



舜宇光学科技 (2382.HK): 盈利预告超预期, 光学业务上行

我们上调舜宇 2024 年和 2025 年盈利预测 2%和 7%，同时下调目标价至 57.0 港元，潜在升幅 18%。重申舜宇的“买入”评级。

- 重申舜宇光学“买入”评级:** 舜宇是享受到智能手机行业需求复苏，从而推动原有业务板块进入上行周期的标的之一。并且由于公司和行业产能扩张都比较克制，因而业务端增长可以从收入向利润端传递。今年上半年舜宇盈利预告中枢达人民币 10.7 亿元，同比环比大增，超市场预期，也超过 2022 年下半年盈利表现。展望今年下半年以及明年，我们预期舜宇增长动能来自于：1) 智能手机需求复苏带来手机摄像头模组和镜头出货量、单价、毛利率的提升；2) 新能源车渗透率持续提升带动车载模组、车载镜头等多产品增长动能。目前，舜宇的目标价对应 2024 年、2025 年目标市盈率为 23.9x 和 20.3x，重申“买入”评级。
- 舜宇 1H24 盈利预告超市场预期:** 舜宇发布上半年正面盈利预告，预计净利润为人民币 10.48 亿至 10.92 亿元，同比增长 140%至 150%，环比增长 58%至 65%，优于市场一致预期。上半年盈利预期增加主要因为智能手机市场复苏、产品组合改善令手机摄像头模组和手机镜头的出货量同比增长、平均销售价格同比增长以及毛利率提升。我们认为舜宇基本面的复苏态势有望向下半年进行延续。
- 估值:** 我们采用分部加总估值法对舜宇进行估值，分别给予舜宇 2024 年手机摄像头模组、手机镜头、车载镜头和其他业务 12x、15x、35x 和 20x 的目标市盈率，得到 57.0 港元的目标价，潜在升幅 18%。
- 投资风险:** 智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期，下半年增长较为乏力。行业竞争再次加剧，玩家利润率承压。国内和海外宏观环境波动影响新能源车需求，该业务成长低于市场预期。新业务资源投入较大，拖累业绩表现。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	33,197	31,681	36,846	40,396	44,392
营收同比增速	(11%)	(5%)	16%	10%	10%
毛利率	19.9%	14.5%	17.0%	17.6%	18.1%
净利润	2,408	1,099	2,416	2,846	3,328
净利润增速	(52%)	(54%)	120%	18%	17%
每股盈利 (人民币)	2.20	1.01	2.21	2.60	3.04
目标 P/E (x)	41.0	52.4	23.9	20.3	17.3

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师
 sia_huang@spdbi.com
 (852) 2809 0355

2024 年 7 月 22 日

评级

买入

目标价 (港元)	57.0
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价 (港元)	48.25
52 周内股价区间 (港元)	33.3-78
总市值 (百万港元)	52,770
近 3 月日均成交额 (百万港元)	645.4

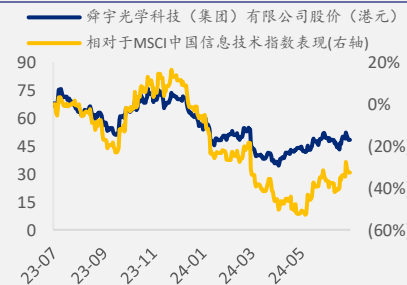
注: 截至 2024 年 7 月 19 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
 资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	33,197	31,681	36,846	40,396	44,392
营业成本	(26,592)	(27,091)	(30,577)	(33,289)	(36,359)
毛利	6,605	4,590	6,269	7,107	8,034
营业支出	(4,278)	(2,662)	(3,015)	(3,277)	(3,569)
销售费用	(353)	(415)	(428)	(467)	(514)
行政费用	(929)	(1,010)	(1,124)	(1,233)	(1,355)
研发费用	(2,803)	(2,566)	(2,693)	(2,806)	(2,930)
其他费用	(193)	1,330	1,230	1,230	1,230
营业利润	2,327	1,929	3,254	3,830	4,465
营业外收支	388	(571)	(321)	(421)	(521)
利息收入/(支出)净额	(293)	(449)	(449)	(449)	(449)
其他收益/(支出)净额	681	(121)	129	29	(71)
税前利润	2,715	1,358	2,933	3,409	3,945
所得税	(241)	(208)	(466)	(513)	(565)
净利润(含少数股东权益)	2,474	1,150	2,467	2,897	3,379
少数股东和可赎回少数股东损益	66	51	51	51	51
归属普通股股东净利润	2,408	1,099	2,416	2,846	3,328
基本股数(百万)	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
摊销股数(百万)	1,094	1,094	1,094	1,094	1,094
基本每股收益(元)	2.20	1.01	2.21	2.60	3.04
稀释每股收益(元)	2.20	1.01	2.21	2.60	3.04

