

投资评级 优于大市 首次覆盖

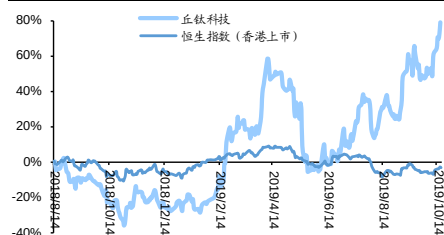
产品结构改善，盈利迎拐点

股票数据

11 月 22 日收盘(港元)	11.80
52 周股价波动(港元)	3.62-12.12
总股本/流通港股(百万股)	1142/1142
总市值/流通市值(百万港元)	13476/13476

相关研究

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 (%)	22.41	40.16	57.66

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:

- **手机摄像模组及指纹模组主流厂商。**公司主营手机摄像头模组及指纹识别模组业务，于 2014 年 12 月在香港主板上市，2017 年认购新钜科技 36% 的股权，整合镜头光学能力；2018 年，公司成功开发出第二代屏下指纹模组，并顺利量产前置 3D 结构光模组。
- **三摄渗透率显著提升。**双摄、三摄、潜望式、3D 等推动摄像模组行业快速增长，特别是三摄，其渗透率有望在 2019 年大幅提升。根据搜狐网报道，2019 年九月发布的 13 款手机中，有 8 款都采用了后置三摄设计，3 款采用后置四摄方案。苹果最新发布的 iPhone 11 Pro 配置从原先的二摄（广角+长焦）升级到三摄（广角+长焦+超广角）。我们认为后置三摄已经成为当代智能手机的“标配”，而后置四摄则有望成为智能手机的下一个趋势。
- **出货量提升叠加产品结构改善，19 年迎拐点。**2017 年，公司取得了华为摄像头模组的直接供应商资格，2018 年下半年开始，销量增长显著提速，19 年上半年出货量 1.82 亿颗，同比增长 77%。产品结构亦有所改善，1000 万像素及以上产品占比达到 50% 左右，我们预计也有望推动 Asp 及毛利率的改善。此外，新钜科技 19Q1 实现净利润 1.0 亿新台币，19Q2 净利润 2.2 亿新台币，显著回暖，公司 19 年投资收益有望大幅好转。
- **指纹模组：屏下指纹占比提升，结构改善致盈利能力提升。**根据网易援引 HIS Markit 预计，2018 年屏幕指纹模组总出货量达到 3000 万片，依托于屏幕指纹传感技术的改进和手机全面屏设计，预测 2019 年屏幕指纹出货量比 2018 年增长 6 倍，达到 1.8 亿片。光学屏下指纹已经在部分中端机型上开始应用，如 Oppo 的 K1 以及红米 K20 等。我们认为在成本下降推动下，光学屏下指纹也有望持续向中低端渗透。2019 年，公司屏下指纹出货量维持高位，2-6 月光学屏下指纹模组出货占比 50-60% 左右，有望推动 Asp 及毛利率的改善。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 4.69、6.86 和 8.09 亿元，同比增速分别为 3157%、46% 和 18%；分别实现每股收益 0.41、0.60 和 0.71 元；结合同业估值和公司增速，给予 2019 年 PE 28-30X，对应 11.48-12.30 元/股，按照 1 港元=0.90 元人民币估算，对应合理价值区间 12.76-13.67 港元/股，首次覆盖，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，模组价格战致价格大幅下跌。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7938.96	8135.16	12695.81	20279.81	25616.69
(+/-)YoY(%)	59.06%	2.47%	56.06%	59.74%	26.32%
净利润(百万元)	436.28	14.40	468.96	686.25	809.20
(+/-)YoY(%)	128.71%	-96.70%	3156.65%	46.33%	17.92%
全面摊薄 EPS(元)	0.38	0.01	0.41	0.60	0.71
毛利率(%)	43.05%	49.37%	8.28%	7.79%	7.52%
净资产收益率(%)	23.50%	0.68%	19.15%	23.04%	22.45%

资料来源：公司年报（2017-2018），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

目 录

1. 手机摄像模组及指纹模组主流厂商.....	5
1.1 主流手机摄像模组及指纹模组厂商.....	5
1.2 经营情况: 19H1 利润显著改善	5
2. 手机模组: 出货量提升叠加产品结构改善, 19 年迎拐点.....	7
2.1 三摄渗透率快速提升, 市场空间进一步打开	7
2.2 华为取得突破, 出货量大幅增长	7
2.3 产品结构改善, 有望推动 ASP 及毛利率改善	8
2.4 战略投资新钜科技, 19 年投资收益亦有望大幅好转	9
3. 指纹模组: 屏下指纹占比提升, 产品结构改善推动盈利能力提升	11
3.1 行业: 竞争激烈, 屏下指纹趋势有望带动一定回暖	11
3.2 光学屏下指纹趋势显著.....	12
3.3 丘钛科技: 产品结构改善, 屏下指纹出货量大幅提升.....	12
4. 盈利预测与投资建议	15
5. 风险提示	16
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1	公司发展历程及主营业务	5
图 2	公司营收结构 (2019 年上半年, 亿元)	5
图 3	公司历年营收	5
图 4	公司净利润波动较大	6
图 5	公司毛利率波动较大	6
图 6	iPhone 11 Pro 三摄像头	7
图 7	Huawei Mate 30 Pro 四摄像头	7
图 8	丘钛科技摄像模组客户结构 (2017 年)	7
图 9	丘钛科技摄像模组客户结构 (2018 年)	7
图 10	摄像模组单月销售情况: 2018 年 7 月以来销售量持续大幅增长 (千颗)	8
图 11	公司大规模智能化制造	8
图 12	丘钛科技手机摄像模组单价 (元/颗)	9
图 13	丘钛科技手机摄像模组产品结构	9
图 14	公司 1000 万像素及以上摄像头模组出货量占比改善	9
图 15	新钜科技季度营收 (百万新台币)	10
图 16	新钜科技季度净利润 (百万新台币)	10
图 17	新钜科技月度营收情况	10
图 18	全球手机市场指纹模组出货量 (亿颗)	11
图 19	全球手机市场指纹模组出货量 (百万颗, 2018 年)	11
图 20	Opportunity K1 搭载光学屏下指纹	12
图 21	红米 K20 搭载光学屏下指纹	12
图 22	公司月度指纹识别模组出货量 (千颗)	13
图 23	公司指纹识别模组产品结构	13
图 24	公司指纹识别模组单价 (元/颗)	13
图 25	公司指纹识别模组按月出货量及占比情况	14

