

**丘钛科技 (01478.HK)**
**手机光学驱动利润弹性，汽车及 XR 提振估值**

2025 年 03 月 10 日

**——港股公司首次覆盖报告**
**投资评级：买入（首次）**
**吴柳燕（分析师）**
**张可（分析师）**

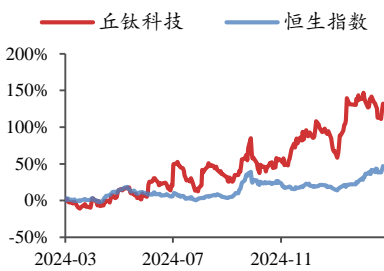
wuliuyan@kysec.cn

zhangke1@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

证书编号：S0790523070001

日期	2025/3/7
当前股价(港元)	7.540
一年最高最低(港元)	8.340/2.950
总市值(亿港元)	89.31
流通市值(亿港元)	89.31
总股本(亿股)	11.85
流通港股(亿股)	11.85
近 3 个月换手率(%)	38.91

**股价走势图**


数据来源：聚源

**● 国补刺激及手机光学升级驱动利润弹性，ADAS 下沉及 XR 起量提振估值**

手机光学升级带来产品结构继续改善、车载和 IoT 业务进展顺利、超声波指纹模组有望继续放量，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 164/193/208 亿人民币，对应同比增长 31%/18%/8%；照相模组 ASP 改善、车载及 IoT 模组稼动率提升，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.1/6.4/7.9 亿人民币，分别同比增长 274%/105%/23%，对应 EPS 分别为 0.3/0.5/0.7 人民币。当前股价 7.54 港币分别对应 2024-2026 年 26.5/12.9/10.5 倍 PE，受益国补刺激、手机光学升级有望驱动公司更大的利润释放弹性，汽车 ADAS 下沉以及 XR 光学起量驱动二次增长曲线有利估值中枢上移，首次覆盖给予“买入”评级。

**● 2025 年手机光学升级趋势持续，同时受益国补刺激中低端产品稼动率**

丘钛科技为全球领先的智能移动终端摄像头模组及指纹识别模组制造商。2023H2 以来，伴随下游去库存逐渐结束、行业竞争趋于理性、报价环境改善，同时受益于手机光学规格重回升级趋势驱动公司自身产品结构优化，公司摄像模组毛利率由 2023H1 的 3.6% 提升至 2024H1 的 5.6%，我们预期 2024H2 公司摄像模组毛利率有望超过 7%、其中手机模组毛利率约 8%。展望 2025 年，国补刺激安卓中低端手机销量、有利公司产能稼动率提升，同时光学升级趋势或持续，潜望式和大相面有望向更低价位带下沉，公司手机模组毛利率有望进一步提升。

**● 车载光学业务受益 ADAS 下沉趋势，XR 业务在国际大客户获突破**

2024H1 公司非手机 CCM 销量占总体 CCM 销量的 2.47%。公司车载摄像头模组业务进入加速期，公司当前产品全面覆盖 ADAS/环视/智能座舱模组，公司积极导入国际国内 Teir 1 以及国内新能源车厂；2024H1，公司车载摄像头模组销量同比增加超 15 倍，总产能突破 1kk/月。公司 IoT 产品四线发展，在消费无人机、行业无人机及手持产品、XR 光学产品、软硬件一体化视觉模块、机器人等领域均取得进展。

**● 风险提示：行业竞争加剧、市场需求不及预期、IoT 和车载业务增长不及预期**
**财务摘要和估值指标**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,759	12,531	16,406	19,328	20,814
YOY(%)	-26.3	-8.9	30.9	17.8	7.7
净利润(百万元)	171	82	311	639	788
YOY(%)	-80.2	-52.1	279.9	105.2	23.4
毛利率(%)	3.9	4.1	5.9	7.9	8.6
净利率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE(%)	3.5	1.6	5.3	9.6	0
EPS(摊薄/元)	0.1	0.1	0.3	0.5	0.7
P/E(倍)	48.1	100.6	26.5	12.9	10.5
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

