

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
舜宇光學 2382 HK	持有 目標價 170	舜宇光學的投資評等為持有，目標價170元港幣，潛在漲幅約8%，理由如下： 1H18業績仍受部分中國手機鏡頭及攝像模組ODM客戶庫存去化調整ODM淡季效應影響，雖智能手機需求仍面臨部分市場變數，但公司預期2H18旺季業績在中國智能手機大廠客戶新產品上市的鏡頭及攝像模組ODM備貨需求回溫將會較1H18改善回升，持有評等。

陳有裕
 waynechen@jsun.com

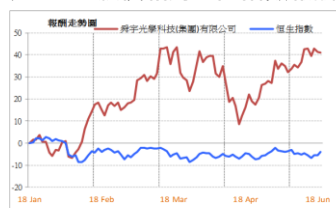
近期投資評等

06/05/2018	持有/中立

公司基本資料

恒生指數(06/04/2018)	30997.98
收盤價(元)(06/04/2018)	157.7
總市值(億元)	1730
近90日均量(百萬元)	1137.37
PER	-
現金股息報酬率(%)	-

近90日股價相對上證指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **舜宇2017年歸屬本公司股東稅後純益為29.02億人民幣(YoY+128.3%)**：2017年合併營收為223.66億人民幣(YoY+53.1%)，2017年毛利率為21.5%(2016年為18.3%)，2017年純利率為13%(2016年為8.7%)，2017年稅後EPS為2.66元人民幣，舜宇為中國手機鏡頭龍頭廠，2017年營收及淨利成長均表現亮麗主要受惠智能手機鏡頭及相機模組以及車載鏡頭等代工客戶ODM新訂單持續挹注而成長。
- ◆ **預估舜宇2018年合併營收為302.13億人民幣(YoY+35.1%)**：公司2017年事業別營收結構：光電產品佔79.5%(2016年78%)、光學零件鏡頭約佔19.2%(2016年20.2%)、光學儀器佔1.3%(2016年1.8%)；2017年應用別營收結構：手機佔85%(2016年83%)、汽車佔6%(2016年6%)、數位相機佔4%(2016年5%)、光學儀器佔1%(2016年2%)、其他產品佔4%(2016年4%)；公司2017年事業別毛利率：光學零件44%(2016年39.8%)、光電產品13.1%(2016年10.5%)、光學儀器約43.2%(2016年40.4%)。
- ◆ **預估舜宇2018年稅後純益為38.04億人民幣(YoY+30.5%)**：雖近期中美貿易爭端不確定性變數可能影響中國手機廠客戶的未來的ODM訂單需求量，但公司仍維持2018年手機鏡頭出貨量成長約YoY+30%~35%，及2018年手機攝像模組(CCM)出貨量成長約YoY+15%~20%等指引目標。雖然2018年手機鏡頭及手機攝像模組的ODM價格仍將持續下滑，但公司預期在高規/高畫素/雙攝的手機鏡頭/CCM產品比重提高下，預期2018年手機鏡頭及CCM的ASP及毛利率將可望維持2017年的水準附近(公司將採取具競爭力定價策略來爭取更多ODM客戶的手機鏡頭/CCM代工訂單)，舜宇為全球車載鏡頭龍頭廠，公司預期2018年車載鏡頭出貨量約可成長YoY+30%~35%，且預期2018年車載鏡頭毛利率及代工ASP可望維持2017年的水準附近，公司預期雖1H18業績仍受中國智能手機鏡頭及CCM ODM客戶庫存去化調整的ODM淡季效應影響，但預期2H18旺季業績在中國智能手機大廠新產品上市的鏡頭及CCM ODM備貨需求回溫下將會較1H18改善回升，預估舜宇2018年稅後EPS 3.47元人民幣，以2018 PER 40倍來評價目標價為170元港幣，持有評等(雖公司業績成長性仍佳但目前評價已趨產業PER合理高檔區)。

單位：百萬元(人民幣)	2016	2017	2018F	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18F	2H18F
營業收入	14,612	22,366	30,213	5,910	8,702	10,032	12,335	13,426	16,787
營業毛利	2,680	4,803	6,556	988	1,692	2,070	2,733	2,786	3,770
營業利益	1,421	3,334	4,172	562	859	1,402	1,932	1,709	2,463
淨利潤	1,272	2,914	3,804	465	807	1,161	1,753	1,514	2,290
EPS(人民幣)	1.17	2.66	3.47	0.43	0.74	1.07	1.59	1.38	2.09
毛利率(%)	18.3	21.5	21.7	16.7	19.4	20.6	22.2	20.8	22.5
營業利益率(%)	9.7	14.9	13.8	9.5	9.9	14.0	15.7	12.7	14.7
淨利率(%)	8.7	13.0	12.6	7.9	9.3	11.6	14.2	11.3	13.6
營業收入YoY/HoH(%)	36.6	53.1	35.1	-2.2	47.3	15.3	23.0	8.8	25.0
營業利益YoY/HoH(%)	52.0	134.6	25.1	-5.1	71.3	22.3	32.0	1.9	35.3
淨利潤YoY/HoH(%)	64.0	129.2	30.5	8.7	52.8	63.2	37.8	-11.5	44.1

資料來源：CMoney

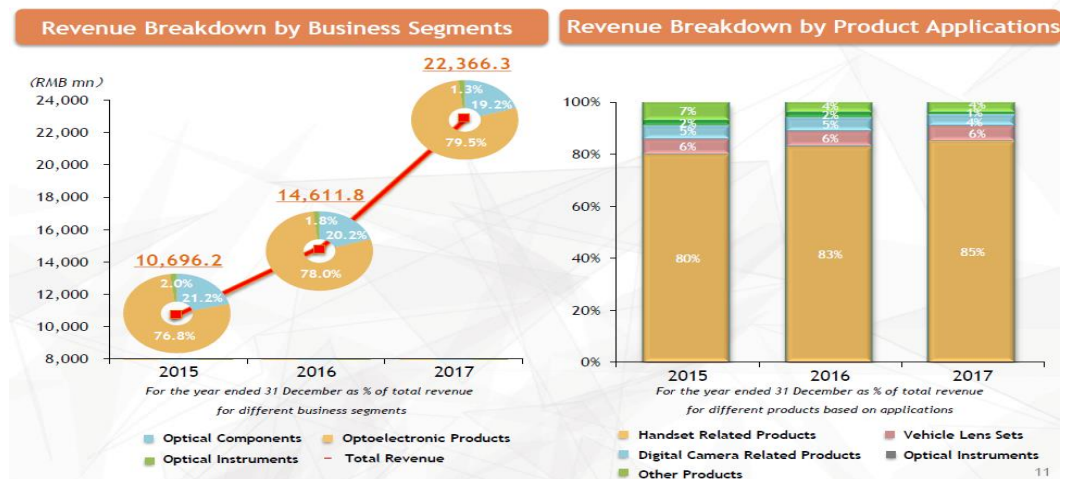
◆ 舜宇2017年稅後純益為29.02億人民幣(YoY+128.3%) :

舜宇為中國手機鏡頭龍頭廠，公司2017年歸屬本公司股東稅後純益為29.02億人民幣(YoY+128.3%)，2017年合併營收為223.66億人民幣(YoY+53.1%)，2017年毛利率為21.5%(2016年為18.3%)，2017年純利率為13%(2016年為8.7%)，2017年稅後EPS為2.66元人民幣(舜宇配發現金股息0.661元人民幣)，2017年營收及淨利成長均表現亮麗，主要受惠智能手機鏡頭及相機模組以及車載鏡頭等代工客戶ODM新訂單持續挹注而成長。

舜宇2017年事業別營收結構：光電產品佔79.5%(2016年78%)、光學零件鏡頭約佔19.2%(2016年20.2%)、光學儀器佔1.3%(2016年1.8%)；公司2017年應用別營收結構：手機佔85%(2016年83%)、汽車佔6%(2016年6%)、數位相機佔4%(2016年5%)、光學儀器佔1%(2016年2%)、其他產品佔4%(2016年4%)。

此外公司2017年事業別毛利率：光學零件44%(2016年39.8%)、光電產品13.1%(2016年10.5%)、光學儀器約43.2%(2016年40.4%)，2017年毛利率提升主要受惠於手機鏡頭及手機相機模組的高階產品(10MP以上)出貨比重及ASP均提高等因素。

圖一、舜宇的營收結構趨勢



資料來源：公司，日盛整理

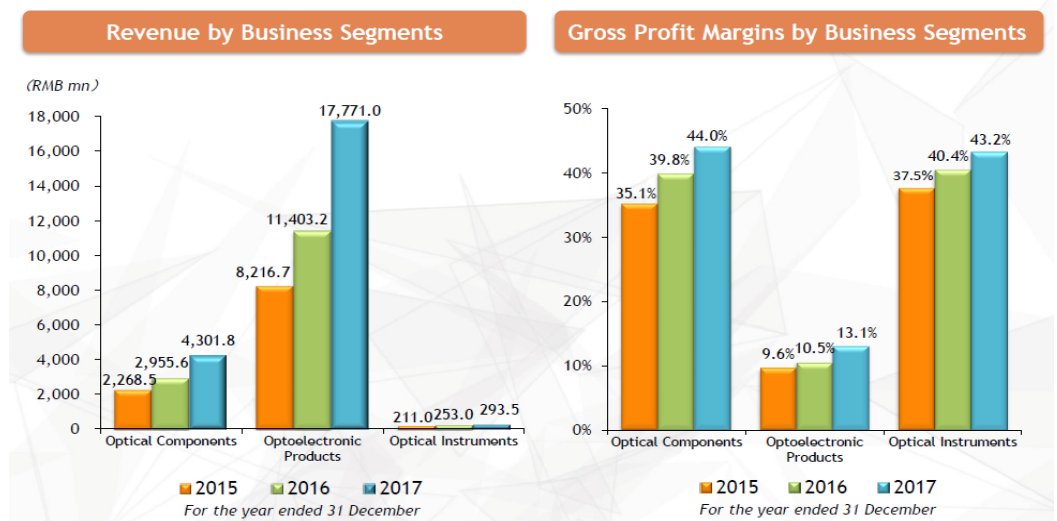
◆ 預估舜宇2018年合併營收為302.13億人民幣(YoY+35.1%) :

公司2017年光學零件營收為43.02億元人民幣(YoY+45.5%)，公司2017年手機鏡頭出貨量為6.08億顆(YoY+60%)，其中2017年10MP以上手機鏡頭佔47.6%(2016年佔28.9%)，而2017年8MP以下手機鏡頭佔18.3%(2016年佔19.8%)，舜宇的手機鏡頭代工客戶包括中國、南韓、日本等智能手機廠商(其中又以中國手機廠客戶佔比較大)。

公司2017年光電產品營收為177.71億元人民幣(YoY+55.8%)，公司2017年手機攝像模組(CCM)出貨量為3.25億組(YoY+20%)，其中2017年10MP以上手機攝像模組佔64.5%(2016年佔60.7%)，而2017年8MP以下手機攝像模組佔20.5%(2016年佔22.4%)，舜宇的手機攝像鏡頭代工客戶以中國智能手機廠商為主，目前舜宇的手機鏡頭及攝像模組ODM客戶以華為、OPPO/Vivo、小米等為主。

舜宇為全球車載鏡頭龍頭廠，公司2017年車載鏡頭出貨量為31.89百萬顆(YoY+41%)，公司車載鏡頭客戶以主要的國際及中國車廠為主，公司預期2018年車載鏡頭出貨量約可成長YoY+30%~35%(主要受惠ADAS應用車載鏡頭新訂單增加)，且預期2018年車用鏡頭毛利率及代工ASP可望維持2017年的水準附近。

圖二、舜宇的事業別營收及毛利率結構



資料來源：公司，日盛整理

2018年6月5日

◆ 預估舜宇2018年稅後純益為38.04億人民幣(YoY+30.5%)：

雖近期中美貿易爭端不確定性變數仍可能影響部分中國手機廠客戶的未來的ODM訂單需求量(如中興、華為等)，但公司表示中興並非其主要手機產品客戶，公司仍維持2018年手機鏡頭出貨量成長約YoY+30%~35%，以及2018年手機相機模組出貨量成長約YoY+15%~20%等指引目標，舜宇01~04/2018手機鏡頭累計出貨量成長YoY+40.8%，而01~04/2018手機攝像模組累計出貨量成長YoY+2.9%，對比同期中國智能手機市場銷售量YoY仍大幅下滑，主要顯現中國智能手機業者正進行汰弱留強的競爭格局，預期中國一線智能手機大廠未來市佔率將持續拉開與二線智能手機廠商的距離，舜宇為中國手機鏡頭龍頭廠故手機客戶群結構也優於其他中國手機鏡頭同業，在歷經1Q18淡季庫存去化調整後，部分一線中國手機廠主力ODM也已在2Q18陸續推出新產品而使公司2Q18手機鏡頭及CCM出貨量也將較1Q18回溫，但預期中國手機鏡頭及CCM供應商也將面臨爭取ODM客戶新訂單而帶來的激烈價格戰(且來自其他亞系手機鏡頭及CCM同業的競爭壓力也會加劇)，預期中國手機鏡頭及攝像模組業者業績也將因手機客戶結構的優劣而進行汰弱留強(二線中國手機鏡頭及CCM廠市場競爭壓力加劇)，預期2018年在全球及中國智能手機市場均需求疲弱下，手機鏡頭及CCM供應商也會面臨智能手機ODM客戶的降價要求壓力而壓抑毛利率表現。

雖然公司預期2018年手機鏡頭及手機相機鏡頭的ODM價格仍將持續下滑，但公司將以增加高規/高畫素(10MP以上)/雙攝的高階手機鏡頭/CCM產品出貨比重來改善ASP及毛利率受價格競爭的影響程度，且公司預期2H18營收將受惠手機客戶的新產品上市備貨需求回溫而較1H18改善回升，公司預期2018年手機鏡頭及CCM產品的ASP及毛利率將可望維持2017年的水準附近(因公司也將採取具競爭力的定價策略來爭取更多ODM客戶的手機鏡頭/CCM代工訂單)，但2H18旺季產能利用率回升及良率改善也有助改善毛利率，此外公司也將會控管維持2018年營業費用率在2017年水平附近。

為因應2H18鏡頭ODM旺季新訂單所需，公司也計畫將手機鏡頭產能將由2018年初的70KK顆/月逐漸增加到2H18的90KK顆/月，而手機攝像模組則將由2018年初55KK組/月逐漸增加到2H18的65KK組/月，此外車載鏡頭產能也將由2018年初的3KK顆/月逐漸增加到2H18的4KK顆/月。

目前舜宇除了已開始出貨中國手機客戶的三鏡頭手機攝像模組新產品外，公司也已開發出手機玻璃+塑膠鏡片(G+P)混合鏡頭(潛望鏡式手機鏡頭設計應用)、手機3D感測紅外線發射端鏡頭解決方案、7P手機鏡頭等新產品，預期2H18可望陸續交貨給中國智能手機客戶，但預期高規手機鏡頭新產品2018年對營收的貢獻仍不大，雖鏡頭新產品ASP較高但初期良率較低亦會影響毛利率。

日盛預估舜宇2018年合併營收為302.13億人民幣(YoY+35.1%)，2018年稅後純益為38.04億人民幣(YoY+30.5%)，2018年稅後EPS3.47元人民幣，以2018 PER 40倍來評價目標價為170元港幣，持有評等(雖公司業績成長性仍佳但目前評價已趨產業PER合理高檔區)。

2018 年 6 月 5 日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股