



把握产业链趋势，聚焦确定性增长

——2017年海外TMT中期策略

秦 波
执业证书：S0930514060003

付天姿 CFA, FRM
执业证书：S0930517040002

2017年06月

证券研究报告

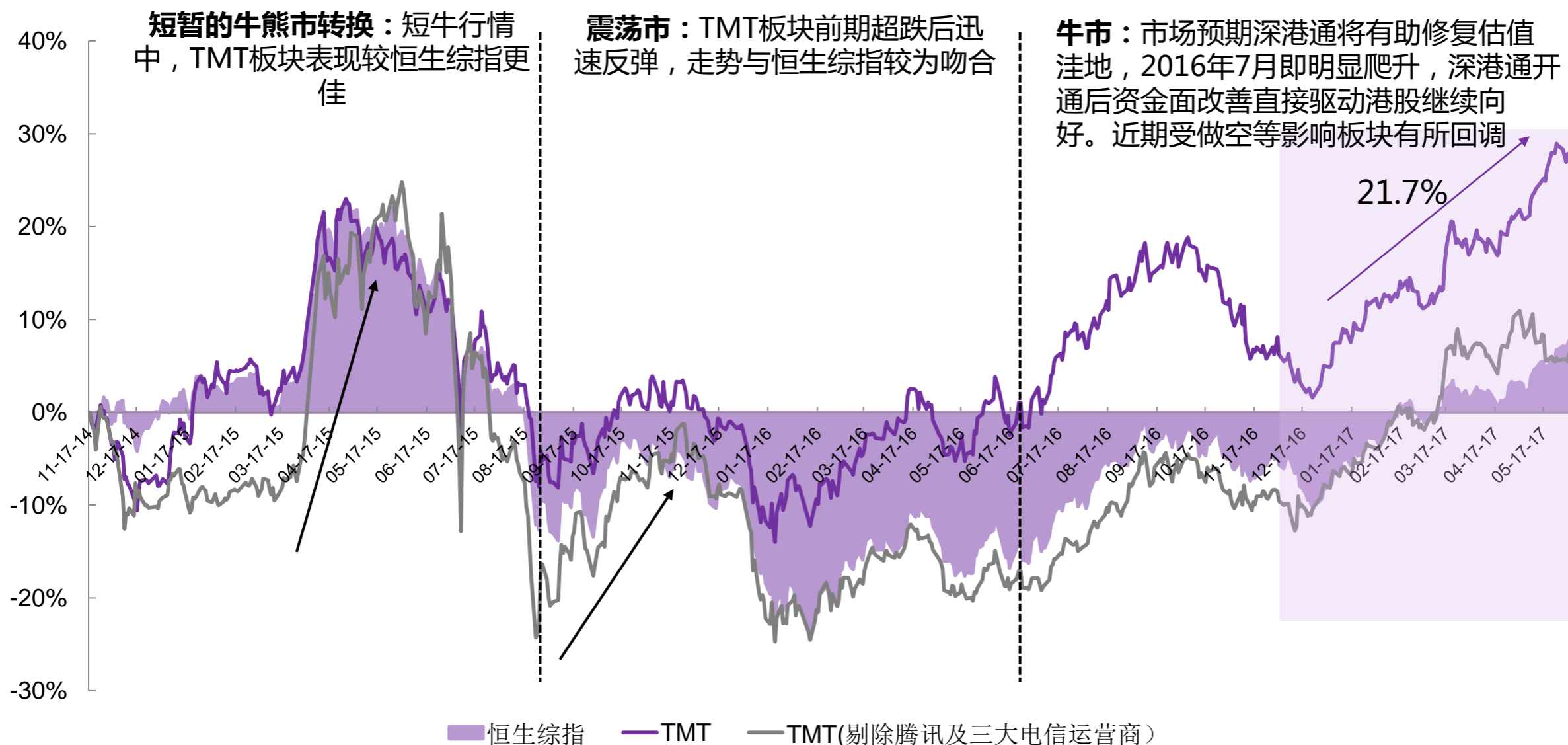
目录

- 港股TMT板块行情回顾
- 电子硬件：摄像模组、指纹识别、声学升级仍是持久主题
- 软件网络及系统集成：企业ERP需求加速释放，云端迁移增势强劲
- 娱乐传媒：流量净值时代几近结束，强者恒强聚焦龙头
- 重点推荐标的：腾讯、舜宇、瑞声、丘钛、中软等

港股TMT行情回顾

- TMT板块整体涨幅可观，近期多因素影响股价有所回调
- 业绩持续表现优异是行情走势向好的基础
- 港股通资金加入改善流动性进一步助推行情表现

TMT板块整体涨幅可观，近期多因素影响股价有所回调



绝对收益率	TMT	TMT (剔除腾讯及三大运营商)	腾讯	电子硬件	软件网络及系统集成	娱乐传媒 (剔除腾讯, 美图)	电讯	恒生综合指数
沪港通开通至今	28.3%	7.0%	111%	-0.2%	30.9%	-7.2%	-3.8%	8.1%
深港通开通至今	21.7%	18.9%	44%	21.1%	11.0%	-3.4%	5.2%	15.1%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，截取时间为从2014-11-17至2017-06-07

业绩持续表现优异的龙头型公司整体走势较好

代码	名称	市值 亿rmb	年初至 今涨跌	总营业收入(亿rmb)			营收	净利润(亿rmb)			净利润	2016 PS	2016 PE
				2014年	2015年	2016年		2014年	2015年	2016年			
0285.HK	比亚迪电子	340	182%	200	295	370	36%	9	9	12	17%	0.92	27.6
0799.HK	IGG	136	125%	13	13	22	34%	4	3	5	11%	6.1	27.07
2382.HK	舜宇光学科	616	92%	84	107	146	32%	6	8	13	50%	4.21	48.49
1478.HK	丘钛科技	59	54%	22	22	50	52%	2	1	2	-1%	1.17	30.68
0700.HK	腾讯控股	22,352	43%	789	1,029	1,523	39%	238	288	411	31%	14.67	54.39
0696.HK	中航信	581	40%	53	55	62	8%	17	19	24	21%	9.39	24.02
2018.HK	瑞声科技	1,025	38%	90	119	157	32%	23	31	40	32%	6.55	25.45
0522.HK	ASM PACIF	395	36%	113	109	128	7%	13	8	13	2%	3.08	30.13
3336.HK	巨腾国际	30	33%	76	75	72	-3%	6	7	4	-14%	0.42	6.8
1347.HK	华虹半导体	95	25%	42	43	51	11%	6	7	9	25%	1.85	10.59
0762.HK	中国联通	2,325	23%	2,857	2,780	2,754	-2%	121	106	6	-77%	0.84	22.01
0303.HK	VTECH HOI	272	20%	115	120	143	11%	12	12	12	1%	1.9	22.02
0354.HK	中国软件国际	89	16%	45	52	68	23%	2	3	4	49%	1.3	20.03
0521.HK	海航实业股	31	11%	3	3	2	-22%	-3	-2	0	-73%	18.84	-159.74
0818.HK	高阳科技	31	9%	12	12	17	20%	3	2	3	-10%	1.82	12.39
1883.HK	中信国际电	75	9%	65	70	69	3%	6	7	8	15%	1.09	9.9
0008.HK	电讯盈科	295	9%	263	329	343	14%	26	19	18	-16%	0.86	16.06
0992.HK	联想集团	495	9%	2,844	2,902	3,000	3%	51	-8	37	-15%	0.16	13.4
3969.HK	中国通号	453	8%	173	240	294	30%	20	25	30	22%	1.54	14.87
6869.HK	长飞光纤光	91	7%	57	67	81	19%	5	6	7	23%	1.13	13.04
0728.HK	中国电信	2,638	7%	3,244	3,312	3,523	4%	177	201	180	1%	0.75	14.65
0698.HK	通达集团	112	7%	38	51	71	37%	4	6	9	51%	1.59	12.51

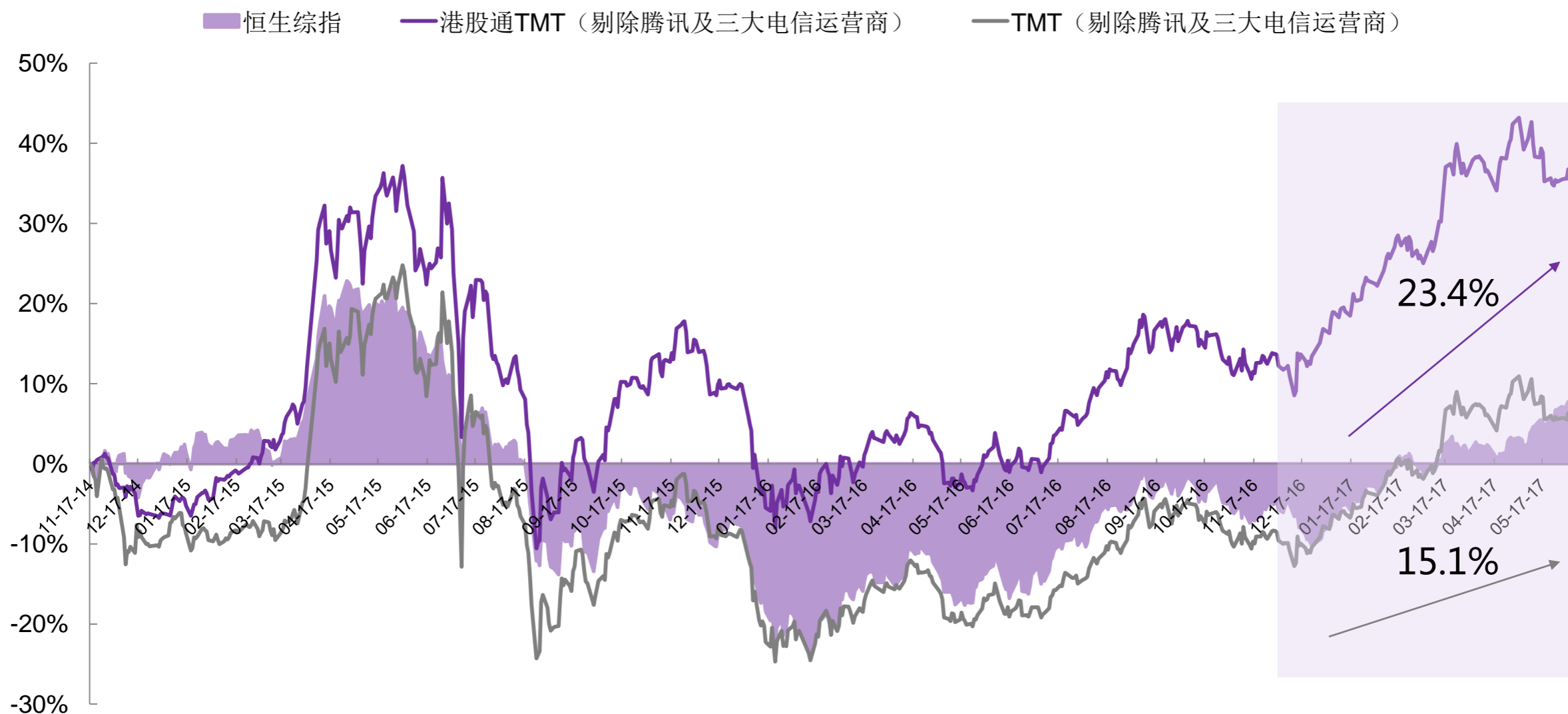
资料来源
wind

港股通标的占比高，南向资金持股量持续提升

港股通持股比例	2016/12/31	2017/1/31	2017/2/28	2017/3/31	2017/4/30	2017/5/31
腾讯控股	0.55%	0.63%	0.73%	0.91%	0.95%	1.06%
天鸽互动	0.17%	0.16%	0.37%	3.27%	2.39%	4.24%
IGG				7.26%	9.78%	10.46%
--	--	--	--	--	--	--
美图公司				1.47%	1.58%	1.80%
传媒娱乐均值	0.87%	0.87%	0.92%	2.17%	2.39%	2.83%
中国电信	2.04%	1.93%	2.23%	3.01%	3.13%	3.10%
--	--	--	--	--	--	--
中信国际电讯	0.07%	0.09%	0.14%	0.26%	0.25%	0.25%
电讯均值	0.51%	0.51%	0.59%	0.77%	0.76%	0.71%
比亚迪电子	2.59%	2.98%	3.23%	4.36%	4.70%	4.84%
通达集团	0.34%	0.84%	1.24%	2.25%	1.62%	1.91%
--	--	--	--	--	--	--
瑞声科技	0.50%	0.46%	0.85%	1.14%	1.39%	2.04%
舜宇光学科技	1.73%	1.38%	1.84%	2.02%	2.10%	2.63%
电子均值	1.69%	1.86%	2.13%	2.63%	2.74%	2.93%
金蝶国际	0.42%	0.71%	0.88%	2.94%	3.73%	4.17%
中国软件国际	2.82%	3.38%	4.42%	7.08%	7.52%	7.55%
中国航信	2.01%	2.34%	2.94%	3.38%	3.54%	4.31%
金山软件	4.55%	4.24%	4.62%	5.67%	5.70%	5.44%
软件均值	3.19%	3.31%	3.79%	5.02%	5.22%	5.37%

资料来源
wind

业绩优异及流动性改善，共同驱动TMT港股通标的显著优于整体



绝对收益率	港股通TMT	TMT	港股通TMT (剔除腾讯及三大运营商)	TMT (剔除腾讯及三大运营商)	恒生综合指数
沪港通开通至今	62.0%	28.3%	37.8%	7.0%	8.1%
深港通开通至今	27.5%	21.7%	23.4%	18.9%	15.1%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，截取时间为从2014-11-17至2017-06-07