（截至 2025 年 3 月 7 日 汇率 1HKD=0.92256CNY）

## 目 录

1、 丘钛科技：中高端摄像头模组及指纹识别模组制造商.....	4
1.1、 概览：全球领先的中高端摄像头模组及指纹识别模组制造商.....	4
1.2、 发展历程：立足模组产品，不断拓展覆盖领域.....	6
1.3、 公司股权结构集中，管理团队具备多元经验.....	6
1.4、 股价复盘.....	7
2、 手机重回光学升级趋势，公司盈利能力改善明显.....	9
2.1、 光学行业回暖，公司量价迎来修复.....	9
2.2、 聚焦中高端产品，产品结构改善拉动毛利率改善.....	10
2.3、 入股新钜科技，产业链进一步垂直整合.....	10
3、 车载、IoT 业务开辟第二增长曲线，产品结构多元化.....	11
3.1、 车载摄像头需求不断上涨，车载模组业务进入加速期.....	11
3.2、 IoT 产品四线发展，客户结构多元优化.....	13
4、 盈利预测.....	14
4.1、 盈利预测.....	14
4.2、 估值与投资建议.....	15
5、 风险提示.....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

图 1： 2023 年公司收入同比减少 8.9%.....	4
图 2： 2023 年公司归母净利润同比减少 52.1%.....	4
图 3： 2023 年公司摄像头模组收入同比减少 7.9%.....	4
图 4： 2023 年公司指纹识别模组收入同比减少 26.55%.....	4
图 5： 公司产品主要为摄像头模组以及指纹识别模组，不断拓宽业务打造第二增长曲线.....	5
图 6： 公司客户结构仍然较为集中.....	5
图 7： 公司立足模组产品，不断拓宽覆盖领域.....	6
图 8： 公司股权结构较为集中.....	6
图 9： 公司盈利情况可以分为四个阶段.....	8
图 10： 丘钛科技股价自 2023Q3 以来迎来修复.....	8
图 11： 2023Q2 开始光学出货逐渐回暖.....	9
图 12： 2023H2 开始丘钛科技摄像模组 ASP 逐渐改善.....	9
图 13： 全球高端摄像头需求显著.....	10
图 14： 公司 3200 万及以上像素 CCM 收入占比不断提升.....	10
图 15： 公司 3200 万及以上像素 CCM 出货占比不断提升.....	10
图 16： 新钜科技主要产品为各类光学镜头.....	11
图 17： 丘钛科技目前持有新钜科技 35.47% 的股权.....	11
图 18： 新钜科技 2024 年营收增幅较大.....	11
图 19： 新钜科技 2024H1 毛利率转正.....	11
图 20： 车载摄像头模组由镜头、CIS、ISP 等部件构成.....	12
图 21： 图像传感器和模组封装为车载模组主要成本.....	12
图 22： 2023 年车载摄像头市场规模为 181 亿元.....	12

---

图 23: 2023 年车载摄像头出货量为 6827 万颗.....	12
图 24: 公司 IoT 无人机业务目标为继续扩大份额.....	13
图 25: 公司 IoT XR 光学产品从五大角度改善用户体验.....	13
图 26: 公司 IoT 视觉模块主要应用于三大场景.....	14
图 27: 公司 IoT 人形机器人业务从五大角度进行优化.....	14
表 1: 公司高管团队具备多元经验.....	7
表 2: 公司车载摄像头模组业务进入加速期.....	13
表 3: 公司 IoT 产品四线发展.....	13
表 4: 丘钛科技盈利预测 (单位: 百万人民币).....	14
表 5: 丘钛科技同业估值对比.....	15

## 1、丘钛科技：中高端摄像头模组及指纹识别模组制造商

### 1.1、概览：全球领先的中高端摄像头模组及指纹识别模组制造商

丘钛科技为全球领先的智能移动终端中高端摄像头模组及指纹识别模组制造商。主要从事设计、研发、制造和销售摄像头模组及指纹识别模组,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组和指纹识别模组市场为主。2023年公司收入125.3亿元,同比减少9%;归母净利润为0.8亿元,同比减少52%。

