

舜宇光学科技 (2382.HK): 手机业务基本面扎实向上, 汽车业务稳定成长

维持舜宇的目标价为 57.0 港元, 潜在升幅 20%, 重申“买入”评级。

- **重申舜宇光学“买入”评级:** 首先, 从手机业务看, 智能手机需求复苏、手机摄像头升规升配、光学模组镜头等行业竞争缓和以及行业产能利用率持续提升。这为舜宇带来手机业务基本盘的利润强劲复苏。其次, 车载业务持续提供稳定增长, XR 业务也有望重回增长趋势。因此, 我们对于舜宇今明两年保持乐观态度, 预计今年净利润将在低基数上同比增长 112%。目前, 舜宇的目标价对应 2024 年目标市盈率为 24.5x。最后, 从中长期维度看, 端侧 AI 有望维持智能手机行业复苏成长动能, 并且公司车载模组、XR 等产品都有望提供长期增长空间。我们对舜宇维持短中长期的乐观判断。
- **舜宇 2024 年下半年展望:** 1) **手机摄像头模组:** 预期今年出货量同比大体持平。该业务上半年平均单价同比增长 10%-15%, 毛利率提升至 6%-8%, 预期下半年单价持续成长, 毛利率有望改善至 6%-10%。2) **手机镜头:** 预期今年出货量同比 5%-10%。手机镜头上半年平均单价同比增长 10%-15%, 毛利率改善至 20%, 预期下半年继续改善至 20%-25%。3) **车载镜头:** 预期今年出货量同比增长 10%-15%, 上下半年毛利率维持稳定, 在 40% 的水平。4) **车载模组:** 公司在手订单达人民币 100 亿元, 预计今年收入有望达 20 亿元。5) **XR 业务:** 上调全年收入增速预测至 25%。
- **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 17x、17x、36x 和 25x 的目标市盈率, 得到 57.0 港元的目标价, 潜在升幅 20%。
- **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	37,659	41,706	45,531
营收同比增速	(11%)	(5%)	19%	11%	9%
毛利率	19.9%	14.5%	17.4%	17.6%	17.9%
净利润	2,408	1,099	2,328	2,649	3,057
净利润增速	(52%)	(54%)	112%	14%	15%
每股盈利 (人民币)	2.20	1.01	2.13	2.42	2.80
目标 P/E (x)	23.9	52.4	24.8	21.8	18.9

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 8 月 26 日

评级

买入

目标价 (港元)	57.0
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (港元)	47.65
52 周内股价区间 (港元)	33.3-76.4
总市值 (百万港元)	52,167
近 3 月日均成交额 (百万港元)	596.9

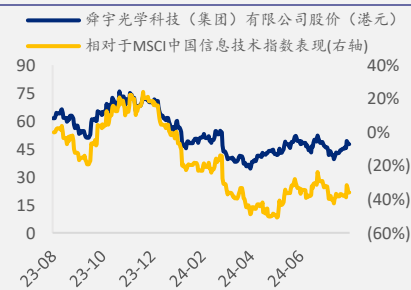
注: 截至 2024 年 8 月 23 日收盘价

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	37,659	41,706	45,531
营业成本	(26,592)	(27,091)	(31,092)	(34,364)	(37,362)
毛利	6,605	4,590	6,567	7,342	8,169
营业支出	(4,278)	(2,662)	(2,917)	(3,238)	(3,512)
销售费用	(353)	(415)	(413)	(456)	(498)
行政费用	(929)	(1,010)	(1,154)	(1,279)	(1,396)
研发费用	(2,803)	(2,566)	(2,939)	(3,093)	(3,208)
其他费用	(193)	1,330	1,589	1,589	1,589
营业利润	2,327	1,929	3,650	4,104	4,657
营业外收支	388	(571)	(984)	(1,084)	(1,184)
利息收入/(支出)净额	(293)	(449)	(491)	(491)	(491)
其他收益/(支出)净额	681	(121)	(493)	(593)	(693)
税前利润	2,715	1,358	2,666	3,019	3,472
所得税	(241)	(208)	(276)	(310)	(354)
净利润(含少数股东权益)	2,474	1,150	2,389	2,709	3,118
少数股东和可赎回少数股东损益	66	51	61	61	61
归属普通股股东净利润	2,408	1,099	2,328	2,649	3,057
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	2.13	2.42	2.80
稀释每股收益(元)	2.20	1.01	2.13	2.42	2.80

