

审慎增持 (上调)

1478.HK 丘钛科技

港股通 (沪、深)

目标价: 7.7 港元

现价: 7.35 港元

出货量高速增长, 毛利率大幅改善

2019年08月13日

预期升幅: 5.4%

主要财务指标

市场数据

日期	2019-8-12
收盘价 (元)	7.35
总股本 (百万股)	1,142
总市值 (百万港元)	8,397
净资产 (百万元)	2,325
总资产 (百万元)	7,760
每股净资产 (元)	2.04

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,135	10,954	12,895	14,112
同比增长	2.5%	34.6%	17.7%	9.4%
归母净利润 (百万元)	14	403	510	567
同比增长	-96.7%	2695.5%	26.7%	11.3%
毛利率	4.3%	8.3%	8.7%	8.7%
净利润率	0.2%	3.7%	4.0%	4.0%
净资产收益率	0.7%	16.1%	16.9%	15.8%
基本每股收益 (元)	0.01	0.35	0.45	0.50
每股经营现金流 (元)	-0.15	1.53	0.87	0.99

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《产品结构仍待提高, ASP 和毛利率承压》-2018.08.28

《行业价格竞争加剧, 产品结构有待提高》-2018.05.14

《产品竞争力提升, 供应链地位改善》-2018.03.23

《精准市场卡位, 分享份额集中红利》-2018.01.18

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

洪嘉骏

hongjiacun@xyzq.com.cn

SAC: S1010519030001

曹萌

caomeng@xyzq.com.cn

SAC: S0190118070147

投资要点

- **2019 年上半年业绩:** 收入 50.6 亿元 (人民币, 下同), 同比增长 58%, 其中摄像模组收入 39.2 亿元, 同比增长 52%, 指纹模组收入 11.2 亿元, 同比增长 81%。归母净利润 1.8 亿元, 同比扭亏 (去年上半年亏损 5129 万元)。毛利率 8.2%, 同比改善 7 个百分点, 净利润率 3.7%, 同比改善 5.2 个百分点。
- **摄像模组毛利率继续改善, 全年出货量增速指引上修至 50%。** 公司上半年摄像模组出货 1.6 亿颗, 同比增长 78%; ASP 约 21.5 元, 同比下滑 6.3%; 毛利率达 7.6%, 同比提高 4.3 个百分点, 环比提高 1.5 个百分点。上半年期末产能为 42KK/月, 预计到年末提高到 50KK/月。
- **屏下式拉动指纹模组 ASP, 毛利率大幅改善, 继续发挥与新钜科技的垂直整合优势。** 公司上半年屏下式指纹模组出货量占比约达 51%, ASP 同比提高 53% 到 29.7 元; 毛利率为 10.1%, 环比提高 3.2 个百分点, 为历史最佳水平。丘钛和联营公司新钜科技在 3D 镜头、屏下指纹镜头进行了深度的资源和客户整合。未来, 丘钛会参与新钜科技的现金增资, 支持其建厂扩产, 并在 RGB 镜头开展更多的合作。
- **将受益于华为份额提升与 5G 换机潮的拉动效应。** 5G 初期对中高端手机的换机需求刺激最为明显, 而中高端手机对拍照的要求, 将对摄像模组行业起到正面的拉动。我们预计, 2020 年 5G 相关芯片在 2020 年可望出货 2 亿颗以上, 加速移动终端的 5G 支持能力, 也带动公司高端产品出货。此外, 我们推测, 丘钛科技目前在华为的高端项目份额有所提高, 未来或有机会拓展潜望式模组、亿级像素、四摄等技术到更多机型。
- **投资建议:** 我们预计公司 2019/20/21 年收入为 110/129/141 亿元, 同比增长 35%/18%/9%, 归母净利润 4.0/5.1/5.7 亿元, 同比增长 2696%/27%/11%。我们认为公司的业绩以及走出困境, 持续投入产品研发和生产的自动化, 增强了公司的竞争力, 保证了公司的长期成长性。我们按 2020 年 15 倍 PE 上调目标价 51% 至 7.7 港元, 上调至 “审慎增持” 评级。