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	7,377	10,282	5,909	6,527	7,342
税前利润	2,715	1,358	2,933	3,409	3,945
折旧及摊销	1,941	2,338	2,319	2,541	2,784
其他营业活动现金流	284	1	-	-	-
营运资金变动	2,730	6,343	674	640	730
应收账款(增加)/减少	369	(650)	(1,280)	(880)	(991)
存货(增加)/减少	841	(416)	(661)	(514)	(582)
应付账款增加/(减少)	2,486	7,408	2,615	2,035	2,303
其他经营资金变动	(967)	1	-	-	-
税务费用	(386)	(208)	(466)	(513)	(565)
利息支出	94	449	449	449	449
投资活动产生的现金流量净额	(3,834)	(2,890)	(3,361)	(3,685)	(4,049)
资本支出	(3,028)	(2,890)	(3,361)	(3,685)	(4,049)
取得或购买长期投资	-	-	-	-	-
银行存款增加	527	-	-	-	-
短期投资	(1,333)	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(2,159)	(1,802)	(119)	(434)	(516)
借款	(398)	(1,291)	114	78	88
发行股份	(359)	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(1,059)	(511)	(233)	(513)	(604)
其他	(343)	-	-	-	-
汇兑损益	44	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	1,428	5,590	2,428	2,408	2,777
期初现金及现金等价物	5,605	7,033	12,623	15,051	17,459
期末现金及现金等价物	7,033	12,623	15,051	17,459	20,236

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,033	13,085	15,051	17,459	20,236
受限制资金	975	1,310	1,310	1,310	1,310
应收账款	7,205	7,855	9,135	10,116	11,006
存货	4,721	5,137	5,798	6,312	6,894
其他流动资产	10,711	7,757	7,757	7,757	7,757
流动资产合计	30,646	35,144	39,052	42,854	47,204
固定资产-物业、厂房及设备	10,120	9,927	10,970	12,114	13,379
无形资产	251	195	195	195	195
租赁权	612	769	769	769	769
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	1,371	4,260	4,260	4,260	4,260
资产总计	43,001	50,297	55,247	60,194	65,809
短期借款	1,990	699	813	891	979
应付账款	12,917	20,325	22,940	24,975	27,278
其他流动负债	4,430	263	263	263	263
流动负债合计	19,337	21,287	24,016	26,129	28,520
长期借款	30	1,965	1,965	1,965	1,965
其他非流动负债	1,452	4,164	4,164	4,164	4,164
负债合计	20,819	27,415	30,145	32,258	34,649
股本	105	105	105	105	105
资本公积	21,733	22,318	25,000	27,834	31,058
少数股东权益	344	459	459	459	459
股东权益合计	22,182	22,882	25,564	28,397	31,622
负债及股东权益合计	43,001	50,297	55,709	60,655	66,271

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	(11%)	(5%)	16%	10%	10%
毛利润增速	(24%)	(31%)	37%	13%	13%
营业利润增速	(55%)	(17%)	69%	18%	17%
净利润增速	(52%)	(54%)	120%	18%	17%
盈利能力					
净资产收益率	10.9%	4.8%	9.4%	10.0%	10.5%
总资产回报率	5.6%	2.2%	4.4%	4.7%	5.1%
投入资本回报率	8.8%	6.4%	9.7%	10.4%	11.1%
利润率					
毛利率	19.9%	14.5%	17.0%	17.6%	18.1%
营业利润率	7.0%	6.1%	8.8%	9.5%	10.1%
净利润率	7.3%	3.5%	6.6%	7.0%	7.5%
营运能力					
现金循环周期	307	377	408	416	415
应收账款周转天数	81	87	84	87	86
存货周转天数	70	66	65	66	66
应付账款周转天数	156	224	258	263	262
净债务(净现金)	(5,013)	(10,420)	(12,273)	(14,602)	(17,291)
自由现金流	4,135	7,271	2,425	2,724	3,178