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	2,664	5,691	6,242	6,742
税前利润	2,715	1,358	2,666	3,019	3,472
折旧及摊销	1,941	2,067	2,050	2,211	2,401
其他营业活动现金流	284	102	-	-	-
营运资金变动	2,730	(553)	761	831	732
应收账款(增加)/减少	369	(542)	(1,482)	(1,003)	(948)
存货(增加)/减少	841	(436)	(759)	(620)	(568)
应付账款增加/(减少)	2,486	1,011	3,002	2,455	2,249
其他经营资金变动	(967)	(586)	-	-	-
税务费用	(386)	(191)	(276)	(310)	(354)
利息支出	94	(119)	491	491	491
投资活动产生的现金流量净额	(3,834)	(1,488)	(2,906)	(3,218)	(3,513)
资本支出	(3,028)	(2,445)	(2,906)	(3,218)	(3,513)
取得或购买长期投资	-	(1,426)	-	-	-
银行存款增加	527	(1,508)	-	-	-
短期投资	(1,333)	3,855	-	-	-
其他	-	36	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(2,159)	4,858	(104)	(411)	(485)
借款	(398)	513	132	89	84
发行股份	(359)	(274)	-	-	-
发行债券	-	2,673	-	-	-
发放现金股利	(1,059)	(517)	(236)	(500)	(569)
其他	(343)	2,463	-	-	-
汇兑损益	44	17	-	-	-
现金及现金等价物净流量	1,428	6,051	2,681	2,613	2,744
期初现金及现金等价物	5,605	7,033	13,085	15,766	18,379
期末现金及现金等价物	7,033	13,085	15,766	18,379	21,123

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,033	13,085	15,766	18,379	21,123
受限制资金	975	1,310	1,310	1,310	1,310
应收账款	7,205	7,855	9,337	10,340	11,289
存货	4,721	5,137	5,896	6,516	7,085
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	40,066	44,303	48,564
固定资产-物业, 厂房及设备	10,120	9,927	10,783	11,790	12,903
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	56,075	61,319	66,692
短期借款	1,990	699	831	920	1,005
应付账款	12,917	20,325	23,327	25,782	28,031
其他流动负债	4,430	263	263	263	263
流动负债合计	19,337	21,287	24,421	26,964	29,298
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	30,549	33,093	35,427
股本	105	105	105	105	105
资本公积	21,733	22,318	24,962	27,662	30,702
少数股东权益	344	459	459	459	459
股东权益合计	22,182	22,882	25,525	28,225	31,265
负债及股东权益合计	43,001	50,297	56,075	61,319	66,692

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%)	19%	11%	9%
毛利润增速	(24%)	(31%)	43%	12%	11%
营业利润增速	(55%)	(17%)	89%	12%	13%
净利润增速	(52%)	(54%)	112%	14%	15%
盈利能力					
净资产收益率	10.9%	4.8%	9.1%	9.4%	9.8%
总资产报酬率	5.6%	2.2%	4.2%	4.3%	4.6%
投入资本回报率	8.8%	6.4%	11.6%	11.8%	12.2%
利润率					
毛利率	19.9%	14.5%	17.4%	17.6%	17.9%
营业利润率	7.0%	6.1%	9.7%	9.8%	10.2%
净利润率	7.3%	3.5%	6.2%	6.4%	6.7%
营运能力					
现金循环周期	307	377	404	413	416
应收账款周转天数	81	87	83	86	87
存货周转天数	70	66	65	66	66
应付账款周转天数	156	224	256	261	263
净债务(净现金)	(5,013)	(10,420)	(12,969)	(15,493)	(18,153)
自由现金流	4,135	69	2,674	2,913	3,118

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

● 业绩回顾及盈利预测调整

图表 2：舜宇 1H24 业绩详情

人民币百万	1H24	1H23	同比	2H23	环比
营业收入	18,860	14,279	32%	17,403	8%
毛利润	3,246	2,131	52%	2,460	32%
营业利润	1,624	104	1465%	1,825	(11%)
净利润	1,079	437	147%	663	63%
基本每股收益 (人民币)	0.99	0.40	147%	0.61	63%

