

香港股市 | TMT | 科技硬件

丘钛科技 (1478 HK)

1H20 业绩：产品结构改善对 ASP 提升作用超预期，短期挑战不影响增长逻辑

1H20 业绩大幅超出我们预期

1H20 收入同比增长 73.9% 至 88.0 亿元人民币，优于我们的预期，主要由于产品结构优化导致摄像头模组 ASP 同比显著增加 99.6%，大幅超出我们预期；毛利率同比提升 0.1 个百分点至 8.3%，但较 2H19 有所下滑，主要由于产品结构改善带动毛利率提升、疫情影响出货量及生产效率进而影响毛利率的共同作用；净利润同比大幅增加 85.5% 至 3.4 亿元人民币，大幅超出我们预期 19.6%，主要由于收入高于我们预期；剔除其他收入和联营公司影响后的净利润约 3.0 亿元人民币，同比大幅增长 60.4%。

市场竞争力不断增强，客户结构有望持续改善

受疫情影响，1H20 全球智能手机销量大幅下滑。在此情况下，公司 1H20 指纹识别模组销售数量同比增长 5.8%，反映其市占率有所增加；摄像头模组销售数量虽同比下跌约 1.3%，但产品结构改善明显，1,000 万像素及以上摄像头模组出货量占比达 72.8%，高于全年 60% 的指引，其中 3,200 万像素及以上摄像头模组出货量占比达 27.5%，高于全年 25% 的指引，一方面反映手机保持光学升级趋势，另一方面也反映公司在客户的供应商地位仍在提升，可获取更多高端项目。公司注重研发，为 3,200 万像素及以上高像素单摄像头模组的中国三大摄像头模组制造商之一，并已成功量产 6,400 万像素及 1 亿 800 万像素产品，已完成预研并掌握 5 倍潜望式光学变焦模组、超微距成像模组等新技术，有望于短期内实现量产，并于 1H20 成功实现微云台防抖技术，较传统光学防抖角度提升 2 倍。此外，公司已在推进在印度的第二期厂房，将可提升快速响应海外客户需求的能力。我们认为公司在研发上取得的成果及不懈的努力以及持续的扩产可更好的满足客户需求，可进一步提升于主要客户的地位及加速海外客户拓展，有助产品结构持续改善。

短期挑战不影响增长逻辑

海外疫情及国际贸易纠纷仍是影响短期手机市场的因素，但预期疫情影响将逐步减小，中国手机市场有望在 5G 进程加速及将迎新机发布高峰期等推动下复苏，未来汽车及智能家居等 IoT 新领域将带来更多光学需求。公司已获得国内多家知名汽车品牌 Tier 2 供应商资格，有望在短期内取得具体项目合作，为未来把握车载领域快速发展机遇奠定基础。

上调目标价至 17.24 港元，重申“买入”评级

调整盈利预测，20 年至 22 年的每股盈利分别为 0.67/0.78/0.93 元人民币，相应上调目标价至 17.2 港元，相当于 20 倍 21E PE，较现价有 48.9% 的潜在升幅，重申“买入”评级。

风险提示：（一）产品结构改善不及预期；（二）竞争激烈导致毛利率不及预期；（三）华为事件负面影响扩大；（四）人民币汇率波动；（五）疫情影响扩大

主要财务数据 (百万 人民币) (估值更新至 2020 年 08 月 17 日)

年结:12 月 31 日	18A	19A	20E	21E	22E
收入	8,135	13,170	19,001	22,470	27,410
增长率	2.5%	61.9%	44.3%	18.3%	22.0%
净利润	14	542	776	911	1,088
增长率	-96.7%	3666.7%	43.0%	17.4%	19.4%
每股基本盈利 (人民币)	0.01	0.48	0.67	0.78	0.93
市盈率	299.9	24.3	15.5	13.3	11.1
每股股息 (人民币)	0.00	0.09	0.13	0.15	0.18
每股净资产 (人民币)	1.86	2.48	3.02	3.66	4.43
市净率	2.1	4.7	3.4	2.8	2.3
股息率	0.0%	1.3%	1.3%	1.5%	1.8%

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

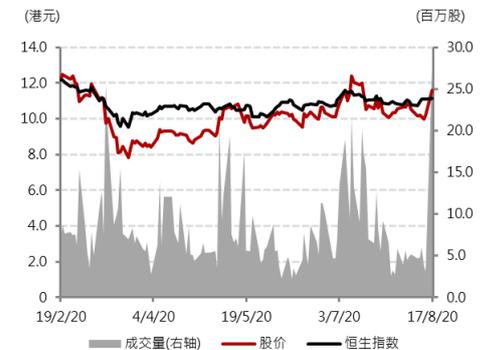
评级：买入

目标价：17.20 港元

股票资料 (更新至 2020 年 08 月 17 日)

现价	11.58 港元
总市值	13,574.66 百万 港元
流通股比例	34.55%
已发行总股本	1,172.25 百万
52 周价格区间	6.86-14.78 港元
3 个月日均成交额	78.75 百万 港元
主要股东	何宁宁 (占 65.28%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

2020512 - 丘钛科技 (1478 HK) 更新报告：
4 月销量点评：产品结构持续升级，疫情影响有限

2020714 - 丘钛科技 (1478 HK) 更新报告：
下调摄像头模组出货量指引符合市场认知，发布 1H20 盈喜反映公司运营实力

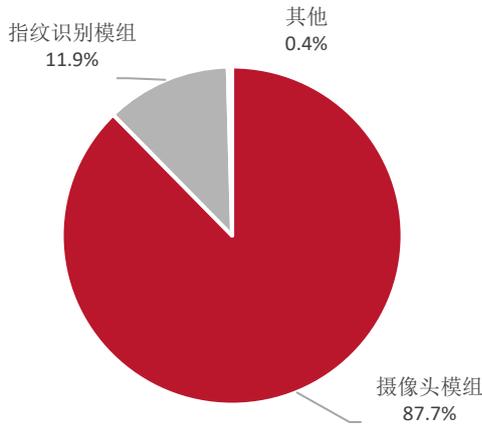
分析师

秦越, CFA

+852 2359 1871

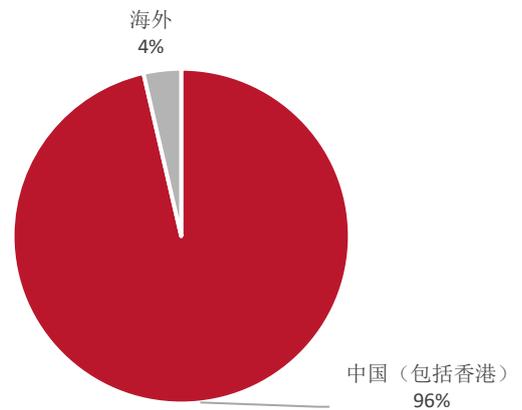
angela.qin@ztsc.com.hk

图表 1: 1H20 收入分布 (按产品)



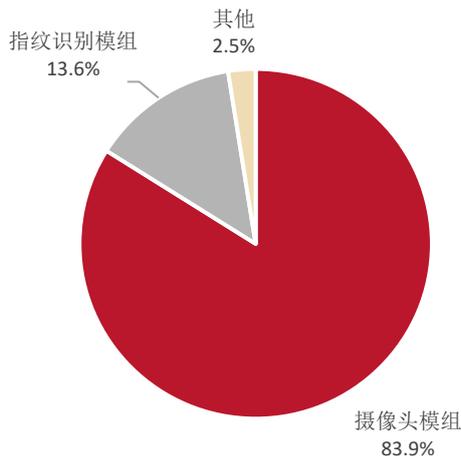
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 2: 1H20 收入分布 (按地区)



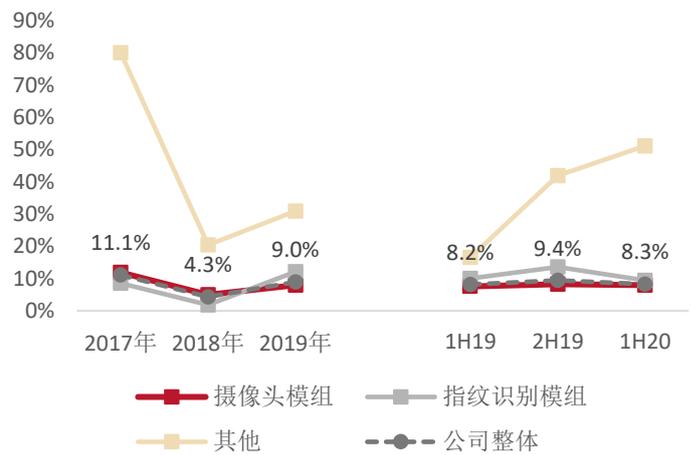
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 3: 1H20 毛利分布



