；2) 国产安卓手机需求疲弱，导致手机摄像模组产能利用率显著下降，毛利率同比下降幅度超预期；3) 手机镜头行业竞争持续，ASP同比下降导致毛利率同比下降。

安卓手机需求持续疲弱，手机光学盈利能力承压：安卓手机需求疲弱背景下，1H22手机镜头/手机摄像模组出货量分别同比下降9.1%/20.1%，同时手机光学仍处于阶段性降规格阶段、且行业竞争持续致ASP同比下降。出货量同比下降致产能利用率显著下降、叠加ASP下滑，导致1H22手机镜头/手机摄像模组毛利率同比下降，盈利能力承压。3Q22安卓手机需求尚未见改善趋势，重点关注4Q22新机上市对于手机需求拉动、及规格升级情况。考虑到：1) 3Q22迎来美国大客户新机拉货旺季；2) 供应三星手机摄像模组的越南工厂产能进一步爬坡，公司自身 α 加持下，预计下半出货量有望环比回升。手机行业整体 β 较弱，预计公司22年全年手机镜头、手机摄像模组出货量同比低个位数下降。

车载、VR/AR有望高速增长，中长期成长逻辑顺畅：目前汽车缺芯尚未有显著好转，但考虑到：1) 新能源汽车销量同比大幅增长带动车载镜头需求上升；2) 2H21低基数，预计2H22车载镜头出货量同比高速增长，对应22年全年增速有望达到年初[20%,30%]指引区间下限。伴随ADAS渗透率提升带动单车搭载车载镜头数量持续提升，公司龙头地位稳固，车载镜头出货量有望持续高速增长；激光雷达在手20个定点项目，目前官方发布的搭载激光雷达的成型共36款，公司份额60%，考虑到激光雷达、HUD、智能大灯等新产品放量，车载业务有望高速增长。VR/AR方面，21年VR/AR相关产品收入13.45亿元人民币，尽管市场对于Meta Quest产品出货量预期下修，鉴于公司VR pancake显示模块已完成研发、且接近量产，预计22年VR/AR相关产品收入仍有望录得50%以上同比增长。公司VR/AR布局前瞻，考虑到：1) 美国大客户MR产品供应链潜在进入可能；2) 长期来看，XR光学价值量占比不断提升，公司作为传统光学零部件厂商，亦具备向XR整机一体化切入实力。我们预计车载、VR/AR业务有望实现高速增长，公司中长期成长逻辑顺畅。

盈利预测、估值与评级：鉴于：1) 安卓手机需求持续疲弱；2) 手机光学延续降规格趋势致盈利能力承压，我们分别下调22-24年净利润预测29%/27%/23%至35.32/44.28/56.41亿元人民币。公司当前股价对应22年净利润预测30xP/E，待1H22业绩触底，3Q22末、4Q22初月度出货量环比回升趋势显现，市场情绪回暖有望驱动估值向23年P/E切换，伴随美国大客户取得超预期进展、车载激光雷达、VR/AR等新产品起量驱动非手机业务净利润占比提升、叠加smart eye战略继续深化，有望打开估值空间，维持“买入”评级。

风险提示：镜头行业竞争加剧；车载激光雷达、VR/AR产品放量不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万人民币）	38,002	37,497	38,573	43,840	50,857
营业收入增长率（%）	0.4	(1.3)	2.9	13.7	16.0
净利润（百万人民币）	4,872	5,056	3,532	4,428	5,641
EPS（人民币）	4.46	4.63	3.22	4.04	5.14
EPS 增长率（%）	22.2	3.8	(30.4)	25.4	27.4
P/E	21	21	30	24	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至2022-07-14；按照1HKD=0.8597RMB换算

买入（维持）

当前价：111.4 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

联系人：王贇

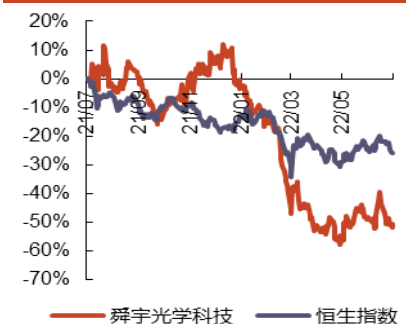
021-52523862

yunwang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.97
总市值(亿港元)	1,221.89
一年最低/最高(港元)	93.55-259.4
近3月换手率(%)	69.4