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

估值

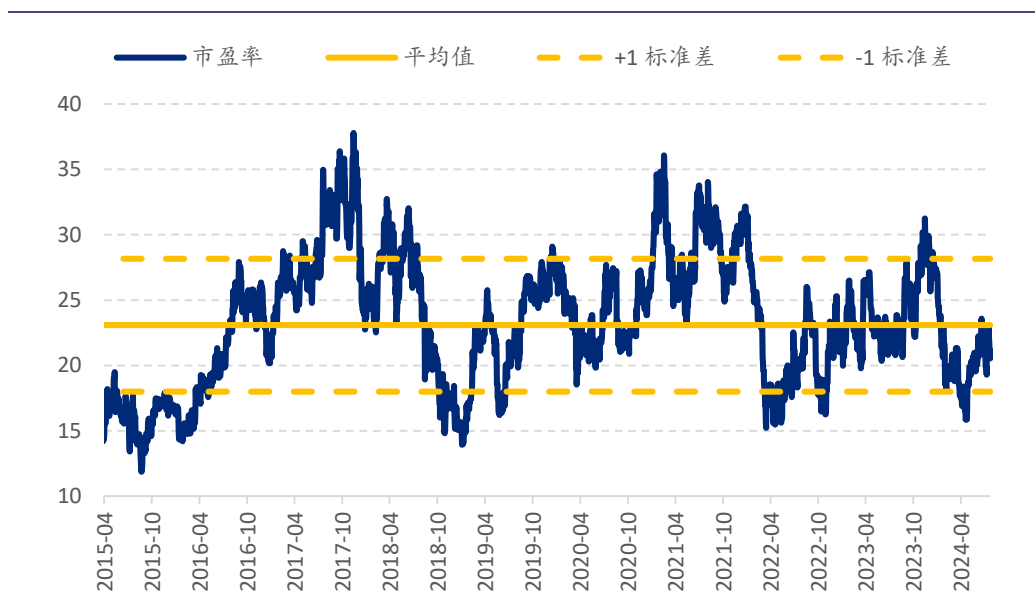
我们采用分部加总估值法对舜宇进行估值，分别给予舜宇 2024 年手机摄像头模组、手机镜头、车载镜头和其他业务 12x、15x、35x 和 20x 的目标市盈率，得到 57.0 港元的目标价，潜在升幅 18%。我们再次重申舜宇的“买入”评级。

图表 2：舜宇分部加总估值法（2024 年）

人民币百万	收入	毛利率	净利润	净利润 增速	目标 P/E (x)	估值
手机摄像头模组	21,457	7.3%	483	213%	12.0	5,794
手机镜头	4,595	30.0%	531	86%	15.0	7,970
车载镜头	6,510	40.2%	1,007	58%	35.0	35,257
其他	4,284	16.6%	394	1676%	20.0	7,885
合计（人民币百万）	36,846	17.0%	2,416	120%	23.6	56,906
人民币/港币						0.9131
市值（港元百万）						62,321
股数（百万）						1,093
目标价（港元）						57.0

资料来源：浦银国际预测

图表 3：舜宇市盈率估值 (x)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：舜宇 1H24 盈利预告

人民币百万	1H24 预告	1H23	同比	2H23	环比
净利润-低	1,048	437	140%	663	58%
净利润-高	1,092	437	150%	663	65%
中位数	1,070	437	145%	663	61%

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 5：舜宇业绩预测：新预测 vs 前预测（2024E - 2026E）

