

买入

2022年08月18日

上半年需求低迷，下半年北美客户迎来放量阶段

上半年需求低迷，下半年北美客户迎来放量阶段：公司 2022 年上半年实现收入 169.72 亿人民币，同比减少 14.4%。毛利率由同期的 24.9% 下降至 20.8%。归母净利润 13.58 亿元，同比减少 49.5%，符合此前公司盈警公告中净利润减少约 45% 至 50% 的预期，利润出现较大下滑，主要是由于上半年全球智能手机需求低迷，竞争加剧，光学降配降配延续，导致公司手机相关产品出货量和 ASP 同比有所下滑。分业务来看，光学零件业务收入同比增加 1.3% 至 43.99 亿；手机镜头出货量达 6.52 亿件，同比降低 9.1%，但 6P 及以上镜头出货量同比有 20% 的增长，出货占比由同期的 22.8% 提升至 30.1%，彰显公司高端产品竞争力。镜头 ASP 同比出现 10-15% 左右的下滑，主要由于镜头行业的持续降规降配所致；车载镜头出货量为 3761 万件，同比增加 0.8%，增长主要受制于汽车芯片短缺影响出货节奏；分部毛利率由 42.9% 下滑至 35.5%。光电产品业务方面，公司镜头模组出货量同比下滑 20.1% 至 2.89 亿件，但潜望及大像面模组出货量逆势上涨，出货量同比提升 56.2% 至 3971 万件。分部毛利率由 14.8% 下滑至 11.6%。今年上半年手机市场延续了去年下半年的低迷行情，目前看下游安卓手机厂商去库存压力仍然较大，整体出货情况有望在四季度开始转好，短期看，公司对北美客户出货将迎来放量阶段，为镜头业务量价托底，而韩国客户模组份额也在不断提升，有望对冲国内安卓客户下滑的需求。中长期看，我们相信光学升级依旧是主线。

持续进行研发创新，构筑竞争壁垒，目标价 140.00 港元，维持买入评级：虽然降规降配趋势可能还会延续，但公司高端产品竞争壁垒高，高规格的光学产品出货情况将保持稳定。随着公司研发端的持续创新，更高端的手机光学产品的不断推出将给公司毛利率带来显著提升。我们依旧看好光学赛道中长期成长空间。而智能汽车将带来相关光学产品需求的显著提升，车载业务将成为公司未来第二成长曲线。我们预计公司 22、23 和 24 年净利润分别为 30 亿、43 亿和 56 亿，给予公司目标价 140.00 港元，对于 2023 年 30 倍 PE 估值水平，维持买入评级。

邹炜

852-25321597

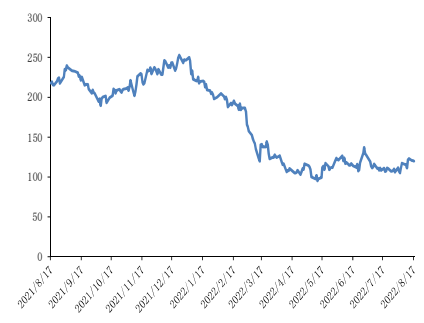
wilson.zou@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	120.00 港元
目标价	140.00 港元 (+16.67%)
股票代码	2382
已发行股本	10.97 亿股
市值	1316.22 亿港元
52 周高/低	258.0/93.6 港元
每股净现值	22.15 港元
主要股东	舜旭有限公司 (35.47%) JP Morgan Chase Bank, N.A. (4.86%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (人民币千元)	38,001,765	37,496,852	33,041,312	37,831,304	44,347,287
变动	0.4%	-1.3%	-11.9%	14.5%	17.2%
股东净利 (人民币千元)	4,871,793	4,988,007	3,009,296	4,348,707	5,567,105
每股盈利 (人民币)	4.458	4.565	2.754	3.980	5.095
变动	22.5%	2.4%	-39.7%	44.5%	28.0%
基于120港元的市盈率 (估)	22.6	22.1	35.3	24.4	19.1
每股派息 (港元)	1.06	1.09	0.68	0.98	1.26
股息现价比	0.88%	0.91%	0.57%	0.82%	1.05%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：Bloomberg

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>											
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	38,001,765	37,496,852	33,041,312	37,831,304	44,347,287	盈利能力					
毛利	8,636,272	8,736,193	6,608,262	8,512,043	10,421,613	毛利率 (%)	22.7%	23.3%	20.0%	22.5%	23.5%
其他业务净额	510,390	689,949	625,806	623,607	668,260	EBITDA 利率 (%)	18.9%	19.9%	18.4%	20.4%	20.7%
销售及管理费用	-3,531,136	-3,673,893	-3,046,546	-3,450,372	-4,044,657	净利率 (%)	13.0%	13.5%	9.2%	11.7%	12.7%
营运收入	5,615,526	5,752,249	4,187,523	5,685,279	7,045,216	营运表现					
财务开支	-233,740	-230,252	-822,287	-817,775	-813,352	销售及管理费用/收入 (%)	9.3%	9.8%	9.2%	9.1%	9.1%
联营公司等	20	19,007	23,949	30,176	38,021	实际税率 (%)	12.5%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
税前盈利	5,642,884	5,634,887	3,389,184	4,897,680	6,269,885	股息支付率 (%)	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
所得税	-702,630	-578,972	-338,918	-489,768	-626,989	库存周转	68.1	71.5	79.5	78.8	74.9
净利润	4,940,254	5,055,915	3,050,266	4,407,912	5,642,897	应收账款天数	85.7	76.2	86.4	83.0	77.9
少数股东应占利润	68,461	67,908	40,969	59,204	75,792	应付账款天数	137.4	130.7	137.6	126.6	111.6
本公司股东应占利润	4,871,793	4,988,007	3,009,296	4,348,707	5,567,105	财务状况					
折旧及摊销	-1,569,609	-1,694,278	-1,855,431	-1,995,049	-2,110,140	总负债/总资产	0.42	0.36	0.32	0.30	0.27
EBITDA	7,185,155	7,465,534	6,066,902	7,710,503	9,193,377	收入/净资产	1.85	1.54	1.15	1.18	1.21
增长						经营性现金流/收入	0.19	0.19	0.13	0.15	0.15
总收入 (%)	0.4%	-1.3%	-11.9%	14.5%	17.2%	税前盈利对利息倍数	24.14	24.47	4.12	5.99	7.71
EBITDA (%)	15.2%	3.9%	-18.7%	27.1%	19.2%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币千元>, 财务年度截至					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金	2,841,771	5,605,179	5,882,267	7,263,855	9,614,106	EBITDA	7,185,155	7,465,534	6,066,902	7,710,503	9,193,377
应收账款	8,212,025	7,448,385	8,193,224	9,012,546	9,913,800	净融资成本	-37,867	-173,898	386,373	373,825	329,336
存货	5,783,071	5,481,858	6,030,044	6,633,048	7,296,353	营运资金变化	115,110	223,439	-1,095,651	-1,221,006	-1,359,212
其他流动资产	8,792,671	9,453,913	9,453,913	9,453,913	9,453,913	所得税	-313,237	-627,488	-338,918	-489,768	-626,989
总流动资产	25,629,538	27,989,335	29,559,447	32,363,362	36,278,173	其他	210,850	91,375	-822,287	-817,775	-813,352
固定资产	8,034,105	8,848,293	11,139,284	12,087,838	12,921,301	营运现金流	7,160,011	6,978,962	4,196,419	5,555,780	6,723,161
无形资产	363,137	306,926	174,409	130,806	87,203	资本开支	-2,372,602	-2,123,176	-2,900,000	-2,900,000	-2,900,000
长期投资	209,451	257,770	257,770	257,770	257,770	其他投资活动	-3,603,581	-778,325	435,914	443,950	484,016
其他固定资产	1,201,884	1,371,516	1,371,516	1,371,516	1,371,516	投资活动现金流	-5,976,183	-2,901,501	-2,464,086	-2,456,050	-2,415,984
总资产	35,438,115	38,773,840	42,502,426	46,211,292	50,915,963	负债变化	1,016,745	203,285	-30,778	-30,162	-29,559
应付账款	10,733,364	9,868,687	10,066,061	10,267,382	10,472,730	股本变化	-151,397	-212,183	0	0	0
短期银行借款	2,070,611	1,538,897	1,508,119	1,477,957	1,448,398	股息	-796,458	-987,038	-602,180	-870,205	-1,114,014
其他短期负债	607,154	465,873	465,873	465,873	465,873	其他融资活动	-291,145	-245,466	-822,287	-817,775	-813,352
总短期负债	13,411,129	11,873,457	12,040,053	12,211,212	12,387,000	融资活动现金流	-222,255	-1,241,402	-1,455,245	-1,718,142	-1,956,925
长期银行借款	0	0	0	0	0	现金变化	961,573	2,836,059	277,088	1,381,588	2,350,252
其他负债	1,304,981	2,189,494	1,489,494	1,489,494	1,489,494	期初持有现金	1,917,239	2,841,771	5,605,179	5,882,267	7,263,855
总负债	14,716,110	14,062,951	13,529,547	13,700,706	13,876,494	汇兑变化	-37,041	-72,651	0	0	0
少数股东权益	228,893	307,194	348,163	407,368	483,160	期末持有现金	2,841,771	5,605,179	5,882,267	7,263,855	9,614,106
股东权益	20,493,112	24,403,695	28,624,716	32,103,219	36,556,309						
每股账面值(摊薄)	18.72	22.31	26.16	29.34	33.41						
营运资产	12,218,409	16,115,878	17,519,395	20,152,150	23,891,172						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。