

买入

产品结构持续优化，分拆回 A 助于估值提升

丘钛科技(1478.HK)

2021-06-25 星期五

目标价:	21.2 港元
现价:	15.2 港元
预计升幅:	39.8%

重要数据

日期	2021-06-24
收盘价(港元)	15.2
总股本(亿股)	11.8
总市值(亿港元)	179.4
净资产(百万元)	3,786
总资产(百万元)	11,403
52周高低(港元)	18.20/8.05
每股净资产(元)	3.23

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

丘钛投资有限公司 (64.19%)

相关报告

深度报告: 产品和客户结构双提升, 重回快速增长轨道-20191011

更新报告: 摄像头模组出货量稳定增-20191209

业绩点评: 盈利超预期, 增长势头持续-20191212

业绩点评: 2019 业绩超预期, 2020 增长底层逻辑不变-YS-20200310

研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gzq.com.hk

➤ 预计 2021 年全球手机需求同比增长 7.7%

全球: 据 IDC 数据, 2021 年 Q1 全球手机出货 3.46 亿台, 同比增长 25.5%, 主要由于 2020 年 Q1 低基数以及需求恢复的原因录得较高增长, 其中中国和亚太区(不含中、日), 分别贡献了 30% 和 28% 的同比增幅。据 IDC 2021Q1 的预测, 预计 2021 年全球智能手机的出货量将达到 13.8 亿部, 比 2020 年增长 7.7%; 预计到 2022 年有望同比增长 3.8% 至 14.3 亿。

我国: 2020 年 1 至 5 月, 国内手机市场总体出货量累计 1.48 亿部, 同比增长 19.3%; 其中 5G 手机 1.08 亿部, 同比增长 134.4%。5 月国内手机市场出货总量为 2296.8 万部, 同比下降 32.0%; 其中 5G 手机出货量为 1673.9 万部, 同比增长 7.0%。

➤ 模组出货量保持双位数增长, 中高端产品份额持续提升

公司五月摄像头模组出货量为 3826.8 万件, 同比增长 12.1%, 环比减少 10.6%。其中 800 万像素及以下摄像头模组销量为 1020.1 万件, 同比增长 5.1%; 3200 万像素及以上摄像头模组销量为 1399.4 万件, 同比增长 45.8%, 占比上升至 36.6%。今年以来公司摄像头模组出货量增长约 25% 至 1.85 亿颗。预计公司 2021 年摄像头模组销量同比增长不少于 30%, 32M 及以上摄像头模组的占比不低于 30%。

➤ 分拆昆山丘钛深圳创业板上市, 打造双资本平台

公司 6 月 23 日公告, 拟分拆全资附属公司昆山丘钛深圳创业板上市, 据公开消息, 分拆业务为摄像头模组部分。我们认为此次募集资金有助于公司规模扩张, 拓展 AIOT、车载等新业务板块, 同时有利于提高港股关注度进而抬升估值。

➤ 给予“买入”评级, 目标价 21.23 港元:

公司产品结构持续优化, 中高端产品占比提升符合预期。摄像头模组业务分拆回 A 进展顺利, 利好公司在车载及 IOT 等新业务的布局, 亦助于提振公司估值中枢。我们预测公司 2021/2022 年收入为 226.03/273.73 亿, 分别同比增长 29.9%/21.1%; 归母净利润 11.17/13.91 亿, 分别同比增长 33.1%/24.6%。我们给予公司 2021 年 18 倍 PE, 对应股价为 21.23 港元/股, 较现价有 39.84% 的上升空间。维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	13,170	17,400	22,603	27,373	32,864
同比增长(%)	61.9%	32.1%	29.9%	21.1%	20.1%
归母净利润	542	839	1,117	1,391	1,691
同比增长(%)	3774.3%	54.7%	33.1%	24.6%	21.5%
净利润率(%)	4.1%	4.8%	4.9%	5.1%	5.1%
每股盈利(元)	0.38	0.01	0.47	0.73	0.98
PE@15.2HKD	26.21	16.94	12.73	10.22	8.41

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

预计 2021 年全球手机需求同比增长 7.7%

全球: 据 IDC 数据, 2021 年 Q1 全球手机出货 3.46 亿台, 同比增长 25.5%, 主要由于 2020 年 Q1 低基数以及需求恢复的原因录得较高增长。各区域均展现出强劲的增长势头, 其中最高的增长来自中国和亚太区(不含中、日), 它们占据全球大约一半的出货量, 分别贡献了 30% 和 28% 的同比增幅。

图 1: 2021Q1 全球手机出货量情况

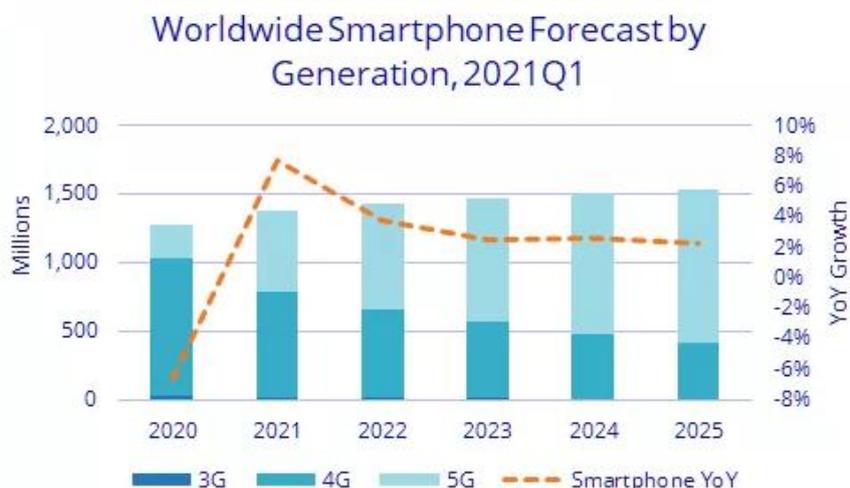
Top 5 Smartphone Companies, Worldwide Shipments, Market Share, and Year-Over-Year Growth, Q1 2021 (shipments in millions of units)					
Company	1Q21 Shipment Volumes	1Q21 Market Share	1Q20 Shipment Volumes	1Q20 Market Share	Year-Over-Year Change
1. Samsung	75.3	21.8%	58.4	21.2%	28.8%
2. Apple	55.2	16.0%	36.7	13.3%	50.4%
3. Xiaomi	48.6	14.1%	29.5	10.7%	64.8%
4. OPPO	37.5	10.8%	22.8	8.3%	64.5%
5. vivo	34.9	10.1%	24.8	9.0%	40.7%
Others	94.1	27.2%	103.0	37.4%	-8.7%
Total	345.5	100.0%	275.2	100.0%	25.5%

Source: IDC Quarterly Mobile Phone Tracker, April 28, 2021

资料来源: IDC、国元证券经纪(香港)整理

据 IDC 2021 年 Q1 预测, 预计 2021 年全球智能手机的出货量将达到 13.8 亿部, 比 2020 年增长 7.7%; 增长趋势预计将持续到 2022 年, 届时同比增长将为 3.8%, 总出货量为 14.3 亿。

图 2: IDC 预测全球手机出货量, 2021Q1



资料来源: IDC、国元证券经纪(香港)整理

我国:2020年1至5月,国内手机市场总体出货量累计1.48亿部,同比增长19.3%;其中5G手机1.08亿部,同比增长134.4%。5月国内手机市场出货总量为2296.8万部,同比下降32.0%;其中5G手机出货量为1673.9万部,同比增长7.0%。4、5月份手机出货量同比有所下降,主要受三方面因素影响:1)一季度国内市场手机出货量同比增长超过100%,需求提前释放;2)产业链上游手机芯片供应偏紧;3)华为出货量大幅下降,其他厂商未能完全弥补华为空缺。从2021年前五个月的数据来看,国内手机市场保持快速增长,整体呈现上升趋势,其中5G手机实现大幅度增长。