表目录

表 1	三种屏下指纹方案性能对比	12
表 2	公司分项业务预测.....	15
表 3	可比公司估值表	16

1. 手机摄像模组及指纹模组主流厂商

1.1 主流手机摄像模组及指纹模组厂商

公司主营手机摄像头模组及指纹识别模组业务，于 2014 年 12 月在香港主板上市，2017 年认购新钜科技 36% 的股权，整合镜头光学能力；2018 年，公司成功开发出第二代屏下指纹模组，并顺利量产前置 3D 结构光模组。

图1 公司发展历程及主营业务

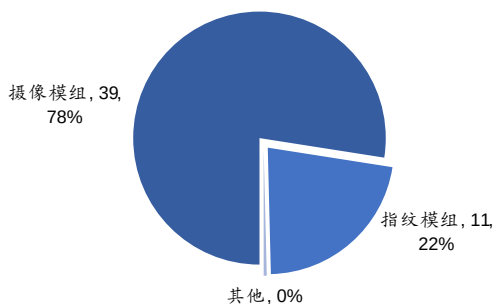


资料来源：公司 2018 年业绩演示材料，海通证券研究所

1.2 经营情况：19H1 利润显著改善

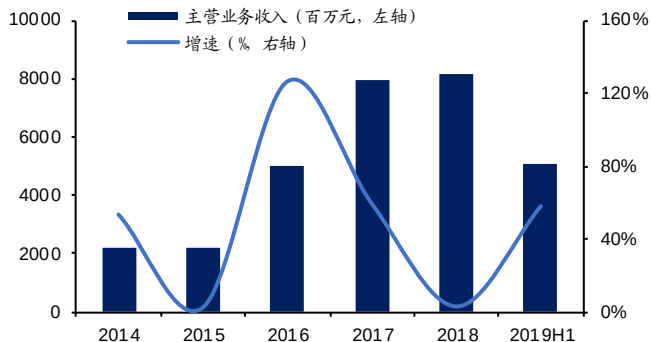
2019 年上半年，公司实现主营业务收入 50.6 亿元，其中摄像模组实现收入 39.2 亿元，占比 78% 左右；指纹模组实现收入 11.2 亿元，占比 22% 左右。

图2 公司营收结构（2019 年上半年，亿元）



资料来源：wind，公司 2019 年上半年业绩演示材料，海通证券研究所

图3 公司历年营收



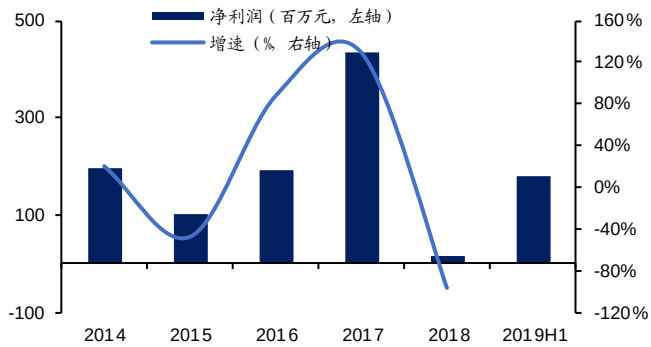
资料来源：wind，海通证券研究所

营收方面，2016-2017 年营收取得了较快增长，2016 年主要源于产品销量及平均单价提升；2017 年主要源于摄像模组产品结构优化，平均单价同比提升 42%，以及指纹模组销售量大幅增长；2018 年公司营收增长仅 2.5%，摄像模组销售数量虽大幅增长约

53%，但产品单价同比大幅下跌约 30.3%。2019 年上半年，受到摄像头模组产品数量大幅增长、指纹识别模组单价大幅增长等推动，营收实现大幅增长。

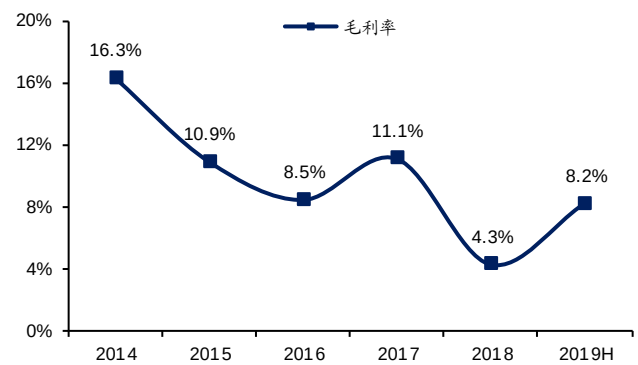
毛利率方面，2018 年，摄像模组和指纹模组 ASP 均有较大下降，致毛利率大幅下滑至 4.3%；2019 年上半年，受到规模效应提升、产品结构改善等推动，毛利率回升至 8.2%。

