

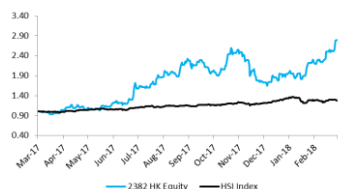
業績強勁指引佳 劍指車載新市場

舜宇光學(2382.HK)

科技硬件	
評級	買入
行業看法	增持
目標價	178.7 港元
上/下行空間	+11.3%
收市價	160.5 港元
52 周高低	32.4-171.6 港元
18 年 EPS	4.81 元人民幣
18 年 EPS 增長	81.7%
18 年預測 PE	26.8X
市值	1,761 億港元

資料來源：公司資料、時富

股價相對表現圖



資料來源：公司資料、時富

時富研究部

research@cash.com.hk

23 Mar 2018

Tony Cheung

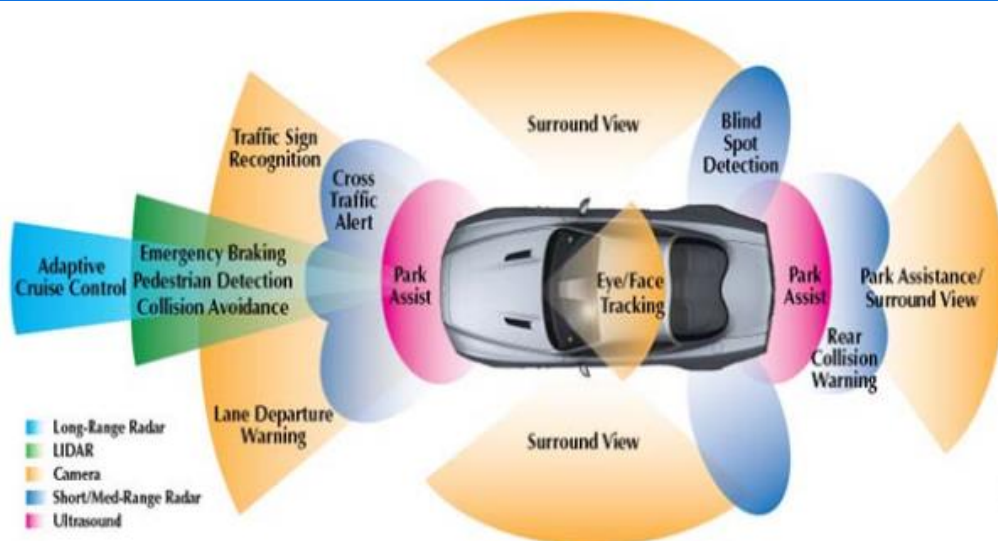
Tel: 852-2287-8847

tony.cheung@cash.com.hk

2017 年業績強勁：收入達到人民幣 223.66 億元，按年增長 53%。毛利率達到 21.5%，按年上漲 3.2 個百分點，受益於相機模組(CCM)產品組合優化和生產良率更佳，毛利率從 2017 年上半年的 12.7%改善至 2017 年下半年的 13.2%。淨利潤為人民幣 29.02 億元，按年增長 128%。整體業績超出市場預期。

打入汽車相機模組市場：管理層宣布將進入汽車相機模組市場，這令市場感到意外。隨著交通事故數量增加，政府對乘客和行人的安全性作出了更多規定，引發了對車道偏離警告、交通標誌識別、自適應巡航控制、停車輔助等所衍生的 CCM 需求。舜宇表示，其汽車攝像頭模組已獲得全球一線客戶的認可，為其產品發展建立了里程碑，提高了其在車載行業之聲譽。管理層表示，舜宇未來將集中於二線客戶，以避免直接與現有客戶競爭。

圖：每輛汽車將裝有 6 個相機(現時平均少於一個)



資料來源：時富、WCP

續向智能手機規格升級之趨勢邁進：管理層表示，舜宇在高端項目方面取得堅實進展。7P 手機鏡頭之研發已經完成，並且已經準備好用於高端旗艦智能手機型號。其他定制設計(高端大光圈、超薄、2,000 萬像素、VR 鏡頭)也開始批量生產。我們也認為旗下潛望鏡設計及三攝模組亦準備好用於客戶的高端機型。我們認為，華為的三攝 CCM 項目可能在下半年起動(如華為 P20 Pro)。

