

买入

AI 助力手机行业回暖，高端光学模组收益弹性高

丘钛科技 (1478. HK)

2024-3-11 星期一

投资要点

目标价: 3.76

现价: 3.13

预计升幅: 20%

重要数据

日期	2024.3.08
收盘价 (港元)	3.13
总股本 (亿股)	11.84
总市值 (亿港元)	40
净资产 (亿港元)	51.6
总资产 (亿港元)	147
52 周高低 (港元)	6.36/2.48
每股净资产 (港元)	4.36

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

丘钛科技投资有限公司	63.53%
何宁宁	0.1%

全球手机行业逐步触底，2023 年 Q4 同比首现正增长

由于过去几年智能手机技术创新缓慢，消费者换机需求不足，换机周期从 2 年被拉长到 3 年以上。现今距 2016 年的出货高峰已经过去 7 年多，当年的机型老化现象日益严重，换机需求不断提升。根据 Canalys 数据，2023 年前 3 季度全球智能手机出货量跌幅不断收窄，第四季度更是同比增长 8%，显现出较强的企稳复苏信号。2023 全年出货量为 11.4 亿台，跌幅收窄至 4%。

AI 或为手机交互带来革命性影响，进而推动行业增长

随着 AI 大模型在端侧的应用逐步增多和成熟，AI 将对手机的交互模式带来革命性影响，从而创造新的市场。三星电子推出的 Galaxy S24 系列，其搭载的 AI 技术为用户带来了通话实时翻译、即圈即搜等具有创新性的功能体验，获得市场好评，三星已将 2024 年第一季度 Galaxy S24 的销售目标从 1200 万部提升至 1300 万部。全球其他主流手机制造商，包括苹果、华为、荣耀、小米、OPPO 和 vivo 等均已布局端侧 AI 大模型。Canalys 预计，到 2024 年，智能手机出货量中的 5% 将是 AI 手机，到 2027 年，这一比例将上升至 45%。

公司重点发展高端光学模组，收益弹性大

公司手机摄像头模组出货量 2023 年 H1 为 1.67 亿件，同比下降 20.8%；2023 年 H2 为 1.99 亿件，同比下降 3.2%，降幅比上半年明显收窄，环比则取得 19.1% 的增长。3200 万像素及以上手机摄像头模组交付占比 2023 年 H1 为 37.1%，2024 年 1、2 月高端模组的为 47%、49%，延续整体攀升势头。

投资建议

我们预测公司 2023~2025 年营业收入分别为 124.57(-9.5%)、141.66(+13.7%) 和 165.64(+16.9%) 亿元人民币，对应公司净利润分别为 1.01(-41%)、2.73(+170.2%) 和 4.24(+55.4%) 亿元。我们认为 2024 年将是公司业绩重回增长的拐点，按 2024 年 15 倍 PE 进行估值是合理的，对应目标股价为 3.76 港元/股，股价上升空间 20%，给予“买入”评级。

(百万元人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,664.8	13,760.7	12,457.2	14,165.5	16,563.6
同比增长		-26.3%	-9.5%	13.7%	16.9%
归母净利润	863.0	171.2	101.0	272.9	424.0
同比增长		-80.2%	-41.0%	170.2%	55.4%
毛利率	9.4%	3.9%	4.3%	5.7%	6.3%
每股收益(元)	0.73	0.14	0.09	0.23	0.36
PE@3.13HKD	4.0	19.9	33.8	12.5	8.0

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

目录

一、公司概况	4
二、全球手机需求逐步企稳回升	6
2.1 存量手机日渐老化，换机需求不断增长	6
2.2 2023 年 Q4 全球手机需求增速转正	6
三、2024 年是端侧 AI 手机元年，或推动行业重回增长	7
3.1 AI 技术有望为手机交互带来颠覆性体验	7
3.2 三星上调 S24 系列销售预期	8
3.3 全球主流手机制造商均布局大模型和端侧 AI	9
3.4 全球 AI 手机渗透率有望在 2027 年达到 45%	10
3.5 手机光学仍有升级空间，从而推动模组 ASP 上升	11
四、公司重点发展高端手机摄像头模组，业绩弹性大	12
4.1 公司手机摄像头模组出货量从 2023 年 Q4 开始复苏	12
4.2 高端模组出货量占比不断提升	13
4.3 IOT 和车载两个赛道打开公司增长新空间	14
五、盈利预测与估值	15
5.1 盈利预测	15
5.2 估值与投资建议	15
风险提示	16
财务报表摘要	17

图目录

图 1：公司产品和解决方案	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：全球智能手机年度出货量	6
图 4：全球智能手机年度出货量	7
图 5：高通最新 AI 引擎	8
图 6：高通 GEEKBENCH 6 CPU 单核测试	8
图 7：三星 S24 AI 即圈即搜沟通	8
图 8：三星 S24 AI 实时通话翻译	8
图 9：主要手机厂商大模型布局情况	9
图 10：魅族将停止传统智能手机新项目	9