图1：2023年公司收入同比减少8.9%

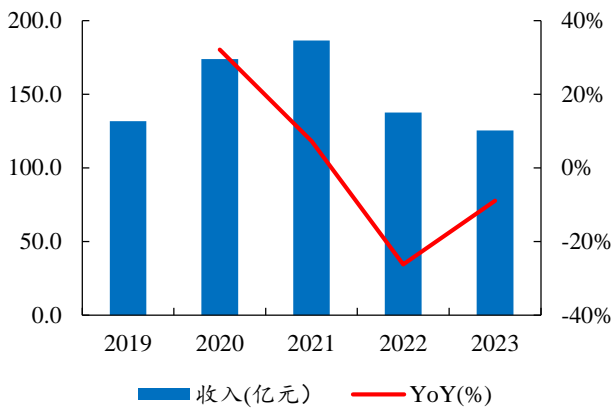
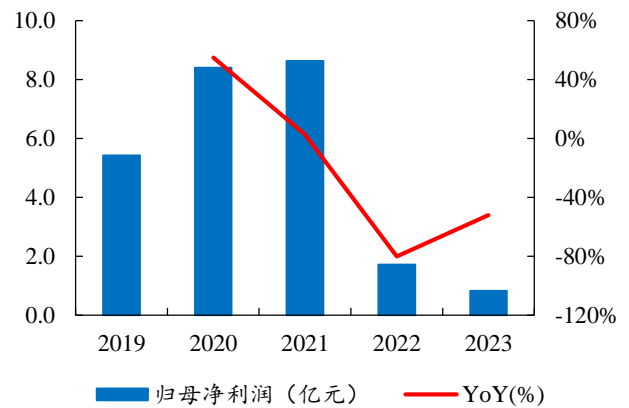


图2：2023年公司归母净利润同比减少52.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司当前产品主要为摄像头模组以及指纹识别模组，覆盖智能手机及平板计算机品牌、物联网(IoT)和智能汽车等领域。公司产品目前主要包括200万像素至1.08亿像素的超薄摄像头模组、双/多摄像头模组、光学防抖(OIS)摄像头模组、3D摄像头模组、车载摄像头模组、智能家居摄像头模组、电容式指纹识别模组和光学式屏下指纹识别模组等。2023年公司收入125.3亿元,同比减少9%,其中摄像头模组收入115.7亿元,同比下降7.9%;指纹识别模组收入7.8亿元,同比下降26.55%。

图3：2023年公司摄像头模组收入同比减少7.9%

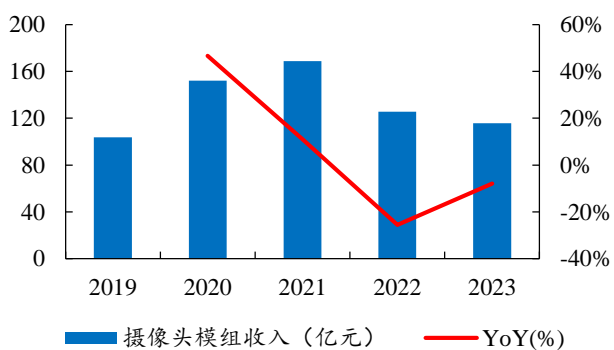
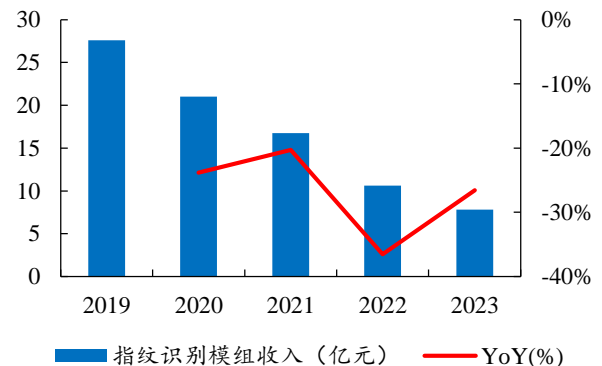