CCM 指引較預期強勁：管理層預計產品組合將在 2018 年繼續改善。儘管 2017 年基數較高，但舜宇指引手機 CCM 出貨量按年增長 15-20%(2017 年為增長 20-25%)。我們相信華為 Honor 和小米系列、MOB/MOC 製造工藝以及良率改善將推動該出貨量數據。而 1,000 萬像素以上的 CCM 產品組合佔比將由 2017 年的 64.5%增加到 2018 年的 70%以上，另一面，雙攝模組佔比將升至 25%以上(相對於 2018 年市場整體的 30%，以及 2017 年舜宇的 20%，我們認為這是保守預測)。我們認為上述強勁指引可緩解市場對近期智能手機出貨疲軟之擔憂(CCM 出貨量按年至今為-10%)。管理層預計 2018 年相機模組平均售價和毛利率將進一步提高。

手機鏡頭/車載鏡頭的指引亦優預期：手機鏡頭方面，管理層指出手機鏡頭出貨量按年增長 30-35%(2017 年：45-50%)。1,000 像素以上的手機鏡頭的佔比將從 2017 年的 47.6%增加到 2018 年的 60%以上。不過，我們認為，其競爭對手大立光在解決產能問題後，或於 2018 年下半年左右首次搶佔三星手機之鏡頭供應，這對舜宇產生了不確定性。另一方面，舜宇今年的車載鏡頭產量繼續優於市場(2017 年按年增長 41%)，管理層預計 2018 年將增長 30-35%(2017 年：35-40%)。

3D 感測進展良好：舜宇正研究其內部算法、VCSEL 及准直透鏡(我們認為公司試圖成為整體解決方案提供商)。混合透鏡(更耐熱，更適合於 3D 感應的鏡頭)開始批量生產，舜宇同時擁有「結構光」和「時差測距」解決方案(但今年該需求或依然保持低位)，旗下結構光 3D 感應模組已基於自身和第三方算法開始批量生產。從長遠來看，公司與全球領先的高性能傳感器解決方案 AMS 的合作將進一步強化舜宇未來在 3D 感測領域之市場份額。

研發進展：舜宇光學獲得 634 項專利，而僅於去年就增加了 223 項專利。管理層表示，2018 年的上漲速度將更快。現時 7P 及混合鏡頭亦在 2018 年上半年量產(舜宇光學是 2017 年全球首家提供混合鏡頭的供應商)。

以專注和研發作為長期核心競爭力：根據管理層的說法，舜宇在光學領域投資 30 年，始終沒有偏離其專門技術。我們認為研發將帶來雪球效應，憑藉其領先技術建設更強大的護城河。

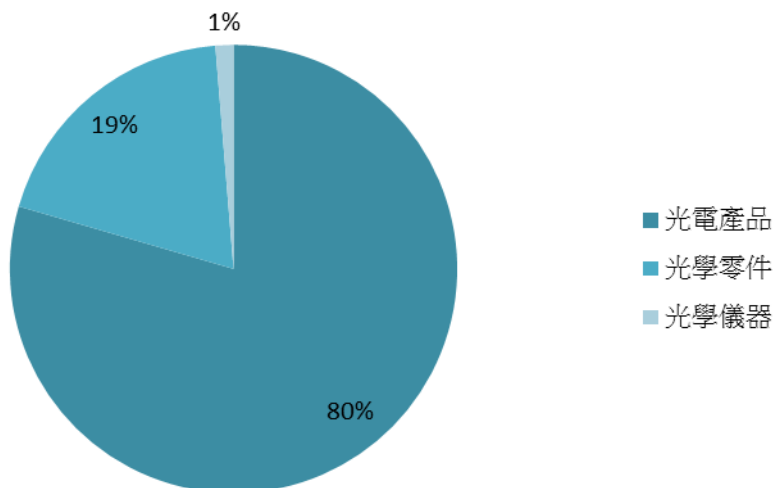
維持「買入」評級，目標價提升至 178.7 港元：我們預計舜宇 2017 年盈利增長近 81.7%，建基於指引強勁、業績優於預期以及滲透車載新市場。我們重申「買入」評級，基於 2018 年預測市盈率 30 倍，目標價由 140 港元提高至 178.7 港

元，預示股價仍有**11%的上行空間**。受惠於雙攝像鏡頭、3D 感應器領域上的能力、車載鏡頭研發力更為強化以及車載模組的長線增長動力，我們相信舜宇盈利增長及估值依然有上調空間。

