

评级

买入，目标价：HKD 120

公司简介

集团主要从事设计、研究与开发、生产及销售光学及其相关产品与科学仪器。

投资亮点

去年手机相机模组 (HCM) 毛利率受压，惟有望复苏：舜宇毛利率按年下降2.6个百分点至18.9%，拖累业绩。主要因手机相机模组业务的毛利率按年下降4.7个百分点至8.4%。这是由于(1)新工厂的利用率低、(2)人民币贬值导致原材料成本上升；(3)优化和自动化过程中的生产效率问题。展望未来，舜宇给出2019年HCM20%至25%的出货量年增长指引，另外，我们相信毛利率短期内受(1)生产高端产品以致良率降低（如潜望镜HCM设计）；以及(2)生产线升级以致短期内效率低下。不过，考虑到上年外汇贬值影响仅为一次性，加上预料自动化制造过程未来几个月内结束，今年利润率相信依然有上行空间。舜宇已经开始大规模生产高端三摄HCM，包括具有更高光学变焦的潜望镜式，以及3D感应模组，有利提高盈利能力。

预料手机镜头 (HLS) 毛利率保持健康：管理层目标今年HLS出货量按年增加25至30%，2,000万像素HLS贡献占出货量10-20%（2018年为5至10%），事实上舜宇已经开始批量生产3,200万像素、4,800万像素和7P可变光圈镜头。考虑到上年HLS毛利率稳定在40%至45%之间，相信市场过份忧虑竞争加剧的问题。管理层目标是今年HLS的毛利率进一步改善，我们相信产品均价亦将有所提升，主要受惠产品组合优化（具有大光圈、超广角和更高像素能力的中高端镜头贡献加大）。

汽车镜头 (VLS) 增长潜力大：公司今年VLS出货目标增长约25%，管理层对新客户/产品贡献（例如新能源汽车/驾驶员监控镜头）充满信心。舜宇在2018年在全球一级生产汽车相机模组市场取得良好进展，并将2019年将业务范围扩大到另一个新客户，我们相信未来VLS的毛利率保持稳定。随着先进驾驶辅助系统(ADAS)日益普及，VLS需求强劲，每辆车的摄像头和传感器之渗透率有上升空间，有利舜宇。

风险因素

- (1) 宏观环境疲弱拖累手机出货量及相关零件需求；
- (2) 手机模组面对同业欧菲光的竞争，毛利率下行压力较预期大；
- (3) 自动化、产线升级进程不及管理层预期，盈利复苏速度缓慢

彭博盈利分析及预测

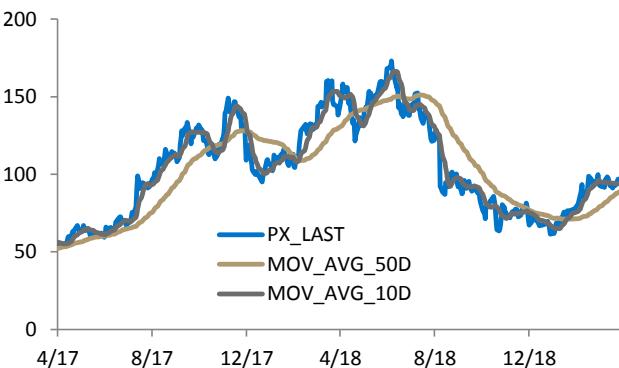
	FY17	FY18	FY19E	FY20E
毛利率(%)	21.5	18.9	19.7	21.0
EBITDA利润率(%)	17.0	15.7	15.5	16.3
经营利润率(%)	14.6	12.5	12.2	13.0
净利润率(%)	13.0	9.6	10.8	11.4
资产回报率(%)	21.2	12.9	15.4	16.4
股本回报率(%)	46.9	29.8	33.3	32.5
收入增长(%)	53.1	15.9	32.0	21.7
盈利增长(%)	128.3	-14.2	47.9	28.4
每股盈利增长(%)	126.8	-14.6	46.5	29.7
股息率(%)	0.7	0.7	1.1	1.4

数据来源：时富、彭博

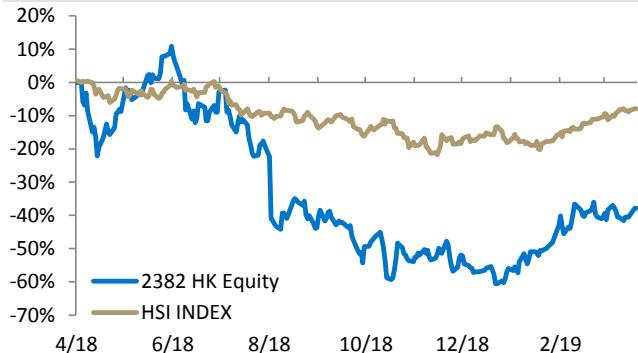
基本数据 (港元)

现价	97.00	市盈率(倍)	36.5
52周低/高	58.55-174.9	市帐率(倍)	9.9
市值(百万)	106,394	日均成交(股)	8,249,847

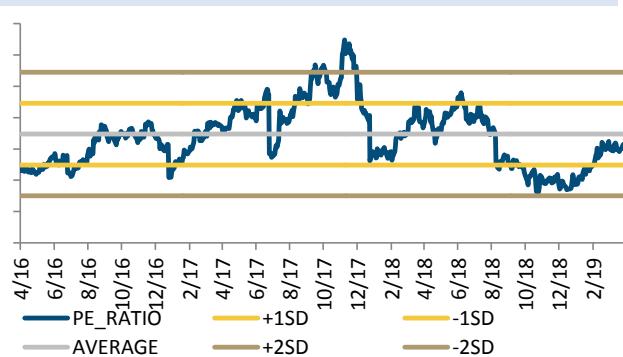
股价表现



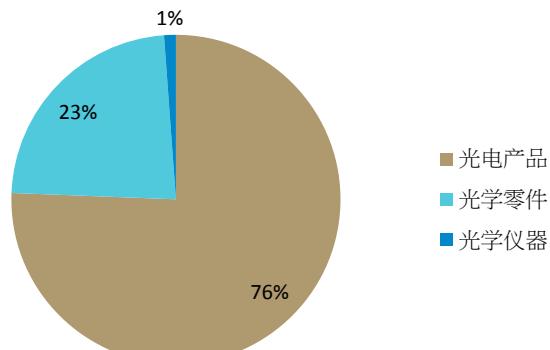
相对市场表现



历史市盈率



最新按业务划分的收入贡献





时富金融服务集团

2019年4月3日

参考数据源

彭博、公司资料、年度报告、新闻稿

联络数据

香港总办事处:	香港皇后大道中181号新纪元广场低座21楼	(852) 2287 8788
香港服务中心:	九龙旺角弥敦道683-685号美美大厦6楼	(852) 2748 0110
中国内地服务中心:	深圳市福田区福田街道滨河路北彩田东交汇处联合广场A座 A4809 上海市黄浦区黄陂南路838号中海国际中心A座 2501室	(86-755) 2216 5888 (86-21) 3227 9888

免责声明:

上述数据由时富金融服务集团有限公司(「时富」)提供及分发。上述内容仅供参考。而此述之资料及意见(无论为明示或暗示)均不应视作任何建议、邀约、邀请、宣传、劝诱、推介或任何形式之陈述。此述资料均来自时富或其联属公司认为可靠之来源,但不代表其为准确或完整及应被依赖。时富对任何因信赖或参考有关内容所导致的直接或间接损失,概不负责。此述数据如有任何更改,恕不另行通知。报告中所述及的证券只限于合法的司法地域内交易。除非得到时富事先许可,客户不得以任何方式将任何此述数据分发予他人。时富对该些未经许可之转发不会负上任何责任。证券交易服务由时富证券有限公司(根据证券及期货条例获发牌进行第一类受规管活动之持牌法团)提供。