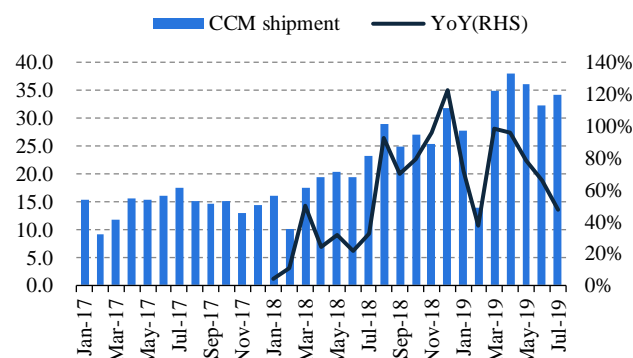
风险提示: 手机行业与大客户出货低迷、宏观环境不确定性、产品价格竞争



2019年上半年业绩: 收入 50.6 亿元(人民币, 下同), 同比增长 58%, 其中摄像模组收入 39.2 亿元, 同比增长 52%, 指纹模组收入 11.2 亿元, 同比增长 81%。归母净利润 1.8 亿元, 同比扭亏(去年上半年亏损 5129 万元)。毛利率 8.2%, 同比改善 7 个百分点, 净利润率 3.7%, 同比改善 5.2 个百分点。

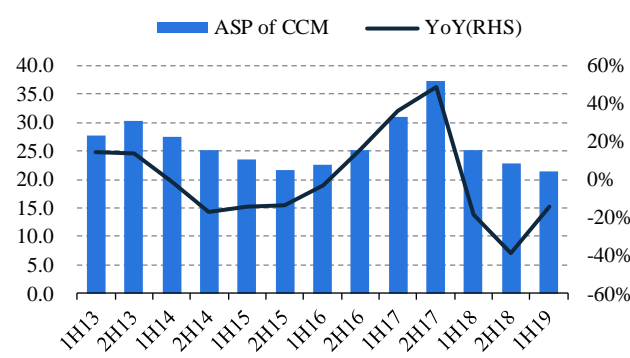
摄像模组毛利率继续改善, 全年出货量增速指引上修至 50%。公司上半年摄像模组出货 1.6 亿颗, 同比增长 78%, 公司将全年出货量指引从年初的 30% 提高到了 50%。上半年摄像模组 ASP 约 21.5 元, 同比下滑 6.3%, 主要由于产品结构的变化。上半年摄像模组毛利率达 7.6%, 同比提高 4.3 个百分点, 环比提高 1.5 个百分点。上半年期末产能为 42KK/月, 预计到年末提高到 50KK/月。丘钛在印度也设立了工厂, 2019 年 1 月初子公司注册, 约 8 个月后首单试产, 预计到 2019 年底产能达 3KK/月。

图1、丘钛科技的摄像模组出货量(百万)



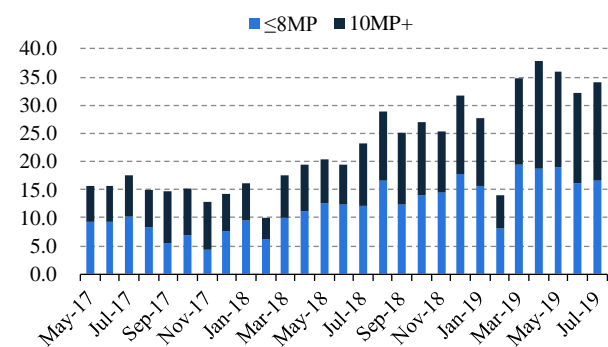
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、丘钛科技的摄像模组 ASP(元)



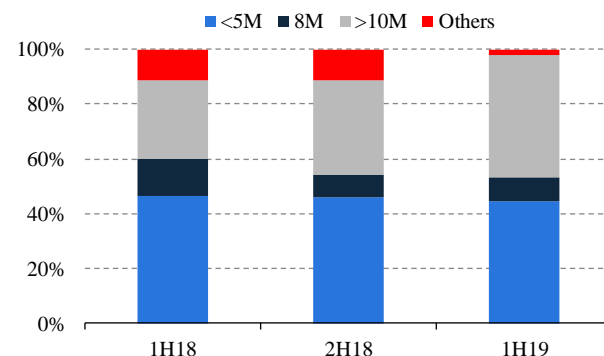
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、丘钛科技的摄像模组按像素出货量(百万)



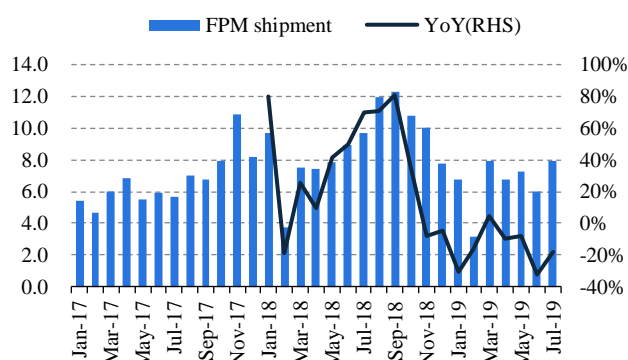
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、丘钛科技的摄像模组出货结构

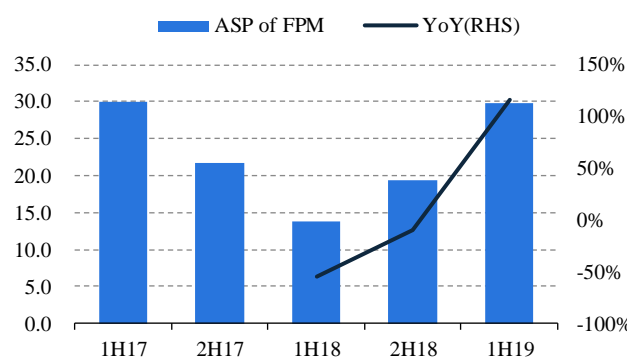


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

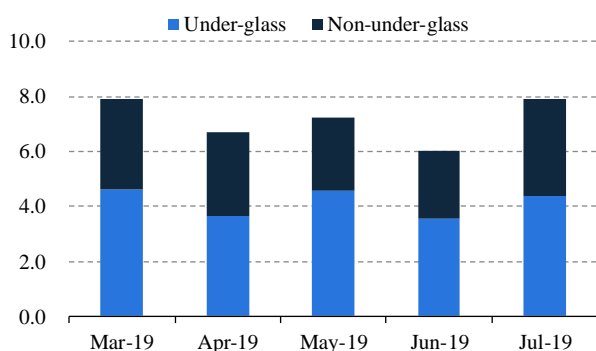
屏下式带动指纹模组 ASP 明显提高, 毛利率大幅改善。公司上半年屏下式指纹模组出货量占比约达 51%, 而去年上半年还未有屏下指纹出货, 去年下半年屏下指纹出货量仅占 20%。在此带动下, 公司的指纹模组业务 ASP 同比提高 53% 到 29.7 元。2019 年上半年, 公司的指纹模组毛利率为 10.1%, 环比提高 3.2 个百分点, 为历史最佳水平。

图5、丘钛科技的指纹模组出货量(百万)


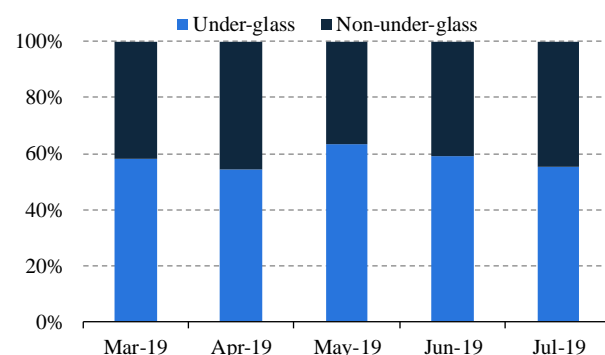
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图6、丘钛科技的指纹模组 ASP (元)


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图7、丘钛科技的指纹模组按类型出货量(百万)


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、丘钛科技的指纹模组出货结构


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

将受益于华为份额提升与5G换机潮的拉动效应。5G初期对中高端手机的换机需求刺激最为明显,而中高端手机对拍照的要求,将对摄像模组行业起到正面的拉动。我们预计,2020年5G相关芯片在2020年可望出货2亿颗以上,加速移动终端的5G支持能力,也带动公司高端产品出货。此外,我们推测,丘钛科技目前在华为的高端项目份额有所提高,未来或有机会拓展潜望式模组、亿级像素、四摄等技术到更多机型。

继续发挥与新钜科技的垂直整合优势。丘钛和联营公司新钜科技在3D镜头、屏下指纹镜头进行了深度的资源和客户整合。在此帮助下,新钜科技上半年业绩大幅改善,丘钛也因此录得应占联营公司收益2498万元。未来,丘钛会参与新钜科技的现金增资,支持其建厂扩产,并在RGB镜头开展更多的合作。

打造大规模智能生产能力,持续把握增长机会。我们认为随着人力成本的上涨,模组复杂度的提升,以及客户端的集中,模组行业未来的核心竞争力越来越体现在智能化的规模生产能力。在这方面,丘钛科技走在行业前列。今年三季度昆山三期厂房将投产,基本实现所有工站/上下料/物流全自动化以及数字化。未来丘钛

计划继续投入资源提高自动化、智能化水平，以降低人工成本、提高产品良率、提高生产效率。

表1、丘钛科技的收入分析

Rmb mn	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	1H18A	2H18A	1H19A	2H19E
Revenue build	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
CCM										
Revenue	4,275	5,896	6,273	8,517	9,944	10,837	2,580	3,692	3,917	4,600
Shipments (mn)	177	173	264	408	519	604	103	161	183	226
yoy/yoy	80.3%	-2.7%	52.8%	54.6%	27.2%	16.4%	23.5%	80.0%	77.6%	40.0%
ASP (Rmb)	24	34	24	21	19	18	25.1	22.9	21.5	20.4
yoy/hoh	7.7%	41.7%	-30.4%	-12.2%	-8.2%	-6.3%	-32.4%	-8.8%	-6.3%	-5.0%
Gross profit		702	313	667	795	867	86	227	299	368
GP margin		11.9%	5.0%	7.8%	8.0%	8.0%	3.3%	6.1%	7.6%	8.0%
FPM										
Revenue	716	2,035	1,832	2,387	2,897	3,215	621	1,211	1,122	1,265
Shipments (mn)	21	81	108	78	92	102	45	62	38	41
yoy/yoy		285.5%	33.2%	-27.2%	17.4%	11.0%	31.6%	34.4%	-16.4%	-35.0%
ASP (Rmb)	34	25	17	30	32	32	13.7	19.4	29.7	31.2
yoy/hoh		-26.3%	-32.4%	79.0%	3.4%	0.0%	-36.5%	41.3%	53.1%	5.0%
Gross profit		174	34	240	314	354	-49	83	113	127
GP margin		8.6%	1.9%	10.0%	10.9%	11.0%	-7.9%	6.9%	10.1%	10.0%
Other										
Revenue		8	30	50	54	60	5	25	22	28
yoy			273%	63%	10%	10%	165.0%	307.8%	310.8%	10.0%
Gross profit		7	6	8	9	10	2	4	4	5
GP margin		80.1%	20.4%	16.5%	16.5%	16.5%	41.2%	16.0%	16.5%	16.5%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

表2、丘钛科技的利润表

Rmb mn	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	1H18A	2H18A	1H19A	2H19E
P&L	Dec-16	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
CCM revenue	4,275	5,896	6,273	8,517	9,944	10,837	2,580	3,692	3,917	4,600
FPM revenue	716	2,035	1,832	2,387	2,897	3,215	621	1,211	1,122	1,265
Other revenue	0	8	30	50	54	60	5	25	22	28
Total revenue	4,991	7,939	8,135	10,954	12,895	14,112	3,207	4,928	5,061	5,893
Cost of revenue	-4,569	-7,056	-7,782	-10,039	-11,776	-12,882	-3,168	-4,614	-4,646	-5,394
Gross profit	422	883	353	914	1,119	1,231	39	314	415	499
S&M	-10	-16	-19	-13	-15	-17	-9	-9	-6	-7
G&A	-41	-65	-81	-91	-107	-117	-39	-42	-42	-49
R&D	-125	-270	-266	-302	-355	-388	-99	-167	-139	-162
Others	-27	11	83	-53	-52	-56	94	-11	-29	-24
Operating profit	220	543	70	456	590	652	-14	84	199	257
Finance income/cost	-6	-17	-44	-46	-46	-46	-21	-23	-23	-23
Investment income	0	-17	-25	51	56	62	-25	0	25	26
Pre-tax profit	215	510	1	461	600	668	-61	62	200	261
Tax	-24	-73	13	-58	-90	-100	9	4	-19	-39
Net profit	191	436	14	403	510	567	-51	66	181	222
(-)Minorities				0	0	0		0	0	0
Net profit attr. to owners	191	436	14	403	510	567	-51	66	181	222
Per share (Rmb)										
Basic EPS	0.18	0.40	0.01	0.35	0.45	0.50				
Diluted EPS	0.18	0.39	0.01	0.35	0.45	0.50				
Growth (YoY)										
CCM revenue	94.1%	37.9%	6.4%	35.8%	16.7%	9.0%	0.3%	11.1%	51.8%	24.6%
FPM revenue		184.1%	-10.0%	30.3%	21.4%	11.0%	-39.8%	20.6%	80.7%	4.5%
Total revenue	126.6%	59.1%	2.5%	34.6%	17.7%	9.4%	-11.0%	13.7%	57.8%	19.6%
Gross profit	75.6%	109.0%	-60.0%	158.9%	22.4%	10.0%	-91.0%	-29.9%	963.1%	58.9%
Net profit	87.0%	128.7%	-96.7%	2695.5%	26.7%	11.3%	-125.4%	-72.0%	-452.6%	237.5%
Margin										
Gross margin	8.5%	11.1%	4.3%	8.3%	8.7%	8.7%	1.2%	6.4%	8.2%	8.5%
Operating margin	4.4%	6.8%	0.9%	4.2%	4.6%	4.6%	-0.5%	1.7%	3.9%	4.4%
Net margin	3.8%	5.5%	0.2%	3.7%	4.0%	4.0%	-1.6%	1.3%	3.6%	3.8%
NP attr. to owners margin	3.8%	5.5%	0.2%	3.7%	4.0%	4.0%	-1.6%	1.3%	3.6%	3.8%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

投资建议：我们预计公司 2019/20/21 年收入为 110/129/141 亿元，同比增长 35%/18%/9%，归母净利润 4.0/5.1/5.7 亿元，同比增长 2696%/27%/11%。我们认为公司的业绩以及走出困境，持续投入产品研发和生产的自动化，增强了公司的竞争力，保证了公司的长期成长性。我们按 2020 年 15 倍 PE 上调目标价 51% 至 7.7 港元，上调至“审慎增持”评级。

风险提示：手机行业与大客户出货低迷、宏观环境不确定性、产品价格竞争。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,229	5,141	6,002	6,721	营业收入	8,135	10,954	12,895	14,112
货币资金	100	1,098	1,314	1,625	营业成本	-7,782	-10,039	-11,776	-12,882
应收账款	3,031	2,738	3,224	3,528	毛利	353	914	1,119	1,231
存货	704	908	1,065	1,165	销售费用	-19	-13	-15	-17
其他	394	397	400	403	管理费用	-81	-91	-107	-117
非流动资产	2,211	2,596	2,937	3,229	研发支出	-266	-302	-355	-388
固定资产	1,889	2,275	2,615	2,909	财务费用	-44	-46	-46	-46
无形资产	1	1	1	1	其他	58	-2	5	6
预付租金	52	50	49	47	税前利润	1	461	600	668
长期股权投资	0	0	0	0	所得税	13	-58	-90	-100
可供出售投资	0	0	0	0	净利润	14	403	510	567
其他	269	270	272	273	少数股东损益	0	0	0	0
资产总计	6,440	7,738	8,939	9,951	归属母公司净利润	14	403	510	567
流动负债	4,270	5,159	5,843	6,279	EPS(元)	0.01	0.35	0.45	0.50
短期借款	1,178	1,178	1,178	1,178	主要财务比率				
应付账款	3,061	3,949	4,633	5,068	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	30	31	32	33	成长性				
非流动负债	66	73	80	88	营业收入增长率	2.5%	34.6%	17.7%	9.4%
长期借款	0	0	0	0	营业利润增长率	-87.1%	550.9%	29.4%	10.5%
其他	66	73	80	88	净利润增长率	-96.7%	2695.5%	26.7%	11.3%
负债合计	4,336	5,232	5,923	6,367	盈利能力				
股本	9	9	9	9	毛利率	4.3%	8.3%	8.7%	8.7%
储备	2,094	2,497	3,007	3,574	净利率	0.2%	3.7%	4.0%	4.0%
归母权益	2,103	2,506	3,016	3,583	ROE	0.7%	16.1%	16.9%	15.8%
少数股东权益					偿债能力				
股东权益合计	2,103	2,506	3,016	3,583	资产负债率	64.8%	67.3%	67.6%	66.3%
负债及权益合计	6,440	7,738	8,939	9,951	流动比率	1.05	0.99	1.00	1.03
					速动比率	0.88	0.83	0.82	0.84
					营运能力(次)				
					资产周转率	1.33	1.70	1.67	1.58
					应收帐款周转率	3.90	2.68	4.00	4.00
					每股资料(元)				
					每股收益	0.01	0.35	0.45	0.50
					每股经营现金	-0.15	1.53	0.87	0.99
					每股净资产	1.90	1.85	2.20	2.65
					估值比率(倍)				
					PE	500.0	18.0	14.2	12.8
					PB	3.4	3.5	2.9	2.4

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	1	461	600	668
折旧和摊销	236	310	390	474
财务费用	44	46	46	46
营运资金的变动	-444	980	45	35
其他	3	0	0	0
所得税	-13	-58	-90	-100
经营活动产生现金流量	-173	1,739	991	1,123
投资活动产生现金流量	387	-695	-729	-766
融资活动产生现金流量	-584	-46	-46	-46
现金净变动	-370	998	216	311
现金的期初余额	465	100	1,098	1,314
现金的期末余额	100	1,098	1,314	1,625

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美（控股）有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。