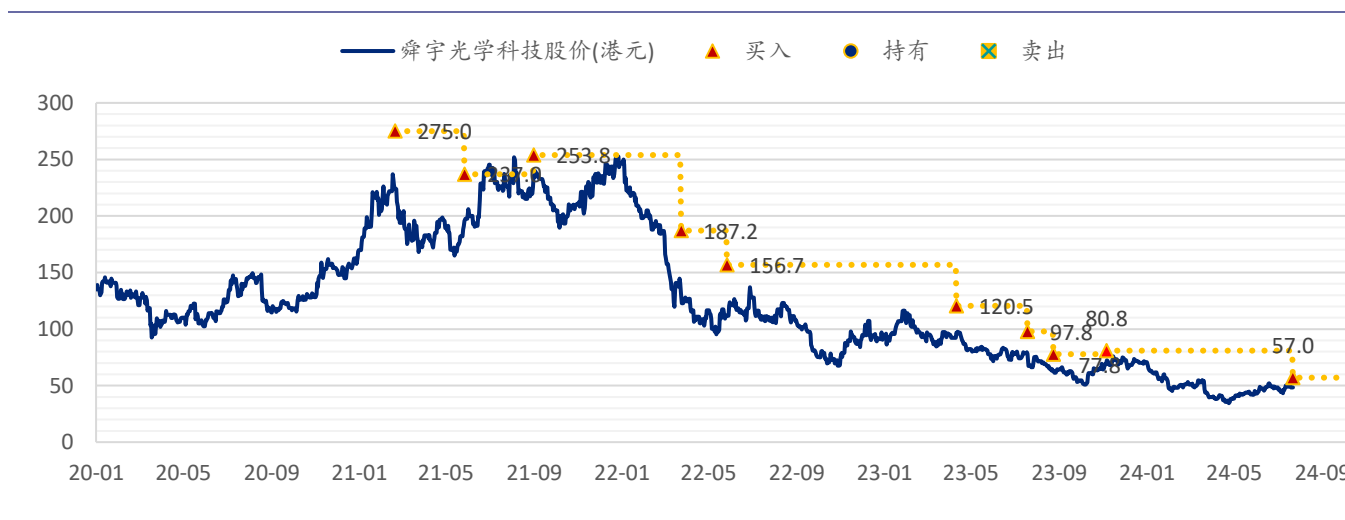
人民币 百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	36,846	38,265	(4%)	40,396	44,119	(8%)	44,392	-	-
毛利	6,269	6,953	(10%)	7,107	8,156	(13%)	8,034	-	-
经营利润	3,254	2,225	46%	3,830	2,900	32%	4,465	-	-
净利润	2,416	2,369	2%	2,846	2,651	7%	3,328	-	-
每股收益 (元)	2.21	2.17	2%	2.60	2.43	7%	3.04	-	-

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	17.0%	18.2%	(1.2)	17.6%	18.5%	(0.9)	18.1%	-	-
费用率	8.2%	12.4%	(4.2)	8.1%	11.9%	(3.8)	8.0%	-	-
经营利润率	8.8%	5.8%	3.0	9.5%	6.6%	2.9	10.1%	-	-
净利润率	6.6%	6.2%	0.4	7.0%	6.0%	1.0	7.5%	-	-

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 6：SPDBI 目标价：舜宇光学科技



注：截至 2024 年 7 月 19 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 科技行业覆盖公司