图4 公司净利润波动较大



资料来源：wind，海通证券研究所

图5 公司毛利率波动较大



资料来源：wind，海通证券研究所

2. 手机模组：出货量提升叠加产品结构改善，19 年迎拐点

2.1 三摄渗透率快速提升，市场空间进一步打开

手机摄像头模组行业受益于技术的进步和功能性的增加，ASP 不断增长，推动产业市场扩张。技术演进包括镜头像素提升、数码变焦/自动对焦、光学防抖、光学变焦、PADF 对焦、CAF 混合对焦等。

根据搜狐网报道，2019 年九月发布的 13 款手机中，有 8 款都采用了后置三摄设计，3 款采用后置四射方案。苹果最新发布的 iPhone 11 Pro 配置从原先的二摄（广角+长焦）升级到三摄（广角+长焦+超广角）。我们认为：后置三摄已经成为当代智能手机的“标配”，而后置四射则有望成为智能手机的下一个趋势。

图6 iPhone 11 Pro 三摄像头



资料来源：APPLE 官网，海通证券研究所

图7 Huawei Mate 30 Pro 四摄像头



资料来源：华为官网，海通证券研究所

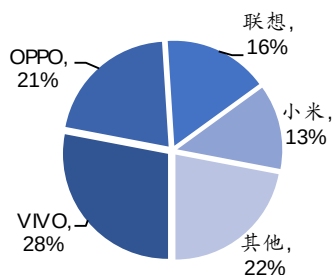
2.2 华为取得突破，出货量大幅增长

客户：华为取得突破

2017 年，公司客户主要为 VIVO、OPPO、联想、小米等，VIVO 和 OPPO 合计占比接近 50%。

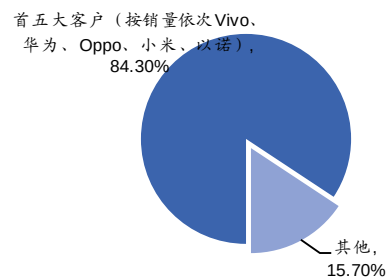
2017 年，公司取得了华为摄像头模组的直接供应商资格，取得重大突破。2018 年，按照销售数量计算，首五大客户为 Vivo、华为、Oppo、小米和以诺，华为是 18 年公司摄像模组第二大客户，进展迅速，我们预计 2019 年公司在华为的出货增长趋势仍将持续。

图8 丘钛科技摄像模组客户结构（2017 年）



资料来源：搜狐网，旭日大数据，海通证券研究所

图9 丘钛科技摄像模组客户结构（2018 年）



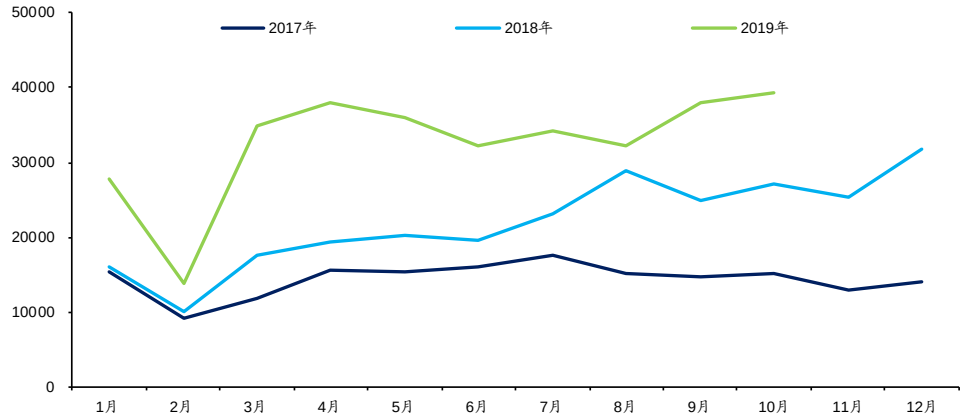
资料来源：公司 2018 年业绩演示材料，海通证券研究所

销量：持续高速增长

2018 年 7 月以来,公司摄像模组销售量增长显著提速,2019 年 1-10 月销售量合计已经达到了 3.3 亿颗。

我们预计在华为等下游客户拉动下,下半年公司手机摄像模组出货量有望持续高速增长。

图10 摄像模组单月销售情况: 2018 年 7 月以来销售量持续大幅增长 (千颗)



资料来源: 公司出货量公告, 公司 2017-2018 年业绩演示材料, 海通证券研究所

产能: 仍在积极扩张, 智能化制造发力

根据公司 2018 年全年业绩演示材料,2018 年,公司摄像头模组月产能达到了 35KK, 2019 年底,公司摄像头模组目标产能逐步增至 50KK/月, 2019 年资本开支预计将为约人民币 7 亿元,较 2018 年的约 5 亿元亦有所提升。