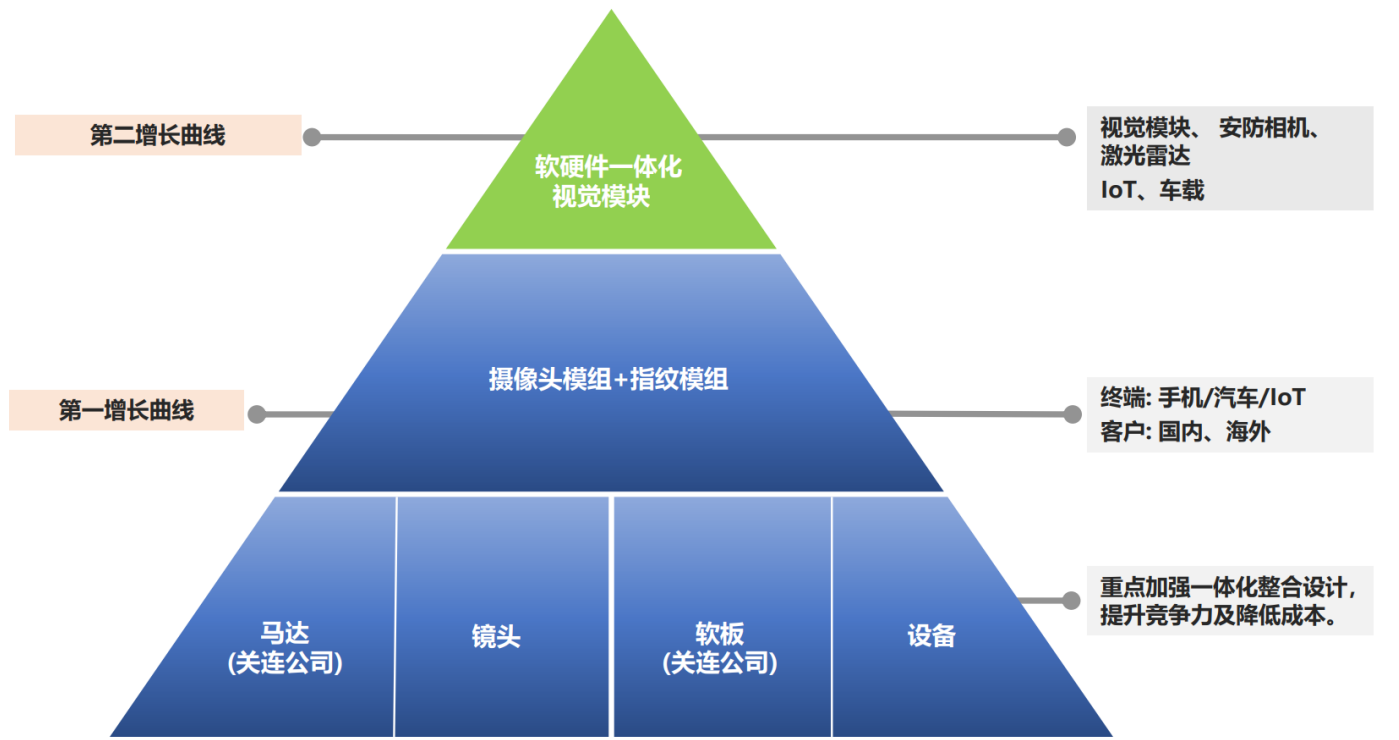
图4：2023年公司指纹识别模组收入同比减少26.55%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

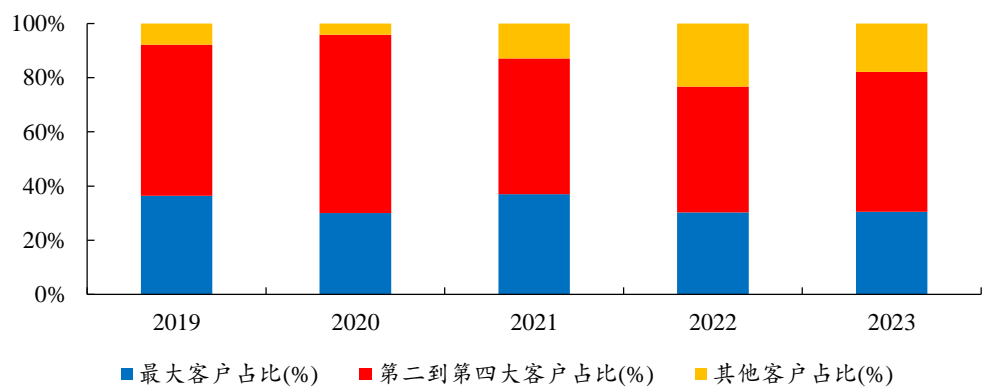
图5：公司产品主要为摄像头模组以及指纹识别模组，不断拓宽业务打造第二增长曲线



资料来源：公司官网

公司客户结构存在多元化趋势，目前客户集中度仍然较高。2023年，公司最大客户收入占总收入约30.5%，前五大客户收入占总收入约82.1%，客户结构较为集中。然而，目前公司客户结构正出现多元化趋势。2019年，公司最大客户收入占总收入约36.4%，前五大客户收入占总收入约92.2%。2023年客户集中度相比2019年出现较大改变，体现出公司客户多元化趋势。