图 11: 魅族 ALL IN AI 的愿景.....	9
图 12: 魅族 AI 业务规划.....	10
图 13: 全球智能手机年度出货量.....	11
图 14: 手机摄像头规格升级的基调不变.....	11
图 15: 短中期手机摄像头模组的发展机会: 光学防抖.....	12
图 16: 全球潜望模组销量趋势* (单位: KK).....	12
图 17: 公司手机摄像头模组出货量.....	13
图 18: 公司手机摄像头模组出货量同比增速.....	13
图 19: 公司 3200 万像素及以上手机摄像头模组出货量占比.....	13
图 20: 2024 年公司潜望式模组出货量有望快速增长.....	14
图 21: 公司其他领域摄像头模组出货量.....	15
图 22: 公司车载摄像头模组突破点.....	15

表目录

表 1: 公司发展历程.....	5
表 2: 公司收入和增速预测.....	15
表 3: 消费电子行业估值比较 (20240311).....	16

一、公司概况

丘钛科技（集团）有限公司（以下简称“公司”，股票代码 1478.HK）是全球领先的智能移动终端中高端摄像头模块及指纹识别模块制造商。公司主要从事设计、研发、制造和销售摄像头模块及指纹识别模块，并以全球智能手机及平板电脑品牌、物联网(IoT)和智能汽车等智能移动终端的中高端摄像头模块和指纹识别模块市场为主。

公司为中国少数最先于摄像头模块制造中采用板上芯片封装(COB)、薄膜覆晶封装(COF)技术、板上塑封(MOB)及芯片塑封(MOC)技术以及能够批量生产及销售二亿像素及以上超薄摄像头模块、双/多摄像头模块、3D 模块和屏下指纹识别模块等不同工艺指纹识别模块的制造商之一。目前，公司产品覆盖了二百万像素至二亿像素的超薄摄像头模块、双/多摄像头模块、光学防抖（OIS）摄像头模块、3D 摄像头模块、车载摄像头模块、智能家居摄像头模块、电容式指纹识别模块和光学式屏下指纹识别模块等。

公司致力于成为先进的智能视觉公司，并持续加强智能视觉产品的光学设计、计算成像及系统集成三个方面之能力建设。公司将通过坚定持续深入推进大规模智能化制造、新技术研发和垂直链条整合三大战略，进而从增长迅速的摄像头模块和指纹识别模块市场中脱颖而出，实现“为机器带来光明”的使命。

图 1：公司产品和解决方案



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

公司于2014年12月在香港联交所主板上市（股票代码：1478.HK）。

表 1：公司发展历程

时间	里程碑
2007	昆山丘钛中国(丘钛微)成立
2008	建成COB及COF封装产线
2010~2013	陆续推出分辨率为3M、5M、8M、13M像素的摄像头模组
	陆续成为中兴、联想、TCL、酷派、步步高、海信的优质供应商 迁入位于江苏省昆山市高新区的全新生产基地
2014~2015	于2014年12月2日在香港联交所主板挂牌上市，股份代码01478
	与小米、OPPO、魅族等建立合作关系
	在国内率先推出16M及20M像素摄像头模组，批量产售OIS（光学防抖）产品 正式开展指纹识别模组业务
2016~2018	取得华为摄像头模组的直接供货商资格，产品全面覆盖中国主流手机品牌
	国内第二家量产销双摄模组
	成立车载产品研发团队，通过IATF 16949审核，正式展开高端车载摄像模组和应用，于2018年量产首款汽车摄像头模组。 投资新钜科技股份有限公司(3630.TW)并成为单一最大股东，深化推进产业链垂直整合
2019~2022	800万像素车载ADAS摄像头模组量产出货
	与Continental（全球前二汽车零部件集成商）、比亚迪、吉利、蔚来、小鹏、上汽等领先汽车行业合作 第二代VR头显Pancake光机模组面市与Pico、宏达电(HTC)、爱奇艺等AR/VR领先企业合作