背景

舜宇（2382.HK）成立於1984年，為中國光學相關產品的領先供應商，設計和生產能力強（製造鏡頭（5MP/ 8MP/ 13MP/ 16MP/ 20MP）和模組（5MP/ 8MP/ 13MP/ 16MP/ OIS/ 3D））。集團主要從事三大業務領域：1）光學元件（散焦鏡頭控制、手機鏡頭和車載鏡頭）；2）光電產品（手機相機模組）；3）光學儀器（顯微鏡和分析儀器）。公司擁有多元化客戶組合，包括華為、三星、小米、OPPO、聯想，並在中國設有5個生產基地，在中國、新加坡、韓國和美國設研發中心。

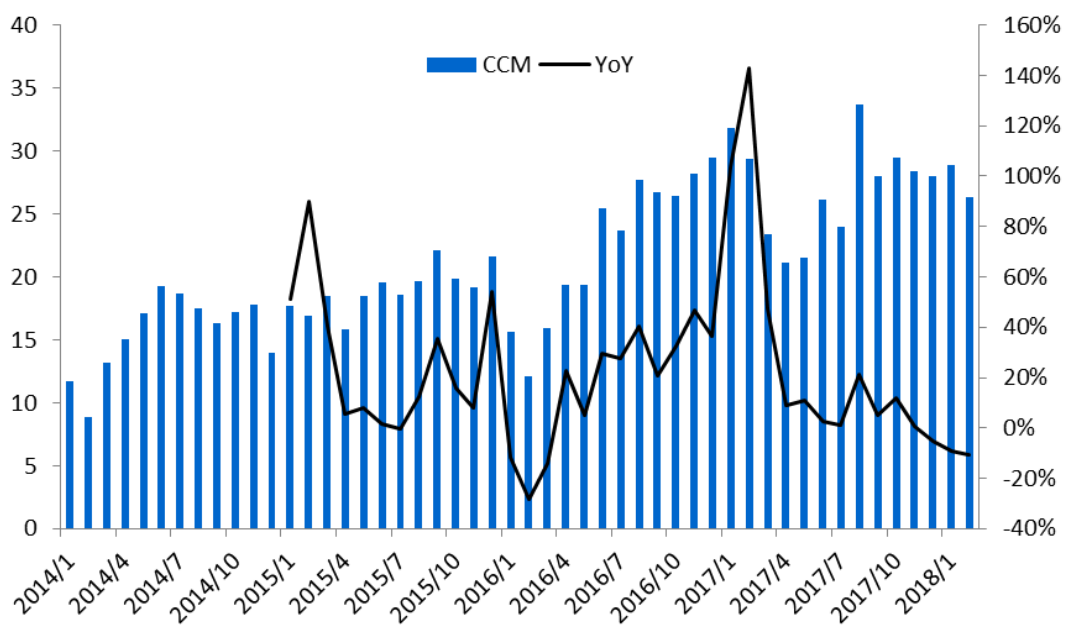
圖：舜宇光學 2017 年收入佔比



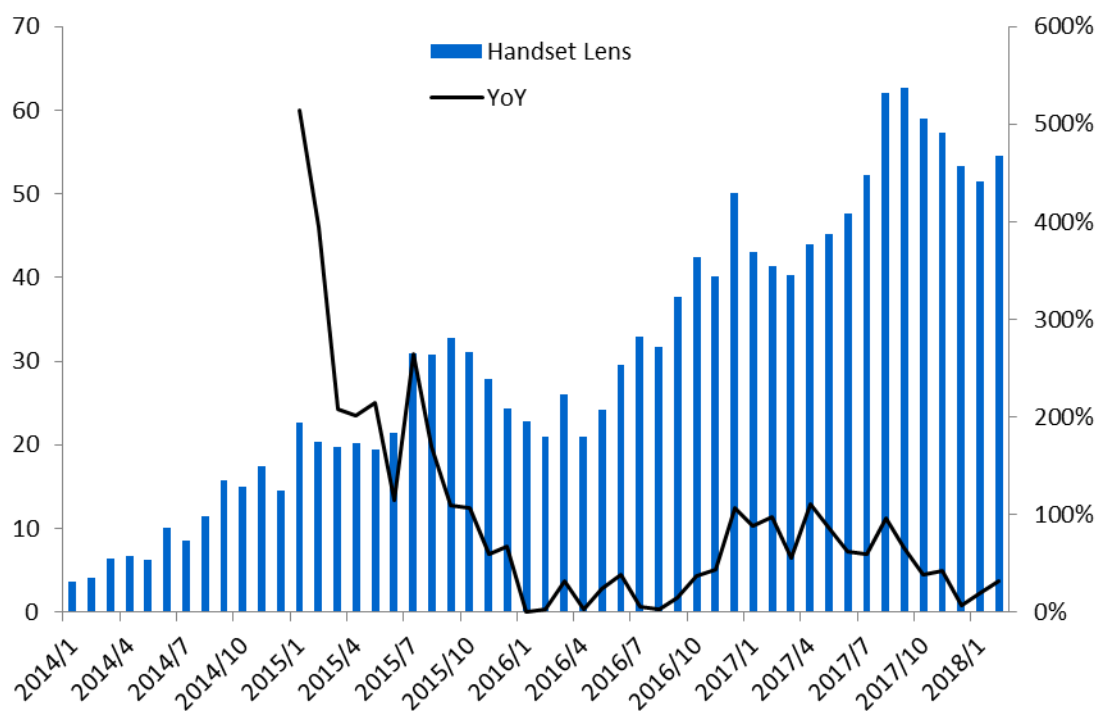
資料來源：時富、公司資料

舜宇光學主要數據

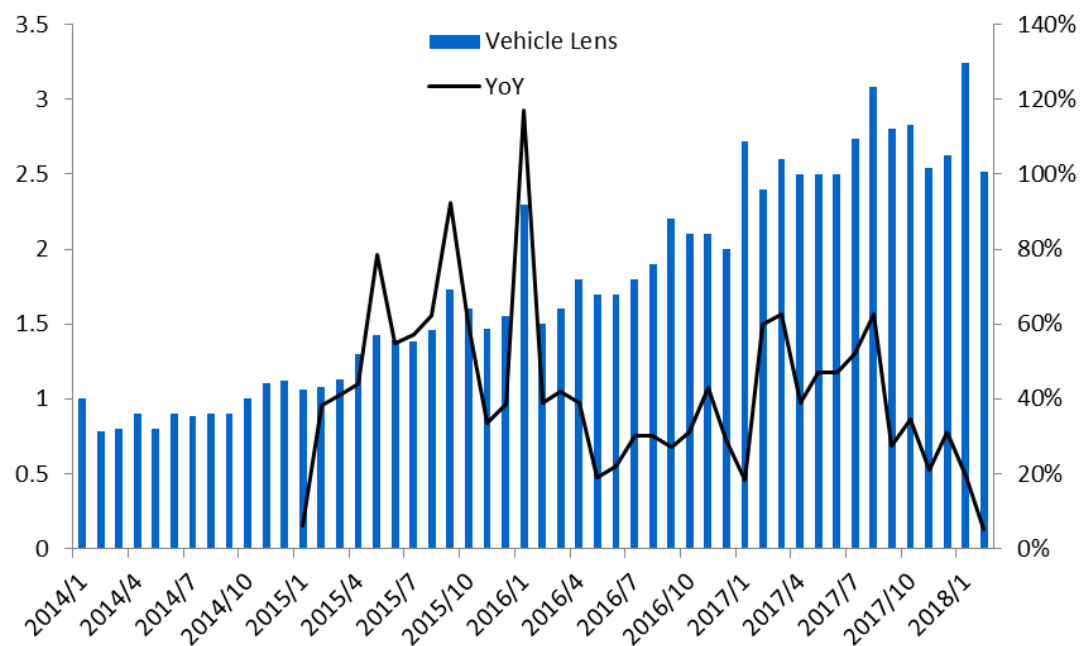
緊湊型相機模組出貨量（以百萬個計）和按年增長



手機鏡頭出貨量（以百萬個計）和按年增長



車輛鏡頭出貨量（以百萬個計）和按年增長



資料來源：公司資料、時富

舜宇光學

損益表 (人民幣千元)

截至年底	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
收入	10,696	14,612	22,366	34,466	55,941
銷售收入	-8,933	-11,932	-17,563	-25,987	-40,427
毛利	1,763	2,680	4,803	8,480	15,514
行政、銷售及推廣費用	-884	-1,205	-1,420	-2,407	-4,121
研究及開發成本	-502	-694	-1,168	-1,685	-2,735
其他支出	-29	-26	343	343	343
經營盈利	880	1,475	3,383	6,072	11,393
EBITDA	1,126	1,792	3,874	6,838	12,635
折舊	-246	-317	-491	-765	-1,242
攤銷	-0	-0	-44	-0	-0
EBIT	880	1,475	3,383	6,072	11,393
淨利息支出	-16	-16	-49	-57	-98
聯營投資虧損	-2	-12	-16	-16	-16
其他收益	0	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	862	1,447	3,318	6,000	11,279
所得稅	-99	-175	-404	-714	-1,343
扣除所得稅後利潤	763	1,272	2,914	5,285	9,936
非控制性權益	-2	-3	-13	-13	-13
其他損益	0	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	761	1,269	2,902	5,273	9,924
非經常性損益	0	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	761	1,269	2,902	5,273	9,924
股息	-170	-228	-318	-578	-1,088
儲備	591	1,041	2,583	4,695	8,836