利润率	1H24	1H23	百分点	2H23	百分点
毛利率	17.2%	14.9%	(3.1)	14.1%	3.1
营业费用率	8.6%	14.2%	(5.6)	3.6%	5.0
营业利润率	8.6%	0.7%	7.9	10.5%	(1.9)
净利率	5.7%	3.1%	2.7	3.8%	1.9

收入 (人民币百万)	1H24	1H23	同比	2H23	环比
光电产品	13,191	9,737	35%	11,863	11%
光学零件	5,480	4,318	27%	5,237	5%
光学仪器	189	224	(16%)	303	(38%)
总计	18,860	14,279	32%	17,403	8%

毛利率	1H24	1H23	百分点	2H23	百分点
光电产品	8.2%	6.9%	1.3	4.4%	3.9
光学零件	31.8%	26.0%	5.8	30.6%	1.2
光学仪器	47.9%	42.7%	5.2	40.2%	7.8
总计	16.3%	14.0%	2.3	13.6%	2.8

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：舜宇财务预测：新预测 vs 前预测

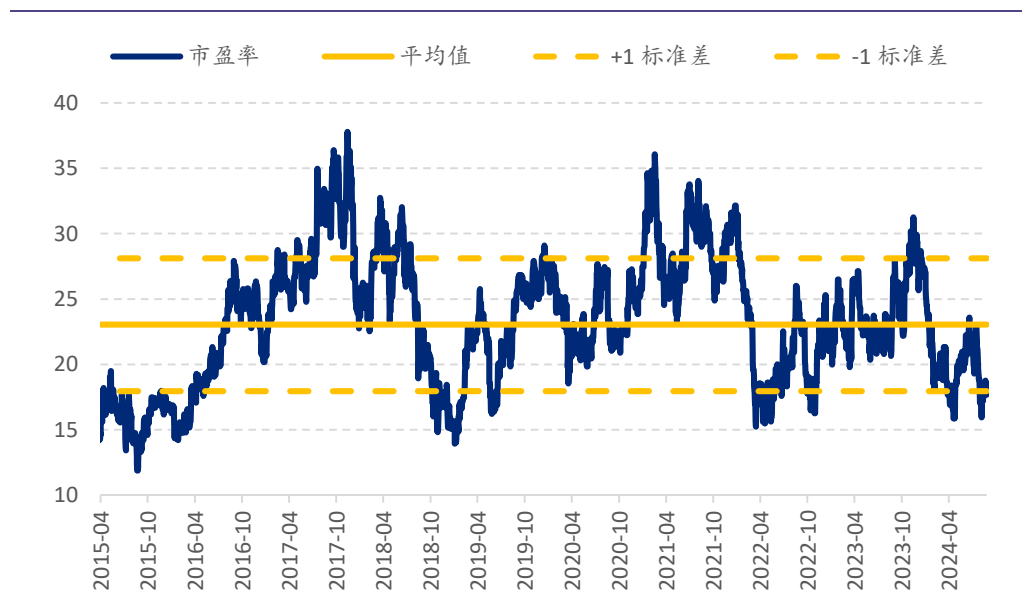
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	37,659	36,846	2%	41,706	40,396	3%	45,531	44,392	3%
毛利润	6,567	6,269	5%	7,342	7,107	3%	8,169	8,034	2%
经营利润 (损失)	3,650	3,254	12%	4,104	3,830	7%	4,657	4,465	4%
净利润 (损失)	2,328	2,416	(4%)	2,649	2,846	(7%)	3,057	3,328	(8%)
基本每股收益 (元)	2.13	2.21	(4%)	2.42	2.60	(7%)	2.80	3.04	(8%)

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	17.4%	17.0%	0.4	17.6%	17.6%	0.0	17.9%	18.1%	(0.2)
营业费用率	7.7%	8.2%	(0.4)	7.8%	8.1%	(0.3)	7.7%	8.0%	(0.3)
营业利润率	9.7%	8.8%	0.9	9.8%	9.5%	0.4	10.2%	10.1%	0.2
净利率	6.2%	6.6%	(0.4)	6.4%	7.0%	(0.7)	6.7%	7.5%	(0.8)