资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

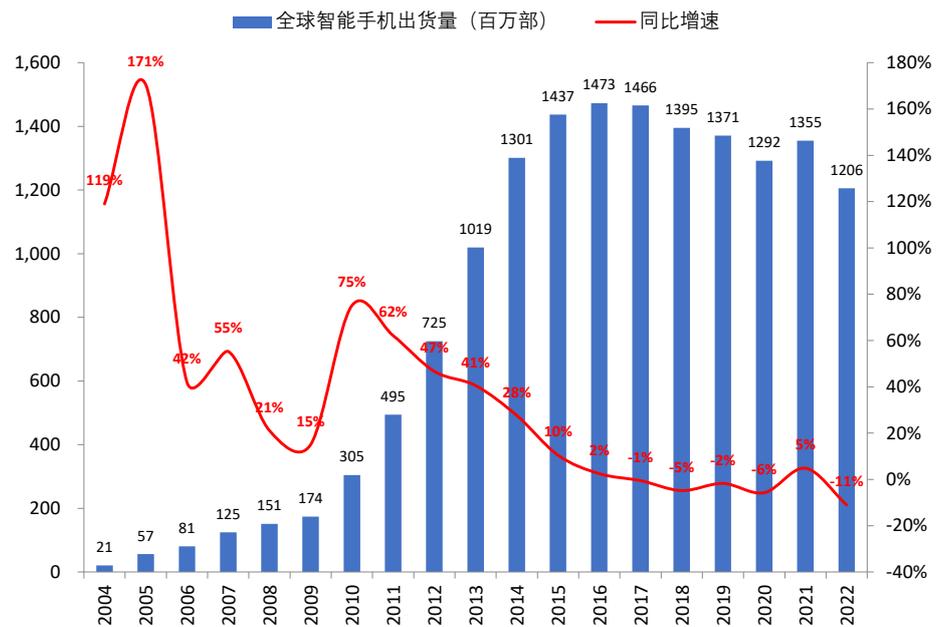
二、全球手机需求逐步企稳回升

2.1 存量手机日渐老化，换机需求不断增长

根据 IDC 数据,2016 年全球智能手机出货量达到 14.73 亿部,此后连续 4 年下滑。2021 年,随着疫情阶段性缓解,北美、拉丁美洲和印度等地被抑制的消费需求在当年被释放出来,全年出货量达到 13.55 亿部,同比增长 5%。但 2022 年全球出货量再次转跌,仅为 12.06 亿部,同比下降 11%。

由于过去几年智能手机技术创新缓慢,消费者换机需求不足,换机周期从 2 年被拉长到 3 年以上。但到 2024 年距 2016 年的出货高峰已经过去 7 年多,当年的机型老化现象日益严重,换机需求不断提升。

图 3: 全球智能手机年度出货量



资料来源: IDC, 国元证券经纪(香港)整理

2.2 2023 年 Q4 全球手机需求增速转正

根据 Canalsy 数据,2023 年第四季度,全球智能手机市场同比增长 8%至 3.192 亿台,进一步显现出企稳复苏的信号。2023 全年出货量为 11.4 亿台,跌幅较 2022 年收窄至 4%。

图 4：全球智能手机年度出货量



资料来源：Canalys，国元证券经纪（香港）整理

三、2024 年是端侧 AI 手机元年，或推动行业重回增长

3.1 AI 技术有望为手机交互带来颠覆性体验

随着 AI 大模型在端侧的应用逐步增多和成熟，AI 将对手机的交互模式带来革命性影响，从而将创造新的市场。

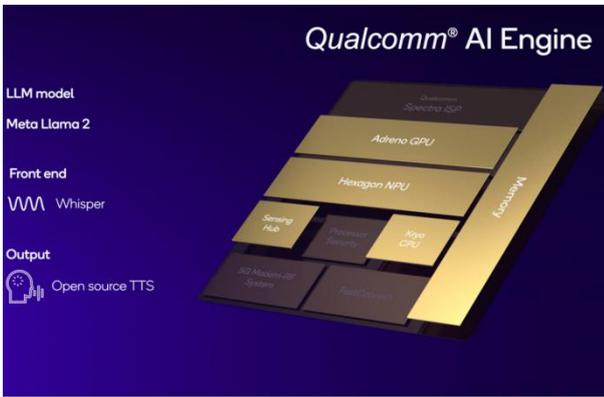
根据高通的研究，使用生成式 AI，过去复杂的工作会变得更简单。人们可以无需打开专业软件，仅需发出口头指令就能让 AI 帮助快速剪辑视频中重复的语句，同时保持音画完美同步，仅需要一分钟就能够完成以前五个小时的工作量。部署在端侧的生成式 AI，也可以让电脑和手机了解用户的习惯和所处位置，利用情境信息让人先行一步。

高通已经推出的新一代 AI 引擎骁龙 8Gen3 实现了非常卓越的 AI 性能。它可以支持在手机端运行 100 亿参数大语言模型，在运行 Llama2-7B 时，每秒能生成 20 个 token。与此同时，8Gen3 运行大模型的实用性也有很大的进步，以往需要占用十几 G 内存才能运行的大模型，经过量化后只需不到 2G，完全可以满足运行在常规配置的手机上。

骁龙 8Gen3 采用的高通 AI 引擎拥有全新设计的 Hexagon NPU，集成了硬件加速单元和微型区块推理单元，以及全新的张量、标量及矢量单元，所有单元共享两倍带宽的大容量共享内存，内部运行频率更高，内部缓存空间更大，速度相较上代有了显著的提升。

另一方面，骁龙 8Gen3 也进一步提升了 AI 模型的量化能力，其同时支持 INT8+INT16 的混合精度以及 INT4、INT8 等精度。通过异构计算的方式，骁龙 8Gen3 的 Hexagon NPU 的 AI 性能较前代提升 98%，能效也提升了 40%。

图 5: 高通最新 AI 引擎



资料来源: 极客湾、国元证券经纪 (香港) 整理

图 6: 高通 Geekbench 6 CPU 单核测试



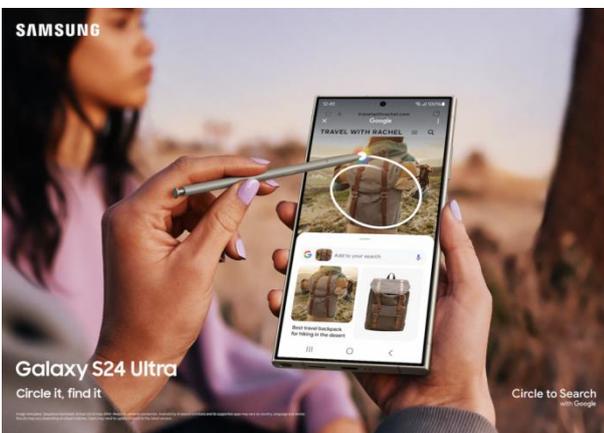
资料来源: 极客湾、国元证券经纪 (香港) 整理

3.2 三星上调 S24 系列销售预期

2024 年 1 月，三星电子正式推出新一代高端旗舰系列产品三星 Galaxy S24 Ultra、Galaxy S24+和 Galaxy S24。其搭载的 AI 技术为用户带来了通话实时翻译、即圈即搜、图片 AI 编辑和 AI 变焦精准捕捉等具有创新性的功能体验，产品一上市即获得市场好评，创下了荷兰、印度和韩国等多个市场的预订记录。

三星公司根据市场订单，将 2024 年第一季度 Galaxy S24 的销售目标从 1200 万部提升至 1300 万部。考虑到全球手机总销量仍然处于低位，作为一款旗舰机型，能够上调销量预期，足以说明市场对其接受程度。

图 7: 三星 S24 AI 即圈即搜沟通



资料来源: 三星官网、国元证券经纪 (香港) 整理

图 8: 三星 S24 AI 实时通话翻译



资料来源: 三星官网、国元证券经纪 (香港) 整理

3.3 全球主流手机制造商均布局大模型和端侧 AI

目前全球主流手机制造商均已布局 AI 大模型。2024 年在高端进行端侧 AI 的投入以及在中低端扩大出货规模将是智能手机厂商并行实施的两大策略。AI 将逐步从最初的产品层面的差异化上升至运营及公司层面的整体战略，各智能手机厂商均涉及其中。除了三星将生成式 AI 作为长期的产品策略，中国厂商诸如小米、vivo、OPPO 和荣耀等也已率先在本土市场发布具备生成式 AI 能力的旗舰机型。

图 9：主要手机厂商大模型布局情况

手机厂商	大模型名称	大模型参数
华为	盘古3.0	100亿、380亿、710亿、1000亿
小米	MiLM（轻量级）	64亿、13亿
OPPO	安第斯（AndesGPT）	10亿~1000亿
vivo	蓝心（BlueLM）	10亿、70亿、700亿、1300亿、1750亿
荣耀	Magic	70亿
苹果	Ajax/AppleGPT	或达2000亿
三星	高斯	（暂未公布）

资料来源：各公司官网，国元证券经纪（香港）整理

而老牌智能手机魅族更是在今年 2 月宣布，决定 All in AI，将停止传统“智能手机”新项目，全力投入“明日设备”AI For New Generations（面向新一代的人工智能），迈入前景广阔的 AI 科技新浪潮。

图 10：魅族将停止传统智能手机新项目



资料来源：魅族官网、国元证券经纪（香港）整理

图 11：魅族 All in AI 的愿景



资料来源：魅族官网、国元证券经纪（香港）整理

图 12：魅族 AI 业务规划



资料来源：魅族官网，国元证券经纪（香港）整理

3.4 全球 AI 手机渗透率有望在 2027 年达到 45%

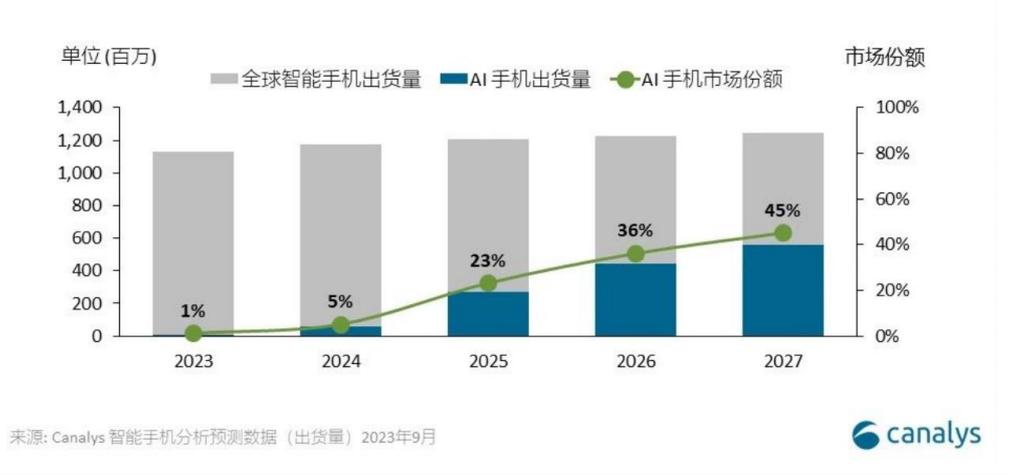
Canalys 预计，到 2024 年，智能手机出货量中的 5% 将是 AI 手机，到 2027 年，这一比例将上升至 45%。智能手机行业寻找新增长机会的过程中，各个厂商将导入生成式 AI 作为优先战略，致力于个性化和以体验为导向的创新。

IDC 也在 2024 年智能手机市场洞察报告中指出，AI 大模型在手机上的使用有望打破手机市场多年以来创新不足的局面，对硬件更高的性能需求也利于推动部分用户换机。但 AI 大模型真正的使用场景尚未明确，语音助手依然是主要落地方式。

2024 年被视为端侧 AI 元年，智能手机中的 AI 应用与生态，将是手机厂商激烈竞争的关键点。

图 13：全球智能手机年度出货量

AI手机的市场份额将在2027年达到45%



资料来源: Canalsys, 国元证券经纪 (香港) 整理

3.5 手机光学仍有升级空间，从而推动模组 ASP 上升

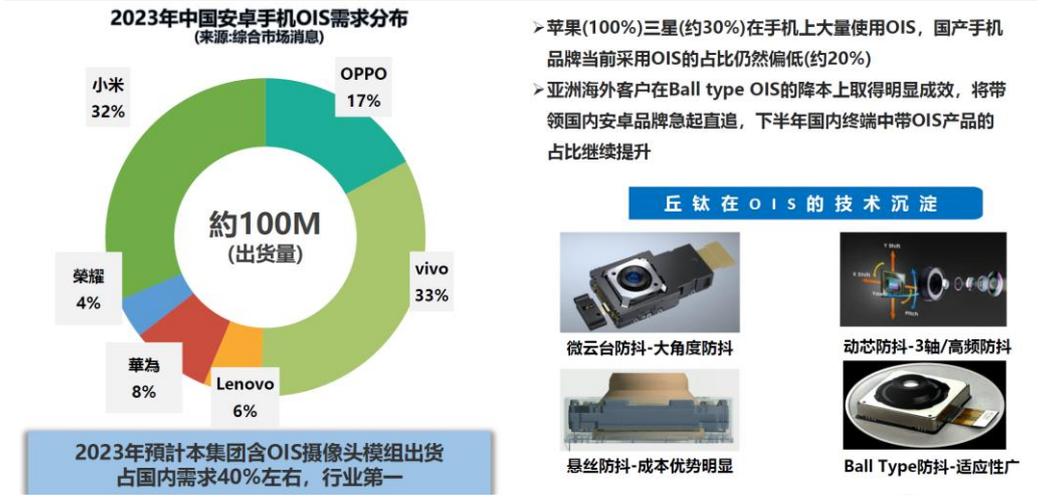
目前手机摄影功能仍然远远未达终端消费者的期望值，例如在高清拍摄、夜景拍摄、长焦拍摄等，相比传统单反相机的效果相距甚远，在感知层面上，后置 3D 模块，多光谱模块的采用仍停留在初始阶段。因此，手机光学长远还有广阔的发展空间，只待消费信心恢复过来，智能手机摄像头模块升规必然再度加快，短期内可变光圈、高倍数光学防抖、潜望式光学变焦、大尺寸芯片超高像素等高端产品的渗透率有望明显提升。

图 14：手机摄像头规格升级的基调不变



资料来源: 公司官网, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 15：短中期手机摄像头模组的发展机会：光学防抖



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

图 16：全球潜望模组销量趋势（单位：KK）



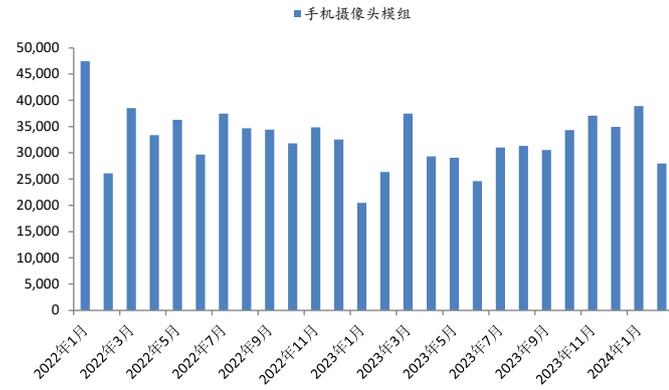
资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

四、公司重点发展高端手机摄像头模组，业绩弹性大

4.1 公司手机摄像头模组出货量从 2023 年 Q4 开始复苏

公司手机摄像头模组出货量 2023 年 H1 为 1.67 亿件，同比下降 20.8%；2023 年 H2 为 1.99 亿件，同比下降 3.2%，降幅比上半年明显收窄，环比则取得 19.1% 的增长。

从月度数据来看，公司出货量从 2023 年 Q4 开始转正，并且一直延续至 2024 年的 1、2 月份。

图 17：公司手机摄像头模组出货量


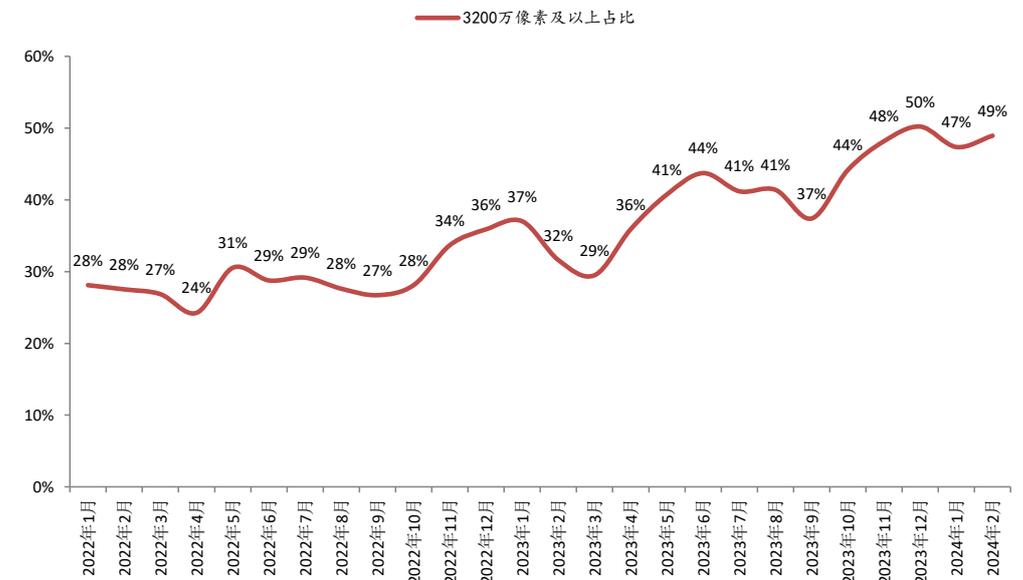
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 18：公司手机摄像头模组出货量同比增速

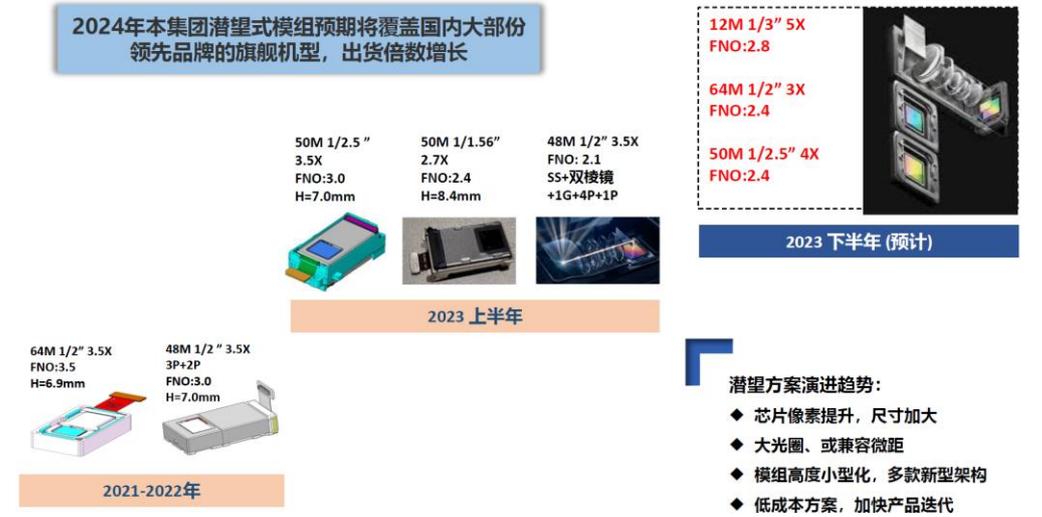

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

4.2 高端模组出货量占比不断提升

公司手机摄像头模组中 3200 万像素及以上出货量占比持续提升，与 2023 年 H1 达到 37.1% 的比例，超出公司于 2022 年全年业绩公告中所披露的比率达到 35% 的业务目标。2024 年 1、2 月高端模组的出货占比分别为 47%、49%，延续整体攀升势头。

图 19：公司 3200 万像素及以上手机摄像头模组出货量占比


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

图 20：2024 年公司潜望式模组出货量有望快速增长


资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

4.3 IOT 和车载两个赛道打开公司增长新空间

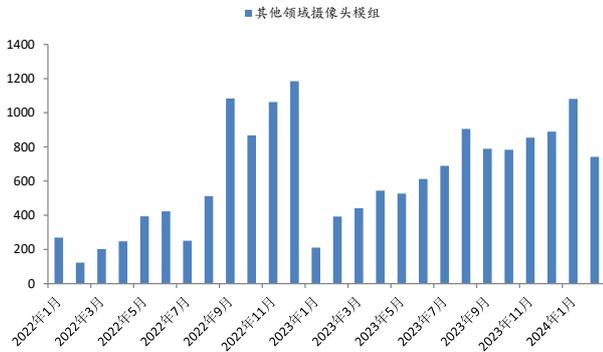
公司在 IoT、车载两个赛道市场增速明显，在 AR/VR 头显领域发力，接连取得多个国内主要品牌的项目。

公司近年在率先选定的 IoT 智能视觉产品领域，如无人机、扫地机器人、智能可穿戴设备等的头部企业客户如大疆、小天才等的市场份额持续增加，取得不俗进展。其中沉浸式体验设备是 IoT 中期发展的重中之重，根据中国信息通信研究院预测，全球虚拟(增强)现实产业规模于 2020 至 2024 年五年年均增长率约为 54%，其中 VR 增速约 45%，AR 增速约 66%，2024 年两者市场规模接近、均达到人民币 2,400 亿元。

总体而言，从长远看，手机终端、车载及 IoT 领域的光学产品规格升级持续，摄像头模块的光学设计和结构设计越来越复杂，对产品功能、性能及尺寸三方面的集成要求将持续提升。具备集合上游元器件设计能力及大规模自动化生产能力的智能视觉产品制造商，将有望在激烈的竞争中脱颖而出，成为提供整体智能视觉解决方案的领导者。同时，随着先进驾驶辅助系统(ADAS)对摄像头模块像素要求不断提升，板上芯片封装(COB)工艺在车载摄像头模块上的应用占比将不断提升，拥有大规模及可靠的手机摄像头模块封测历史的企业将获得更多的市场机会。

公司不断深入推进大规模智能化制造、新技术研发和垂直链条整合，坚定推进平台战略、器件战略、系统集成战略，坚定地奉行以客户为中心的服务策略，迅速

明显提升于车载和 IoT 领域的业务拓展成效，有望保持长期的相对竞争力，从而实现长期增长。

图 21：公司其他领域摄像头模组出货量


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 22：公司车载摄像头模组突破点

2023年突破点: 实现智驾8M ADAS, 2M环视摄像头等大规模交付; 8M COB智驾摄像头向国际 Tier1 交样测试		
目标	丘钛 Tier-1.5 模式	业务进展
在汽车摄像头领域复制丘钛在手机摄像头领域的市场地位	运用丘钛自身的算法+模组优势, 把本来是Tier-1做的产品 (摄像头、激光雷达、毫米波雷达等) 硬件与软件, 由丘钛来完成, 交付给 Tier-1, 再由 Tier-1 把产品整合成系统产品交付给车厂	产品: 全面覆盖 ADAS/环视/智能座舱模组 客户(接近30个): 国际Tier-1: 德国大陆、特定客户H和Q 国内新能源车厂: 比亚迪、小鹏、蔚来、问界、埃安、吉利

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们预测公司 2023~2025 年营业收入分别为 124.57 (-9.5%)、141.66 (+13.7%) 和 165.64 (+16.9%) 亿元人民币，对应公司净利润分别为 1.01 (-41%)、2.73 (+170.2%) 和 4.24 (+55.4%) 亿元。

表 2：公司收入和增速预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,664.80	13,760.70	12,457.17	14,165.47	16,563.63
主营业务收入	18,662.00	13,759.00	12,455.22	14,163.32	16,561.43
手机摄像头模组	16,875.00	12,561.00	11,304.90	13,000.64	15,340.75
指纹识别模组	1,675.00	1,064.00	989.52	969.73	989.12
其他	112.00	134.00	160.80	192.96	231.55
毛利率	9.4%	3.9%	4.3%	5.7%	6.3%
手机摄像头模组	9.7%	4.2%	4.60%	5.8%	6.2%
指纹识别模组	5.2%	-4.1%	-5%	-2%	-
其他	31.3%	44.8%	40%	40%	40%

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）预测和整理

5.2 估值与投资建议

我们认为 2024 年将是公司业绩重回增长的拐点，按 2024 年 15 倍 PE 进行估值是合理的，对应目标股价为 3.76 港元/股，股价上升空间 20%，给予“买入”评级。

表 3：消费电子行业估值比较（20240311）

证券代码	证券简称	最新股价 港元/股	总市值 (亿港元)	主营业务收入（亿元人民币）			归母净利润（亿元人民币）			PE			PB
				2021	2022	增速	2021	2022	增速	2022	2023E	2024E	
0285.HK	比亚迪电子	29.75	608.4	890.6	1,071.9	20.4%	17.8	10.6	-40.3%	32.2	15.2	11.6	2.3
2018.HK	瑞声科技	22.10	240.4	176.7	206.3	16.7%	18.3	7.9	-56.6%	28.8	43.3	18.4	1.1
2382.HK	舜宇光学科技	49.85	496.3	375.0	332.0	-11.5%	51.3	26.5	-48.4%	20.3	35.0	9.2	2.2
1810.HK	小米集团-W	13.08	2,980.6	3,283.1	2,800.4	-14.7%	196.7	50.7	-74.2%	118.6	19.2	22.1	2.0
1415.HK	高伟电子	16.76	129.8	51.0	77.7	52.5%	0.7	1.0	35.4%	21.8	32.0	17.7	5.1
平均						12.7%			-36.8%	44.3	28.9	15.8	2.6
1478.HK	丘钛科技	3.13	33.7	186.6	137.6	-26.3%	9.4	-0.8	-108.8%	19.4	33.8	12.5	0.7

资料来源：Wind 一致预期、同花顺一致预期、国元证券经纪（香港）整理

风险提示

1. 全球经济增长不及预期；
2. 全球消费电子供应链扰动；
3. 公司生产和研发不及预期。

财务报表摘要

资产负债表 (百万元)						损益表 (百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:						营业总收入	18,664.8	13,760.7	12,457.2	14,165.5	16,563.6
现金及现金等价物	1,743.1	1,348.9	1,487.5	2,151.7	3,255.4	主营业务收入	18,662.6	13,759.2	12,455.2	14,163.3	16,561.4
应收款项合计	4,446.1	3,436.2	2,491.0	2,832.7	3,146.7	其他营业收入	2.2	1.5	2.0	2.1	2.2
存货	2,258.2	1,184.5	1,245.5	1,416.3	1,490.5	营业总支出	17,727.2	13,843.4	12,527.2	13,992.6	16,186.7
其他流动资产	867.8	2,624.6	2,650.8	2,703.3	2,730.4	营业成本	16,900.6	13,217.8	11,920.4	13,355.4	15,517.7
流动资产合计	9,315.2	8,594.2	7,874.9	9,104.0	10,622.9	营业开支	826.6	625.6	606.8	637.2	669.0
非流动资产:						营业利润	937.6	-82.7	-70.0	172.9	376.9
固定资产净值	3,047.8	3,034.2	3,337.6	3,671.4	4,038.5	净利息和其他非经常性收益	19.6	189.8	180.3	126.2	88.4
权益性资产和其他长期投资	344.5	330.0	337.3	333.6	335.4	除税前利润	957.3	107.2	110.3	299.1	465.3
商誉及无形资产	20.1	26.3	27.6	27.9	28.2	减: 所得税	94.5	-63.1	9.8	26.9	41.9
土地使用权	96.6	105.6	103.5	101.4	99.4	少数股东损益	-0.1	-0.9	-0.5	-0.7	-0.6
其他非流动资产	224.0	195.2	234.2	238.9	243.7	持续经营净利润	863.0	171.2	101.0	272.9	424.0
非流动资产合计	3,733.0	3,691.3	4,040.2	4,373.2	4,745.2	净利润	863.0	171.2	101.0	272.9	424.0
总资产	13,048.3	12,285.6	11,915.1	13,477.3	15,368.2	归属普通股股东净利润	863.0	171.2	101.0	272.9	424.0
流动负债:											
应付账款及票据	5,500.6	4,187.1	3,218.5	3,739.5	4,344.9	现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
应交税金	48.9	11.6	30.3	34.4	40.2	经营活动产生的现金流量净额	1,596.2	1,048.4	1,158.8	1,317.7	1,409.0
交易性金融负债	22.6	8.4	15.5	12.0	13.7	投资活动产生的现金流量净额	-880.5	-1,941.1	-1,552.9	-1,242.3	-993.8
短期借贷及长期借贷当期到期部	1,707.7	2,616.0	2,368.2	2,692.9	2,991.4	筹资活动产生的现金流量净额	-942.2	468.5	517.8	588.8	688.5
其他流动负债	799.4	426.4	284.0	353.9	59.7	汇率变动的影响	-14.0	30.1	14.9	-	-
流动负债合计	8,079.2	7,249.5	5,916.4	6,832.7	7,450.0	现金净流量:					
非流动负债:						现金及现金等价物净增加额	-240.4	-394.2	138.6	664.2	1,103.7
长期借贷	50.0	0.0	330.8	430.0	559.1	现金及现金等价物期初余额	1,983.5	1,743.1	1,348.9	1,487.5	2,151.7
其他非流动负债	213.8	268.7	318.9	659.4	1,410.4	现金及现金等价物期末余额	1,743.1	1,348.9	1,487.5	2,151.7	3,255.4
非流动负债合计	263.8	268.7	649.7	1,089.4	1,969.5						
总负债	8,343.0	7,518.2	6,566.1	7,922.1	9,419.5						
股东权益:						(百万元人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
普通股股本	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	营业收入	18,664.8	13,760.7	12,457.2	14,165.5	16,563.6
储备	4,550.8	4,724.4	4,805.2	5,023.5	5,362.7	同比增长	-1.3%	-26.3%	-9.5%	13.7%	16.9%
其他综合性收益	139.1	28.6	83.9	56.2	70.0	归母净利润	863.0	171.2	101.0	272.9	424.0
归属母公司股东权益	4,699.4	4,762.5	4,898.5	5,089.2	5,442.2	同比增长	2.4%	-80.2%	-41.0%	170.2%	55.4%
少数股东权益	5.9	4.9	450.5	465.9	506.5	毛利率	9.4%	3.9%	4.3%	5.7%	6.3%
股东权益合计	4,705.3	4,767.4	5,349.0	5,555.1	5,948.7	每股收益(元)	0.73	0.14	0.09	0.23	0.36
总负债及总权益	13,048.3	12,285.6	11,915.1	13,477.3	15,368.2	PE@3.13HKD	4.0	19.9	33.8	12.5	8.0

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”）制作，国元证券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自于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券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的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券的销售人员、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。