

投资评级 优于大市 维持

20年净利大增 40%~60%

股票数据

1月18日收盘价(港元)	16.00
52周股价波动(港元)	5.31-14.78
总股本/流通港股(百万股)	1172/1172
1172/1172总市值/流通市值	18752/18752

相关研究

《丘钛科技(01478)9月摄像模组出货环比升15.5%,Q4有望贡献更佳表现》2020.10.15

《丘钛科技(01478)中期净利大增86%,摄像模组ASP大幅提升》2020.08.20

《丘钛科技(01478)产品结构显著改善,3200万像素及以上摄像头模组占比大幅提升》2020.05.12

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	23.19	59.39	77.70
相对涨幅(%)	7.33	-5.78	-5.33

资料来源:海通证券研究所

分析师:周旭辉

Tel:(021)23210907

Email:zxh12382@htsec.com

证书:S0850518090001

分析师:张向伟

Tel:(021)23154141

Email:zxw10402@htsec.com

证书:S0850517070011

投资要点:

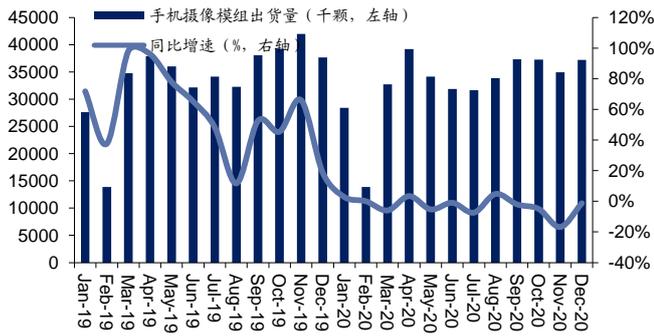
- 公告2020年正面盈利预告。**2020年,公司预计归母净利润较2019年同比增长40%~60%,至7.6~8.7亿元人民币。
- ASP及毛利率提升推动利润增长。**公司预期净利润增长主要源于:1)公司产品结构优化战略持续推进,摄像头模组平均单价同比实现大幅提升;2)生产自动化升级改造成效明显,人工、折旧等成本继续优化,摄像头模组业务毛利率较去年实现良好提升。
- 2020年12月出货:**2020年12月摄像头模组出货3721万颗,同比下降1.3%,环比增长6.4%。其中3200万像素以上摄像模组出货1186万颗,同比增长50.9%,环比增长26.9%,占比达到31.9%。指纹模组出货1030万颗,同比增长6.3%,环比下降1.4%。
- 2020年全年出货:**2020年,公司摄像头模组全年出货3.92亿颗,同比去年下滑3.3%。指纹模组全年出货9194万颗,同比下滑9.8%。我们认为,随着2021年智能手机市场出货量的回暖,2021年公司摄像模组出货量有望实现较快增长。
- 摄像模组:产品结构显著改善,有望持续。**2020年上半年摄像模组ASP达到42.8元,同比大幅增长99.6%,公司产品结构显著改善。2020年,公司3200万像素及以上摄像头模组出货量大幅增长,以12月为例,同比增长高达50.9%,产品结构改善的趋势有望持续。
- 拟分拆于A股上市:**公司此前公告,拟分拆昆山丘钛微电子科技公司于深圳证券交易所或上海证券交易所独立上市。昆山丘钛为公司间接全资附属公司,主要从事设计、研发、制造、销售用于手机、汽车及物联网等领域的摄像头模组。我们认为分拆融资将有利于公司相关业务的开展,同时提升公司的市场关注度。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2020-2022年分别实现归母净利润8.2、10.5和12.4亿元,同比增速分别为51%、28%和19%;分别实现每股收益0.70、0.89和1.06元;结合同业估值,同时考虑公司净利润增速超预期,给予2020年PE 22-25X,对应15.40-17.50元/股,按照1港元=0.86元人民币估算,对应合理价值区间17.91-20.35港元/股,给予优于大市评级。
- 风险提示。**手机出货量下滑,三摄、3D等推进不及预期。

主要财务数据及预测

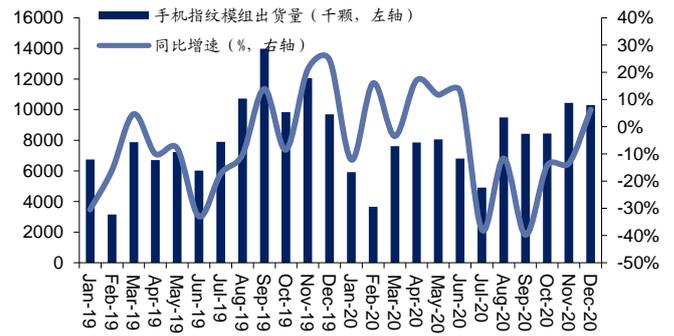
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8135.16	13169.68	18322.45	24226.66	28774.25
(+/-)YoY(%)	2.47%	61.89%	39.13%	32.22%	18.77%
净利润(百万元)	14.40	542.37	819.83	1046.16	1242.74
(+/-)YoY(%)	-96.70%	3666.46%	51.16%	27.61%	18.79%
全面摊薄EPS(元)	0.01	0.47	0.70	0.89	1.06
毛利率(%)	4.34%	8.96%	9.02%	8.80%	8.78%
净资产收益率(%)	0.68%	21.82%	25.75%	26.79%	25.95%

资料来源:公司年报(2018-2019),海通证券研究所

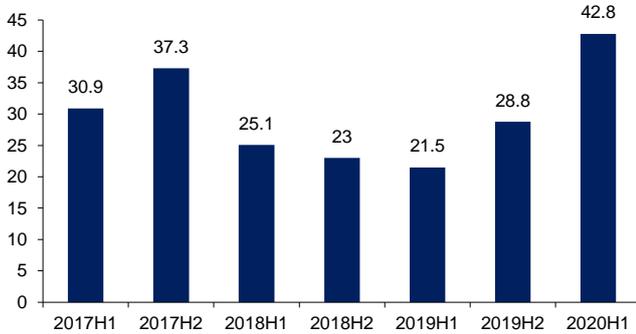
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司摄像模组月度出货量


资料来源：公司出货量公告，海通证券研究所

图2 公司指纹识别模组月度出货量


资料来源：公司出货量公告，海通证券研究所

图3 公司摄像模组 ASP (元)


资料来源：公司 2020 年上半年业绩演示材料，海通证券研究所

图4 公司屏下指纹占比及指纹模组毛利率


资料来源：公司 2019 年及 2020 年上半年业绩演示材料，海通证券研究所

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
02382.HK	舜宇光学 科技	1,879	3.6	4.0	5.2	43.8	40.1	30.5	4.3	11.8
02018.HK	瑞声科技	459	1.8	1.3	2.1	19.8	27.0	17.2	2.5	2.3
00732.HK	信利国际	27	0.2	0.2		5.3	4.0			
603501.SH	韦尔股份	2,729	0.7	2.7	4.0	431.0	114.7	79.5	13.8	25.4
002415.SZ	海康威视	5,585	1.3	1.5	1.7	44.5	40.8	34.5	8.9	10.4
002475.SZ	立讯精密	4,053	0.9	1.0	1.4	66.6	56.4	40.1	4.3	14.5
002916.SZ	深南电路	662	3.7	3.3	4.3	37.1	41.0	31.2	5.0	10.2
002241.SZ	歌尔股份	1,431	0.4	0.9	1.2	109.2	51.0	35.5	2.7	7.5
600271.SH	航天信息	242	0.8	0.7	0.9	17.1	18.4	15.2	0.9	1.9
300408.SZ	三环集团	748	0.5	0.7	0.9	82.3	57.0	43.9	19.1	8.8
300691.SZ	联合光电	28	0.3			38.0				0.0
002189.SZ	中光学	57	0.4			56.7				0.0
002876.SZ	三利谱	63	0.5	0.9	1.8	103.8	57.4	28.3	3.8	5.6
	均值					81.2	46.2	35.6	6.5	8.2

注：收盘价为 2021 年 1 月 18 日价格，EPS 为 wind 一致预期；市值、EPS 为人民币
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	13169.68	18322.45	24226.66	28774.25
每股收益	0.47	0.70	0.89	1.06	营业成本	11989.81	16670.57	22095.18	26246.68
每股净资产	2.48	2.99	3.68	4.50	毛利率%	8.96%	9.02%	8.80%	8.78%
每股经营现金流	2.07	1.17	0.82	1.05	毛利	1179.87	1651.88	2131.49	2527.57
每股股利	0.10	0.16	0.20	0.24	营业费用	14.95	21.99	29.07	34.53
价值评估					营业费用率%	0.11%	0.12%	0.12%	0.12%
P/E	28.56	19.10	14.97	12.60	管理费用	128.14	155.74	205.93	244.58
P/B	6.46	5.35	4.35	3.55	管理费用率%	0.97%	0.85%	0.85%	0.85%
P/S	1.19	0.86	0.65	0.55	EBIT	640.66	906.16	1145.46	1357.46
EV/EBITDA					财务费用	52.81	65.00	60.00	60.00
股息率 (%)	19%	20%	20%	20%	财务费用率%	0.40%	0.35%	0.25%	0.21%
盈利能力指标 (%)					资产减值损失				
毛利率	8.96%	9.02%	8.80%	8.78%	投资收益	40.00	60.00	70.00	80.00
净利润率	4.61%	5.03%	4.85%	4.86%	营业利润	605.80	921.16	1175.46	1397.46
净资产收益率	21.82%	25.75%	26.79%	25.95%	营业外收支	1.11	0.00	0.00	0.00
资产回报率	6.35%	7.61%	8.59%	8.47%	利润总额	606.91	921.16	1175.46	1397.46
投资回报率					EBITDA	640.66	906.16	1145.46	1357.46
盈利增长 (%)					所得税	64.53	101.33	129.30	153.72
营业收入增长率	61.89%	39.13%	32.22%	18.77%	有效所得税率%	10.63%	11.00%	11.00%	11.00%
EBIT 增长率	-5081.82%	41.44%	26.41%	18.51%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	1.00
净利润增长率	3666.46%	51.16%	27.61%	18.79%	归属母公司所有者净利润	542.37	819.83	1046.16	1242.74
偿债能力指标									
资产负债率	73.04%	67.90%	67.99%	66.85%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	0.98	1.00	1.06	1.11	货币资金	411.52	578.21	552.10	847.49
速动比率	0.71	0.80	0.85	0.89	应收款项	4919.29	5019.85	6637.44	7883.36
现金比率	0.06	0.10	0.08	0.10	存货	1913.37	1370.18	1816.04	2157.26
经营效率指标 (%)					其它流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转天数	100	100	100	100	流动资产合计	7363.30	7121.15	9107.34	10988.11
存货周转天数	30	30	30	30	长期股权投资	433.19	450.00	450.00	450.00
总资产周转率	123.83%	168.04%	179.97%	181.05%	固定资产	2703.93	3203.93	3703.93	4204.93
固定资产周转率	487.06%	571.87%	654.08%	684.30%	在建工程	700.00	500.00	500.00	501.00
					无形资产	4.90	1.43	1.43	1.43
					非流动资产合计	3271.90	3782.32	4354.39	4904.52
现金流量表 (百万港)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	10635.20	10903.46	13461.74	15892.62
净利润	542.37	819.83	1046.16	1242.74	短期借款	1269.55	900.00	600.00	400.00
折旧摊销	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	5591.66	5556.86	7365.06	8748.89
营运资金变动	-20.68	407.82	-255.25	-203.30	预收账款				
经营活动现金流	2399.55	1373.98	960.21	1233.16	其它流动负债	623.43	628.87	653.49	723.75
固定资产投资	900.00	600.00	500.00	500.00	流动负债合计	7543.17	7090.30	8624.03	9879.15
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	1.00	长期借款	59.24	0.00	0.00	0.00
资本支出	900.00	600.00	500.00	500.00	其它长期负债	165.84	312.69	528.85	744.32
投资活动现金流	-1271.49	-673.53	-500.00	-500.00	非流动负债合计	225.08	312.69	528.85	744.32
债务变化	150.55	-428.79	-300.00	-200.00	负债总计	7768.25	7403.00	9152.88	10623.47
股票发行	68.26	12.87	0.00	0.00	实收资本	9.25	9.25	9.25	9.25
融资活动现金流	-816.74	-533.76	-486.32	-437.76	普通股股东权益	2866.96	3500.46	4308.86	5269.16
现金净流量	311.33	166.69	-26.11	295.39	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
公司自由现金流					负债和所有者权益合计	10635.20	10903.46	13461.74	15892.62
股权自由现金流									

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 18 日
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周旭辉 策略研究团队
张向伟 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 丘钛科技,浪潮国际,西部水泥,立昂微,瑞声科技,农夫山泉,李宁,比亚迪电子,舜宇光学科技,波司登,颐海国际,JS 环球生活,禾赛科技,敏华控股,百奥家庭互动,平安好医生,微盟集团,天能动力,敏实集团,FIT HON TENG,阅文集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。