同时,我们预计公司在自动化/数字化/智能化方面亦将发力,推动封装、测试、包装、物流等全流程自动化、数字化,打造智能化现场工厂。

图11 公司大规模智能化制造



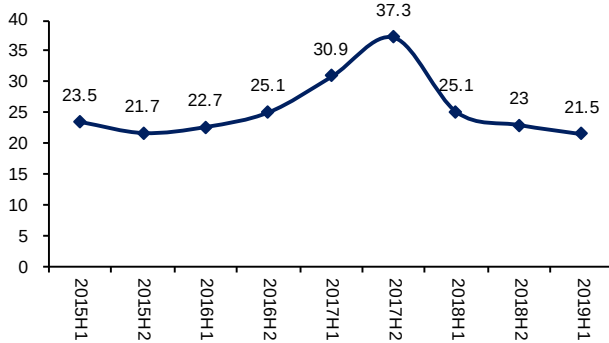
资料来源: 2018 年全年业绩演示材料, 海通证券研究所

2.3 产品结构改善, 有望推动 ASP 及毛利率改善

以丘钛科技为例, 双摄渗透率的提升推动手机镜头模组 ASP 由 2016 年下半年的 25.1 元/颗增长至 2017 年下半年的 37.3 元/颗。

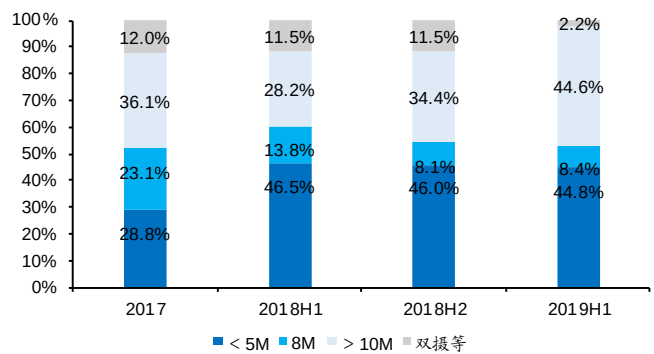
2018 年下半年公司 ASP 下降至 23 元/颗, 我们认为主要源于: 1) 双摄带来的边际改善效应在减小; 2) 部分中低端机型开始采用两个单摄来达到一定的效果; 3) 公司摄像模组产品结构变化, 5M 以下低端模组占比提升。

图12 丘钛科技手机摄像模组单价 (元/颗)



资料来源：公司 2019 年上半年业绩演示材料，海通证券研究所

图13 丘钛科技手机摄像模组产品结构

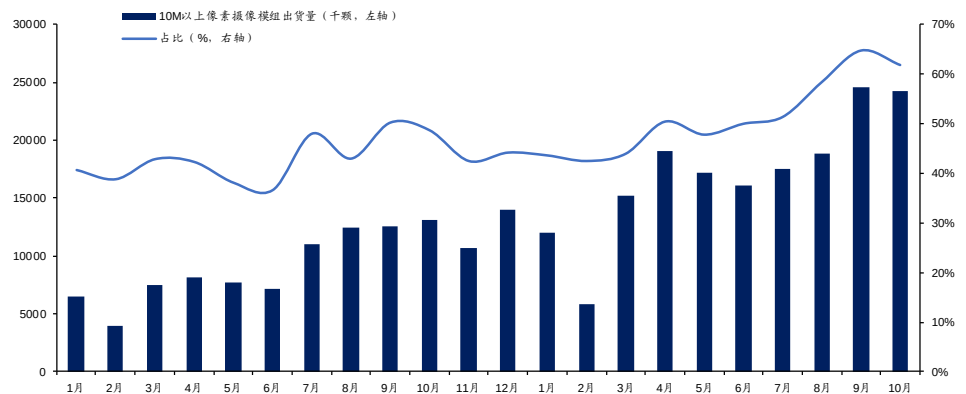


资料来源：公司 2018 年、2019 年上半年业绩演示材料，海通证券研究所

2019 年，公司手机摄像模组产品有比较明显的改善，1000 万像素及以上产品出货量占比有所提升。我们认为产品结构的改善有望推动 ASP 及毛利率的改善，进而推动利润的改善。

根据公司半年报，2019 年上半年，公司实现营收 50.6 亿元，同比增长 58%，毛利率 8.2%，同比增长 7.0pct，显著改善。

图14 公司 1000 万像素及以上摄像头模组出货量占比改善



资料来源：公司历月出货量公告，海通证券研究所

此外，根据公司 2018 年 7 月 23 日公告，公司已经在开发 3D 结构光模组和屏下指纹识别模组产品方面取得重大突破，并均已经开始量产和销售，并分别取得了相应订单。

2.4 战略投资新钜科技，19 年投资收益亦有望大幅好转

2017 年 8 月 31 日，公司完成对中国台湾新钜科技私募配售，约占新钜科技全部已发行普通股股本的 36%。

新钜科技成立于 1999 年，主要致力于光学镜片及镜头设计、研发和制造等，主要产品包括了高阶手机镜头 (RGB)、屏下指纹识别镜头 (FOD)、3D 感测镜头、NB CAM、平面光学产品、IR 应用镜头及车载镜头等。

我们认为：对于新钜科技的战略投资，有助于双方在手机摄像产业链整合、客户协同和品类扩张等方面的合作：

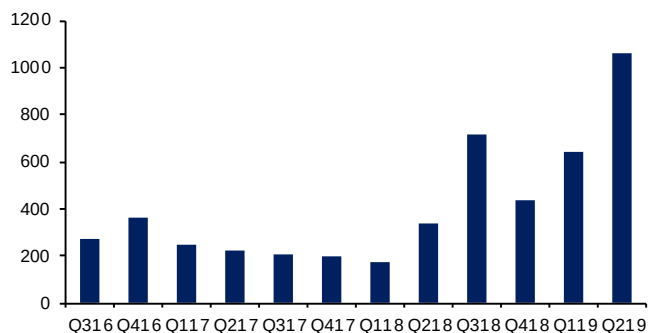
- 1) 手机摄像产业链整合：新钜科技具备较大规模生产 1300 万像素模组用镜片能力；

- 2) 客户协同: 新钜科技与多个国际品牌客户维持多年的业务关系, 丘钛科技有望借助于新钜科技, 向国际品牌客户推广手机摄像模组及指纹模组等;
- 3) 新的产品市场: 丘钛科技正积极扩展品类至新的领域, 如 AR、VR、汽车等, 而新钜科技在体感游戏镜片、汽车镜片等领域具有相关的经验、技术等。