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 毛利率变化



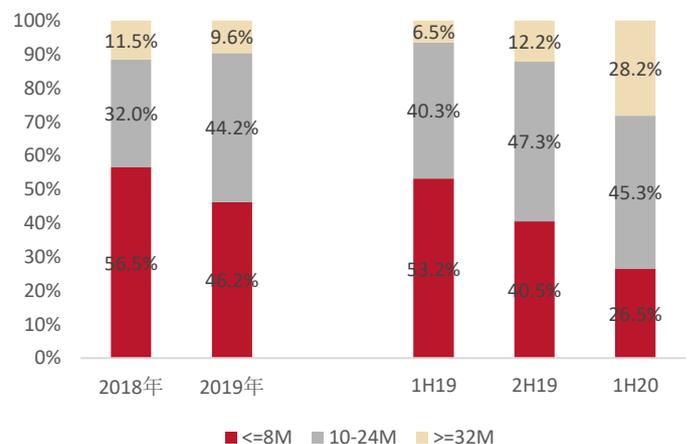
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 2019 年及 2020 年摄像头模组出货量 (千件)



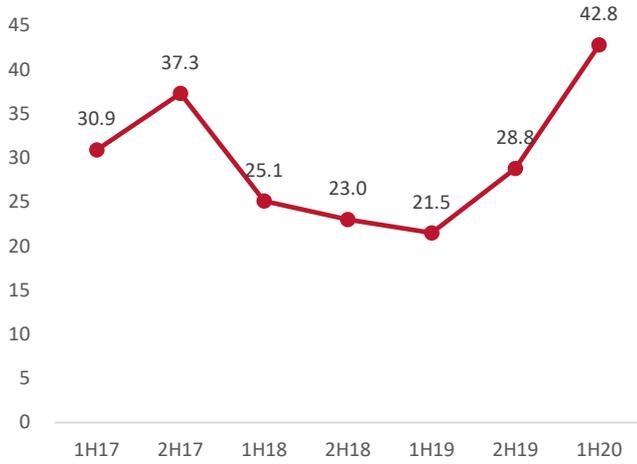
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 摄像头模组产品结构



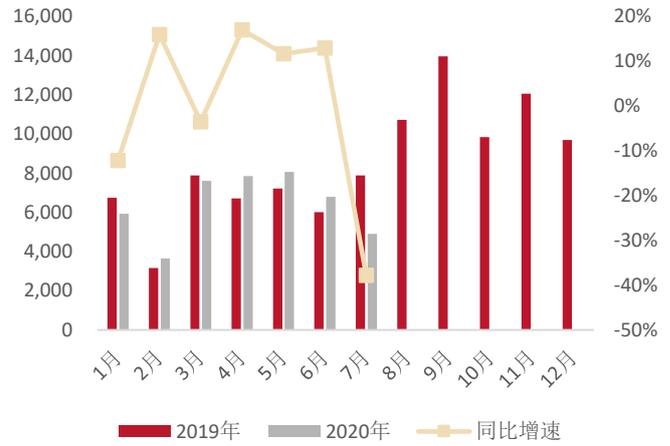
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 7: 摄像头模组平均单价 (人民币元)



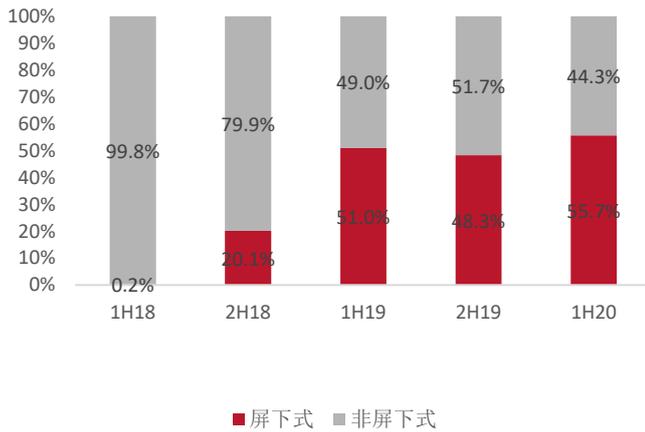
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 8: 2019 年及 2020 年指纹识别模组出货量 (千件)



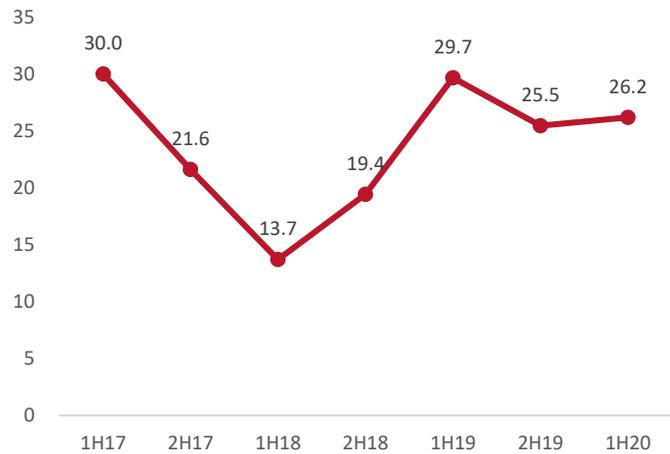
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 9: 指纹识别模组产品结构



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 10: 指纹识别模组平均单价 (人民币元)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

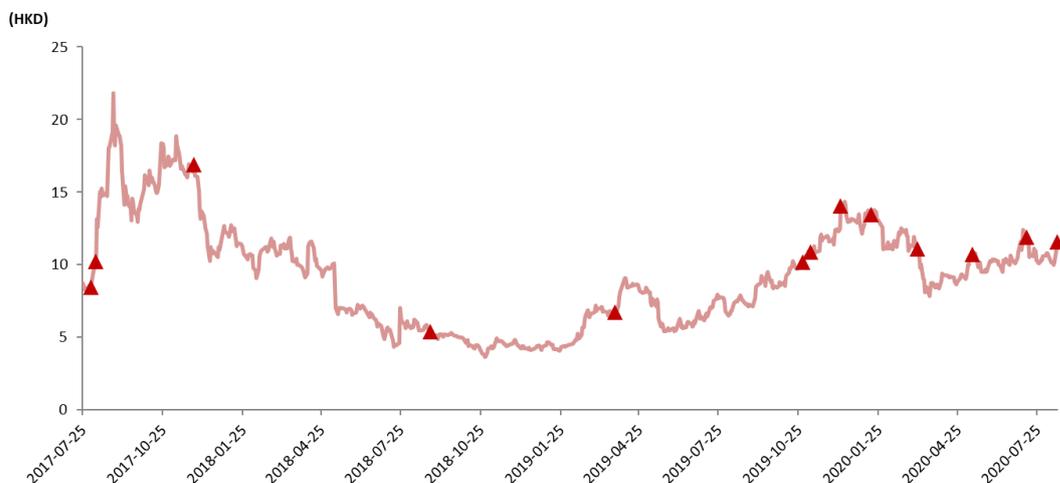
图表 11: 财务摘要 (年结: 12月31日; 百万人民币)

利润表	18A	19A	20E	21E	22E	现金流量表	18A	19A	20E	21E	22E
收入	8,135	13,170	19,001	22,470	27,410	除税前溢利	1	607	870	1,022	1,221
销售成本	7,782	11,990	17,392	20,532	25,041	折旧及摊销	236	291	417	445	469
毛利	353	1,180	1,609	1,938	2,369	运营资金变动	-444	1,415	293	-206	-281
销售、分销及行政开支	100	143	201	260	311	已付所得税款项	-13	-33	-101	-111	-133
研发开支	266	396	629	763	958	其他	47	120	44	34	20
其他	58	19	150	180	194	经营活动所得现金净额	-173	2,400	1,523	1,185	1,296
息税折旧前利润 (EBITDA)	281	951	1,346	1,540	1,763	购买物业、厂房及设备付款	-493	-1,156	-558	-600	-600
折旧	234	291	416	445	469	其他	880	-115	49	56	70
摊销	1	1	1	1	1	投资活动所耗现金净额	387	-1,271	-508	-544	-530
息税前利润 (EBIT)	45	660	930	1,095	1,294	已付利息	-44	-53	-59	-73	-73
融资成本	44	53	59	73	73	已付股息	-92	0	-107	-155	-182
税前利润	1	607	870	1,022	1,221	其他	-448	-764	114	0	0
所得税开支	-13	65	95	111	133	融资活动所耗现金净额	-584	-817	-52	-228	-255
净利润	14	542	776	911	1,088	年初现金及现金等价物	465	100	412	1,356	1,750
每股基本盈利 (人民币)	0.01	0.48	0.67	0.78	0.93	现金及现金等价物增加净额	-370	311	962	412	510
每股股息 (人民币)	0.00	0.09	0.13	0.15	0.18	年末现金及现金等价物	100	412	1,356	1,750	2,242
资产负债表	18A	19A	20E	21E	22E	重要指标	18A	19A	20E	21E	22E
总资产	6,440	10,635	14,898	17,245	20,434	增长率					
流动资产	4,229	7,363	11,468	13,659	16,716	收入	2.5%	61.9%	44.3%	18.3%	22.0%
存货	704	1,913	2,775	3,277	3,996	毛利	-60.0%	234.1%	36.4%	20.4%	22.2%
贸易及其他应收款项	3,031	4,919	7,098	8,393	10,239	息税折旧前利润 (EBITDA)	-57.5%	238.2%	41.6%	14.4%	14.4%
现金及现金等价物	100	412	1,356	1,750	2,242	息税前利润 (EBIT)	-91.4%	1350.7%	40.9%	17.8%	18.1%
其他流动资产	394	119	239	239	239	净利润	-96.7%	3666.7%	43.0%	17.4%	19.4%
非流动资产	2,211	3,272	3,430	3,586	3,718	每股基本盈利	-96.7%	3561.0%	39.9%	16.7%	19.4%
物业、厂房及设备	1,889	2,704	2,888	3,043	3,175	盈利能力					
其他非流动资产	322	568	542	543	544	毛利率	4.3%	9.0%	8.5%	8.6%	8.6%
总负债	4,336	7,768	11,362	12,954	15,237	息税折旧前利润率	3.5%	7.2%	7.1%	6.9%	6.4%
流动负债	4,270	7,543	10,957	12,514	14,749	息税前利润率	0.6%	5.0%	4.9%	4.9%	4.7%
银行借贷	1,178	1,270	1,942	1,942	1,942	净利润率	0.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%
贸易及其他应付款项	3,061	5,935	8,561	10,050	12,189	资产回报率 (ROA)	0.2%	6.4%	6.1%	5.7%	5.8%
其他流动负债	30	339	454	522	618	股本回报率 (ROE)	0.7%	21.8%	24.2%	23.3%	22.9%
非流动负债	66	225	405	439	488	债务偿还能力					
长期银行借款	0	59	191	191	191	资本负债比率	56.0%	48.2%	61.7%	50.8%	42.0%
递延收入	66	130	187	221	270	权益乘数	3.1	3.7	4.2	4.0	3.9
其他非流动负债	0	36	27	27	27	利息覆盖率	6.4	18.0	22.7	21.1	24.2
权益总额	2,103	2,867	3,536	4,291	5,197	流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
本公司股东应占权益	2,103	2,867	3,536	4,291	5,197	速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
非控股权益	0	0	0	0	0	其他					
负债及权益总额	6,440	10,635	14,898	17,245	20,434	资产周转率	1.3	1.5	1.5	1.4	1.5
净现金/ (负债)	-790	-825	-538	-144	348	派息比率	0.0%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测。^现金及现金等价物不包含已抵押银行存款

历史建议和目标价

丘钛科技 (1478 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2017-08-03	HK\$8.44	买入 (首次覆盖)	HK\$10.60
2	2017-08-09	HK\$10.22	买入	HK\$12.60
3	2017-11-30	HK\$16.9	买入	HK\$19.90
4	2018-08-28	HK\$5.38	买入下调至增持	HK\$6.01
5	2019-03-28	HK\$6.72	增持	HK\$7.26
6	2019-10-30	HK\$10.28	增持	HK\$12.10
7	2019-11-08	HK\$11.00	增持	HK\$12.60
8	2019-12-12	HK\$12.44	增持	HK\$14.50
9	2020-01-16	HK\$13.48	增持	HK\$14.50
10	2020-03-10	HK\$11.10	增持上调至买入	HK\$14.70
11	2020-05-12	HK\$10.70	买入	HK\$15.60
12	2020-07-14	HK\$11.92	买入	HK\$16.40
13	2020-08-18	HK\$11.58	买入	HK\$17.20

来源：公司资料，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805