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.4	5.1	-24.9
绝对	-2.9	1.6	-50.3

资料来源：Wind

相关研报

手机光学承压，车载光学、VR/AR 高速增长打开估值空间……2022-03-24

21 年出货量不及指引，22 年车载业务有望全面开花……2022-01-09

财务报表与盈利预测 (单位: 百万人民币)

利润表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	38,002	37,497	38,573	43,840	50,857
营业成本	(29,304)	(28,761)	(31,057)	(34,574)	(39,315)
毛利	8,698	8,736	7,517	9,267	11,542
其它收入	634	699	477	390	340
营业开支	(3,519)	(3,679)	(3,869)	(4,441)	(5,205)
营业利润	5,813	5,756	4,124	5,216	6,677
财务成本净额	(170)	(121)	(121)	(174)	(254)
应占利润及亏损	0	0	19	0	0
税前利润	5,643	5,635	4,022	5,041	6,422
所得税开支	(703)	(579)	(442)	(555)	(706)
税后经营利润	4,940	5,056	3,580	4,487	5,716
少数股东权益	(68)	0	(48)	(58)	(74)
净利润	4,872	5,056	3,532	4,428	5,641
息税折旧前利润	7,017	7,105	5,601	7,060	8,830
息税前利润	5,389	5,345	3,738	4,916	6,427
每股收益 (元)	4.46	4.63	3.22	4.04	5.14
每股股息 (元)	0.73	0.89	0.65	0.82	1.04

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	35,438	38,774	39,581	43,680	47,883
流动资产	25,630	27,989	27,711	30,960	35,035
现金及短期投资	3,080	6,717	7,715	8,768	10,171
有价证券及短期投资	8,554	8,341	6,870	7,374	7,785
应收账款	6,792	5,635	6,846	7,781	9,026
存货	5,783	5,482	4,659	5,186	5,897
其它流动资产	1,420	1,814	1,621	1,851	2,155
非流动资产	9,809	10,785	11,870	12,720	12,848
长期投资	2	202	201	201	201
固定资产净额	6,660	8,303	9,395	10,216	10,295
其他非流动资产	3,146	2,280	2,275	2,302	2,352
总负债	18,612	17,879	16,080	16,408	15,793
流动负债	13,411	11,873	13,303	18,895	21,786
应付账款	7,349	6,206	7,764	8,643	9,829
短期借贷	2,071	1,539	2,295	6,484	7,623
其它流动负债	3,991	4,129	3,244	3,768	4,335
长期负债	5,201	6,005	2,777	(2,487)	(5,994)
长期债务	3,896	872	872	872	872
其它	1,305	5,133	1,905	(3,359)	(6,866)
股东权益合计	16,826	20,895	23,501	27,272	32,090
股东权益	16,597	20,588	23,146	26,858	31,602
少数股东权益	229	307	355	414	488
负债及股东权益总额	35,438	38,774	39,581	43,680	47,883
净现金/(负债)	(4,191)	(827)	2,643	4,772	8,542
营运资本	5,226	4,911	3,740	4,323	5,095
长期可运用资本	22,027	26,900	26,279	24,784	26,096
股东及少数股东权益	16,826	20,895	23,501	27,272	32,090

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7,160	6,979	5,786	6,190	7,603
净利润	4,872	5,056	3,532	4,428	5,641
折旧与摊销	1,628	1,760	1,863	2,145	2,404
营运资本变动	(426)	(434)	1,170	(583)	(771)
其它	1,086	597	(780)	200	329
投资活动现金流	(5,976)	(2,902)	(1,220)	(3,169)	(2,679)
资本性支出净额	(2,736)	(2,530)	(3,000)	(3,000)	(2,500)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(1)	(190)	(10)	0	0
其它资产变化	(3,239)	(181)	1,790	(169)	(178)
自由现金流	4,138	4,116	2,423	2,111	3,649
融资活动现金流	(222)	(1,241)	(3,569)	(1,968)	(3,521)
股本变动	(173)	(211)	0	0	0
净债务变化	692	(3,556)	756	4,189	1,139
派发红利	(621)	(796)	(974)	(716)	(897)
其它长期负债变化	(120)	3,321	(3,351)	(5,441)	(3,763)
净现金流	962	2,836	997	1,053	1,403

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE