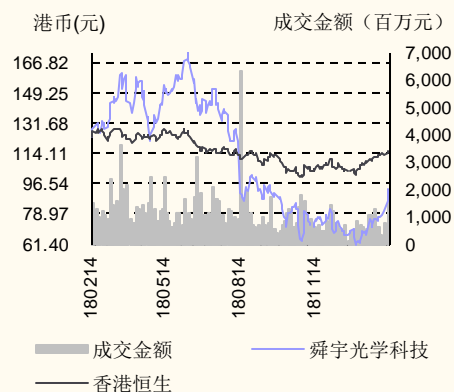


## 市场数据(港币)

收盘价(元)	93.350
流通港股(百万股)	1,096.85
总市值(百万元)	102,390.92
年内股价最高最低(元)	173.00/61.400
香港恒生指数	28497.59



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	26.23	1.58	-24.90
相对香港恒生	15.15	-1.11	-18.29

## 相关报告

- 《12月份 VLS 高增长, CCM 增速放缓-舜宇光学科技月度出货量...》, 2019.1.9
- 《舜宇光学科技: 守得云开见月明-《2018-11-16 港股公司...》, 2018.11.18

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003  
(8621)61038318  
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

鲁洋洋 联系人  
luyangyang@gjzq.com.cn

张纯 联系人  
zhang\_chun@gjzq.com.cn

## 公司 18 年业绩承压, 看好 19 年恢复高速增长

## 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	22366	27736	37056	43420
同比增长	53.1%	24.0%	33.6%	17.2%
母公司股东溢利(百万)	2902	2501	3822	4685
同比增长	129.2%	-14.0%	52.9%	22.5%
毛利率	21.5%	18.0%	18.8%	19.3%
净利润率	13.0%	9.0%	10.3%	10.8%
每股收益	2.65	2.28	3.48	4.27
每股经营现金流	2.22	2.64	3.53	5.34
市盈率(倍)	30.4	35.3	23.1	18.8
市净率(倍)	11.8	9.4	7.3	5.8

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

## 事件

- 2019年02月13日, 公司公布了2018年业绩预告: 预计全年实现盈利24.7-25.5亿元, 同比下滑12%-15%。

## 评论

- 2018年下游需求下滑, 内部产线改造是主因:** 2018年, 国内智能手机出货量同比大幅下滑超10%, 手机厂对供应链 cost down 压力增大, 造成摄像头产业链盈利能力下滑; 双摄从高端机型向中低端机型渗透, 模组厂普遍毛利率下滑; 公司内部模组生产线改造, 影响了摄像头出货量以及良率水平; 公司新基地产能处于爬坡阶段, 增加摊销成本。
- 人民币贬值, 造成 3.8 亿汇兑损失:** 2018年5月份起, 人民币大幅快速贬值, 公司模组重要原材料 CMOS 成本上升明显, 进一步导致 CCM 毛利率下滑, 影响 CCM 获利能力; 另公司年初发行 6 亿美元债造成了其中 2.8 亿的汇兑损失。
- 2019年受益手机摄像头新一轮创新, 公司有望恢复成长:** 2019年三摄、3D摄像头将会快速在高端智能手机中渗透, 我们预计全年三摄出货量将会达到 1.7-1.8 亿台, 其中潜望式摄像头手机 2500-3000 万台, 高端摄像头有望改善 CCM 业务的盈利能力; 此外, 公司预计 2019年6月底模组产线改造完成, 预计全年 CCM 毛利率会有明显回升。
- 预计 2019年公司全年 HLS 出货量同比增长 30%, CCM 出货量同比增长 12%, VLS 出货量同比增长 25%。**

## 投资建议

- 我们下调了公司 18-20 年净利润分别为 25.01 (-17.4%)、38.22 (-5.0%)、46.85 (-0.1%) 亿元; 对应 PE 为 35x, 23x, 19x, 维持“增持”评级。

## 风险提示

- 三摄、潜望式及 3D 摄像头在智能手机中的渗透不及预期; 摄像头模组产线升级进度不及预期; 人民币汇率短期内剧烈波动的风险。

## 多因素导致 2018 年业绩不及预期

- 1) 下游智能手机摄像头创新乏力。2017 年手机摄像头企业盈利能力大幅增强，主要原因是双摄开始在国产品牌高端智能手机中导入。2018 年仅为华为在 P20 Pro 以及 Mate20 系列采用三摄模组，其余国产品牌智能手机均未有明显摄像头创新。虽然双摄在国产智能手机中的渗透率非常快，但是主要是向中低端机型渗透，因此摄像头企业普遍出现增收不增利的现象。
- 2) 下游智能手机和汽车需求疲软。据 IDC 最新数据，2018 年全年国内智能手机出货量同比下滑超 10%，需求下滑导致手机 cost down 压力显著增加，摄像头企业毛利率普遍承压；另外，2018 年下半年开始，全球汽车销量大幅下滑，公司汽车镜头业务增速相较过去几年也是明显放缓。
- 3) 内部生产线改造影响 CCM 毛利率。2018 年，公司为应对竞争不断加剧的 CCM 行业，对 CCM 产线进行了优化和自动化水平，显著影响了公司的生产效率和 CCM 的毛利率。
- 4) 人民币贬值造成 3.8 亿汇兑损失。公司于年初发行 6 亿美元债券，而 2018 年 5 月份起人民币快速大幅贬值，导致公司产生 2.8 亿的汇兑损失；另外，公司 CCM 主要原材料 CMOS 主要依靠进口，人民币的大幅贬值也导致了公司原材料成本显著上升，进一步降低了公司 CCM 毛利率。

综合以上四点因素，公司 2018 年业绩低于我们此前预判约 5 亿元。

## 2019 年公司将恢复高增长

- 1) 2019 年高端机摄像头创新看点颇多。2019 年，三摄将会在国产智能手机旗舰机中大规模导入，另外像三星和苹果都会推出三摄智能手机，我们预计 2019 年全球三摄智能手机出货量在 1.7-1.8 亿台，远高于 2018 年的 1000-1200 万。此外，部分国产品牌将会在顶级旗舰机中采用潜望式摄像头，华为则有望采用四摄+潜望式摄像头。全面屏则会提升小型摄像头的需求，公司目前已经做好 MOC/MOB 封装产品的需求有望快速实现提升。

我们认为，高端智能手机摄像头的创新将会给摄像头行业带来显著的盈利能力改善，公司作为高端摄像头模组+高端镜头的供应商，有望抓住这一系列的行业成长机会。

- 2) CCM 生产线将于年中改造完成。公司将在 2019 年 6 月底完成对 CCM 生产线的改造，届时无论是生产成本还是原材料成本都有望实现有效改善，预计 2019 年上半年公司 CCM 毛利率将会逐渐提升。
- 3) 长期看好公司汽车业务。公司是全球第一的车载镜头供应商，2018 年由于下游汽车销量不佳导致车载镜头出货量增速放缓，但是从中长期来看，ADAS 的渗透将会显著提升车载镜头的需求量，且主要是高端的前视和环视镜头，公司作为全球龙头公司将中长期受益这一行业变化。此外，公司 2018 年下半年，车载摄像头模组已经导入国际一线 Tier 1 大厂，这一市场未来可达到千亿级别，也是打开了公司汽车业务的天花板。

## 2019 年 1 月公司产品销售数据

- HLS 出货 8149 万颗，同比增长 58.4%；VLS 出货 421 万颗，同比增长 29.6%；CCM 出货 3664 万颗，同比增长 26.7%；此外，公司其他模组产品出货 414.9 万颗，同比增长 653.0%，主要是 3D 摄像头。

**附录：三张报表预测摘要**

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	12234	18639	20415	21082	营业额	22366	27736	37056	43420
现金及现金等价物	1247	2219	2964	3474	销售成本	17563	22745	30100	35027
交易用投资	1953	4800	3360	2016	毛利	4803	4991	6956	8393
应收款项	5668	6939	7883	8501	销售、一般性和行政开支	594	699	1001	1129
其他应收款	-	-	-	-	研究发展费用	1168	1317	1816	2171
存货	2622	4377	5179	6497	其他营业收入	-	-	-	-
<b>非流动资产</b>	3492	4993	6847	9694	EBITDA	3902	4024	5815	7543
可供出售投资	129	136	204	306	折旧和摊销	535	840	1325	2095
联营和共同控制实体的投资	125	150	212	311	EBIT	3367	3183	4490	5448
投资物业	54	104	204	354	融资收入净额	-49	-330	-123	-96
固定资产	2586	3863	5390	7833	分占联营和共同控制实体的溢利	-16	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	3318	2853	4367	5351
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	404	346	532	655
无形资产	392	518	597	628	除所得税后溢利	2914	2507	3835	4697
<b>总资产</b>	15726	23633	27263	30776	非控制性股东应占溢利	13	6	13	12
<b>流动负债</b>	7705	9664	10683	10966	股息	745	625	1146	1405
短期借款	1348	1451	1310	978	母公司股东应占溢利	2902	2501	3822	4685
应付款项	6187	8029	9171	9762	EPS	2.65	2.28	3.48	4.27
预收账款	-	-	-	-	<b>主要财务比率</b>				
其他	171	184	202	226	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>非流动负债</b>	502	4567	4489	4429	成长性				
长期借款	-	3931	3931	3931	营业额增长率	53.1%	24.0%	33.6%	17.2%
其他	502	636	558	497	EBIT 增长率	130.2%	-5.5%	41.1%	21.3%
<b>负债合计</b>	8207	14231	15173	15395	净利润增长率	129.2%	-14.0%	52.9%	22.5%
股本	105	105	105	105	盈利能力				
储备	7383	7383	7383	7383	EBIT/营业额	15.1%	11.5%	12.1%	12.5%
保留溢利	-	1876	4551	7830	EBITDA/营业额	17.4%	14.5%	15.7%	17.4%
非控制性股东权益	31	37	50	62	毛利率	21.5%	18.0%	18.8%	19.3%
<b>总权益</b>	7519	9401	12090	15381	净利率	13.0%	9.0%	10.3%	10.8%
<b>总负债和总权益</b>	15726	23633	27263	30776	ROE	38.7%	26.7%	31.7%	30.6%
<b>综合现金流量表</b>					偿债能力				
单位:百万					资产负债率	52.2%	60.2%	55.7%	50.0%
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.59	1.93	1.91	1.92
除所得税后溢利	3023	2461	3744	4562	速动比率	1.23	1.46	1.41	1.31
折旧和摊销	535	840	1325	2095	营运能力				
利息费用	47	330	123	96	资产周转率	1.42	1.17	1.36	1.41
营运资本的变动	-1126	-710	-1288	-864	应收帐款周转率	4.77	4.40	5.00	5.30
<b>经营活动产生现金流量</b>	2436	2892	3873	5854	应付帐款周转率	3.80	3.90	4.31	4.59
资本性支出	-2100	-2269	-2993	-4668	存货周转率	6.45	6.50	6.30	6.00
投资、贷款于联营和共同控制实体	-122	-	-	-	每股资料				
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1686	-5069	-1633	-3445	每股收益	2.65	2.28	3.48	4.27
借款变动	444	4035	-141	-332	每股经营现金流	2.22	2.64	3.53	5.34
发行股份	-	-	-	-	每股净资产	6.83	8.54	10.98	13.97
支付的股利和利息	-352	-955	-1270	-1502	估值比率(倍)				
<b>融资活动产生现金流量</b>	12	3149	-1494	-1901	PE	30.43	35.30	23.10	18.85
现金净变动	762	972	746	509	PB	11.79	9.43	7.33	5.76
现金的期初余额	467	1247	2219	2964	EV/EBITDA	23.30	22.06	15.48	12.06
<b>现金的期末余额</b>	1227	2219	2964	3474					

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上;  
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;  
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;  
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH