

## 手机端业务依旧承压，车载、XR 小幅增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 中期业绩公告。2022 年上半年公司实现营业收入 169.7 亿元, 同比减少 14.4%, 实现归属于股东溢利 13.6 亿元, 同比减少 49.5%。整体毛利率 20.8%, 同比下降 4.1 个百分点。
- **手机摄像毛利率和出货量下滑, 高端产品占比持续增长。** 受全球智能手机市场需求疲软及智能手机摄像头降规降配等不利因素的持续影响, 手机镜头及手机摄像模组的毛利率和出货量均有所下降。截至 2022 上半年, 公司手机镜头出货量为 6.52 亿件, 同比下降 9.1%; 手机摄像模组出货量为 2.89 亿件, 同比下降 20.1%。公司高端产品占比不断提升, 6P 及以上镜头出货 1.96 亿件, 同比增长 20%; 潜望模组和大像面模组出货 3971 万件, 同比增长 56.2%。通过进一步加强市场拓展、强化产品系统化整合能力、提高生产效率降低成本等方法, 公司稳固了市场份额全球第一的地位。未来在超高像素、大像面、OIS、连续光学变焦、潜望式镜头等技术升级推动下, 随着公司在国际大客户产品份额的提升, 公司产品结构或持续向高端优化, 有望改善手机业务的盈利水平。
- **车载产品小幅增长, 激光雷达、HUD 获得多个定点。** 公司 2022H1 车载镜头出货量达到 3761 万件, 同比小幅增长 0.8%, 继续保持了全球市场份额第一的地位。受疫情反复、芯片短缺、俄乌冲突及通货膨胀等影响, 车载产品增速不及预期。车载激光雷达、HUD 项目已获得多家车厂定点并实现量产, 相关部件收入显著增长。车载业务占比达 10.2%, 比去年上升 2 个百分点, 未来有望打开公司新的成长空间。
- **XR 领域布局日趋完善。** AR/VR 产品方面, 2022H1 实现收入 6.6 亿元, 同比增长 10.5%, 收入占比达 3.9%。公司完成了 AR 光机投影镜头的研发, 新一代 VR 空间定位镜头和 VR pancake 模块已实现量产。子公司舜为科技将联合合作伙伴, 打造全球领先的 XR 整机制造行业的顶尖 ODM 企业。公司在 XR 领域的布局日趋完善, 有望抓住元宇宙的浪潮, 在新兴光学市场领域实现快速成长。
- **盈利预测与评级:** 根据中报业绩我们调整了盈利预测, 预计未来两年净利润复合增速 21% 左右。公司是全球光学龙头, 手机业务受益于国际大客户产品升级和份额提升, 且车载、XR 领域有望打开二次成长曲线, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 智能手机和汽车需求或不达预期, 行业竞争加剧的风险, AR/VR、车载模组、激光雷达等产品销售或不及预期。

指标/年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元人民币)	38001.77	37496.85	35495.94	40956.68	46819.86
增长率	0.40%	-1.33%	-5.34%	15.38%	14.32%
归属母公司净利润(百万元人民币)	4871.79	4988.01	3549.38	4317.78	5206.59
增长率	22.06%	2.39%	-28.84%	21.65%	20.58%
每股收益 EPS	4.44	4.55	3.24	3.94	4.75
净资产收益率	29.35%	24.23%	14.70%	15.17%	15.47%
PE	23.44	22.90	32.18	26.45	21.94

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 杨镇宇  
执业证号: S1250517090003  
电话: 023-67563924  
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

52 周区间(港元)	95.3-252.6
3 个月平均成交量(百万)	7.41
流通股数(亿)	10.97
市值(亿)	1,321.70

### 相关研究

1. 舜宇光学科技 (2382.HK): 手机端业务承压, 车载、AR/VR 前景广阔 (2022-04-26)

### 关键假设:

假设 1: 预计 2022 年下游智能手机出货量呈现个位数负增长, 2023 年恢复正向增长, 公司的手机镜头和摄像模组维持全球市占率第一的份额;

假设 2: 公司车载镜头 2021 年市占率超过 30%, 未来市场份额有望继续提升;