新钜科技盈利显著好转, 丘钛科技有望受益于投资收益

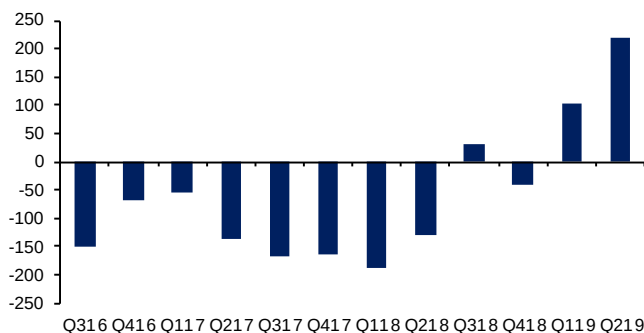
2018 年 Q3 起, 新钜科技营收开始显著增长, 18Q3-19Q1 分别同比增长 242%、117%和 275%, 净利润亦出现回暖, 18Q3 当季度净利润转正, 达到 2970 万新台币, 19Q1 实现净利润 1.0 亿新台币, 19Q2 净利润 2.2 亿新台币, 显著回暖。

图15 新钜科技季度营收 (百万新台币)



资料来源: wind, 海通证券研究所

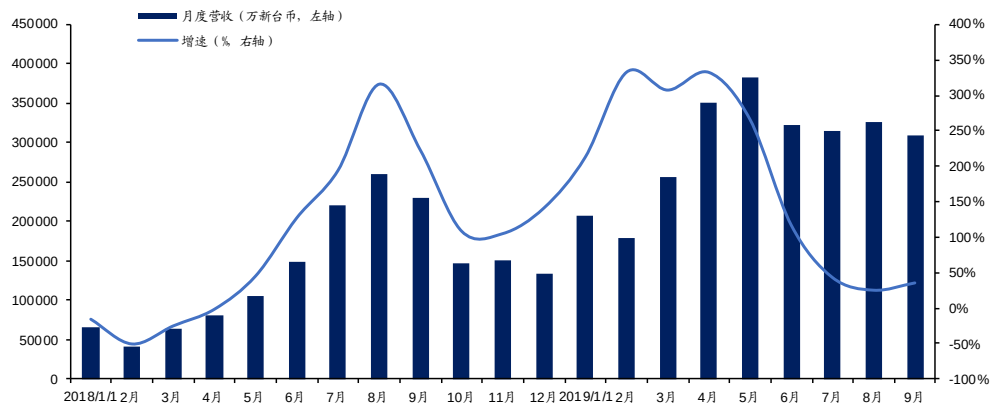
图16 新钜科技季度净利润 (百万新台币)



资料来源: wind, 海通证券研究所

从新钜科技月度收入来看, 19 年前 9 个月, 亦呈现出比较好的增长态势。

图17 新钜科技月度营收情况



资料来源: 新钜科技官网, 海通证券研究所

受到新钜科技在 2017 和 2018 年的亏损影响, 丘钛科技 2017 和 2018 年分别实现权益性投资亏损 1692 和 2456 万元, 我们预计, 新钜科技 2019 年业务的发展态势仍有望持续, 2019 年有望实现较好的盈利, 从而为丘钛科技带来较好的权益性投资收益。

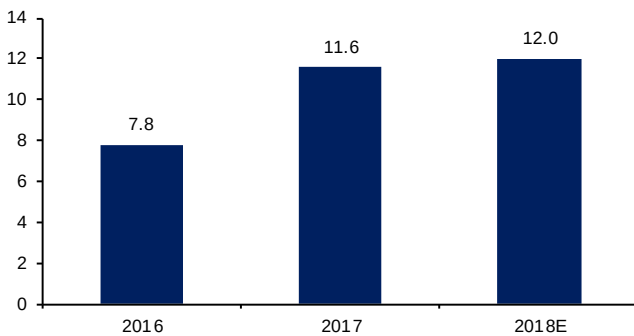
3. 指纹模组：屏下指纹占比提升，产品结构改善推动盈利能力提升

3.1 行业：竞争激烈，屏下指纹趋势有望带动一定回暖

市场竞争非常激烈

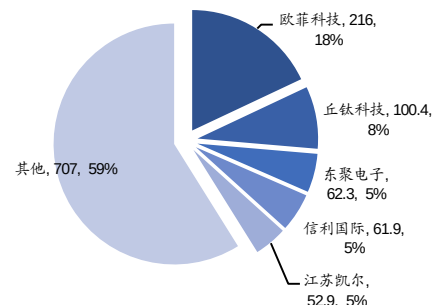
根据摄像头观察公众号引用市场调研机构旭日产研的数据统计，预计 2018 年手机市场指纹模组出货量达到 12 亿颗，较 2017 年同比增长约 8%。

图18 全球手机市场指纹模组出货量（亿颗）



资料来源：摄像头观察公众号，旭日大数据，海通证券研究所

图19 全球手机市场指纹模组出货量（百万颗，2018 年）



资料来源：摄像头观察公众号，旭日大数据，海通证券研究所

根据摄像头观察公众号引用旭日产研的数据统计，2018 年，国内欧菲科技、丘钛科技、东聚电子、信利国际、江苏凯尔出货量排名领先，其中欧菲科技出货量 2.16 亿颗，总市场份额 18% 左右，丘钛科技出货量 1 亿颗，市场份额 8% 左右。

屏下指纹方案或成主流

全面屏技术通过提高屏占比的方式，在进一步提高显示面积下尽量保证用户的持握感，成为了行业的大趋势。根据 WitsView 预测，2018 年全面屏手机渗透率将达到 44.6%，到了 2021 年将达到 92.1%。

全面屏目前主要的解锁解决方案有面部识别、背部指纹和屏下指纹三种。面部识别的代表是 iPhoneX 的 3D 结构光方案，但这种方案是否适合手机的争议性一直很大，首先在场景上有一定要求，尽量避免强弱光、握持角度和遮挡的影响；其次需要保持正确的姿势，要专心的看着手机，导致解锁不够便捷。所以我们认为苹果采用 3D 结构光方案更有可能是凭借面部识别更丰富的信息和更安全的特点，为未来的 VR/AR，人工智能等的布局。相比之下，屏下指纹既可以取消 Home 键，又符合用户传统的操作习惯，有望成为当前全面屏旗舰级的标配。