电子硬件

摄像模组、指纹识别、声学升级仍是持久主题

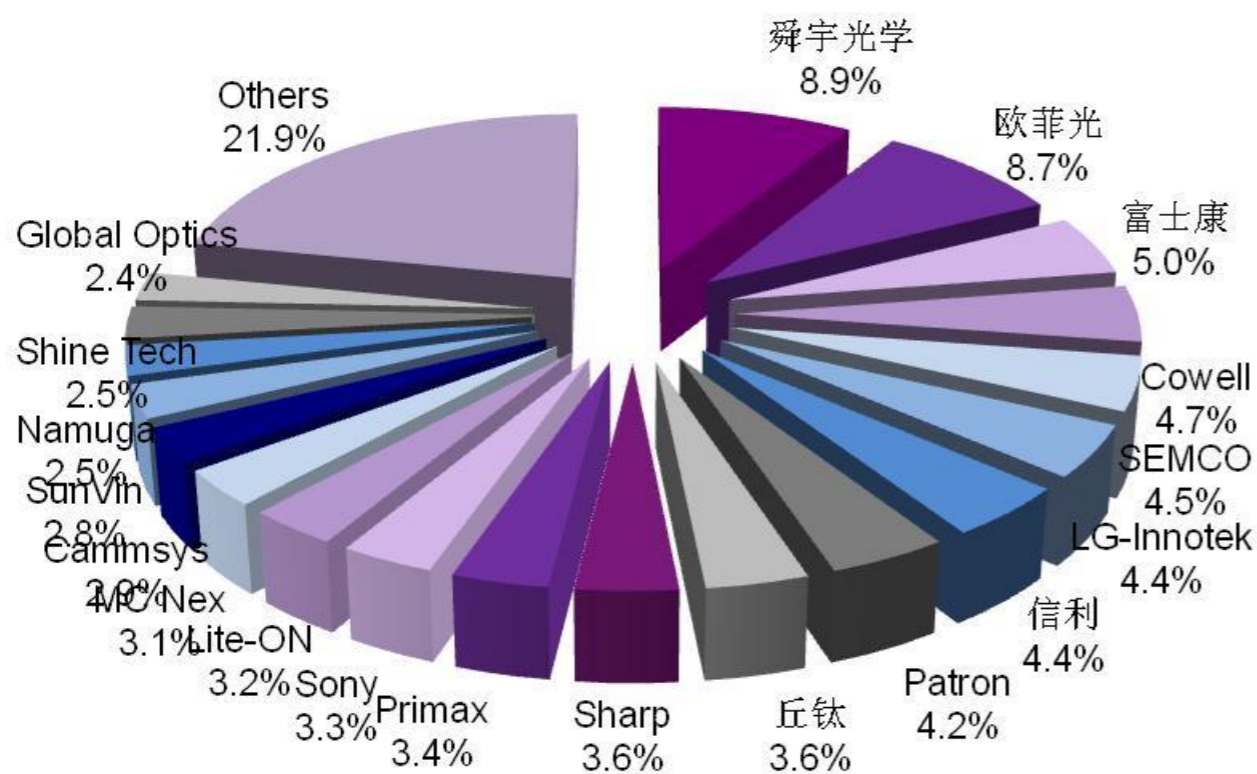
- 摄像模组：像素升级及双摄浪潮来袭，摄像模组厂商坐享结构优化
- 指纹模组：指纹模组仍处市场甜蜜期，丘钛实力演绎后来居上
- 声学器件：新一轮声学升级周期来临，ASP提升促龙头厂商重回健康成长



摄像头模组行业增速平稳，市场份额分散

市场规模：2015年中国摄像模组市场规模为356亿元，2018年中国摄像头模组市场规模将增至476亿元，年复合增长率为10.2%。2020年全球摄像头模组市场规模预计将达510亿美元。

2016年上半年全球摄像模组厂商份额



行业属性：

技术门槛较低，资本及人力密集型

竞争格局：

群雄逐鹿，集中度低，市场份额分散

产业链向大陆转移：

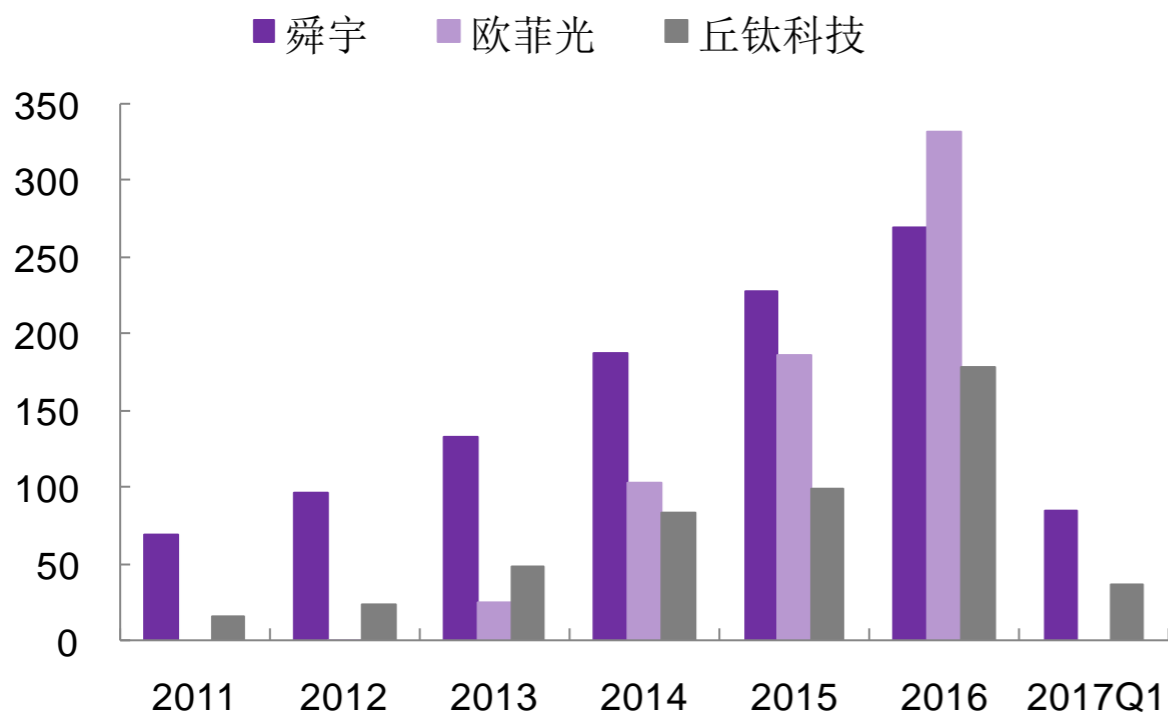
中国厂商舜宇、欧菲光、信利国际及丘钛均跻身前十，且正逐步挤占日韩厂商份额，市占率均有提升。

资料来源：赛迪顾问，Techno System Research

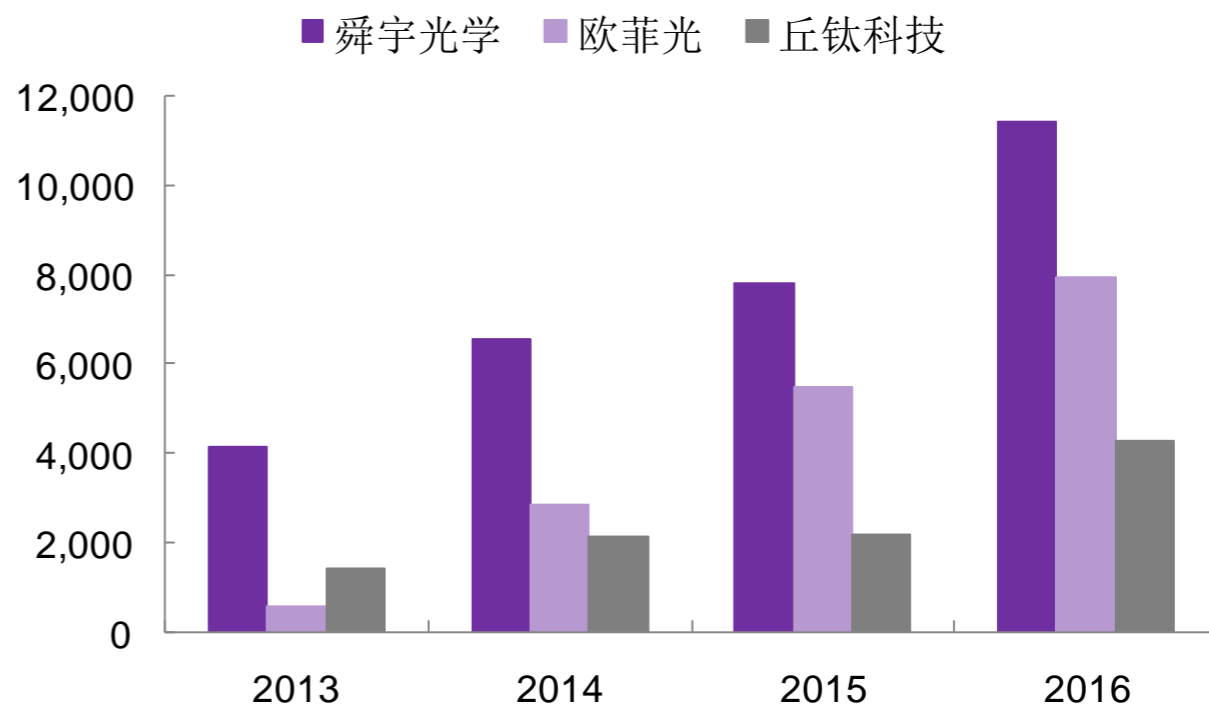
国产品牌手机表现强势，摄像模组厂业绩持续优化

下游国产手机品牌客户出货量的强势表现，以及像素升级趋势，市场份额正加速向龙头厂商靠拢。保障国产摄像模组厂商出货量持续增长。2016年舜宇、欧菲光及丘钛的摄像模组营收同比增速分别为46%、44%、94%，远高于中国摄像模组行业10%的增速。

各厂商历年摄像模组出货量对比（百万颗）



各厂商历年摄像模组营收对比（百万元人民币）



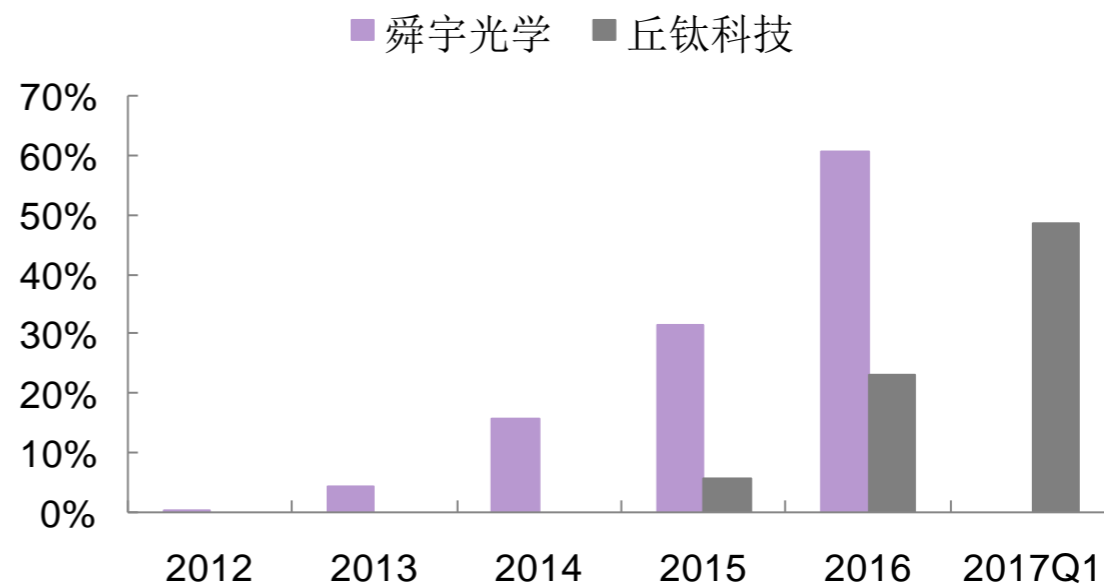
资料来源：各公司资料

像素升级浪潮推动，产品结构优化成为主流

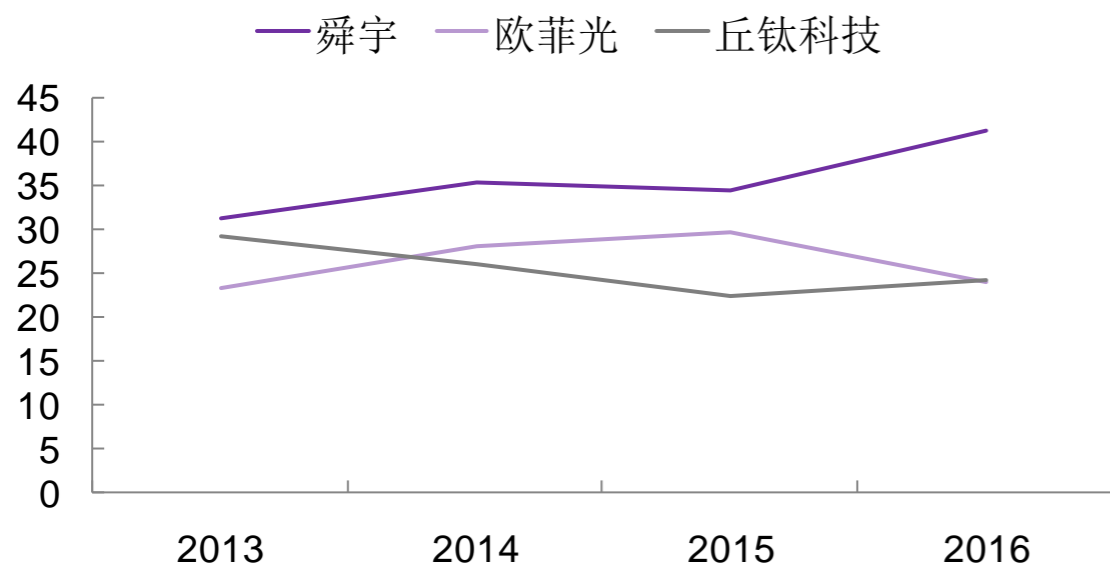
➤ 受益像素升级浪潮以及自身技术能力的提升，摄像模组厂商产品结构得以持续优化。

➤ 产品结构升级以及双摄占比的加大促使模组ASP提升，将驱动模组厂商毛利率改善，进一步改善业绩。

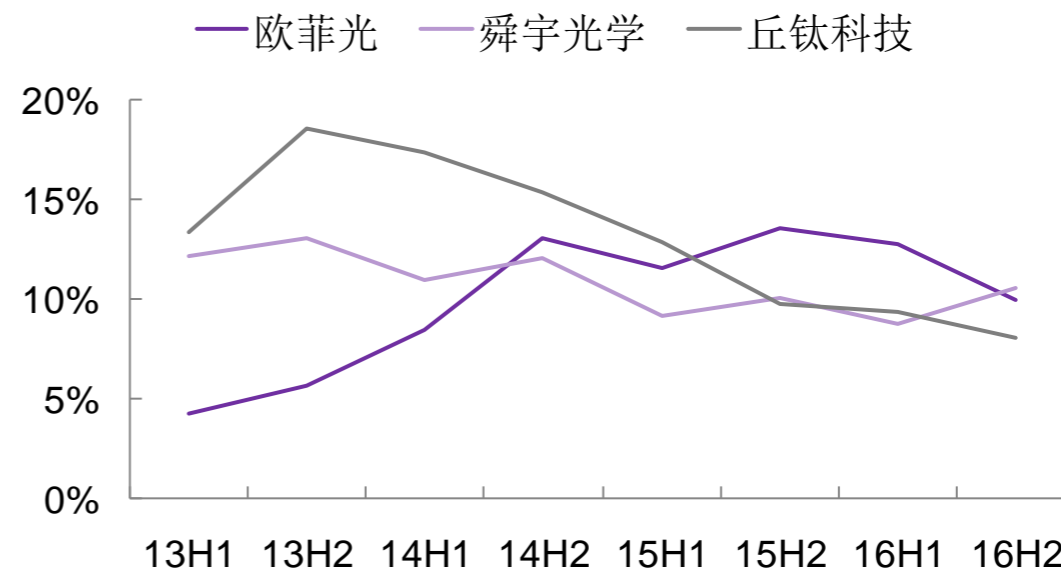
各厂商10MP以上摄像模组出货量占比



各厂商历年摄像模组ASP对比 (元人民币)



各厂商历年摄像模组业务毛利率对比



资料来源：公司资料

双摄抬高技术及资金壁垒，促进行业集中度提升

双摄对摄像头模组产业的影响之一：

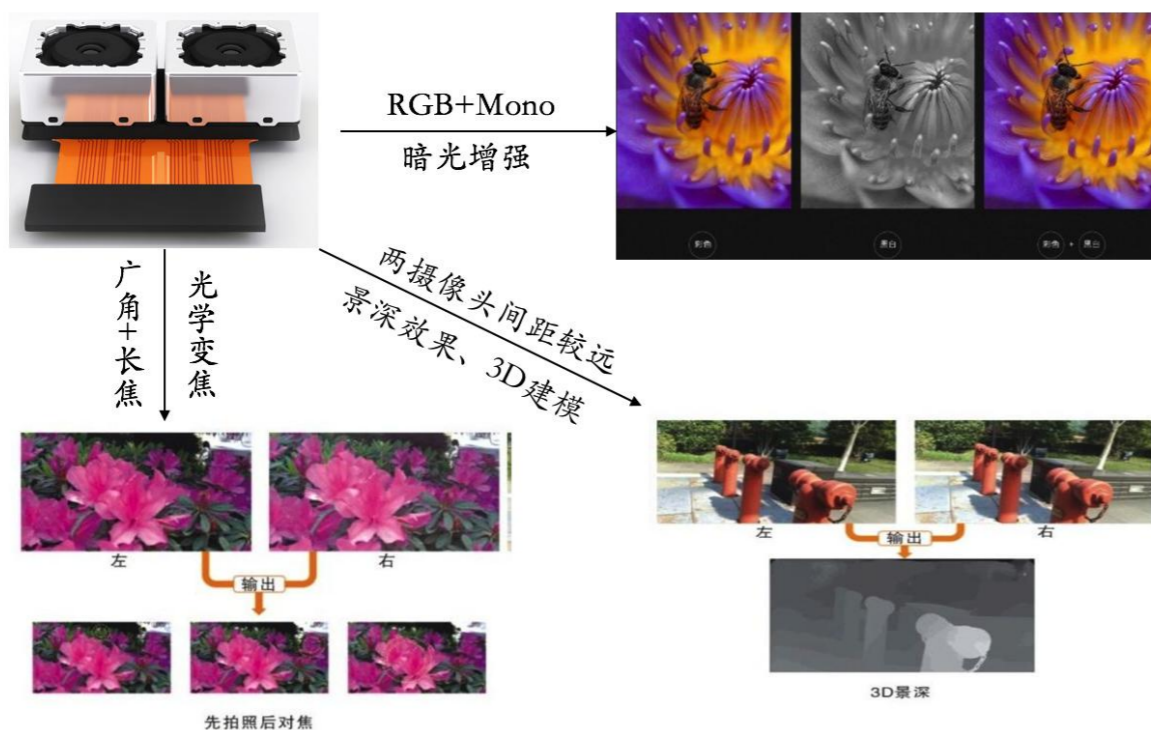
单摄模组环节门槛相对较低，导致行业集中度较低，价格战愈演愈烈，毛利率不甚理想。

攻克双摄技术的厂商可借此突围，享受ASP提升以及毛利率改善。

技术壁垒：磁干扰、加工公差、同轴度要求、良率

资金壁垒：姑且不计良率损失，1KK/M的产能需26台AA设备，总计需4000万RMB

双摄像头可实现暗光增强、光学变焦、3D建模等功能



一体式及分体式双摄模组生产工艺及产品性能对比

双摄模组	一体式	分体式
模组高度	高	低
抗跌落性	好	差
良率	低	高
生产成本	高	低
设计难度	低	高
物料成本	低	高
装配要求	高	低
AA制程	复杂	简单
不良是否可返修	否	是

资料来源：ASM

双摄模组产能紧俏，仍主要集中于龙头厂商

目前具备双摄模组能力的供应商包括LG、舜宇光学、光宝、丘钛科技、欧菲光等。

舜宇：国内业界首家能提供双摄模组，主要为华为高端机型供货，出货量处领先地位

丘钛：从红米Pro、cool1 dual 千元机入手，抢下vivo旗舰机X9双摄订单，堪称后起之秀

欧菲光：供货红米Pro、金立S9，技术布局相对滞后

双摄机型	上市时间	双摄镜头配置	双摄模组供应商
华为Mate 9	2016年11月	12MP RGB+20MP Mono	舜宇、光宝
vivo X9	2016年11月	8MP RGB+20MP RGB	丘钛
vivo Xplay6	2016年11月	5MP RGB+12MP RGB	舜宇
金立S9	2016年11月	5MP RGB+13MP RGB	欧菲光
iPhone 7 Plus	2016年9月	12MP广角+12MP长焦	LG
乐视 Cool1 dual	2016年8月	13MP RGB+13MP Mono	丘钛
360 Q5/Q5 Plus	2016年8月	13MP RGB+13MP Mono	丘钛
红米 Pro	2016年7月	5MP RGB+13MP RGB	丘钛、欧菲光
华为Honor 8	2016年7月	12MP RGB+12MP Mono	舜宇、光宝
华为Honor V8	2016年5月	12MP RGB+12MP Mono	舜宇、光宝
华为 P9/P9 Plus	2016年4月	12MP RGB+12MP Mono	舜宇、光宝

资料来源：公司资料

引入算法这一稀缺资源，加强研发以求先发制人

双摄对摄像头模组产业的影响之二：

双摄的应用将算法公司引入双摄像头产业链。双摄算法仍为稀缺资源，具备算法能力的模组厂商可形成产业链整合优势，提升产品工艺及良率水平。

模组厂商	算法布局
舜宇光学	100位人员专注于Smarteye算法的自主研发，以期成长为智能光学系统方案解决商；2014年投资以色列算法公司Mantis Vision形成业务合作关系
欧菲光	2017年与以色列算法公司Mantis Vision达成战略合作，推广3D摄像头
丘钛科技	关联公司的图像算法能力走在前列，是国内仅有的两家图像融合技术公司之一，另一家则是华为

丘钛算法实现的图像融合效果图



丘钛算法实现Depth Map功能



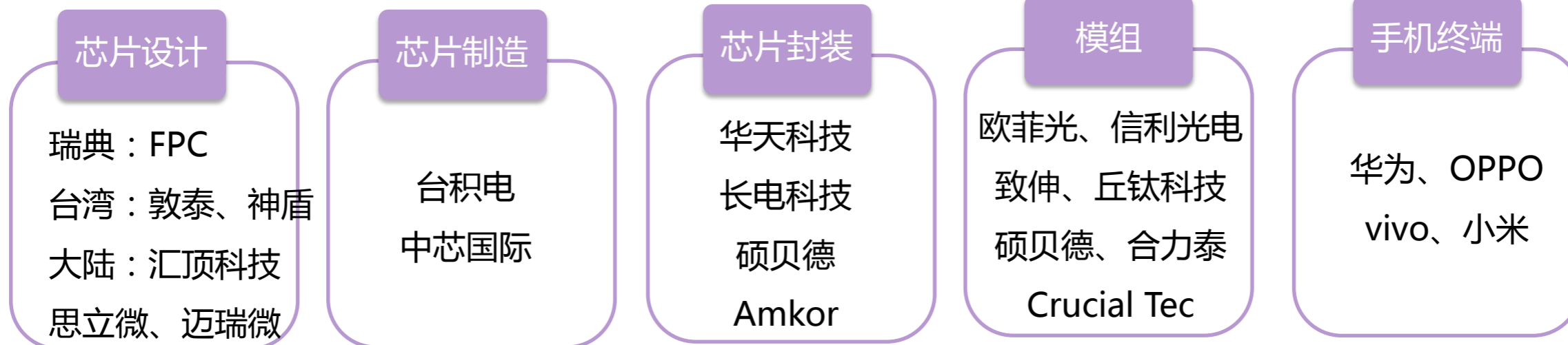
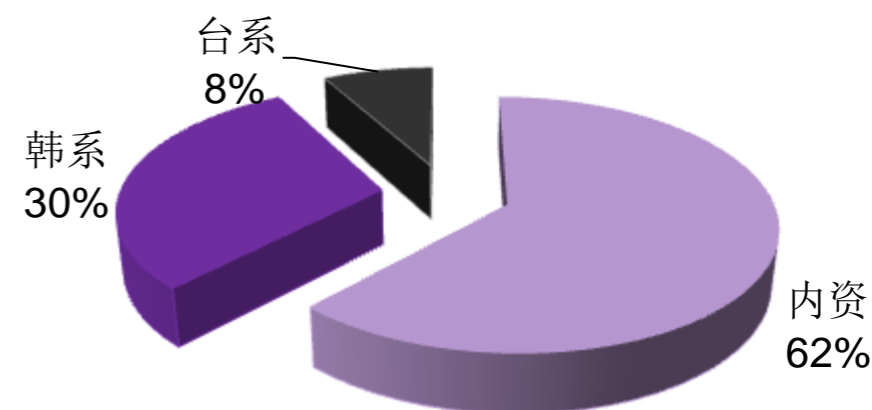
资料来源：公司资料

指纹识别模组渗透率进一步提高，仍为市场主流

2016年国内智能手机指纹识别跨越式发展，渗透率接近50%，出货量达5.04亿颗，Gartner预计2017年渗透率继续提高至85%，出货量达7.56亿颗，同比增速超50%。

产业链向大陆转移：国内指纹识别模组厂商依托国产手机品牌上扬以及产业链集聚优势强势崛起，2016年市占率高达62%。韩系厂商承受正面冲击，市占率降至30%。

全球安卓市场各地区指纹模组厂商市占率

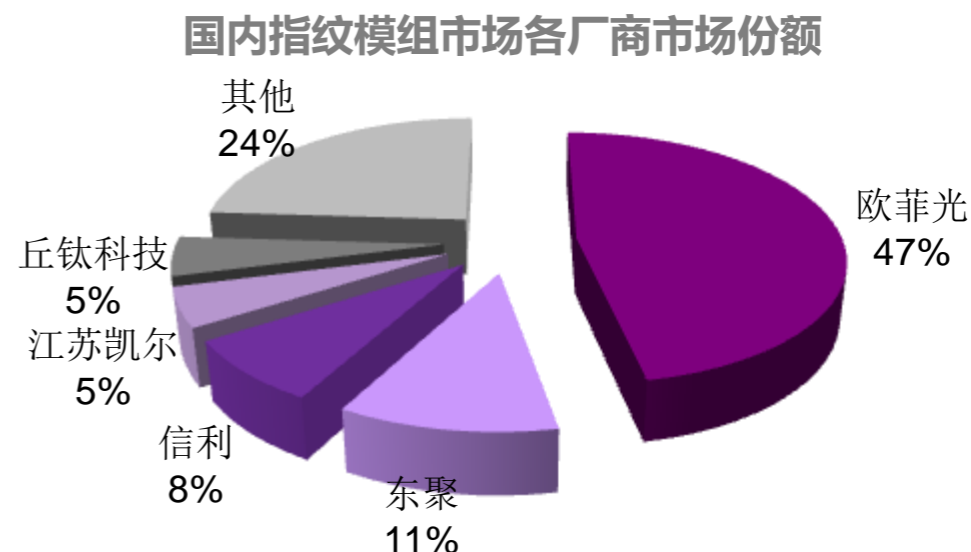


资料来源：Gartner，旭日大数据

指纹识别模组供应链集中度高，欧菲光一家独大

竞争格局：

目前国内指纹识别模组市场呈现欧菲光一家独大的局面，2016年市占率达47%；东聚及信利分占11%、8%；凯尔及丘钛皆占据5%



上下游供应关系：

原华为、小米等手机基本形成欧菲光与Crucial Tec的稳定搭配，而今东聚、丘钛逐渐进入其供应商体系，分薄Crucial Tec的业务订单

目前HOV等主流品牌优先选择欧菲光为主力供应商，同时搭配Crucial、丘钛、东聚、信利、凯尔等模组厂作为第二及第三供应商

国内前十大手机品牌商指纹模组供应商

手机品牌	指纹识别模组供应商
华为	欧菲光、Crucial、丘钛科技、东聚
OPPO	欧菲光、丘钛科技、东聚
vivo	欧菲光、丘钛科技、信利
小米	欧菲光、Crucial、丘钛科技、东聚
魅族	欧菲光、信利、江苏凯尔
联想	欧菲光、Crucial、东聚、Partron
中兴	欧菲光、江苏凯尔、合力泰
乐视	欧菲光、信利、东聚、江苏凯尔
酷派	欧菲光、深越、业际
金立	欧菲光、信利、Crucial

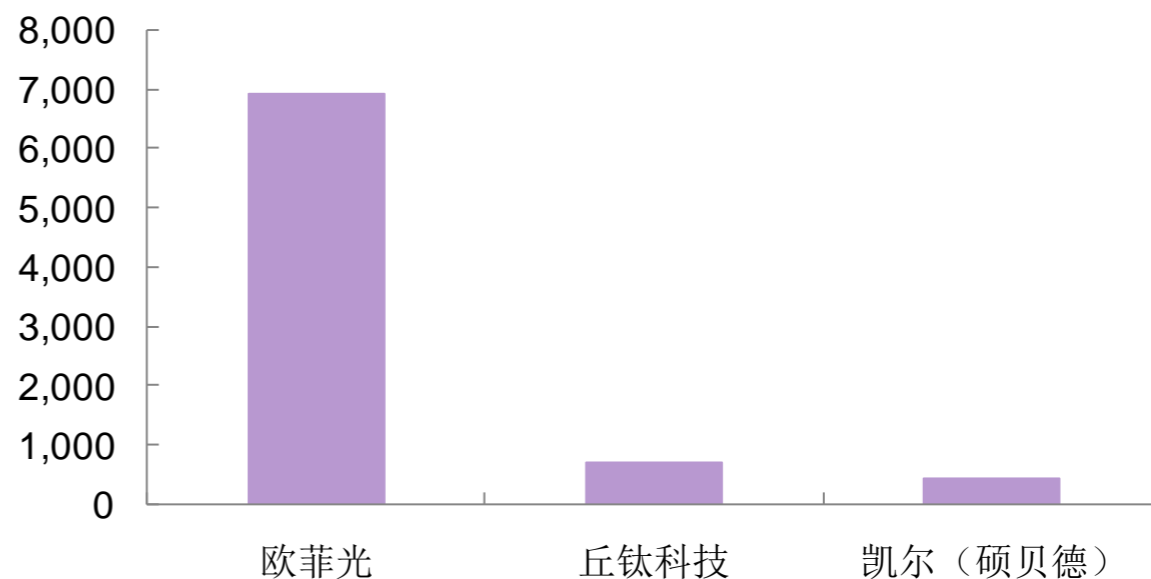
资料来源：
旭日大数据

丘钛成长最快，与行业龙头差距继续缩减

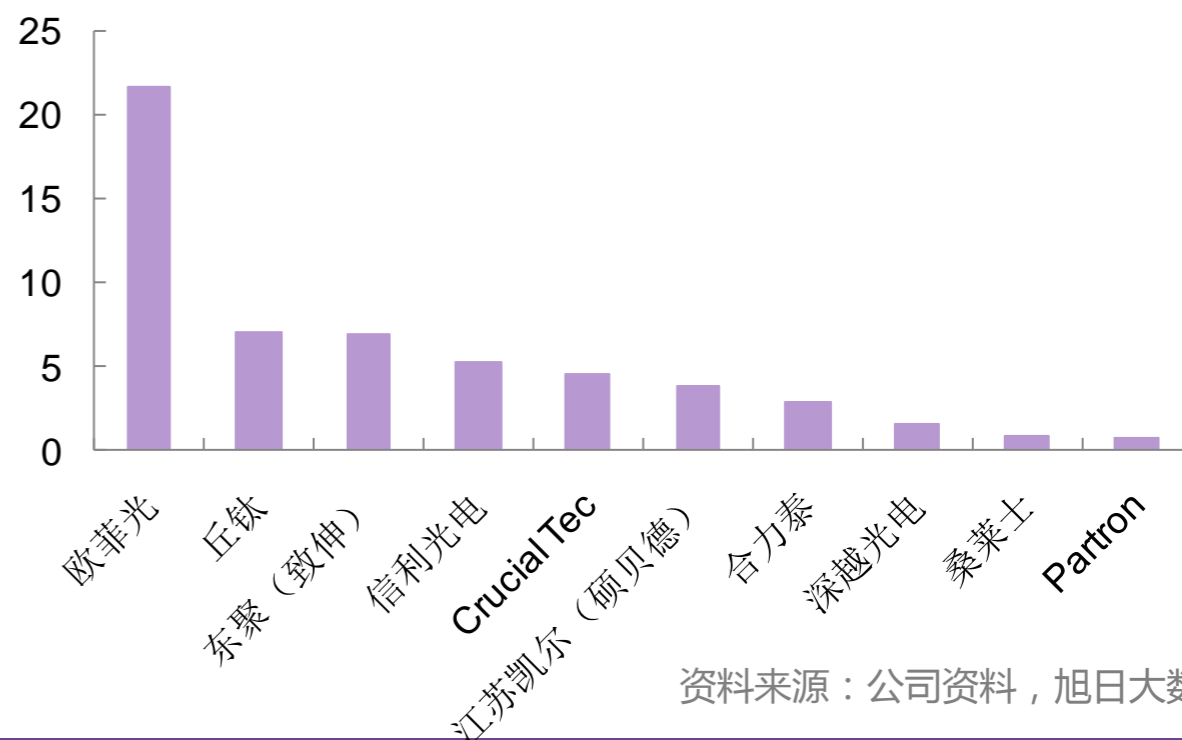
- **出货量**：丘钛后来居上，2016年11月跃居出货量第二位，为欧菲光的32%
- **营业收入**：2016年丘钛指纹模组营收达7.2亿元，2015年营收仅为1.5万，实现从0到1的飞跃
- **产能**：丘钛2016年底产能为10KK，为欧菲光的35%，2017年预计扩产至15KK以上

依托优质的客户资源及丰富的模组制造经验，丘钛与欧菲光的差距有望继续缩减

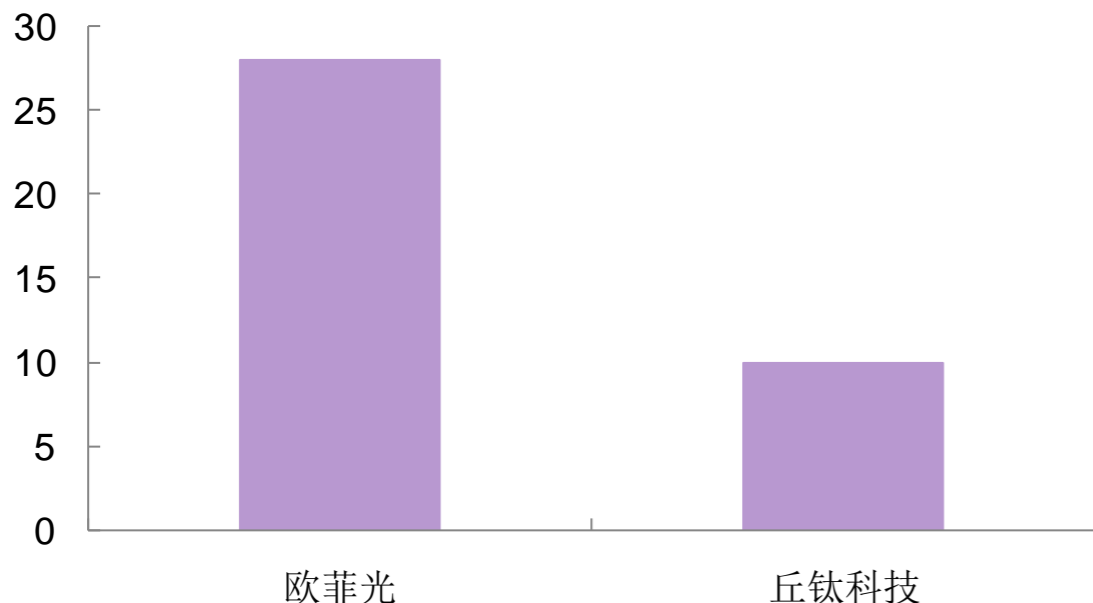
各厂商2016年指纹模组营收对比（百万元人民币）



各厂商2016年11月指纹模组出货量对比（百万颗）

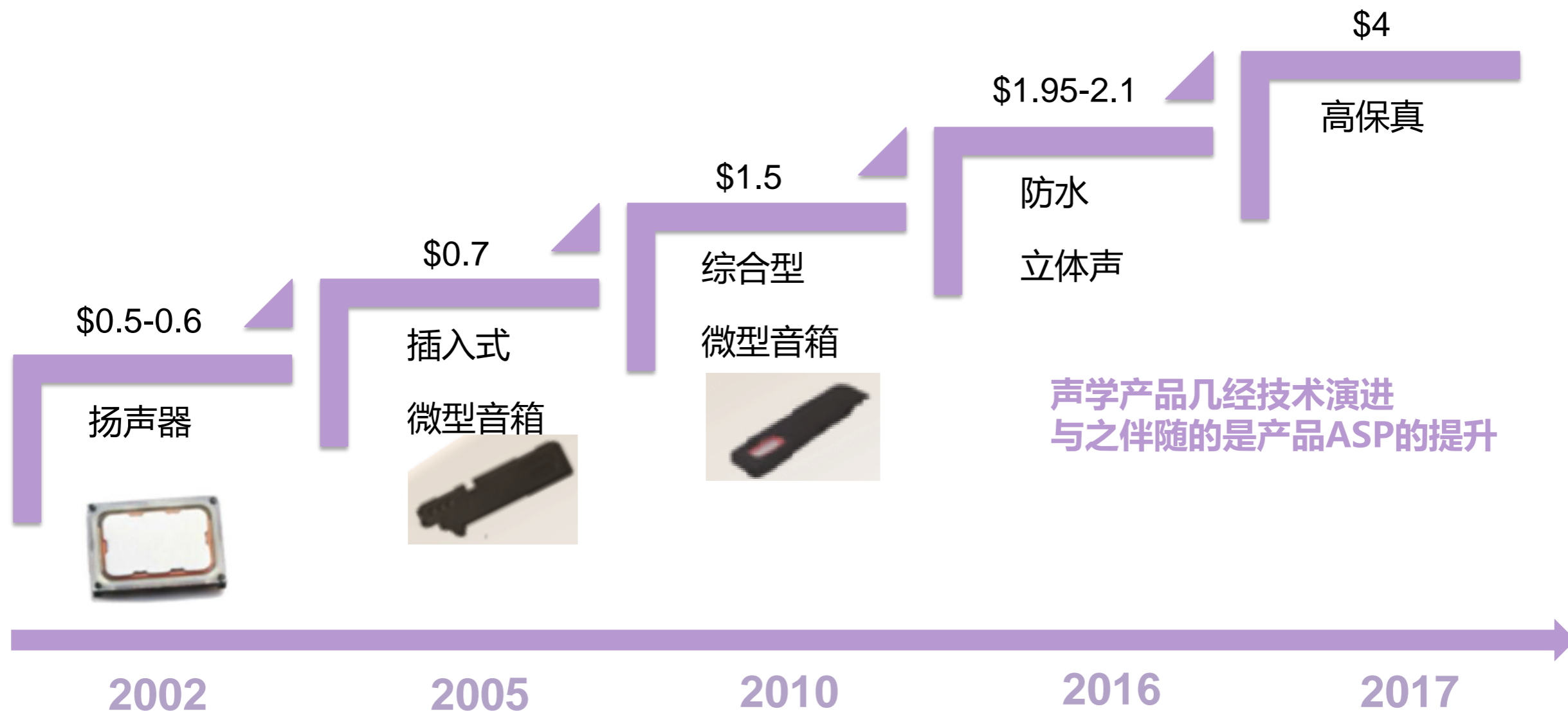


欧菲光与丘钛2016年底产能对比（KK/月）



资料来源：公司资料，旭日大数据

新型声学升级频频面世，声学器件商ASP提升可观



微型音箱正逐步替代扬声器，在中国智能手机市场渗透率已由2015年的10%提升至2016H1的30-40%，高端机型已大多采用微型音箱，但在中低端市场仍渗透不足

随着中国安卓市场微型音箱渗透率的提升以及国际大客户、安卓市场音箱的持续升级，声学器件供应商将继续享受ASP的可观提升

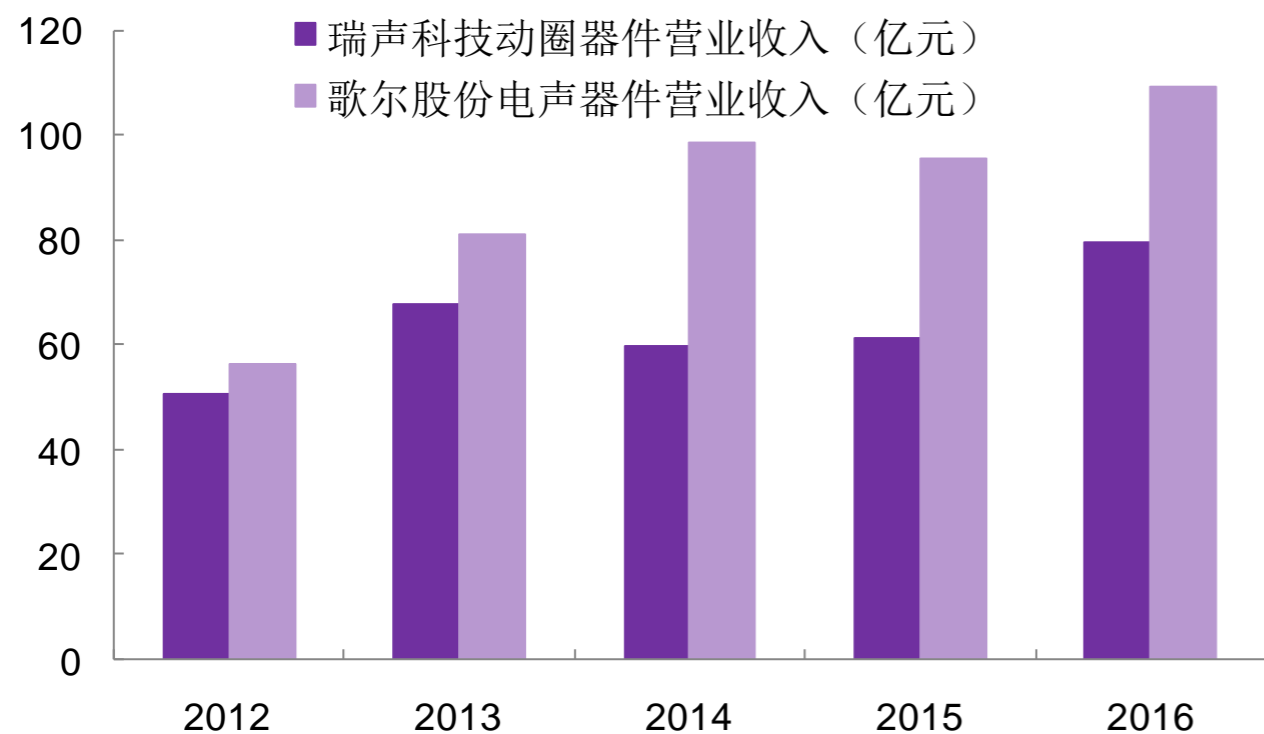
资料来源：公司资料，光大证券研究所预测

新一轮声学升级周期来临，龙头厂商重回健康增长轨道

营业收入

2014-2015年间因智能手机出货量增速放缓，声学器件未有突破性创新，声学两大龙头厂商瑞声、歌尔的声学业务营收增速均见回落；2016年新一轮声学升级周期来临，瑞声与歌尔的声学业务营收均重回健康增长轨道，同比增长率分别为29.4%、14.5%。

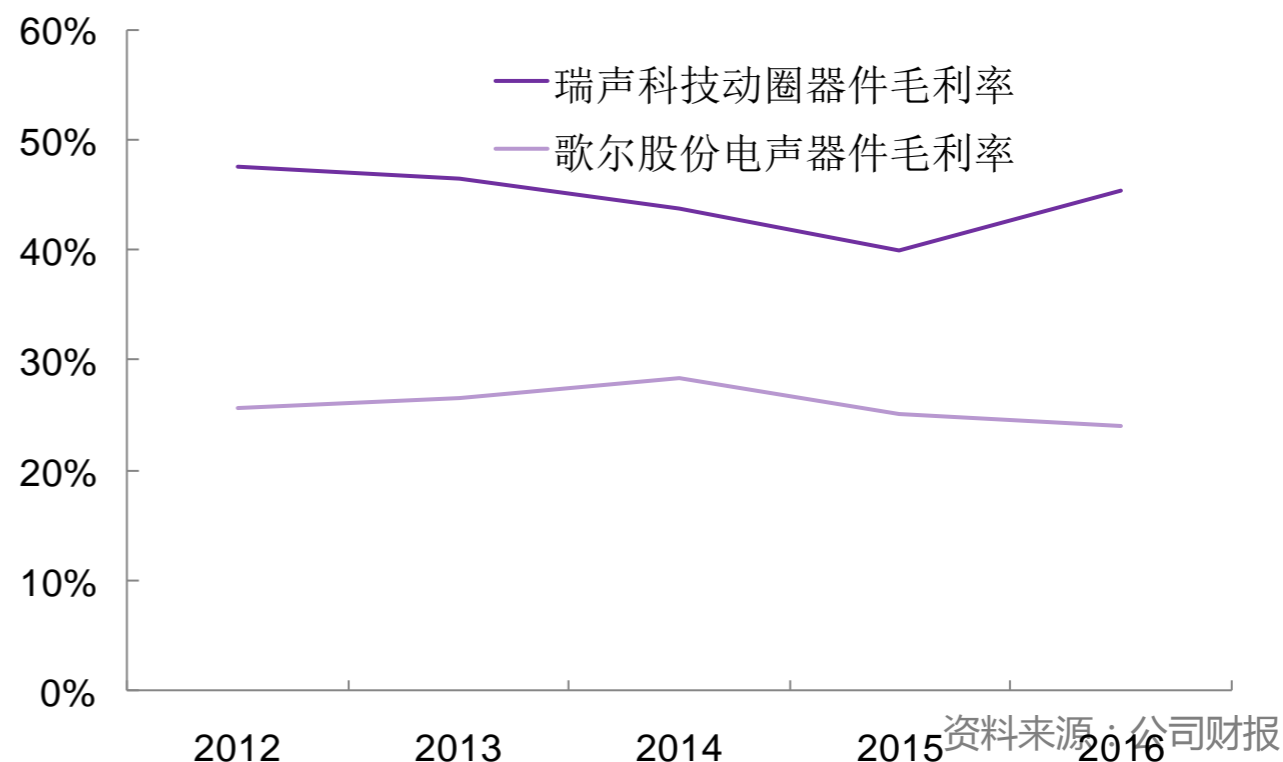
瑞声动圈器件与歌尔电声器件营收对比



毛利率

2012-2015年间瑞声动圈器件毛利率逐年略有下降，2016年受益于声学升级所带来的ASP提升，毛利率迅速回升至45%；歌尔电声业务除扬声器外还包含MEMS麦克风、耳机等毛利率较低产品，电声业务毛利率相对较低且技术更新较慢，毛利率略降至24%。

瑞声动圈器件与歌尔电声器件毛利率对比



资料来源：公司财报

软件网络及系统集成

企业ERP需求加速释放，云端迁移增势强劲

- 中国企业管理软件需求加速释放，ERP国产化替代空间大
- 中国企业云端迁移需求强劲，SaaS市场发展空间巨大
- SaaS市场长尾效应明显，细分领域龙头增速显著

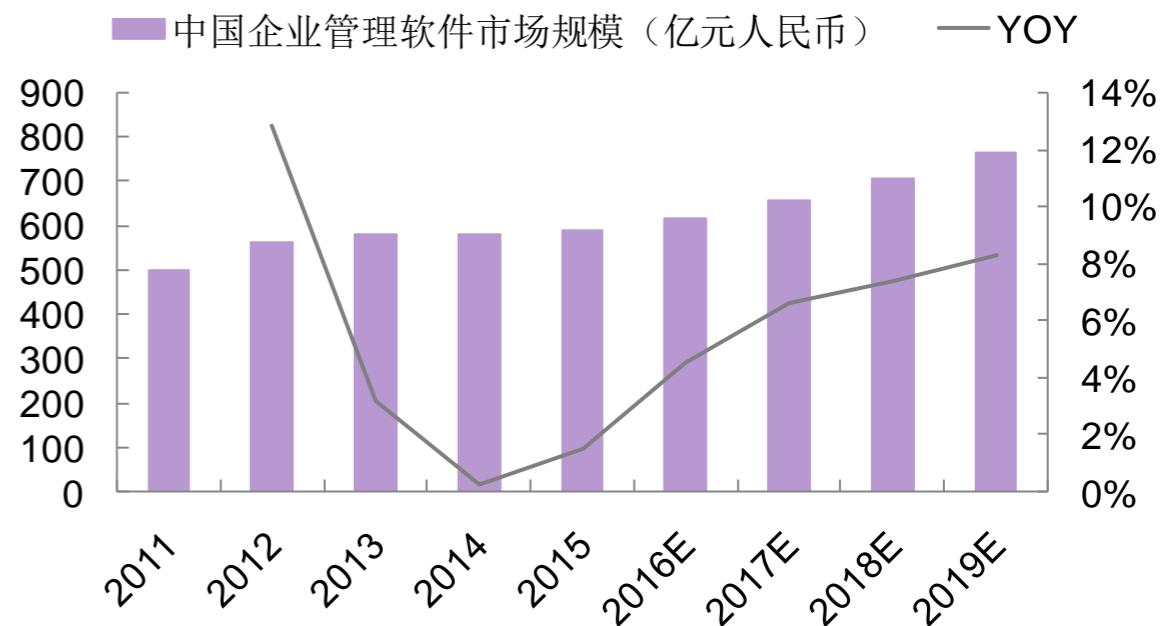


中国企业管理软件需求加速释放，ERP国产化替代空间大

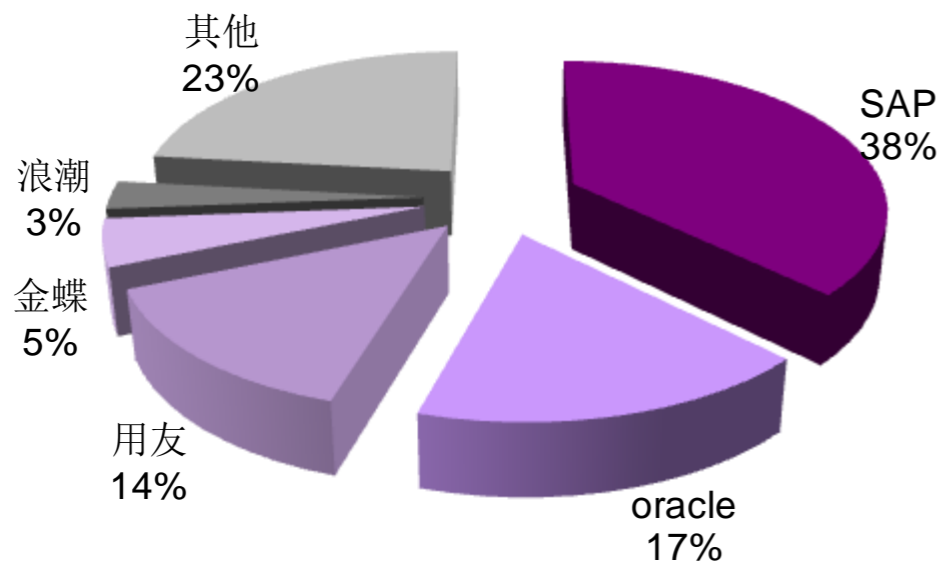
中国企业管理软件市场需求加速释放：经济增长放缓及人口红利的削弱倒逼企业加强管理信息化，中国管理软件市场规模未来三年CAGR达7.4%

ERP软件国产化替代空间大，尤其是大型企业：就中小企业市场而言，金蝶、用友以及浪潮三家国产龙头份额为41%。由于大型企业大多采用进口软件，进一步拉低整体国产化率，三者合并份额仅为22%

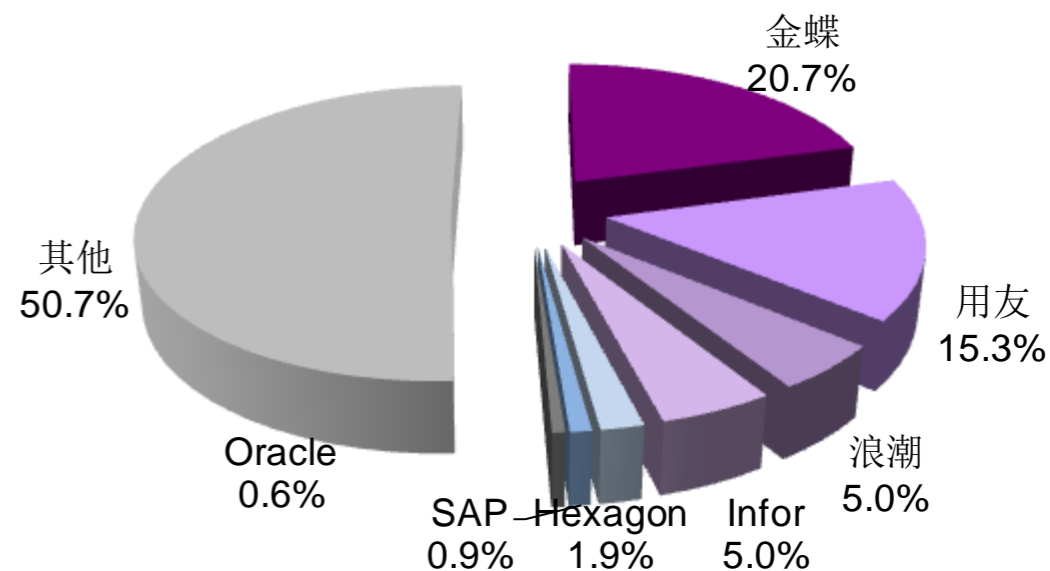
中国企业管理软件市场规模及同比增速



2014年中国整体ERP市场竞争格局



2015H2中国中小企业ERP市场竞争格局



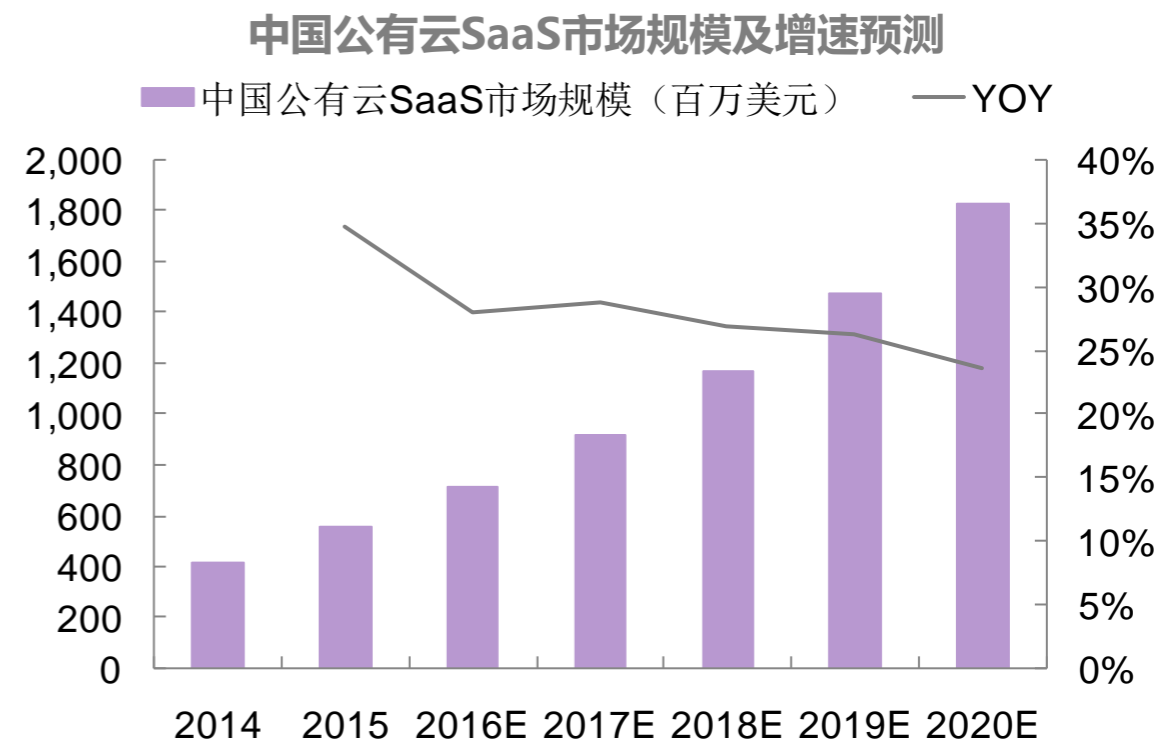
资料来源：IDC、计世资讯、智研咨询

中国企业云端迁移需求强劲，SaaS市场发展空间巨大

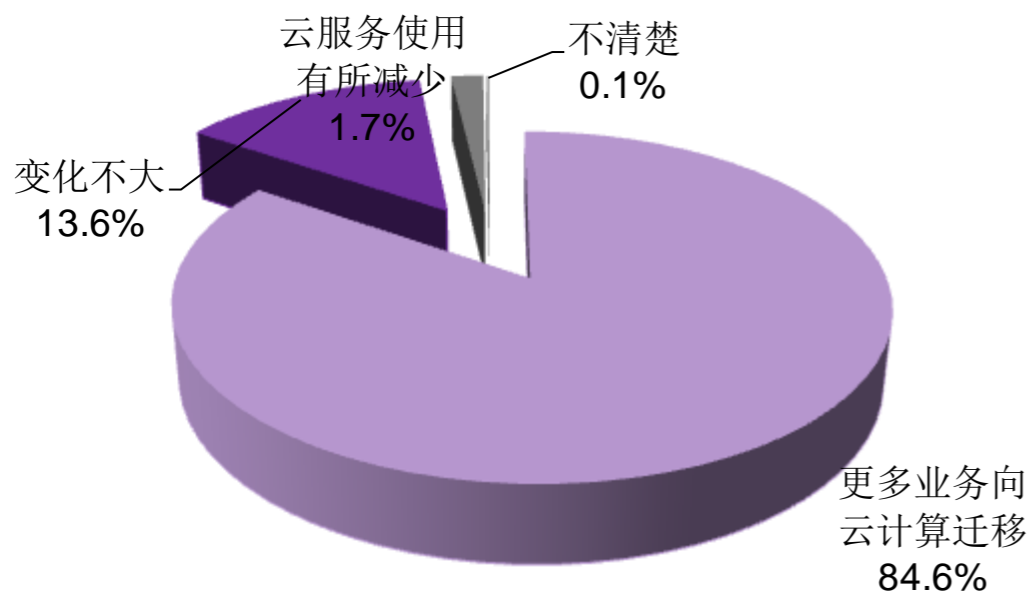
全球市场规模：2016Q4全球企业SaaS市场规模达130亿美元，YOY32%。其中，**ERP和资源协作领域增长最快。**

中国市场规模：2015年中国公有云SaaS市场规模仅为5.6亿美元，YOY35%，**未来三年增速均超25%。**

中国企业用户向云迁移的需求强劲：84.6%中国企业表示未来更多业务向公有云迁移；67%中国企业表示未来一年有更多应用迁移至私有云



中国企业用户对采用公有云服务的态度



中国企业用户对采用私有云服务的态度



资料来源：IDC, Synergy, 信通院

SaaS市场长尾效应明显，细分领域龙头增速显著

中国SaaS市场分散，长尾效应明显：SaaS层服务最贴近用户；加之中国软件业缺乏巨头、产品开放性问题，导致中国SaaS市场集中度较低。互联网公司产品阿里钉钉客户数量最多，转型软件企业金蝶云业务营收最大，但仍远不能覆盖SaaS层全部业务，小企业长尾明显，且仍有大量初创企业涌现

中国SaaS市场竞争格局

SaaS市场参与者	描述	举例
传统软件商	以在软件行业深耕多年的上市公司为主，普遍在向云服务转型，主要结合自身现有业务进行广泛布局	金蝶、用友
初创企业	人员规模大多不过百，销售和技术人员为主。切入通用领域（OA/CRM/HRM）居多，垂直细分领域普遍未形成明显规模。普遍面向中小企业客户，形成规模收入的并不多。	销售易、八百客
互联网巨头	BAT为代表，实力雄厚投入大，可能是未来行业并购主要发动者。	阿里钉钉

ERP转型企业金蝶与用友云业务发展现状对比

	2016年云业务营收	同比增速	客户数	具体客户
金蝶国际	3.4亿元	103%	付费客户数：云ERP 2500家；精斗云85000家；管易云5000家	可口可乐、华为、腾讯、万科、捷豹路虎等
用友网络	1.16亿元	34.4%	总客户数：298万家	滴滴、美团网、南孚电池等

资料来源：京东众筹研究院，公司资料

娱乐传媒

流量净值时代几近结束，强者恒强聚焦龙头

- 游戏市场规模及未来增速预测
- 市场增速放缓，该如何选股？

2016年游戏行业回顾：增速逐渐放缓

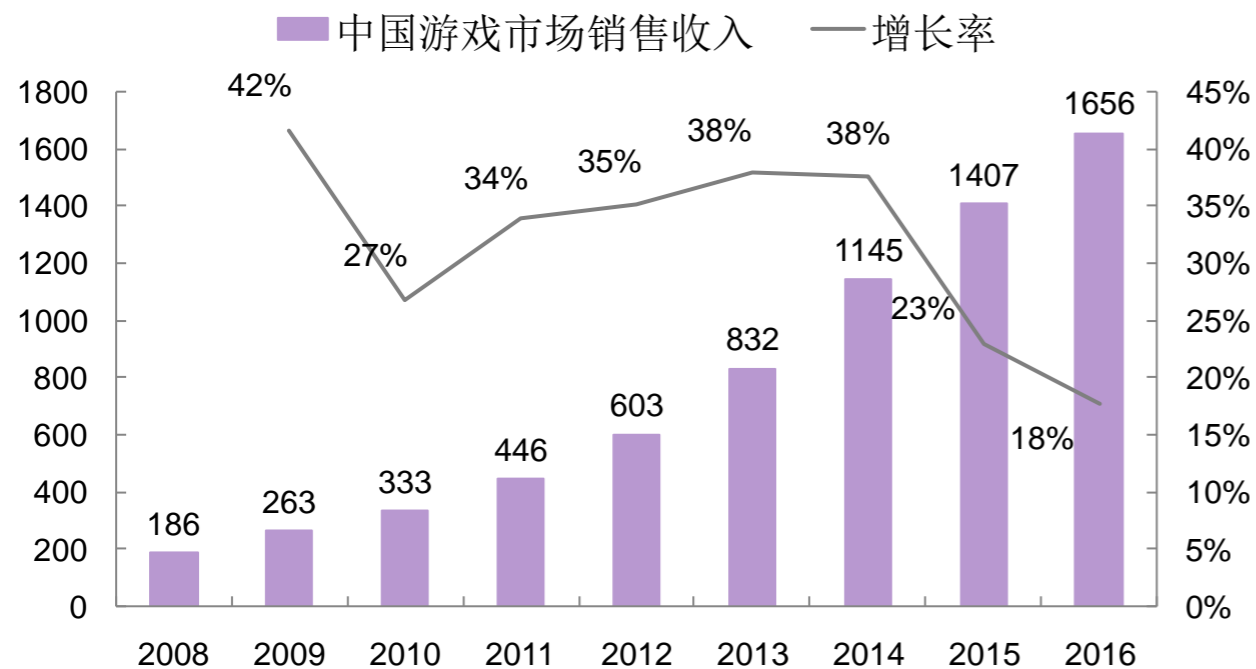
➤ 2016年游戏行业规模1656亿元，同比增长18%，较过去两年显著下降。2016年游戏用户规模达到5.66亿，同比增长6.0%，游戏用户人口红利接近尾声

➤ 2017年预计我国游戏行业增速为12-13%。主要由于：

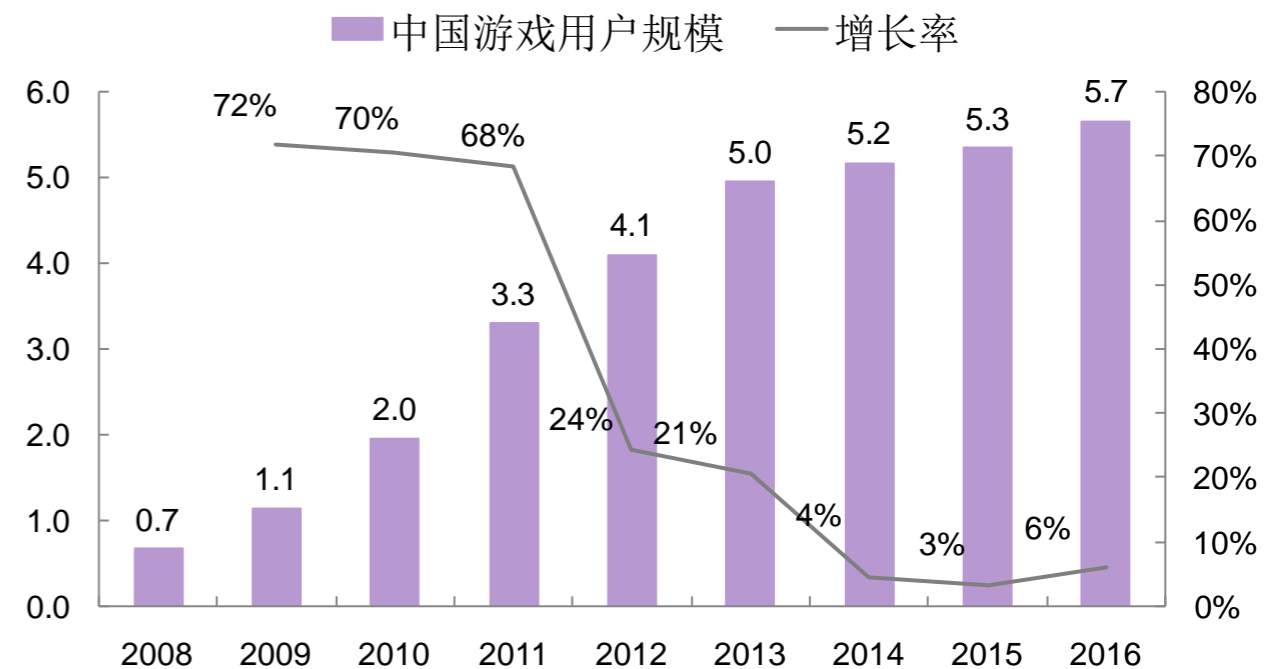
1) 自2015年，端游行业进入存量博弈阶段

2) 2017年，手游行业增速显著放缓

2008-2016年中国网络游戏市场规模（亿元人民币）



中国网络游戏用户规模（亿人）



资料来源：《2016年中国游戏产业报告》

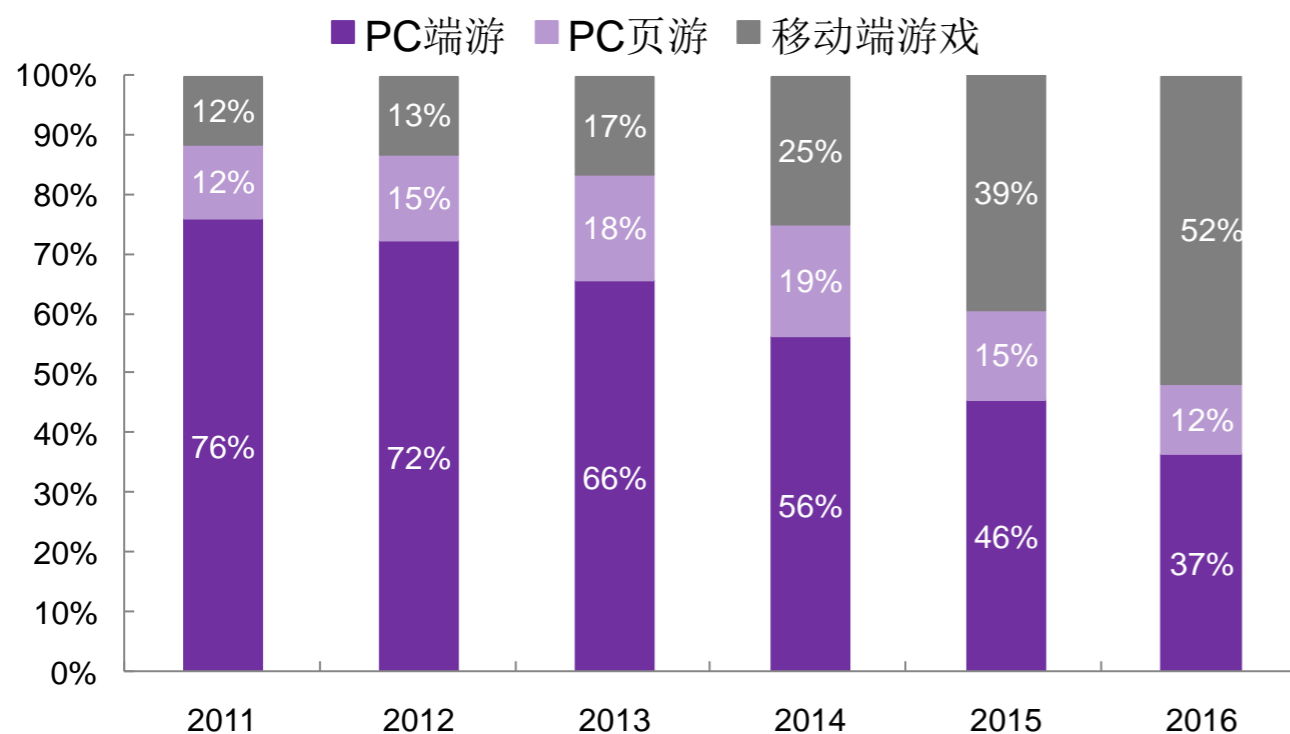
17年预计我国游戏行业增速为12-13%

2016年移动游戏市场规模819亿，同比增长59.2%，市占率52%，成为中国市场份额最大、增速最快的细分市场，也成为助推网络游戏行业增长的关键动力。

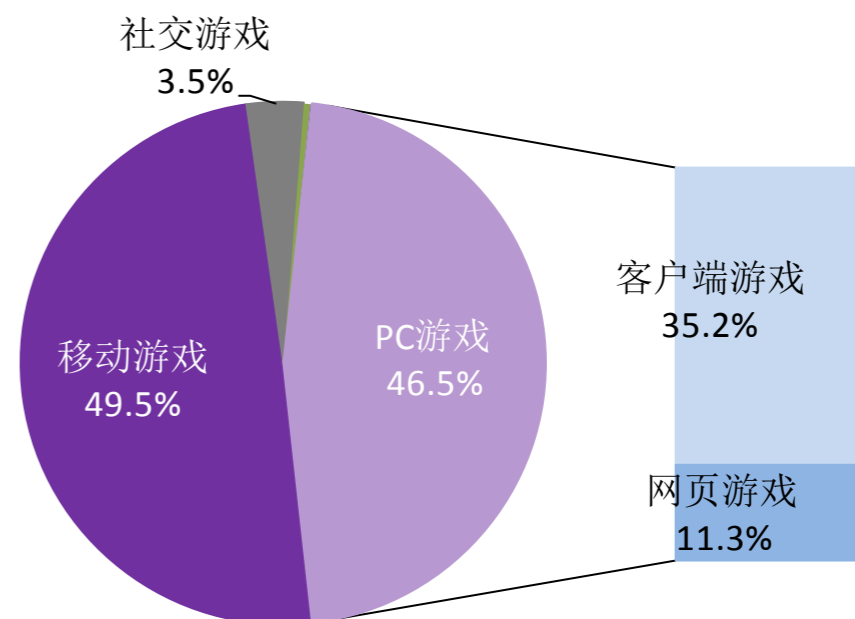
1) 端游市场进入存量博弈：端游自2015年开始进入存量博弈的阶段。一方面受到手游市场迅速发展的冲击，另一方面近几年游戏研发力量向手游转移，重量级大作较少。

2) 17年手游市场规模增速将显著放缓：移动游戏用户人口红利及付费率增长空间见顶。预计增速会由2016年的59.2%降低至20-30%。

2011-2016年中国网络游戏市场规模结构



2016年中国网络游戏市场结构



资料来源：iresearch, 《2016年中国游戏产业报告》

市场增速放缓，重点关注龙头及特色型个股

手游整体增速显著放缓，我们建议从3个角度进行考虑：

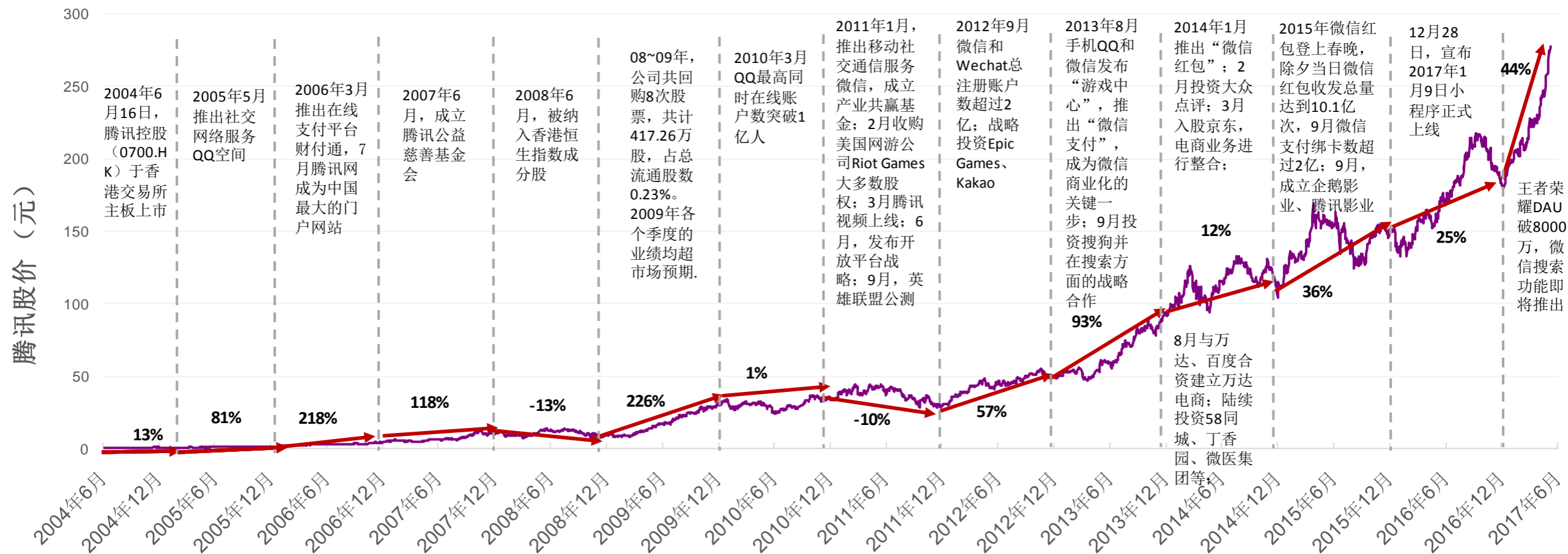
1) 游戏龙头：腾讯-700.HK、网易-NTES.US

2) 手游出海股：IGG-799.HK

3) 中小游戏公司，关注IP改编带来的爆发性增长（金山软件-3888.HK、网龙-777.HK），及细分游戏龙头（联众-6899.HK）

腾讯(0700.HK)：中国最大流量平台，坚定看好网络广告增速反弹

- 核心推荐逻辑：1) 网络广告未来的增速反弹。
2) 2017年看好云计算的增长。
3) 生态圈及关系链的膨胀。



资料来源：Bloomberg，截取时间为从2004-06-16至2017-06-07

重点推荐个股

- 腾讯(0700.HK)：中国最大流量平台，坚定看好网络广告增速反弹
- 舜宇光学(2382.HK)：模组镜头业务高成长，布局车载VR享估值溢价
- 瑞声科技(2018.HK)：苹果安卓齐发力，量价齐升正当时
- 丘钛科技(1478.HK)：高端像素产品成功突围，指纹模组地位持续巩固
- 中国软件国际(354.HK)：面朝百亿营收继续迈进，技术能力升级走向国际
- IGG(799.HK)：双擎驱动，业绩站上新高点
- 金蝶国际 (268.HK)：传统ERP增长稳健，转型云服务持续领跑

腾讯(0700.HK)：中国最大流量平台，坚定看好网络广告增速反弹

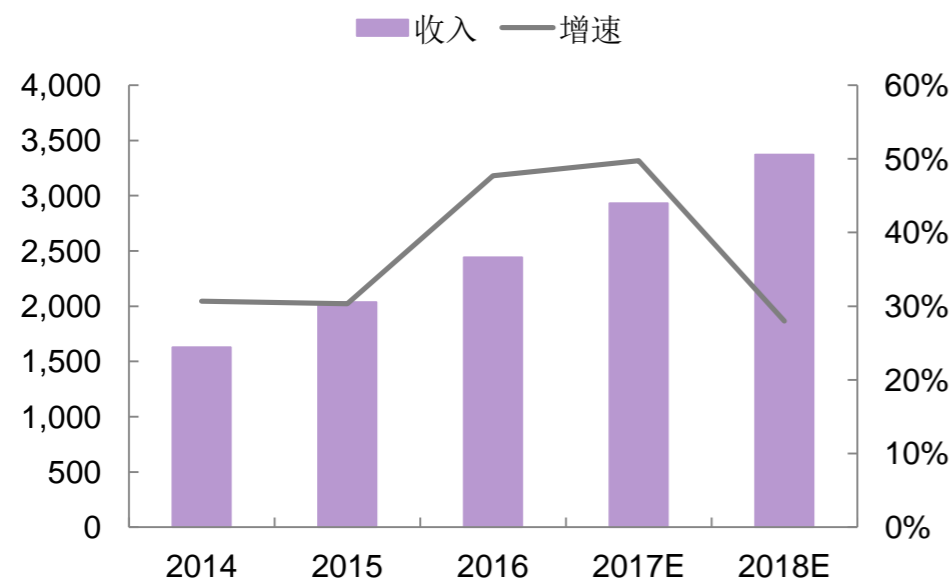
目标价298.7元港币，“买入”评级

1、中国最大的网络游戏运营商，市占率超43%：2016年游戏收入708亿元，同比增长25%，市场份额的由2011的29.4%提升至16年43%。中国游戏行业存在马太效应，目前市场的游戏知识产权、发行及渠道都在不断集中，预计会形成寡头垄断的局面，而公司作为游戏龙头，将是最大受益者。整体端游市场增速乏力，但手游行业仍保持较快增长。其中精品手游《王者荣耀》异常火爆，预计今年将贡献270亿流水。预计公司2016~2018整体游戏收入CAGR为20%。

2、持续看好网络广告业务：公司社交领域拥有无可撼动的地位，1Q17微信MAU同比增长23%至9.38亿。而16年公司网络广告业务增速线性放缓至4Q16的45%，我们认为主要是品牌广告向效果广告的切换，以在MAU及用户时长都保持在高位的情况下，变现只是时间问题。2016年FB网络广告ARPU为12.98USD，而腾讯广告业务arpu仅为4.19USD。借鉴Facebook发展历程，我们认为网络广告增速将会继续反弹及受变现试错的阶段性影响。。

3、核心战略：“连接一切”走“开源”路线，放大公司流量价值：以自身为连接器，放大中国第一流量航母价值，成长空间无限巨大。阅文集团-网络文学大平台；微信、QQ-人与人连接平台；小程序-O2O超级连通器；游戏、应用宝-游戏大平台。

收入稳定高速增长（单位：亿元人民币）



业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入 (亿元人民币)	789	1,029	1,519	2,303	2,956
营业收入增长率	30.7%	30.3%	47.7%	51.6%	28.3%
净利润 (亿元人民币)	239	291	414	640	812
净利润增长率	53.6%	21.0%	42.7%	55.7%	26.9%
EPS (人民币元)	2.58	3.10	4.38	6.76	8.58
EPS (港元)	2.91	3.50	4.95	7.64	9.69
ROE (归属母公司)	29.0%	23.6%	25.8%	29.6%	28.2%
P/E	89.03	74.10	52.47	33.98	26.78

风险提示：

- 1、政策风险；
- 2、业绩不达标

资料来源：公司资料、光大证券研究所预测

舜宇光学(2382.HK)：模组镜头业务高成长，布局车载VR享估值溢价

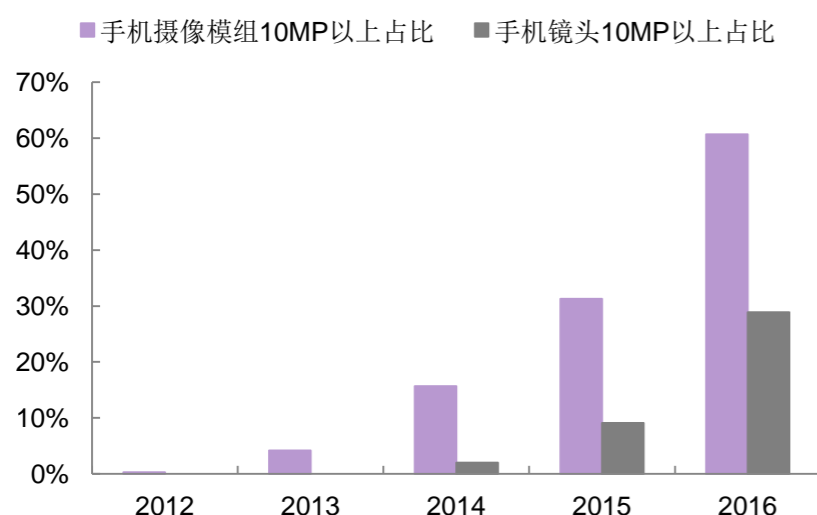
目标价85.20元港币，“买入”评级

1、模组业务迎来价量提升，1Q17迎来爆发式增长：受益于国产手机需求放大和双摄潮流的越加明确以及公司自身产品结构的改善，公司主要业务手机照相模组在2016年迎来价量提升，营收同比增长42%，收入占比进一步提升至约76%。具体来看，公司手机照相模组10MP产品占比从2015年的31.3%飞跃至2016年60.7%，由此带来ASP从34.2到41.2左右20%的提升。进入2017年后，公司该业务发展势头更加强势，1Q17出货量同比增长94%，奠定今年高成长基础。

2、手机镜头行业地位进一步提升，未来发展可期：双摄潮流使得手机镜头需求大增，考虑到行业龙头大力扩产能紧张，且首要满足苹果需求，其他手机品牌倾向于选择第二供货商以防范供货不足风险。因此舜宇作为手机镜头行业全球市占第二必然因此受惠，且舜宇为少数能供应双摄镜头厂商，市场优势明显。具体来看，公司手机镜头10MP产品占比从2015年的9.1%飞跃至2016年28.9%，进入2017年后，公司该业务同样发展迅猛，1Q17出货量同比增长79%，进一步扩大公司市场份额。

3、车载镜头龙头地位稳固，大力布局汽车电子行业：2016年车载镜头出货量同比增长37%，增速为公司三大主要业务之首，收入占比保持在6%左右。公司车载镜头市占全球第一，且市场份额还在继续提升，龙头地位十分牢固。相对于手机照相模组和手机镜头1Q17放量的大幅增长，车载镜头则是相对稳步发展，出货量同比增长约42%。ADAS已迈入高速成长阶段，将大幅拉动车载镜头需求，车载镜头业务未来增长动力明确。

公司摄像模组产品结构持续优化



业绩预测和估值指标

指标 (单位：人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	10,696.2	14,611.8	20,659.0	28,141.9	35,235.2
营业收入增长率 (%)	26.9	36.6	41.4	36.2	25.2
归属普通股股东净利润 (百万元)	761.6	1,270.8	2,179.0	3,000.7	3,748.5
净利润增长率 (%)	34.5	66.8	71.5	37.7	24.9
EPS (元)	0.71	1.18	1.99	2.74	3.42
P/E	76.9	46.4	27.4	19.9	16.0
每股股息	0.21	0.29	0.60	0.82	1.03

风险提示：

1、镜头行业竞争加剧；2、双摄渗透不及预期。

资料来源：公司资料、光大证券研究所预测

瑞声科技(2018.HK)：苹果安卓齐发力，量价齐升正当时

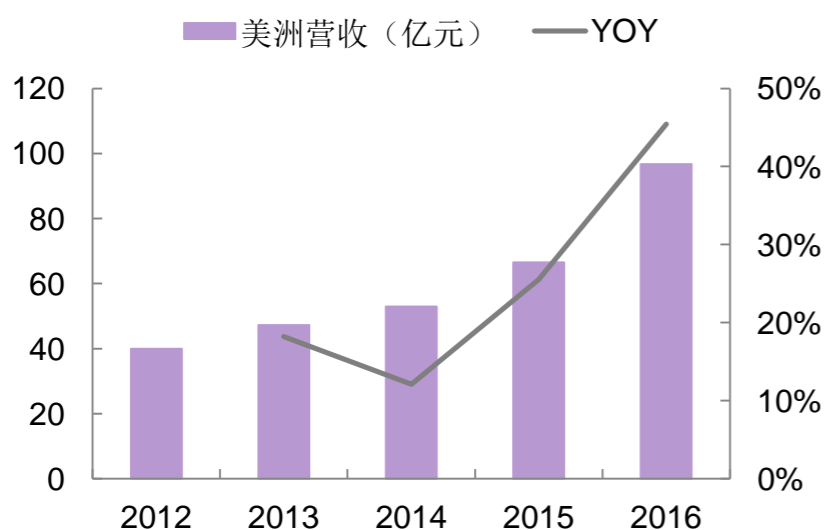
目标价131.40元港币，“买入”评级

1、持续深入苹果供应链，积极拓展安卓客户：公司除与苹果深度合作外，声学及非声学业务均在积极渗透安卓市场，考虑到iPhone8周期的爆发以及国产手机远高于全球的强势增长，下游客户出货量增长不断夯实公司业绩提升基础。下游客户产品规格的不断升级，也将刺激公司声学及触控解决方案的持续优化，驱动ASP提升。

2、iPhone8声学价值大幅增加，声学龙头业绩直接受益：得益于声学防水、立体声解决方案及触控马达升级所推动的ASP提升，2016年来自美洲的营收增长继续加码，同比增速仍高达45%，营收占比62%。鉴于iPhone8周期爆发将刺激存量换机需求，一改iPhone出货量疲软态势，且声学产品价值相较于iPhone7大幅增加，触控马达ASP预计维持稳定。公司作为其声学器件及触控马达核心供应商，在供应链份额稳定的基础上，声学业务有望享受量价齐升，触控马达业务得以享受量增。

3、国产手机趋向高端化，声学及非声学产品借机加速渗透：2016年公司大中华区的营收占比达31%。考虑到国产手机品牌远高于全球的健康增长以及产品高端化趋势，公司声学及非声学业务可趁此于中国安卓市场加速渗透，产品出货量再获一有力支撑。中国客户的需求逐渐由扬声器转向微型音箱，甚至更高ASP的防水或立体声微型音箱，将使得公司声学ASP继续上升。公司指引2017年防水或立体声微型音箱于安卓客户中的出货量将超1亿。

公司来自美洲的营收增速仍继续加码



业绩预测和估值指标

指标 (单位:人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	11,739	15,507	20,961	25,069	29,231
营业收入增长率 (%)	32.2	32.1	35.2	19.6	16.6
归属股东净利润 (百万元)	3,106.9	4,025.7	5,379.4	6,628.2	7,725.4
净利润增长率 (%)	34.1	29.6	33.6	23.2	16.6
EPS (元)	2.53	3.28	4.38	5.40	6.29
P/E	31.9	24.6	18.4	14.9	12.8

风险提示：

1、声学器件升级迟缓；2、触控马达市场份额下降；3、无线射频结构件项目规模不及预期。资料来源：公司资料、光大证券研究所预测

丘钛科技(1478.HK)：高端像素产品成功突围，指纹模组地位持续巩固

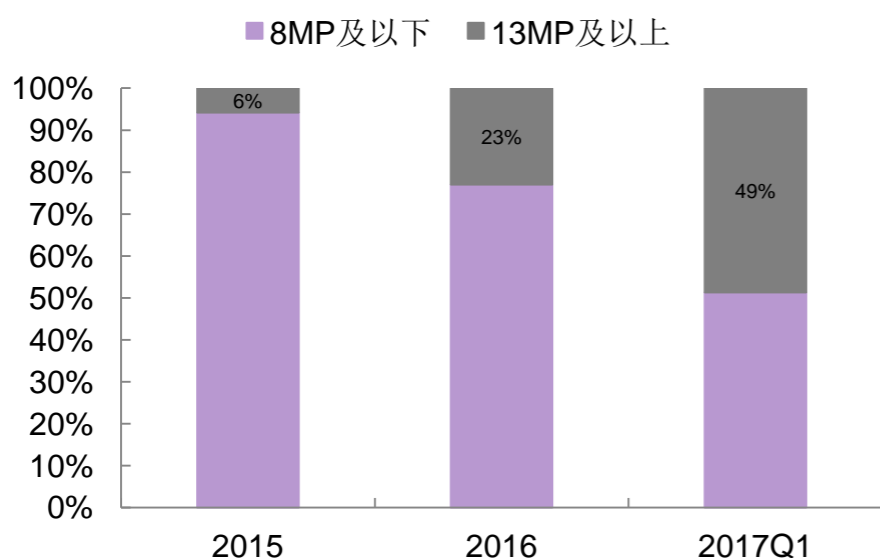
目标价8.21元港币，“买入”评级

1、手机摄像模组产品升级加快，ASP提升趋势确认：2016年手机摄像模组出货同比增加81%，然而公司扩产能计划相比舜宇、欧菲光都要谨慎很多，因此2017年的增长指引仅为25%。但我们认为公司今年增长点不在量，2016年公司13MP产品出货占比从2015年的5.8%飞跃至23.4%，2017年的目标更是40%，且1Q17 13MP产品占比已达到48.7%，可以看出公司产品越加高端。高端产品必将带来更高ASP，因此我们认为17年公司ASP提升确认，带动公司营收进一步提升。

2、双摄技术行业领先，业务发展近年可期：公司为国内仅次于舜宇第二家量产双摄模组的厂商，具有提供多家双摄模组经验，如vivo、小米、乐视等。基于公司对于算法的理解优于同行，因此在双摄方案的开发上有着很大优势。2016年公司双摄占比很小，但预期2017年随着公司双摄产能的提升相关占比将有较大提升。

3、指纹识别模组切入迅速，成为公司又一增长动力：2016年出货21百万颗，且2017年指引指纹识别模组出货量将超60百万件，而目前2017年传统淡季Q1出货量已超16百万件，综合考虑我们预计公司有望提早达成全年出货量目标，规模优势愈发彰显。2016年盖板工艺产品出货占比仅为35.3%，仍有较大上升空间，为指纹模组ASP得以提高提供基础。基于指纹识别模组业务毛利率高于摄像模组，指纹模组业务占比的加大可有效抑制公司整体毛利率的下行。

公司摄像模组产品结构渐趋高端化



业绩预测和估值指标

指标 (单位：人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,202.4	4,991.2	8,183.3	11,599.0	14,220.0
营业收入增长率 (%)	1.9	126.6	64.0	41.7	22.6
归属普通股股东净利润 (百万元)	102.0	190.8	363.9	469.5	603.3
净利润增长率 (%)	(47.8)	87.0	90.8	29.0	28.5
EPS (元)	0.10	0.18	0.33	0.42	0.54
P/E	53.1	29.1	16.1	12.6	9.8
P/B	4.6	3.7	3.4	2.7	2.2

风险提示：

1、摄像模组行业竞争加剧；2、人民币大幅贬值。

资料来源：公司资料、光大证券研究所预测

中国软件国际(354.HK)：面朝百亿营收继续迈进，技术能力升级走向国际

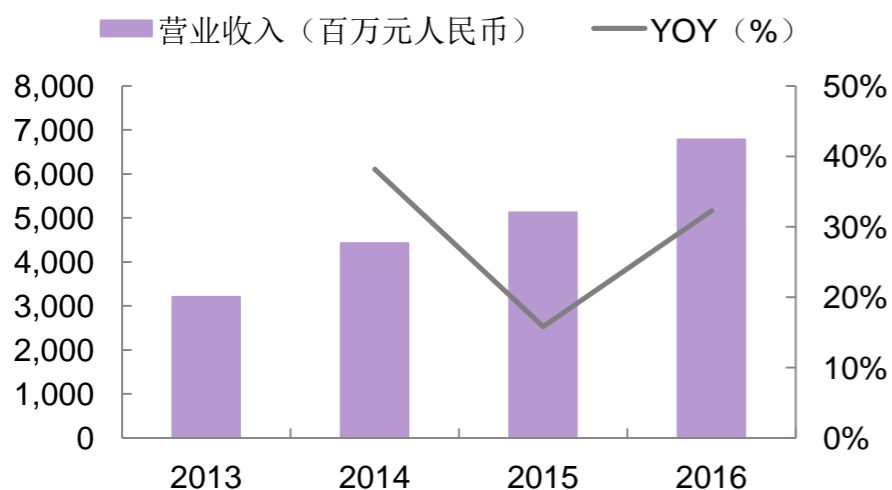
目标价6.15元港币，“买入”评级

1、业绩增长强劲超预期，TPG业务利润率继续改善：2016年公司营收达67.8亿元人民币，同比增长32.3%，服务性收入达65.7亿元，同比增长36.1%。TPG业务营收同比增速达45%，营收占比扩大至80.8%，通过聚焦大客户及大行业，市场拓展所需销售及管理费用率降低，利润率得以由2015年的8.0%提升至9.7%。IIG业务因内部重组及培训业务并表影响，营收同比下降3.5%，营收占比减至19.2%。

2、利用华为客户渠道双属性，云、大数据业务稳步推进：2016年来自华为的营收占比由2015年的38.1%提升至53.6%，预计华为仍将继续健康增长，且公司在华为的外包业务仍有相当大的扩展空间，业绩稳健增长可期。依托华为强大的国内外销售渠道，公司将在十余个城市与华为公有云及大数据平台结合，开发区域市场，并加大海外业务开发力度。2016年研发费用率提升至5.1%，且仍将维持这一研发力度，力求加大自有IP产品业务规模。

3、解放号GMV及营收翻倍增长，技术能力升级走向国际：2016年解放号发包额高达6亿，成交率约30%，GMV超2亿。通过与线下相结合，重点针对JF港口城市深度开发，加之由抽佣制转为会员制的盈利模式升级，将促使用户黏度提升，各参与者得以共同活跃JF生态系统。公司指引2017年JF平台GMV及营收均将翻倍增长，预期GMV5-6亿，创收超2亿元。公司有意进行海外收购兼并，寻求新的技术及规模突破。

TPG与IIG双轮驱动营收增长稳健



业绩预测和估值指标

指标 (单位：人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,129	6,783	8,702	10,922	13,520
营业收入增长率 (%)	15.8	32.3	28.3	25.5	23.8
归属股东净利润 (百万元)	280	442	569	757	969
净利润增长率 (%)	40.0	57.9	28.8	33.0	27.9
EPS (元)	0.14	0.20	0.24	0.32	0.40
P/E	27.4	19.2	16.0	12.0	9.6

风险提示：

1、行业竞争加剧；2、解放号发展不及预期。

资料来源：公司资料、光大证券研究所预测

IGG(799.HK)：双擎驱动，业绩站上新高点

目标价12.58元港币，“买入”评级

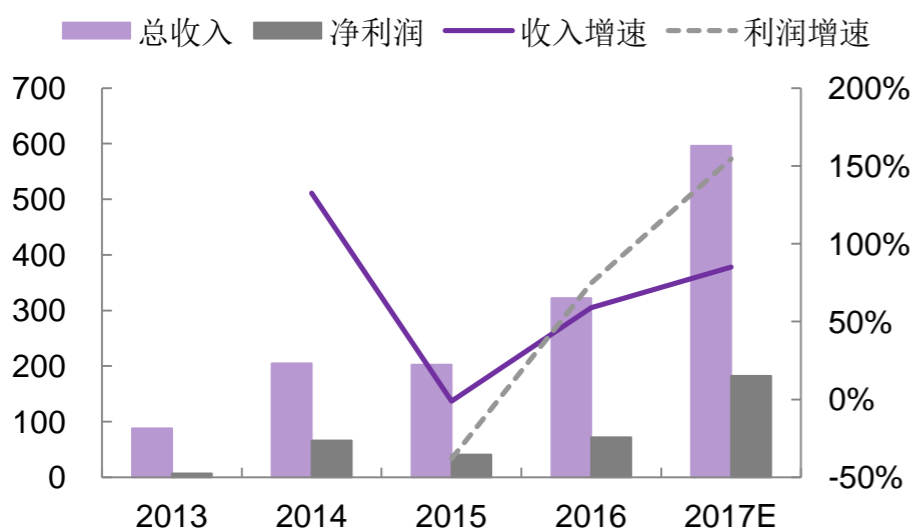
1、港股手游出海第一股：IGG是一家快速发展的全球手机游戏开发商及营运商。截至2016年6月30日，公司收入来自200多个国家和地区，在全球拥有超过3.4亿玩家用户，每月活跃用户达1,860万。根据英国权威移动游戏产业媒体Pocketgamer.biz颁布的2016年全球50大移动游戏开发商排行榜中，IGG位列17，在华人游戏企业中仅次于腾讯、网易和智明星通。

2、业绩高速增长：2016年营收322.1百万美元，同比增长59%；净利润71.6百万美元，同比增长74%；收入及净利润的快速增长，主要由于16年3月新爆款游戏《王国纪元》收入快速增所致。

3、《城堡争霸》贡献稳定月流水：《城堡争霸》已发行3年，进入生命后期的中后半段。16年月均流水维持在1200万美元左右，17年将小幅降低，预计生命周期还将维持2年以上。

4、《王国纪元》月流水突破3100万美元：《王国纪元》仍处于高速发展期，2017年1-2月月流水均突破3100万美元，MAU达到400万人，较上半年的240万人大幅增长，但仍有空间。我们认为《王国纪元》仍旧存在增长空间1) 我们估算月流水中30%来自中国，且国内安卓版本仍在审批中，预计17年有望推出。2) 2014年7月上线的同类游戏COK，1H16平均月流水约5400万美元。因此，预计该游戏17年平均月流水超过3500万美元，18年进入稳定阶段。

2013-2017E营业收入及净利润（单位：百万美元）



风险提示：

1、政策风险；2、业绩不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入（百万美元）	204.6	202.5	322.1	596.1	643.8
营业收入增长率	132.6%	-1.0%	59.0%	85.1%	8.0%
净利润（百万美元）	66.4	41.0	71.6	182.2	214.2
净利润增长率	855.3%	-38.2%	74.6%	154.4%	17.5%
EPS（港元）	0.38	0.23	0.41	1.05	1.23
ROE（归属母公司）	35.44%	21.44%	29.67%	49.39%	41.28%
P/E	27.8	45.8	25.3	10.0	8.5

资料来源：公司资料、光大证券研究所预测

金蝶国际 (268.HK) : 传统ERP增长稳健, 转型云服务持续领跑

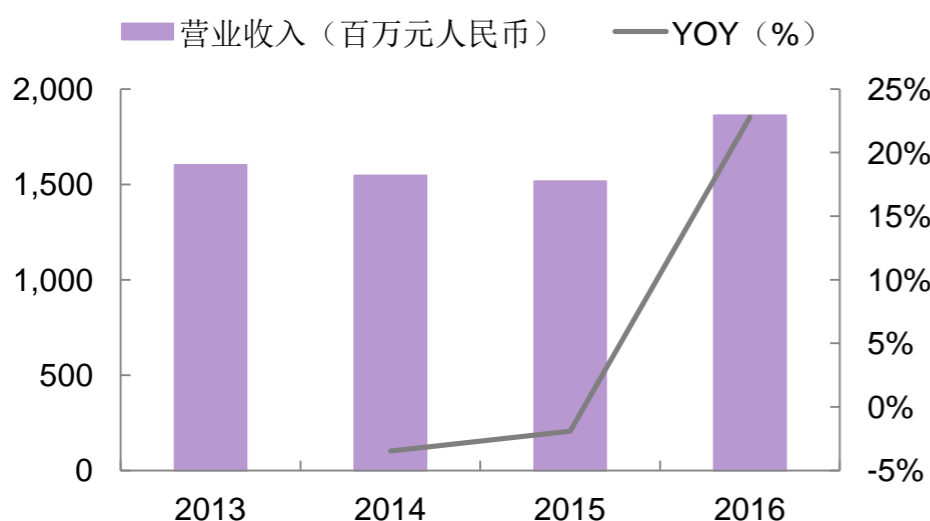
目标价3.99元港币, “买入” 评级

1、业绩增长得以提速, 经营品质逐渐改善 : 2016年公司营收同比增长提速至22.8%, 达18.62亿元人民币。当前业绩主力ERP业务延续稳健增长, 同比增长12.8%; 云服务业务同比激增102.8%, 营收占比达至18.3%。毛利润同比增长23.4%, 达15.14亿元, 毛利率为81.3%。净利润率由上年的7.0%大幅提升至15.5%, 公司经营品质得以改善。

2、中小企业ERP市场地位稳固, 大企业ERP竞争优势渐显 : 公司已连续12年蝉联中国中小企业应用软件市场占有率第一。EAS得益于大型企业的强劲需求实现同比增长16%, KIS则同比增长12%, K/3 Wise同比负增长-3%, 鉴于销售结构调整基本完成, 预计2017年将重回增长轨道。2016年客户经营与终端注册客户数同比增长超20%, 渠道业务的突破性成效将助力公司加快攻占企业ERP市场更高份额。

3、云业务增势迅猛, 超高付费留存率保障未来稳定盈利 : 云ERP业务规模已居中国市场首位, 营收超2亿人民币, 同比增长达90%, 客户数同比增长超150%, 续费率超90%。基于云ERP按年付费的盈利模式, 公司未来现金流收入获长期稳定保障, 且云ERP O2O闭环建设将于2017年3月完成, 销售成本借此大幅缩减, 盈利性将得以进一步增强。其他云业务同比增速高达128%, 其中精斗云收入同比增长39%, 注册客户同比增长超50%, 付费留存率超75%。管易云于淘宝双11优质服务榜单中占据企业内部管理软件首位, 付费留存率达90%。预计至2020年云业务营收占比将超50%。

云业务驱动公司营收增长提速



业绩预测和估值指标

指标 (单位: 人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,516	1,862	2,129	2,478	2,927
营业收入增长率 (%)	2.6	22.8	14.3	16.4	18.1
净利润 (百万元)	106	288	239	296	358
净利润增长率 (%)	(46.3)	172.5	(17.0)	23.6	21.2
EPS (元)	0.04	0.10	0.08	0.10	0.12
P/E	68.8	27.5	34.4	27.5	22.9
P/S	3.7	3.2	2.9	2.5	2.1

风险提示:

1、行业竞争加剧; 2、云业务发展不及预期。

资料来源: 公司资料、光大证券研究所预测

重点公司盈利预测与评级

证券代码	公司名称	股价 (HKD)	EPS(CNY)			PE			投资评级
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
0700.HK	腾讯控股	272.80	4.38	6.76	8.58	54.2	35.1	27.7	买入
2382.HK	舜宇光学科技	61.25	1.18	1.99	2.74	46.4	27.4	19.9	买入
2018.HK	瑞声科技	92.55	3.28	4.38	5.40	24.6	18.4	14.9	买入
1478.HK	丘钛科技	6.00	0.18	0.33	0.42	29.1	16.1	12.6	买入
0354.HK	中国软件国际	4.33	0.20	0.24	0.32	19.2	16.0	12.0	买入
0696.HK	中国民航信息网络	23.10	0.83	0.84	0.94	24.2	23.9	21.4	买入
0799.HK	IGG	11.08	0.37	0.77	0.86	25.9	12.5	11.2	买入
0268.HK	金蝶国际	3.10	0.10	0.08	0.10	27.5	34.4	27.5	买入
0777.HK	网龙	20.95	-0.48	-0.08	0.91			20.0	买入
YY.O	欢聚时代	407.80	27.09	39.35	49.24	14.8	10.2	8.1	买入
3888.HK	金山软件	21.05	0.99	1.27	1.53	18.9	14.7	12.2	买入
0268.HK	长飞光纤光缆	15.86	1.03	1.40	1.70	13.7	10.1	8.3	增持

资料来源：公司资料，光大证券研究所预测，股价截取时间为2017-06-07

谢谢观看!

THANK YOU!

光大证券海外TMT研究团队

秦波

执业证书：S0930514060003

座机：021-2216-9323

微信：158-0150-3839

邮箱：qinbo@ebscn.com

付天姿 CFA, FRM

执业证书：S0930517040002

座机：021-2216-7333

微信：186-2194-3058

邮箱：futz@ebscn.com

联系人：曹天宇

座机：021-2216-9105

微信：183-1706-7662

邮箱：caoty@ebscn.com

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系(市场基准指数为沪深300指数)

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级——因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，且因对于研究方法、市场波动的理解差异等原因，仅供与本公司签订了研究服务协议或者交易单元租用协议的客户在专业人士指导下阅读、使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。