假设 3: 2022 年手机降规降配的影响下, 毛利率有所下滑。未来随着高端产品应用渗透率提升, 车载、AR/VR 等销售占比增加, 带动整体毛利率逐步回升。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元人民币		2021A	2022E	2023E	2024E
光电产品	收入	28,333.52	26,576.84	30,364.84	34,628.67
	增速	-0.56%	-6.20%	14.25%	14.04%
光学零件	收入	8,776.03	8,420.60	9,989.36	11,486.36
	增速	-4.41%	-4.05%	18.63%	14.99%
光学仪器	收入	387.30	498.49	602.48	704.83
	增速	18.65%	28.71%	20.86%	16.99%
合计	收入	37,496.85	35,495.94	40,956.68	46,819.86
	增速	-1.33%	-5.34%	15.38%	14.32%
	毛利率	23.30%	20.55%	20.89%	21.18%

数据来源: 公司公告, 西南证券

**附：财务报表**

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5623.47	7228.92	10322.93	14780.70	营业额	37496.85	35495.94	40956.68	46819.86
应收账款	6644.29	7296.88	8419.44	9624.74	销售成本	28760.66	28200.85	32402.76	36905.16
预付款项	685.14	531.43	613.19	700.97	销售费用	274.11	0.00	0.00	0.00
存货	5481.86	5254.04	6036.90	6875.73	管理费用	3399.79	266.22	307.18	351.15
其他流动资产	9554.58	8879.75	8966.76	9060.19	财务费用	230.25	3372.11	3890.88	4213.79
流动资产总计	27989.34	29191.03	34359.22	41042.33	营业利润	4851.06	3426.77	4167.56	5174.68
长期股权投资	201.64	201.64	201.64	201.64	其他非经营损益	783.83	562.56	685.42	677.27
固定资产	8303.23	9363.72	10154.22	10474.71	税前利润	5634.89	3989.33	4852.98	5851.96
无形资产	811.61	843.01	841.07	805.81	所得税	578.97	398.93	485.30	585.20
其他非流动资产	1468.03	1462.66	1457.30	1451.93	税后利润	5055.92	3590.40	4367.68	5266.76
非流动资产合计	10784.51	11871.03	12654.23	12934.09	归属于非控制股东利润	67.91	41.02	49.90	60.17
资产总计	38773.84	41062.06	47013.44	53976.42	归属于母公司股东利润	4988.01	3549.38	4317.78	5206.59
应付账款	7752.51	8265.64	9497.22	10816.87	EBITDA	7624.90	6132.79	7458.08	8947.17
其他流动负债	2582.05	2305.63	2657.76	3034.32	NOPLAT	4502.34	3291.08	3920.27	4814.79
流动负债合计	11873.46	10571.28	12154.98	13851.19	EPS(元)	4.55	3.24	3.94	4.75
长期债务	4515.62	4515.62	4515.62	4515.62					
其他非流动负债	1489.49	1489.49	1489.49	1489.49					
非流动负债合计	6005.12	6005.12	6005.12	6005.12					
负债合计	17878.57	16576.40	18160.10	19856.31	<b>财务分析指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
归属母公司权益	20588.07	24137.45	28455.24	33661.82	销售收入增长率	-1.33%	-5.34%	15.38%	14.32%
少数股东权益	307.19	348.21	398.11	458.29	EBIT 增长率	-0.20%	-28.06%	19.48%	19.55%
股东权益合计	20895.27	24485.66	28853.35	34120.11	EBITDA 增长率	1.60%	-19.57%	21.61%	19.97%
负债和股东权益合计	38773.84	41062.06	47013.44	53976.42	税后利润增长率	2.34%	-28.99%	21.65%	20.58%
					毛利率	23.30%	20.55%	20.89%	21.18%
					净利率	13.48%	10.11%	10.66%	11.25%
					ROE	24.23%	14.70%	15.17%	15.47%
					ROA	12.86%	8.64%	9.18%	9.65%
					ROIC	31.46%	19.63%	23.05%	25.57%
					P/E	18.75	32.18	26.45	21.94
					P/S	2.49	3.22	2.79	2.44
					P/B	4.54	4.73	4.01	3.39
					股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBIT	0.88	0.91	0.26	-0.41
					EV/EBITDA	0.67	0.62	0.18	-0.28
					EV/NOPLAT	1.14	1.16	0.34	-0.52
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>					
税后经营利润	4335.57	3084.09	3750.81	4657.22					
折旧与摊销	1759.76	1913.47	2416.81	2920.14					
财务费用	230.25	229.99	188.29	175.08					
其他经营资金	653.39	640.47	-490.48	-529.12					
经营性现金净流量	6978.96	5868.03	5865.42	7223.31					
投资性现金净流量	-2901.50	-2493.69	-2583.12	-2590.46					
筹资性现金净流量	-1241.40	-1768.88	-188.29	-175.08					
现金流量净额	2836.06	1605.45	3094.01	4457.78					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn