

# 市场位势上移潜力兑现，19年业绩或显著超预期且20年高成长待延续

## ——丘钛科技 (1478.HK) 9月出货点评

海外公司简报

### ◆9月迎接高端项目拉货期，公司产品结构优化成效显著

9月为国产安卓品牌旗舰机型拉货期，公司10MP以上摄像模组CCM及屏下指纹高端产品出货量环比上升显著，显示公司在核心客户高端项目供应链地位提升，产品结构主动调整战略成效超预期。

9月CCM出货量同比上升53%，环比上升18%，主要得益于10MP以上高端项目大幅上量环比上升31%，对应10MP以上出货占比达65%。1-9月CCM累计出货量同比大幅增长60%，高于全年50%增速指引。

9月指纹模组FRM出货量同比上升14%，环比上升30%，主要得益于屏下及非屏下项目共同放量。1-9月FRM累计出货量同比下降11%，其中屏下指纹出货占比为49%，高于全年40%占比指引，全年产品结构优化有保障。

### ◆行业高景气+自身市场地位提升，驱动19年业绩超预期且20年继续快成长

光学行业持续高景气，超高像素、多摄渗透趋势于2019年如期兑现且于2020年渗透率进一步提升，叠加3D TOF或于2020年顺利放量，光学龙头企业业绩高成长具备更高持续性及确定性。丘钛科技成功跻身华为Mate30及Pro系列的前摄、后摄、3D TOF以及屏下指纹项目，印证其技术服务能力堪比一线阵营，未来市场位势具备继续上移动力。

受益主流安卓品牌的重点支持，CCM行业整体需求量增长叠加自身供应链份额扩张驱动其CCM出货量保持强劲增长且20年有望延续快速增长；华为、OPPO等核心客户中高端项目陆续上量，产品结构升级趋势确立驱动其价格及毛利率继续改善。公司指纹模组业务战略调整效果凸显，屏下指纹出货占比扩大且屏下指纹应用具备继续升级动力，驱动FRM业务价格及毛利率改善。

### ◆估值与评级

综合CCM及FRM业务，我们预计公司19年业绩有望显著超市场预期，且20年仍有望保持快速增长，上调19-21年EPS预测18%/11%/16%至0.40/0.55/0.72元人民币。鉴于公司市场位势逐步比肩一线阵营，业绩成长性较佳，参考舜宇及欧菲光一线龙头20年PE平均约25倍，认为给予20年20倍PE(对应19年28倍PE)为合理估值水平，上调目标价至12.1港币，维持“买入”评级。

◆风险提示：摄像模组行业竞争加剧；产品结构升级不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标 (人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万人民币)	7,939.0	8,135.2	12,527.3	14,928.8	18,557.0
营业收入同比增长率 (%)	59.1	2.5	54.0	19.2	24.3
净利润 (百万人民币)	436.3	14.4	452.7	629.2	820.4
EPS (人民币)	0.40	0.01	0.40	0.55	0.72
EPS 增长率 (%)	116.8	(96.8)	3002.8	39.0	30.4
P/E	21	652	21	15	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月10日

注：按照1HKD=0.9105 CNY换算

## 买入 (维持)

当前股价/目标价：9.1/12.1 港币

### 分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

[futz@ebsec.com](mailto:futz@ebsec.com)

吴柳燕 (执业证书编号：S0930519070004)

021-52523690

[wuliuyan@ebsec.com](mailto:wuliuyan@ebsec.com)

### 市场数据

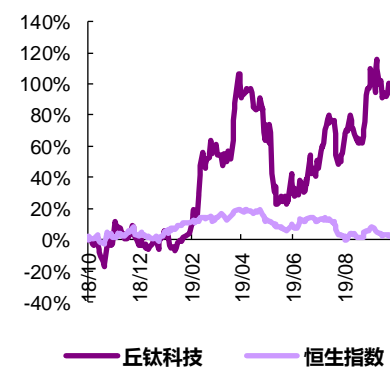
总股本(亿股)：11.42

总市值(亿元)：104.54

一年最低/最高(元)：3.58-11.56

近3月换手率：71.9

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.2	343.2	92.5
绝对	5.5	344.9	90.6

资料来源：Wind

### 相关研报

大客户拉货动能充足，驱动业绩反转兑现且幅度超预期……………2019-08-27  
 结构升级趋势确定，驱动业绩反转……………2019-03-26

## 附录

表 1: 9M19 公司主营产品出货量表现及全年指引

	9M19	1M19-9M19	2019 年指引
<b>CCM</b>			
10MP 以下			
出货量 (百万件)	1,347	14,064	
YoY	8%	37%	
QoQ	0%		
占比	35%	49%	
10MP 及以上			
出货量 (百万件)	2,463	14,644	
YoY	97%	90%	
QoQ	-24%		
占比	65%	51%	不低于 50%
合计			
出货量 (百万件)	3,810	28,709	不低于 50%
YoY	53%	60%	
QoQ	18%		
<b>FRM</b>			
屏下			
出货量 (百万件)	682		
YoY	234%		
QoQ	31%		
占比	49%		不低于 40%
非屏下			
出货量 (百万件)	715		
YoY	-30%		
QoQ	29%		
占比	51%		
合计			
出货量 (百万件)	7,034	7,034	
YoY	-11%	-11%	
QoQ			

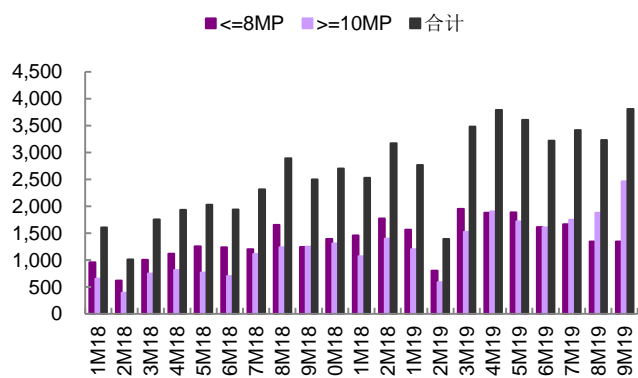
资料来源: 公司公告

表 2: 2019 年公司主营产品出货量 (单位: 千件)

	1M19	2M19	3M19	4M19	5M19	6M19	7M19	8M19	9M19	总计
摄像模组	27,684	13,897	34,798	37,903	36,046	32,181	34,180	32,300	38,099	287,088
指纹识别模组	6,749	3,156	7,885	6,710	7,225	6,022	7,890	10,735	13,971	70,343

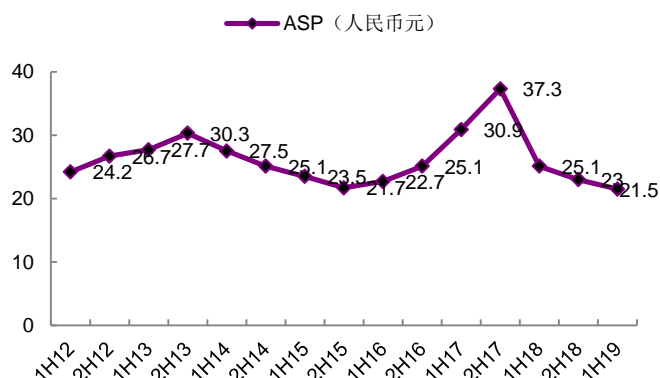
资料来源: 公司公告

图 1: 公司历史 CCM 出货量 (单位: 万件)



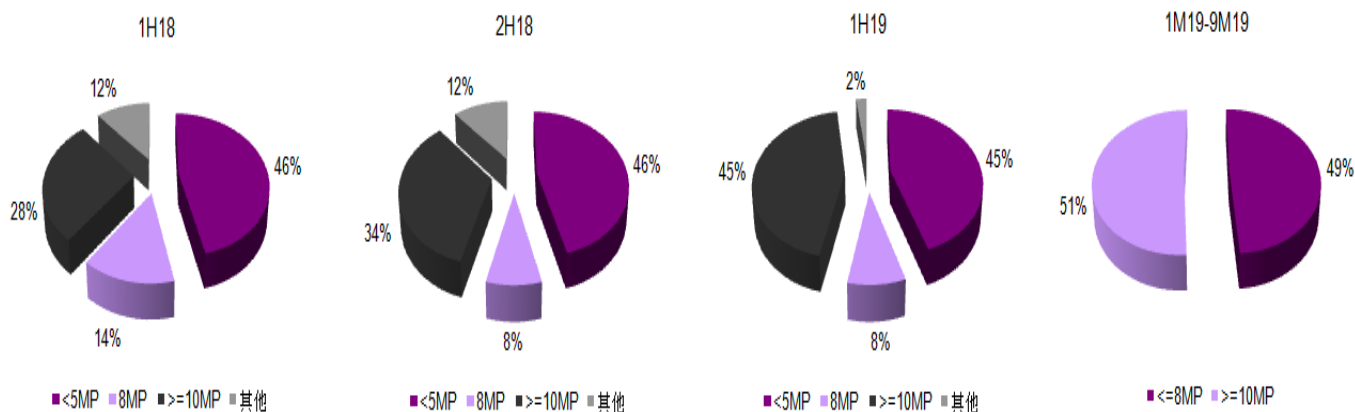
资料来源: 公司公告

图 2: 公司历史 CCM ASP (人民币元)



资料来源: 公司资料

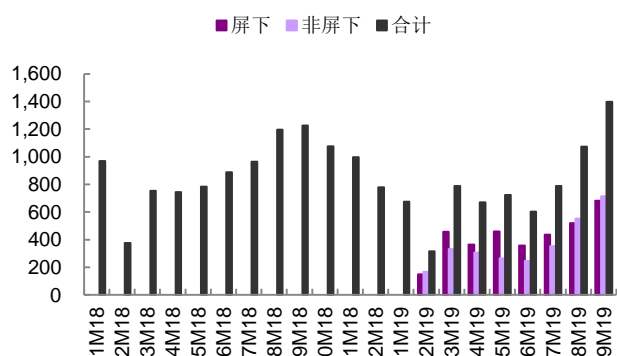
图 3: 公司历史 CCM 产品结构



资料来源: 公司资料

注: 其他包括双/多摄、3D 模组和车载模组等; 1M-9M19 数据: <=8MP 包括<5MP, >=10MP 包括其他

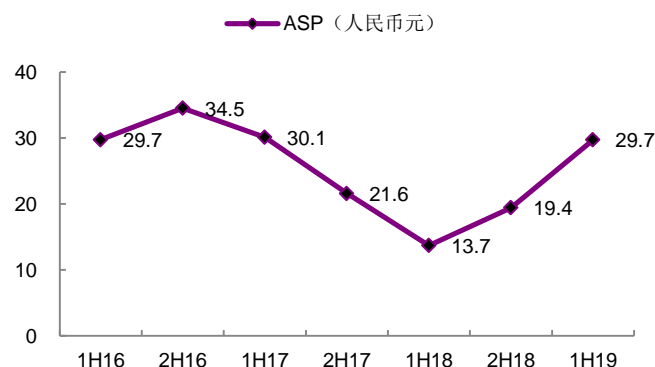
图 4: 公司历史 FRM 出货量 (单位: 万件)



资料来源: 公司公告

注: 公告从 2M19 起披露产品结构

图 5: 公司历史 FRM ASP (人民币元)



资料来源: 公司资料

表 3: 损益表

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	7,939	8,135	12,527	14,929	18,557
营业成本	(7,056)	(7,782)	(11,473)	(13,557)	(16,802)
毛利	883	353	1,054	1,372	1,755
其它收入	(7)	54	48	28	20
营业开支	(351)	(366)	(551)	(671)	(834)
营业利润	525	41	550	729	941
财务成本净额	1	(15)	(18)	1	4
应占利润及亏损	(17)	(25)	0	10	20
税前利润	510	1	533	740	965
所得税开支	(73)	13	(80)	(111)	(145)
税后经营利润	436	14	453	629	820
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	436	14	453	629	820
息税折旧前利润	684	311	759	960	1,191
息税前利润	549	76	540	719	931
每股收益 (元)	0.40	0.01	0.40	0.55	0.72
每股股息 (元)	0.03	0.08	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 4: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	6,100	6,440	7,448	9,153	11,762
<b>流动资产</b>	4,147	4,229	5,084	6,752	9,319
现金及短期投资	543	388	705	1,545	2,852
有价证券及短期投资	881	105	0	0	0
应收账款	2,015	3,004	3,130	3,730	4,636
存货	688	704	1,147	1,356	1,680
其它流动资产	20	28	101	121	150
<b>非流动资产</b>	1,953	2,211	2,364	2,401	2,443
长期投资	258	229	229	234	244
固定资产净额	1,340	1,776	1,836	1,816	1,752
其他非流动资产	355	205	299	351	446
<b>总负债</b>	3,955	4,336	4,979	6,055	7,843
<b>流动负债</b>	3,934	4,270	4,906	5,772	7,140
应付账款	1,883	2,393	3,442	4,067	5,041
短期借贷	1,078	1,178	0	0	0
其它流动负债	973	699	1,464	1,705	2,099
<b>长期负债</b>	20	66	73	283	704
长期债务	0	0	0	0	0
其它	20	66	73	283	704
<b>股东权益合计</b>	2,146	2,103	2,469	3,098	3,919
股东权益	2,146	2,103	2,469	3,098	3,919
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债及股东权益总额</b>	6,100	6,440	7,448	9,153	11,762
净现金/(负债)	(555)	(856)	632	1,263	2,149
营运资本	821	1,314	835	1,019	1,276
长期可运用资本	2,166	2,170	2,542	3,381	4,622
股东及少数股东权益	2,146	2,103	2,469	3,098	3,919

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 5: 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2,222	(173)	1,732	815	1,042
净利润	436	14	453	629	820
折旧与摊销	136	236	219	241	260
营运资本变动	(426)	(434)	479	(183)	(257)
其它	2,075	11	581	128	219
<b>投资活动现金流</b>	(2,119)	387	(136)	(186)	(161)
资本性支出净额	(949)	(490)	(251)	(201)	(181)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	(258)	29	0	(5)	(10)
其它资产变化	(911)	848	115	20	30
<b>自由现金流</b>	407	(1,150)	1,348	554	789
<b>融资活动现金流</b>	312	(584)	(1,279)	211	426
股本变动	185	55	0	0	0
净债务变化	743	100	(1,178)	0	0
派发红利	0	(37)	(87)	0	0
其它长期负债变化	(616)	(702)	(13)	211	426
<b>净现金流</b>	414	(370)	317	840	1,307

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不将与, 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。

## 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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 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, 本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且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。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, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