

## 买入

## 摄像头模组出货量稳定增加

丘钛科技 (1478. HK)

2019-12-09 星期一

目标价: **14.5 港元**  
 现价: 12.4 港元  
 预计升幅: 16%

## 重要数据

日期	2019-12-8
收盘价 (港元)	12.4
总股本 (百万股)	1,142
总市值 (百万港元)	14,184
净资产 (百万元)	2,325
总资产 (百万元)	7,760
52 周高低 (港元)	12.54/3.65
每股净资产 (元)	2.04

数据来源: Wind

## 主要股东

丘钛投资有限公司 (65.95%)

## 相关报告

国元国际-丘钛科技 (01478. HK) 深度报告: 产品和客户结构双提升, 重回快速增长轨道-YS-20191011

国元国际 TMT 设备-丘钛科技

(1478. HK) -2019H1 中报点评: 产品结构持续改善, 下半年业绩有望维持高位  
 20190813

## 国元国际研究部

姓名: 杨森

SFC: BJ0644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

## 投资要点

## ➤ 摄像头模组出货量同比快速增加, 结构改善:

公司 11 月份摄像头模组产品销售数量为 42KK, 环比和同比分别增加约 7.0%和约 66.0%, 其中 1000 万像素及以上摄像头模组产品的销售数量为 25.9KK, 环比和同比分别增加约 6.8%和约 141.5%。1~11 月, 摄像头模组产品累计销售数量 3.68 亿颗, 同比增加 58.7%。

摄像头模组产品销售数量同比增加反映出公司的市场占有率以较快的速度上升; 1000 万像素及以上摄像头模组产品的销售数量同比及环比增加反映出公司优化产品规格的战略逐步得以实现, 整个三季度, 1000 万像素及以上摄像头模组产品出货量占比超过 60%。

按照年底 50KK 月产能计算, 摄像头模组的产能利用率已超过八成。充足的产能利用率和良好的产品结构有利于毛利率提升。

## ➤ 指纹识别模组出货量降幅收窄:

指纹识别模组产品 11 月销售数量为 12KK, 环比和同比分别增加约 22.6%和约 21.0%。1~11 月, 指纹识别模组累计销售数量为 9226 万颗, 同比下降 7.5%, 降幅比 10 月份的-10.7%收窄了 3.2 个百分点。

## ➤ 手机镜头市场将持续快速增长:

2020 年, 手机三摄和多摄的渗透率将进一步提升, TOF 的应用也会越来越普及。根据当前主流手机厂商新机型的配置判断, 2020 年手机镜头市场将继续增长约 20%。

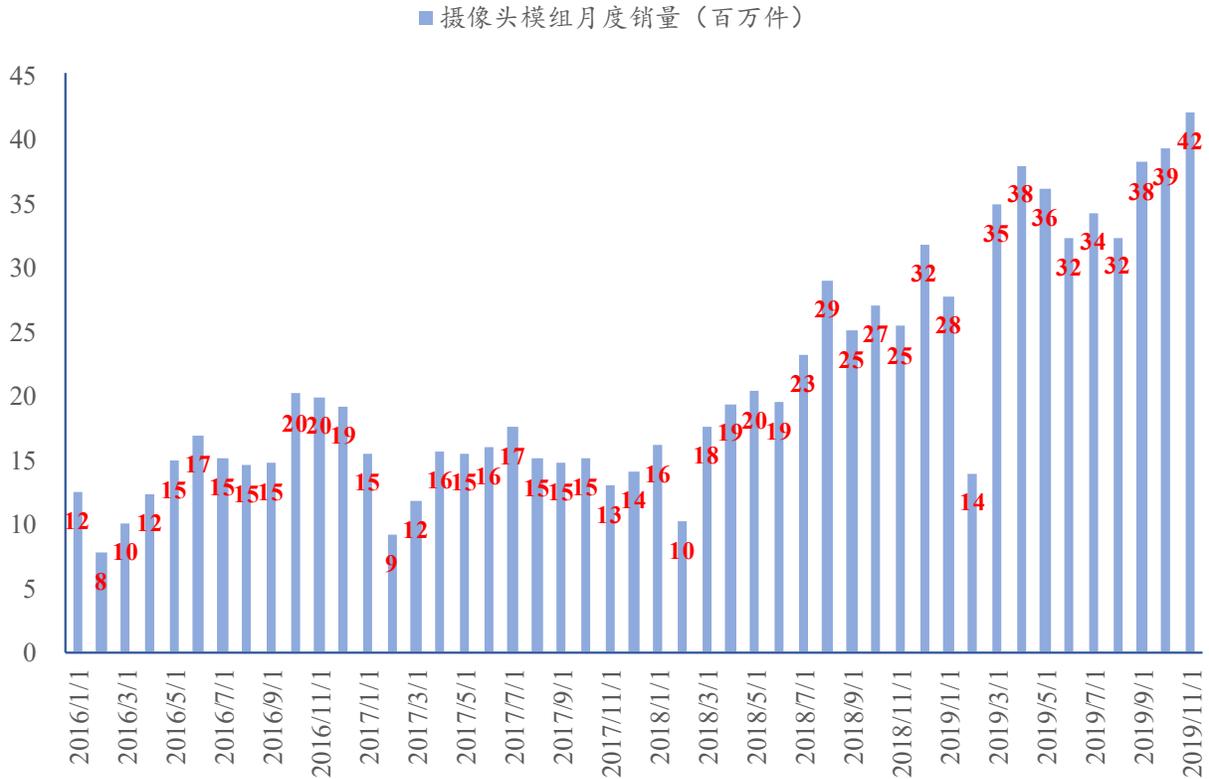
## ➤ 提高目标价至 14.5 港元, 维持“买入”评级:

我们提高公司 2019、2020 和 2021 年 EPS 预测至 0.46 (+7.6%)、0.59 (+6.3%) 和 0.69 (+3.9%), 按照 2020 年 24.5 倍 PE, 提高目标价至 14.5 港元, 维持“买入”评级。

百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	7,939	8,135	12,600	16,894	20,688
同比增长(%)	59.1%	2.5%	54.9%	34.1%	22.5%
毛利率	11.1%	4.3%	8.4%	8.7%	8.8%
净利润	436	14	475	607	710
同比增长(%)	128.3%	-96.8%	3296%	27.7%	17.0%
每股盈利 (港元)	0.42	0.01	0.46	0.59	0.69
PE@12.42HKD	29.3	306.5	26.9	21.0	18.0

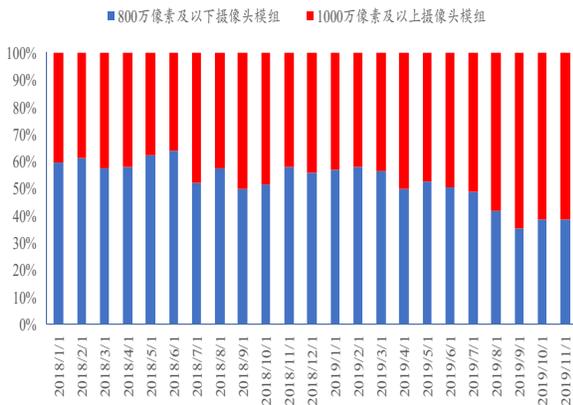
数据来源: wind、公司资料、国元国际

图 1：公司摄像头模组月出货量（百万件）



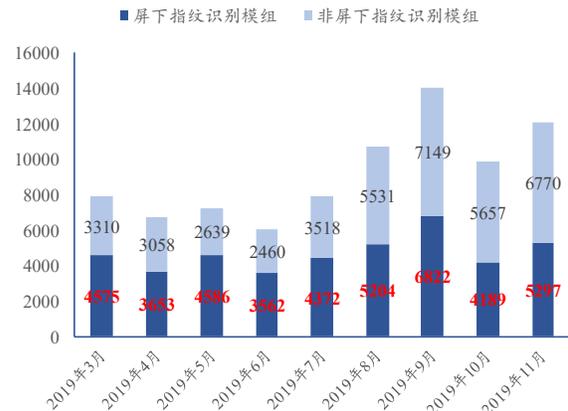
资料来源：丘钛科技、国元国际

图 2：公司摄像头模组出货结构



资料来源：丘钛科技、国元国际

图 3：公司指纹识别模组月出货量（千件）



资料来源：丘钛科技、国元国际

表 1: 全球主要手机厂商旗舰机型镜头配置预测

	2019					2020				
	前置	后置	TOF	销量 (M)	镜头数量 (M)	前置	后置	TOF	镜头数量 (M)	YoY (%)
<b>Samsung</b>										
Note	1	3	0	15	60	2	3	1	90	50
S	2	3	0	77	385	2	3	1	462	20
A+J	1	2~4	0	180	720	1	3	0~1	810	13
<b>华为</b>										
P	1	3	0~1	40	180	1	3	1	200	11
Mate	1	3	1~2	15	82.5	1	3	2	90	9
Nova	1	3~4	0	38	171	1	3~4	0~1	190	11
荣耀	1	1~2	0	17	42.5	1	2	0	51	20
Y	1	2	0	55	165	1	2~3	0	192.5	17
G	1	1~2	0	55	137.5	1	2	0	165	20
<b>Apple</b>										
iPhone旧机型	1	1~2	0	100.5	251.25	1	2	0	301.5	20
iPhone中端	1	2	0	45.5	136.5	1	3	0	182	33
iPhone高端	1	3	0	32	128	1~2	3	1	176	38
<b>小米</b>										
小米机	1	3	0	34	136	1	3	1	170	25
红米机	1	2	0	76	228	1	2	0	228	0
<b>OPPO</b>										
A	1	2	0	54	162	1	2	0	162	0
R	1	2~3	0	37	129.5	1	3	0~1	166.5	29
F	1	1~3	0	14	42	1	2~3	0	49	17
<b>vivo</b>										
X	1	2~3	0	33	115.5	1	2~3	0~1	132	14
V	1	2~3	0	22	77	1	2~3	0~1	88	14
Y	1	1~3	0	22	96	1	2~3	0	113.6	18
<b>合计</b>					<b>3445.25</b>				<b>4019.1</b>	<b>17</b>

资料来源: Bloomberg、国元国际

**财务报表摘要 (百万人民币)**

损益表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,939	8,135	12,600	16,894	20,688
营业成本	-7,056	-7,782	-11,537	-15,430	-18,874
毛利	883	353	1,063	1,464	1,814
其他经营净收益	35	133	-20	-20	-20
其他收入/(支出)净额-经营	-24	-50	11	-	-
销售费用	-16	-19	-23	-33	-41
行政费用及其他营业费用	-65	-81	-105	-179	-248
研发费用	-270	-266	-339	-505	-683
营业利润	543	70	511	658	791
财务费用	-17	-44	-46	-46	-46
应占联营公司损益	-17	-25	55	60	60
除税前溢利	510	1	520	672	805
所得税	-73	13	-78	-101	-121
净利润(含少数股东权益)	436	14	475	607	710
净利润(不含少数股东权益)	436	14	475	607	710

**资产负债表**

资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非流动资产合计	1,953	2,211	2,337	2,538	2,648
固定资产-物业、厂房及设备	1,481	1,889	2,005	2,206	2,316
于联营公司之权益	258	229	254	254	254
预付租金-非流动资产	17	52	51	51	51
无形资产	1	1	5	5	5
递延税项资产-非流动资产	8	22	22	22	22
流动资产合计	4,147	4,229	6,296	8,378	10,684
存货	688	704	1,012	1,411	1,790
应收账款及其他应收款项-流动资产	2,035	3,031	4,092	5,706	7,241
其它金融资产-流动资产	873	-	-	-	-
衍生金融资产	7	105	101	101	101
已抵押银行存款-流动资产	78	288	305	305	305
货币资金	465	100	786	855	1,247
流动负债合计	3,934	4,270	6,155	7,655	9,089
短期借款	1,078	1,178	1,828	1,645	1,481
应付账款及其它应付款项	2,830	3,061	4,281	5,964	7,562
租赁-流动负债	-	-	6	6	6
衍生金融负债	18	-	3	3	3
合同负债-流动负债	-	28	32	32	32
应交税费	8	2	5	5	5
流动资产/(负债)净值	213	-41	140	724	1,595
资产总额减流动负债	2,166	2,170	2,477	3,261	4,243
非流动负债合计	20	66	83	73	73
总资产减总负债	2,146	2,103	2,394	3,188	4,170
股东权益合计(含少数股东权益)	2,146	2,103	2,394	3,188	4,170

**基本假设与主要财务指标**

基本假设与主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
存货/营收	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
应收/营收	25.6%	37.3%	35.0%	35.0%	35.0%
应付/营业成本	40.1%	39.3%	40.0%	40.0%	40.0%
利率	1.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
利息收入/货币资金	3.3%	7.5%	4%	4%	4%
营业收入增速	59.1%	2.5%	43.7%	39.5%	77.0%
毛利率	11.1%	4.3%	8.4%	8.6%	8.6%
销售费用率	0.20%	0.23%	0.20%	0.20%	0.20%
行政费用率	0.8%	1.0%	0.9%	1.1%	1.2%
研发费用率	3.4%	3.3%	2.9%	3.1%	3.3%
税率	14.3%	-1300.0%	15%	15%	15%
薪酬/营业成本	6.6%	8.0%	8%	8%	8%
折旧/固定资产	9.1%	12.4%	13.50%	13.50%	13.50%
EPS (人民币/股)	0.38	0.01	0.42	0.53	0.62
PE@9.15港币	21.6	672.0	19.8	15.5	13.2

**现金流量表**

现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E
除税前(亏损)/溢利	510	1	520	672	805
折旧	135	234	271	298	313
预付租赁摊销	-	1	1	1	1
应占联营公司之溢利/亏损	17	25	55	60	60
利息支出	17	44	72	64	58
利息收入	-18	-29	-44	-46	-62
存货增减(增加)/减少存货	3	11	15	20	25
(增加)/减少应收账款及其他应收款	108	-27	-308	-399	-379
增加/(减少)债权人款项及其他应付款	10	-1,428	-1,061	-1,615	-1,534
经营活动之现金	1,402	918	716	1,682	1,599
已收/(已付)所得税	-75	-13	-78	-101	-121
已付所得税	-75	-13	-78	-101	-121
经营活动产生的现金流量净额	2,222	-173	159	636	763
购买物业、厂房及设备	-	-223	-201	-201	-110
处置物业、厂房及设备所得款	-	4	9	-	-
购买无形资产	-	-	-4	-	-
投资活动产生的现金流量净额	-2,119	387	-233	-201	-110
银行借贷所得款	877	1,538	2,344	2,579	2,836
根据认购股权计划发行股本所得款	6	55	37	-	-
长期债务及融资租赁支付的本金-筹资活动	-	-	-2	-	-
偿还银行借贷	-659	-1,884	-1,607	-2,770	-3,009
已付利息-筹资活动	-17	-44	-20	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	312	-584	752	-192	-172
现金及现金等价物净增加额	414	-370	678	244	480
期初现金及现金等价物余额	65	465	100	778	886
期末现金及现金等价物余额	465	100	778	886	1,259

## 投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、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。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/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。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。