资料来源：浦银国际预测

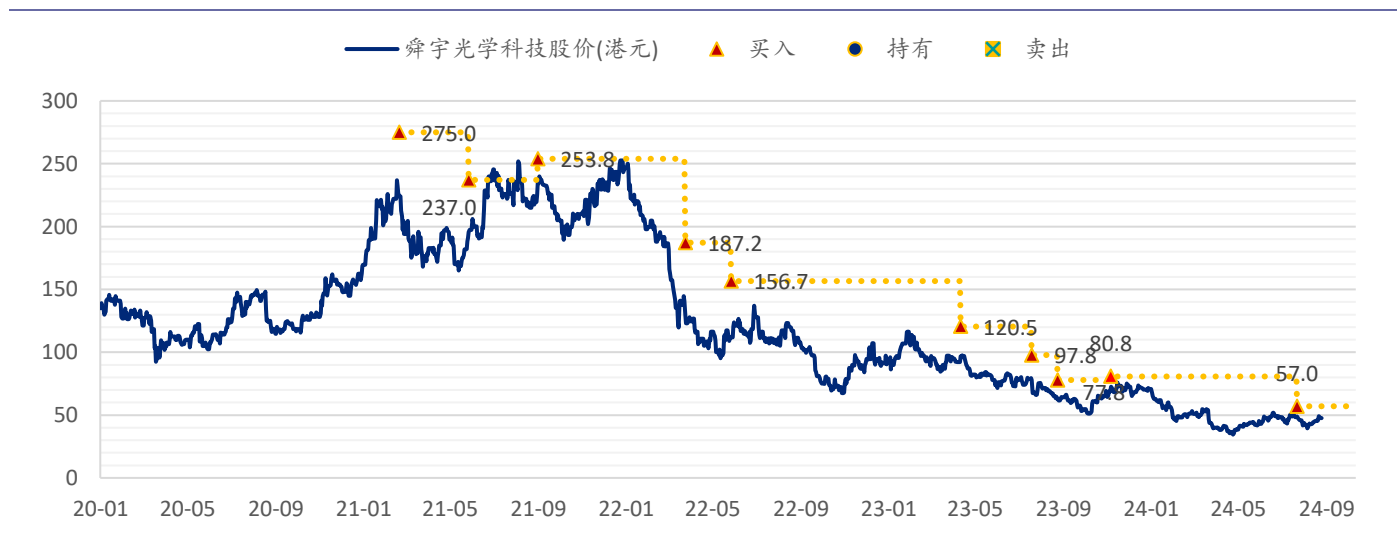
● 估值

图表 4：舜宇市盈率估值 (x)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 目标价：舜宇光学科技



注：截至 2024 年 8 月 23 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	18.8	买入	23.6	13/5/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	84.9	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	30.2	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	25.1	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	37.9	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	17.3	买入	18.6	7/6/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	32.8	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	47.7	买入	57.0	26/8/2024	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.0	买入	5.1	13/8/2024	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	90.5	买入	108.4	20/8/2024	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.1	买入	5.9	7/6/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	31.4	买入	48.5	7/6/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	7.0	买入	8.5	21/8/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	27.2	买入	33.2	21/8/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	21.2	买入	24.5	7/6/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	82.9	买入	95.6	7/6/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	20.3	买入	28.5	16/8/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	220.3	持有	210.8	24/7/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	226.2	买入	232.2	28/3/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	239.3	买入	248.4	28/3/2024	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.3	买入	19.3	12/8/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	47.1	买入	56.7	12/8/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	17.0	买入	23.3	9/8/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	29.5	买入	43.7	9/8/2024	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	949.0	买入	1,167.7	26/7/2024	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	171.3	买入	197.6	26/7/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	34.1	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	18.2	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	35.9	买入	43.4	26/8/2024	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	56.8	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	31.3	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	74.9	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	27.8	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	12.6	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	129.4	买入	147.6	2/7/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	173.5	买入	240.7	5/8/2024	AI 芯片

注：截至 2024 年 8 月 23 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、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团－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联属公司、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关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