模组出货量保持双位数增长,中高端产品份额持续提升

公司五月摄像头模组出货量为3826.8万件,同比增长12.1%,环比减少10.6%。其中800万像素及以下摄像头模组销量为1020.1万件,同比增长5.1%;3200万像素及以上摄像头模组销量为1399.4万件,同比增长45.8%,占比上升至36.6%。今年以来公司摄像头模组出货量增长约25%至1.85亿颗。预计公司2021年摄像头模组销量同比增长不少于30%,32M及以上摄像头模组的占比不低于30%。

图3:公司2021年全年目标



资料来源:公司公告、国元证券经纪(香港)整理

分拆昆山丘钛深圳创业板上市,打造双资本平台

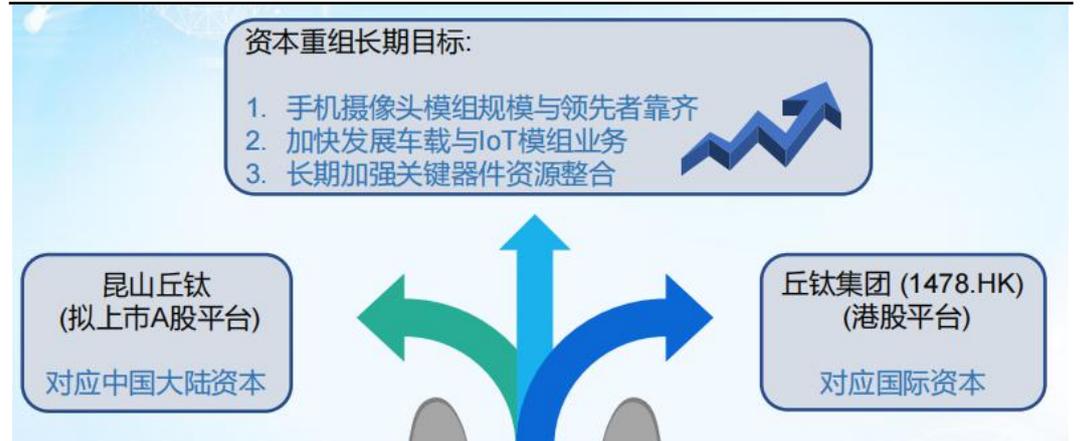
公司6月23日公告,拟分拆全资附属公司昆山丘钛深圳创业板上市。据公开消息,分拆业务为摄像头模组部分,我们认为此次募集资金有助于公司规模扩张,拓展AIOT、车载等新业务板块,同时有利于提高港股关注度进而抬升估值。

于提交建议上市申请前,昆山丘钛中国的注册资本为人民币28.88亿元,股份总数为28.88亿股,每股面值为人民币1元,预期建议上市拟发行不低于3.21亿股(不含采用超额配售选择权发行的股份数量),不低于建议上市完成后经扩大的昆山丘钛中

国总股本的 10%。

于公告日期，昆山丘钛中国为公司一家间接全资附属公司。建议上市完成后，预期昆山丘钛中国仍将为公司附属公司。

图 4：A 股分拆上市，打造双资本平台

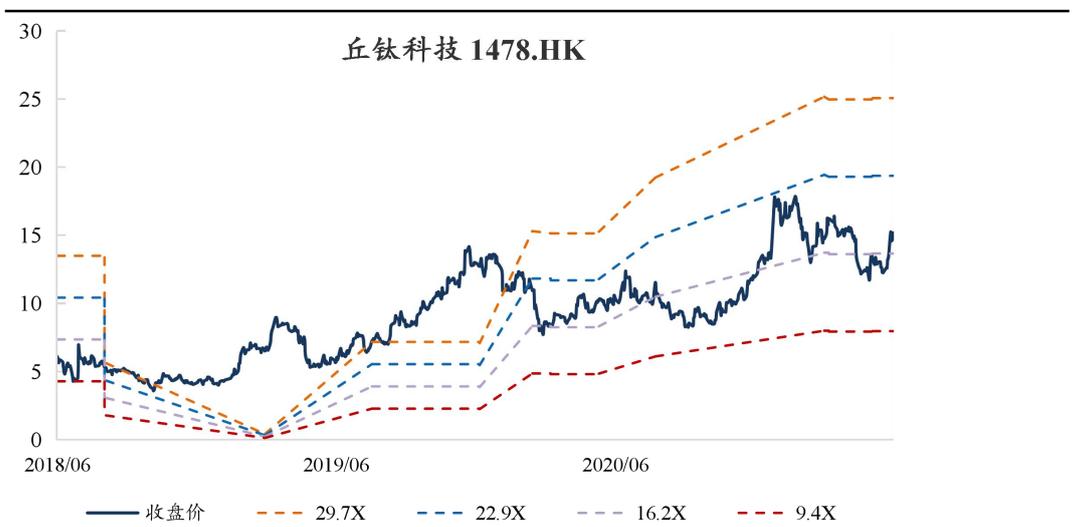


资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

投资建议

公司产品结构持续优化，中高端产品占比提升符合预期。摄像头模组业务拆分回 A 进展顺利，利好公司在车载及 IOT 等新业务的布局，亦助于提振公司估值中枢。我们预测公司 2021/2022 年收入为 226.03/273.73 亿，分别同比增长 29.9%/21.1%；归母净利润 11.17/ 13.91 亿，分别同比增长 33.1%/24.6%。我们给予公司 2021 年 18 倍 PE，对应股价为 21.23 港元/股，较现价有 39.84% 的上升空间。维持“买入”评级。

图 5：PE-Band



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理及预测

表 1: 可比公司估值

	收盘价(当地货币)		净利润(百万元)				PE			
	2021/6/24	市值 (当地货币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
瑞声科技	57.8	698	2,222	1,507	2,399	2,863	28.13	38.98	24.29	20.35
丘钛科技	15.2	179	542	840	1,117	1,391	26.21	16.94	12.73	10.22
舜宇光学	239.8	2630	3,991	4,872	5,838	7144	59.03	45.44	37.61	30.73
行业平均			2,252	2,406	3,118	3,800	37.79	33.79	24.88	20.43

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理及预测

风险提示

手机需求不及预期；手机光学升级不及预期；行业竞争加剧。

财务报表摘要
财务报表摘要 (百万人民币)

损益表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,170	17,400	22,603	27,373	32,864
营业成本	-11,990	-15,629	-20,302	-24,561	-29,455
毛利	1,180	1,771	2,301	2,812	3,409
其他经营净收益	43	130	87	108	97
其他收入/(支出)净额-经营	-64	-86	-75	-81	-78
销售费用	-15	-26	-34	-41	-49
行政费用及其他营业费用	-128	-153	-199	-241	-289
研发费用	-396	-590	-766	-928	-1,114
营业利润	620	1,046	1,313	1,630	1,976
财务费用	-53	-54	-54	-54	-54
应占联营公司损益	40	-23	30	30	30
除税前溢利	607	969	1,290	1,607	1,953
所得税	-65	-130	-173	-216	-262
净利润(含少数股东权益)	542	839	1,117	1,391	1,691
净利润(不含少数股东权益)	542	839	1,117	1,391	1,691

资产负债表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动资产合计	3,272	3,520	3,661	3,663	3,979
固定资产-物业, 厂房及设备	2,704	2,960	3,108	3,160	3,476
于联营公司之权益	433	416	416	416	416
预付租金-非流动资产	-	-	-	-	-
无形资产	5	4	4	4	4
递延税项资产-非流动资产	44	81	81	81	81
流动资产合计	7,363	7,883	11,898	14,371	17,172
存货	1,913	1,943	2,524	3,057	3,670
应收账款及其他应收款项-流动资产	4,919	3,589	7,911	9,581	11,503
其它金融资产-流动资产	-	100	-	-	-
衍生金融资产	26	-	-	-	-
已抵押银行存款-流动资产	93	267	267	267	267
货币资金	412	1,984	1,196	1,466	1,733
流动负债合计	7,543	7,276	9,216	10,972	13,040
短期借款	1,270	1,104	1,049	1,101	1,211
应付账款及其它应付款项	5,935	6,013	8,121	9,824	11,782
租赁-流动负债	23	26	6	6	6
衍生金融负债	9	48	3	3	3
合同负债-流动负债	257	8	32	32	32
应交税费	49	77	5	5	5
流动资产/(负债)净值	-180	607	2,682	3,399	4,133
资产总额减流动负债	3,092	4,127	6,343	7,062	8,112
非流动负债合计	225	341	140	133	128
总资产减总负债	2,867	3,786	6,203	6,929	7,983
股东权益合计(含少数股东权益)	2,867	3,786	6,203	6,929	7,983

基本假设与主要财务指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
存货/营收	14.52%	11.17%	11.17%	11.17%	11.17%
应收/营收	37.35%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
应付/营业成本	49.50%	38.47%	40.00%	40.00%	40.00%
利率	3.74%	3.74%	3.74%	3.74%	3.74%
利息收入/货币资金	2.77%	0.76%	4.00%	4.00%	4.00%
营业收入增速	61.90%	32.11%	29.90%	21.10%	20.06%
毛利率	8.96%	10.18%	10.18%	10.27%	10.37%
销售费用率	0.11%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
行政费用率	0.97%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
研发费用率	3.01%	3.39%	3.39%	3.39%	3.39%
税率	10.70%	13.41%	13.41%	13.41%	13.41%
薪酬/营业成本	6.05%	5.91%	5.91%	5.91%	5.91%
折旧/固定资产	10.76%	13.01%	12.51%	12.43%	11.41%
EPS (人民币/股)	0.38	0.01	0.47	0.73	0.98
PE@15.18港币	26.21	16.94	12.73	10.22	8.41

现金流量表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前(亏损)/溢利	607	969	1,290	1,607	1,953
折旧	291	384	389	393	397
预付租赁摊销	-	-	1	-	-
应占联营公司之溢利/亏损	-40	23	30	30	30
利息支出	53	54	39	41	45
利息收入	-14	-17	-59	-69	-80
存货增减	53	18	25	30	35
(增加)/减少存货	-1,263	-48	-581	-533	-613
(增加)/减少应收账款及其他应收款	-2,434	1,345	-4,322	-5,992	-1,922
增加/(减少)债权人款项及其他应付款	4,818	1,121	2,108	1,703	1,958
经营活动之现金	2,453	3,735	-1,080	-2,790	1,802
已收/(已付)所得税	-33	-121	-173	-216	-262
已付所得税	-33	-121	-173	-216	-262
经营活动产生的现金流量净额	2,420	3,614	-1,253	-3,005	1,540
购买物业, 厂房及设备	-	-	-	-	-316
处置物业, 厂房及设备所得款	23	18	-	-6	-11
购买无形资产	-	-	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	-1,263	-676	-	-9	-331
银行借贷所得款	1,922	2,583	2,841	5,735	6,309
根据认购股权计划发行股本所得款	40	60	-	-	-
长期债务及融资租赁支付的本金-筹资活动	-13	-27	-	-	-
偿还银行借贷	-3,008	-3,598	-2,897	-5,738	-6,198
已付利息-筹资活动	-	-107	-	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	-816	-1,314	-55	-3	110
现金及现金等价物净增加额	341	1,624	-1,308	-3,017	1,319
期初现金及现金等价物余额	100	441	2,266	2,266	-750
期末现金及现金等价物余额	441	2,266	-867	-750	453

投资评级定义和免责条款

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

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）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，国元证券经纪（香港）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，国元证券经纪（香港）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证券经纪（香港）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。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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，国元证券经纪（香港）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证券经纪（香港）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证券经纪（香港）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。