屏下指纹方案现有主要方案包括玻璃基电容、光学、超声波三个方案，对比来看，我们认为光学方案性价比最高，适用范围最广。光学方案由于以光学系统为基础，在解锁速度、功耗和抗干扰能力等都略有不足，但其兼容 OLED 软硬屏和高解锁成功率是目前市场上性价比最高的方案。同时光学方案应用较早，在市场上有一定的先发优势，产业链成熟度更高。因此，我们判断短期内光学方案将成为屏下指纹的主流方案，适用高中低端各类 OLED 全面屏手机；超声波方案如果能够提高穿透性和解锁成功率或者柔性 OLED 屏幕价格有所下降，也有机会成为高端旗舰机的一个选择。

表 1 三种屏下指纹方案性能对比

	方案	玻璃基电容	光学	超声波
体验	解锁时间	200ms	600ms	250ms (优化中)
	干/湿手指体验	湿手指体验差	可用于湿手指, 干手指图像问题待解决	可用于干/湿手指
	抗干扰能力	湿手指问题	干手指问题	只能搭配 OLED
设计	穿透性	玻璃、陶瓷、蓝宝石、油墨涂层	玻璃、蓝宝石、特定 IR 油墨、OLED	玻璃、金属、塑料、各类油墨、OLED 模组
安全性	防假手指	NO	NO	多层防伪设置
	活体检测	NO	YES	YES
可靠性	环境/机械可靠性	YES	--	YES

资料来源: 知乎, 欧菲科技, 海通证券研究所

3.2 光学屏下指纹趋势显著

根据网易援引 HIS Markit 预计, 2018 年屏幕指纹模组总出货量达到 3000 万片。依托于屏幕指纹传感技术的改进和手机全面屏设计, IHS Markit 预测 2019 年屏幕指纹出货量比 2018 年增长 6 倍, 达到 1.8 亿片。

光学屏下指纹已经在部分中端机型上开始应用, 如 Oppo 的 K1 以及红米 K20 等, 我们认为在成本下降推动下, 光学屏下指纹也有望持续向中低端渗透。

图20 Oppo K1 搭载光学屏下指纹



资料来源: Oppo 官网, 海通证券研究所

图21 红米 K20 搭载光学屏下指纹

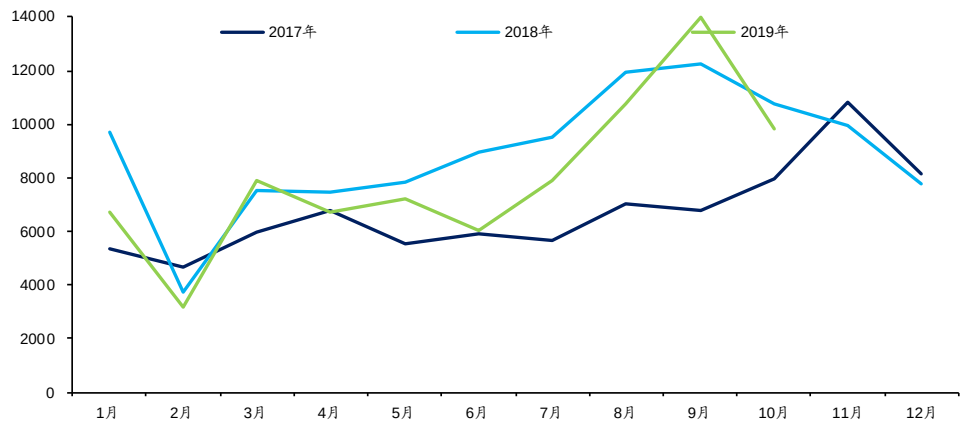


资料来源: 小米官网, 海通证券研究所

3.3 丘钛科技: 产品结构改善, 屏下指纹出货量大幅提升

丘钛科技是手机指纹模组产业的主流厂商之一, 根据摄像头观察公众号援引旭日产业的数据统计, 2018 年, 国内欧菲科技、丘钛科技、东聚电子、信利国际、江苏凯尔出货量排名领先, 其中丘钛科技出货量 1 亿颗, 市场份额 8% 左右。

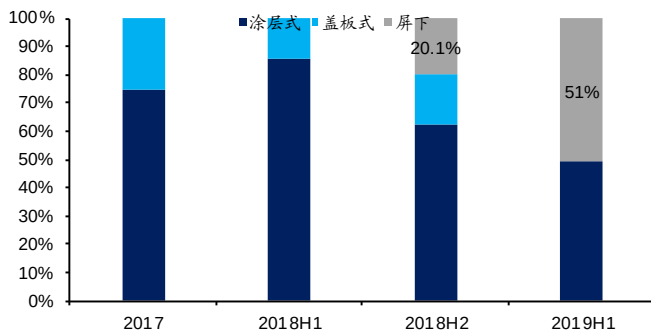
图22 公司月度指纹识别模组出货量（千颗）



资料来源：2018 年业绩演示材料，2019 年 10 月出货量公告，海通证券研究所

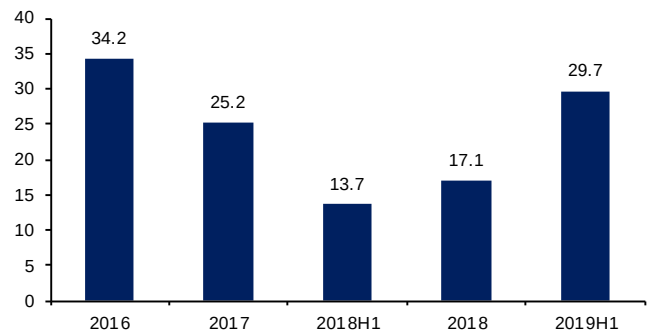
公司近几年指纹模组销售单价有较大下滑，2018 年上半年下滑至约 13.7 元/颗，较 2017 年同期的约 30.1 元/颗大幅下滑 54.5%，主要源于市场竞争激烈、旧产品降价幅度较大等。

图23 公司指纹识别模组产品结构



资料来源：2018 年、2019 年上半年业绩演示材料，海通证券研究所
备注：因公司未披露 19H1 涂层和盖板占比，故 19H1 涂层指代两者之和

图24 公司指纹识别模组单价（元/颗）

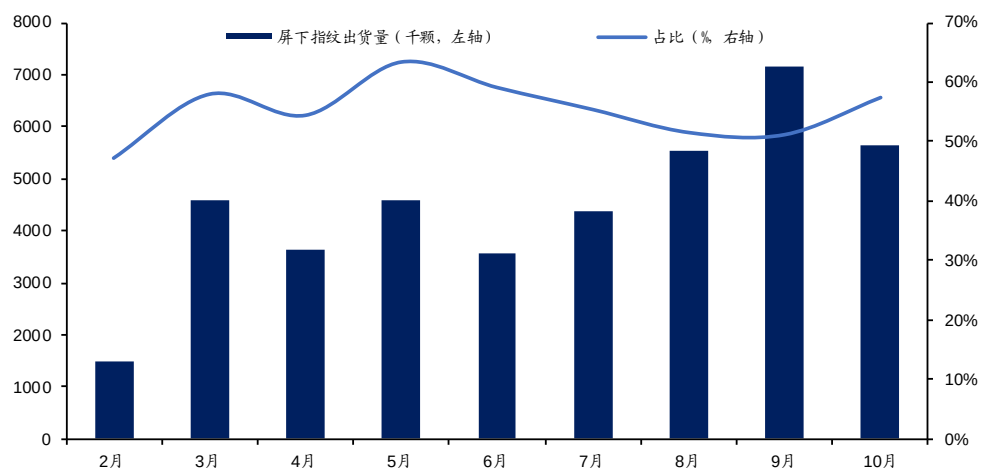


资料来源：2017 年报，2018-2019 年上半年业绩演示材料，海通证券研究所

2018 年下半年，指纹识别模组单价有所回升，带动全年均价达到 17.1 元/颗，主要源于新产品光学式屏下指纹识别模组的销售占比增加。2018 年下半年，光学屏下指纹识别模组销售出货量占比达到了 20.1%。

2019 年 1-10 月，公司光学屏下指纹识别模组出货量维持在高位，屏下指纹模组占指纹模组出货量的比例大致维持在 50-60%。公司指纹识别模组单价亦在 2019 年上半年大幅提升至 29.7 元/颗。

图25 公司指纹识别模组按月出货量及占比情况



资料来源： 2019 年 2-10 月出货量公告，海通证券研究所

从行业端来看，网易援引 IHS Markit 预测 2019 年屏幕指纹出货量比 2018 年增长 6 倍，达到 1.8 亿片。我们认为：光学屏下式指纹模组也有望在未来实现大规模增长，丘钛科技作为光学屏下式指纹模组主流厂商，有望继续扩大在光学屏下指纹模组领域的出货量，指纹模组结构有望持续改善，带动 ASP 和毛利率的回暖。

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2019-2021 年分别实现归母净利润 4.69、6.86 和 8.09 亿元，同比增速分别为 3157%、46%和 18%；分别实现每股收益 0.41、0.60 和 0.71 元；结合同业估值和公司增速，给予 2019 年 PE 28-30X，对应 11.48-12.30 元/股，按照 1 港元=0.90 元人民币估算，对应合理价值区间 12.76-13.67 港元/股，首次覆盖，给予优于大市评级。

表 2 公司分项业务预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
出货量, 百万颗					
手机摄像模组	172.5	263.9	409.0	572.7	744.5
%双摄	12%	11%	2%	2%	2%
指纹识别模组	80.7	107.6	89.3	102.7	118.1
%屏下	0%	12%	60%	65%	70%
Asp, 元/颗					
手机摄像模组	34.2	23.8	24.5	30.6	30.6
指纹识别模组	25.2	17.0	29.9	26.8	24.0
营收, 百万元	7939	8135	12696	20280	25617
手机摄像模组	5902	6273	10030	17523	22781
指纹识别模组	2037	1832	2666	2756	2836
其他	0	30	0	0	0
毛利率, 整体	11.1%	4.3%	8.3%	7.8%	7.5%
费用率	4.4%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%
销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
行政费用率	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用率	3.4%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%

资料来源：公司 2017-2018 年业绩演示材料，wind，海通证券研究所

5. 风险提示

手机出货量下滑，三摄、3D 等推进不及预期，模组价格战致价格大幅下跌。

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
02382.HK	舜宇光学科技	1,203	2.27	3.10	4.32	48.28	35.36	25.36	3.49	10.19
02018.HK	瑞声科技	601	3.14	1.99	2.58	15.82	24.95	19.29	3.41	3.03
00732.HK	信利国际	31	0.02	0.11	0.20	47.29	8.30	4.70	0.16	0.45
603501.SH	韦尔股份	1,026	0.33	0.69	2.01	739.25	170.23	58.89	8.85	17.78
002415.SZ	海康威视	2,989	0.62	1.39	1.68	26.33	23.03	19.08	38.62	6.32
002475.SZ	立讯精密	1,764	0.66	0.76	1.03	64.79	43.44	32.16	3.33	8.92
002916.SZ	深南电路	519	2.49	3.36	4.57	74.51	45.54	33.52	5.00	10.98
002241.SZ	歌尔股份	615	0.27	0.39	0.56	70.91	48.59	33.79	1.89	3.76
600271.SH	航天信息	389	0.11	1.03	1.19	24.07	20.36	17.51	1.35	3.17
300408.SZ	三环集团	303	0.76	0.58	0.73	23.01	29.87	23.82	10.15	3.90
300691.SZ	联合光电	40	0.53	0.40	0.58	54.79	44.27	30.13	2.73	4.45
002189.SZ	中光学	47	0.68	0.77	0.94	28.78	23.10	19.01	1.46	3.51
002876.SZ	三利谱	44	0.35	0.58	1.75	160.63	73.52	24.43	3.13	4.63
均值						106.04	45.43	26.28	6.43	6.24

注：收盘价为 2019 年 11 月 22 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	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	8135.16	12695.81	20279.81	25616.69
每股收益	0.01	0.41	0.60	0.71	营业成本	7782.05	11644.59	18699.96	23689.86
每股净资产	1.86	2.14	2.61	3.15	毛利率%	4.28%	8.28%	7.79%	7.52%
每股经营现金流	-0.15	0.87	0.62	0.82	毛利	352.95	1051.22	1579.85	1926.83
每股股利	0.00	0.09	0.14	0.16	营业费用	18.56	25.39	40.56	51.23
价值评估					营业费用率%	0.23%	0.20%	0.20%	0.20%
P/E	841.31	25.83	17.65	14.97	管理费用	81.20	114.26	182.52	230.55
P/B	6.35	5.51	4.53	3.74	管理费用率%	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%
P/S	1.49	0.95	0.60	0.47	EBIT	-12.86	505.30	717.96	850.93
EV/EBITDA					财务费用	44.15	50.00	50.00	50.00
股息率 (%)	0%	20%	20%	20%	财务费用率%	0.54%	0.39%	0.25%	0.20%
盈利能力指标 (%)					资产减值损失				
毛利率	4.28%	8.28%	7.79%	7.52%	投资收益	-24.56	60.00	70.00	80.00
净利率	0.01%	4.30%	3.93%	3.67%	营业利润	-97.12	505.30	757.96	900.93
净资产收益率	0.68%	20.60%	25.29%	24.59%	营业外收支	98.30	40.00	40.00	40.00
资产回报率	0.23%	6.64%	7.51%	6.88%	利润总额	1.18	545.30	797.96	940.93
投资回报率					EBITDA	221.80	736.89	999.55	1182.52
盈利增长 (%)					所得税	-13.07	76.34	111.71	131.73
营业收入增长率	2.47%	56.06%	59.74%	26.32%	有效所得税率%	-1107.63%	14.00%	14.00%	14.00%
EBIT 增长率	-102.42%	-4029.24%	42.09%	18.52%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率	-96.70%	3156.65%	46.33%	17.92%	归属母公司所有者净利润	14.40	468.96	686.25	809.20
偿债能力指标									
资产负债率	67.34%	68.16%	71.85%	72.18%	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动比率	0.99	0.94	1.00	1.04	货币资金	99.92	145.91	142.97	420.53
速动比率	0.76	0.72	0.77	0.81	应收款项	3031.37	3478.30	5556.11	7018.27
现金比率	0.05	0.05	0.03	0.06	存货	703.82	957.09	1536.98	1947.11
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	136	100	100	100	流动资产合计	4228.66	4881.30	7536.06	9685.92
存货周转天数	33	30	30	30	长期股权投资	229.41	300.00	320.00	350.00
总资产周转率	126.33%	165.12%	191.64%	197.71%	固定资产	1888.52	2356.93	2575.34	2743.75
固定资产周转率	430.76%	538.66%	787.46%	933.64%	在建工程	521.63	700.00	500.00	500.00
					无形资产	1.43	1.43	1.43	1.43
					非流动资产合计	2210.96	2807.60	3046.01	3270.54
现金流量表 (百万港)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	6439.61	7688.90	10582.08	12956.46
净利润	14.40	468.96	686.25	809.20	短期借款	1178.24	1100.00	1100.00	1100.00
折旧摊销	234.66	231.59	281.59	331.59	应付账款	2793.24	3881.53	6233.32	7896.62
营运资金变动	-443.54	181.75	-405.91	-368.99	预收账款				
经营活动现金流	-173.58	988.64	703.64	933.53	其它流动负债	296.59	184.46	192.01	272.22
固定资产投资	521.63	900.00	600.00	500.00	流动负债合计	4270.11	5168.86	7529.92	9274.64
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	-352.58	900.00	600.00	500.00	其它长期负债	66.08	71.59	73.42	77.79
投资活动现金流	386.53	-900.00	-600.00	-500.00	非流动负债合计	66.08	71.59	73.42	77.79
债务变化	-346.36	-78.24	0.00	0.00	负债总计	4336.19	5240.45	7603.34	9352.43
股票发行	54.59	35.59	0.00	0.00	实收资本	9.02	9.02	9.02	9.02
融资活动现金流	-584.00	-42.65	-106.58	-155.97	普通股股东权益	2103.43	2448.46	2978.74	3604.03
现金净流量	-366.12	45.99	-2.94	277.57	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
					负债和所有者权益合计	6439.61	7688.90	10582.08	12956.46

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 22 日
 资料来源：公司年报 (2018)，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：西部水泥,汇付天下,浪潮国际,IGG,澳优,ASM PACIFIC,好孩子国际,李宁,比亚迪电子,波司登,达利食品,舜宇光学科技,兑吧,信义光能,FIT HON TENG

投资评级说明

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。	类 别	评 级	说 明
	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。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珣珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
联系人
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

军工行业

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
张恒昶 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
联系人
李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyx11630@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金垚 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com