現金流量表 (人民幣千元)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E
淨利潤	1,269	2,902	5,273	9,924
折舊	317	491	765	1,242
攤銷	0	44	0	0
淨營運資金變動	-323	-954	-570	-2,003
經營活動的現金流量	1,616	2,436	5,468	9,163
資本開支	-400	-1,766	-2,000	-2,000
其他非流動資產	-47	-587	0	0
其他非流動負債	13	437	0	0
投資活動的現金流量	-1,260	-1,686	-2,000	-2,000
經營及投資活動的現金流量	356	750	3,468	7,163
股份發行所得款	-167	22	-13	-13
債券發行所得款	221	444	848	1,588
可換股債券發行所得款	0	0	0	0
股息	-228	-318	-578	-1,088
融資活動的現金流量	-81	12	258	488
淨現金流量	274	762	3,725	7,650
年初現金及現金等價物	187	467	1,227	4,952
調整	6	-2	0	0
年終現金及現金等價物	467	1,227	4,952	12,602
年終淨負債	437	121	-2,756	-8,818

資料來源：公司資料、時富

2382.HK, 買入, 目標價: 178.7

資產負債表 (人民幣千元)

截至年底	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
現金及現金等價物	187	467	1,227	4,952	12,602
可轉讓證券	1,926	2,302	2,114	2,114	2,114
應收賬款	3,003	3,716	5,666	9,037	14,668
存貨	897	2,828	2,622	3,734	5,809
其他非流動資產	5	5	7	13	21
總流動資產	6,017	9,318	11,635	19,850	35,214
長期投資	194	177	308	308	308
固定資產	1,141	1,794	2,586	3,821	4,579
商譽	0	0	0	0	0
其他無形資產	0	0	392	392	392
其他長期資產	284	348	804	804	804
總資產	7,637	11,637	15,726	25,175	41,297
短期債務	683	904	1,348	1,667	1,667
應收賬款及其他應收款	2,914	5,573	6,183	9,921	15,434
其他流動債務	142	181	175	355	553
總流動債務	3,739	6,658	7,705	11,943	17,654
長期債務	0	0	0	530	2,118
可換股債務	0	0	0	0	0
其他長期債務	52	65	502	502	502
總負債	3,791	6,723	8,207	12,974	20,273
非控制性權益	14	18	31	18	6
優先股權益	0	0	0	0	0
股本	105	105	105	105	105
留存收益	2,713	3,949	6,532	11,227	20,063
股息	-170	-228	-318	-578	-1,088
其他權益及儲備	1,013	841	851	851	851
總權益	3,845	4,913	7,519	12,201	21,024
總權益及負債	7,636	11,637	15,726	25,175	41,297

主要比率

截至年底	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E
盈利能力 (%)					
毛利率	16.5%	18.3%	21.5%	24.6%	27.7%
EBITDA 利潤率	10.5%	12.3%	17.3%	19.8%	22.6%
EBIT 利潤率	8.2%	10.1%	15.1%	17.6%	20.4%
淨利潤率	7.1%	8.7%	13.0%	15.3%	17.8%
有效稅率	11.5%	12.1%	12.2%	11.9%	11.9%
派息率	22.3%	18.0%	11.0%	11.0%	11.0%
股本回報率	19.9%	26.0%	38.9%	43.4%	47.3%
資產回報率	10.0%	10.9%	18.5%	20.9%	24.0%
流動比率 (x)					
流動比率	1.61	1.40	1.51	1.66	1.99
利息覆蓋率	55.00	91.17	69.33	107.01	116.52
槓桿比率					
淨負債/EBITDA (x)	0.00	0.24	0.03	淨現金	淨現金
淨負債/權益 (%)	0.00	0.09	0.02	淨現金	淨現金
經營活動 (日)					
應收賬款周轉天數	102.5	92.8	92.5	95.7	95.7
庫存周轉天數	30.6	70.7	42.8	39.5	37.9
應付帳款周轉天數	99.5	139.2	100.9	105.1	100.7
現金周轉期	33.6	24.3	34.3	30.2	32.9

資料來源：公司資料、時富

上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源，但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失，概不負責。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可，客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。