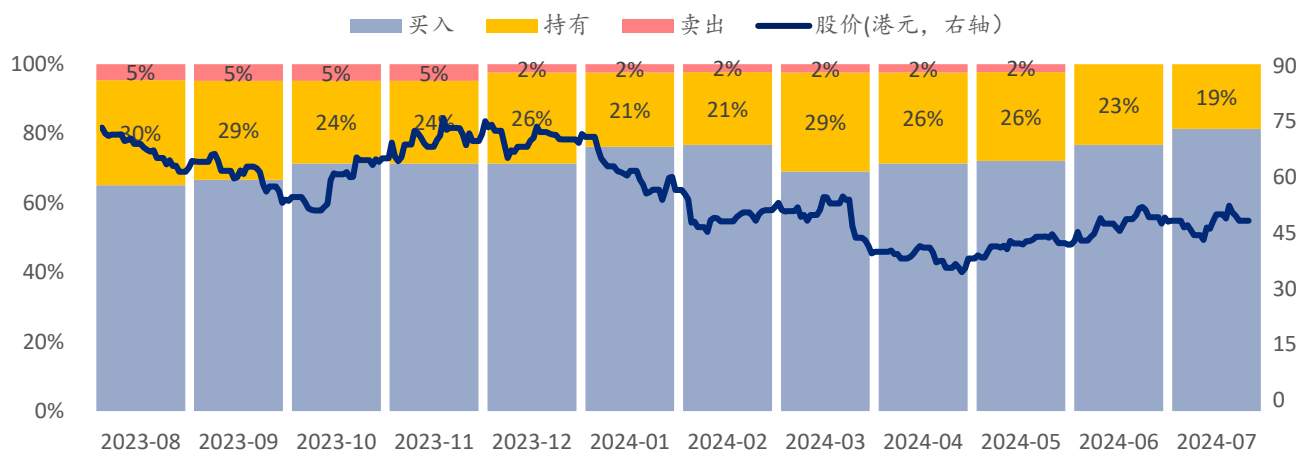
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	16.5	买入	23.6	13/5/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	82.6	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	33.7	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	30.6	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	40.2	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	18.7	买入	18.6	7/6/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	30.8	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	48.3	买入	57.0	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	4.9	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	111.1	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.5	买入	5.9	7/6/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	35.4	买入	48.5	7/6/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.5	买入	9.6	7/6/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	32.4	买入	37.6	7/6/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	19.6	买入	24.5	7/6/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	77.3	买入	95.6	7/6/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	24.3	买入	35.3	7/6/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	239.2	持有	202.9	26/1/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	243.0	买入	232.2	28/3/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	264.1	买入	248.4	28/3/2024	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	17.6	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	51.2	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	23.6	买入	20.6	10/5/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	39.0	买入	43.6	10/5/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	39.4	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	20.1	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	44.4	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	55.1	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	29.4	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	92.4	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	35.4	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	15.7	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	117.9	买入	147.6	2/7/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	186.2	买入	240.7	2/7/2024	AI 芯片

注: 截至 2024 年 7 月 19 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

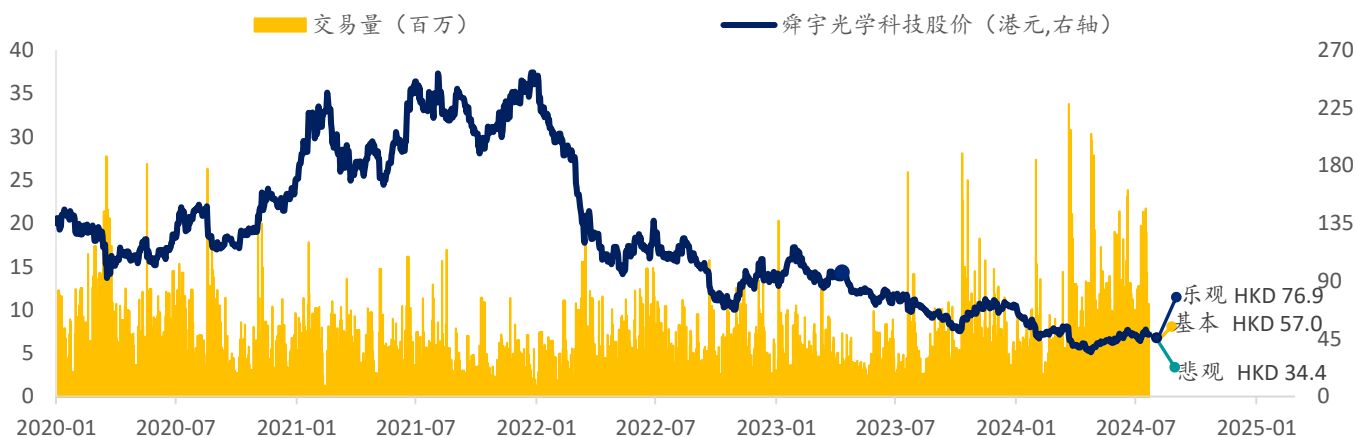
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：舜宇市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：舜宇 SPDBI 情景假设



乐观情景

目标价：76.9 港元 (概率：20%)

- 全球智能手机等消费电子产品需求恢复高于预期，下半年增长态势良好；
- 非手机业务持续快速增长，车载镜头模组毛利随着规模扩大而显著提升；
- 海外客户业务扩张超预期。

悲观情景

目标价：34.4 港元 (概率：15%)

- 智能手机等消费电子产品需求恢复不及预期；
- 车载镜头和模组行业升级趋缓，行业竞争加剧，拖累毛利率下滑；
- 国内和海外宏观环境波动影响新能源车需求，业务成长低于行业预期；
- 新业务资源投入较大，拖累业绩表现。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