图6：公司客户结构仍然较为集中

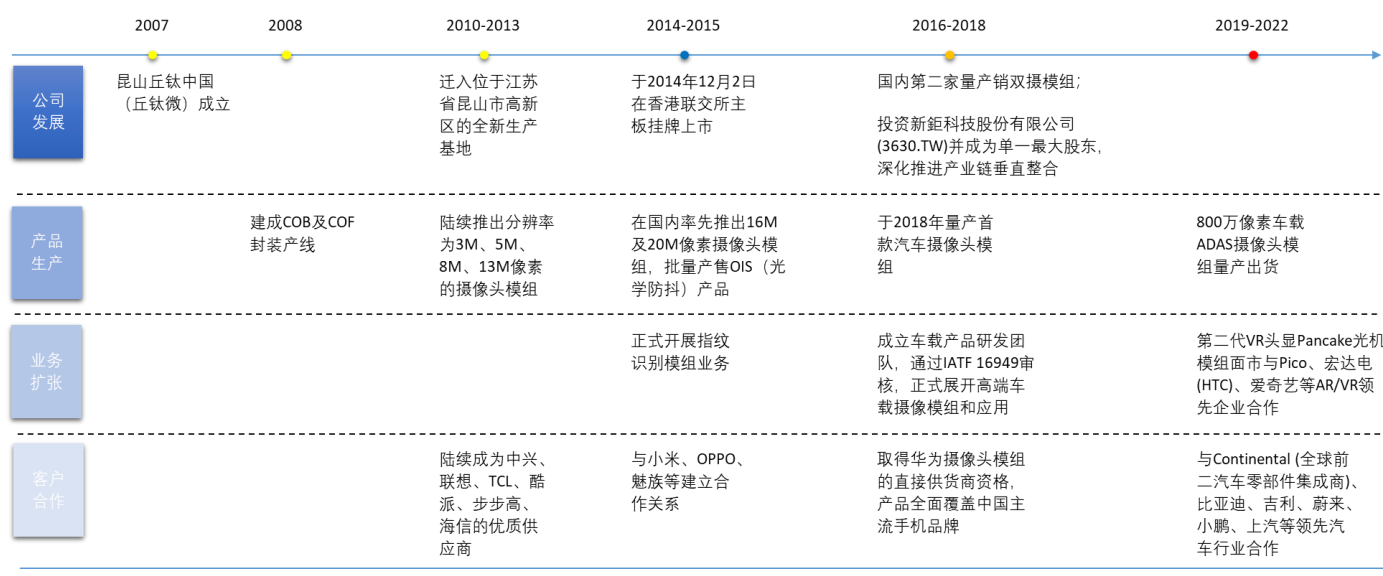


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、发展历程：立足模组产品，不断拓展覆盖领域

公司成立于2007年，2014年在中国香港主板上市，早期依靠COF、COB封装技术逐步推出各类摄像头模组，并且导入中兴、联想等客户。2014年-2015年正式开展指纹识别模组业务，并和小米、OPPO、魅族等客户建立合作关系。2016-2018年投资中国台湾精密光学镜头制造公司，进一步整合产业链，并且开始打造公司第二成长曲线，进军车载模组领域。2019-2022年公司布局VR产业，与Pico、宏达电、爱奇艺等公司取得合作。

图7：公司立足模组产品，不断拓宽覆盖领域

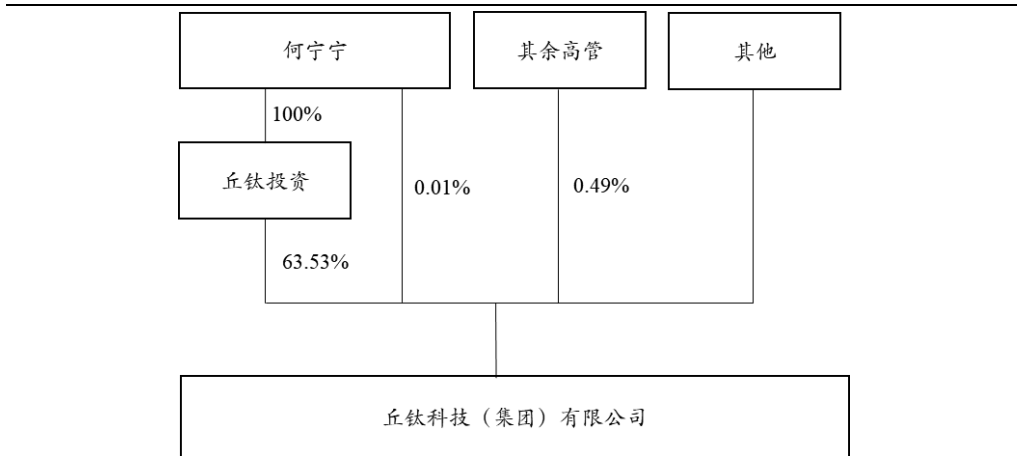


资料来源：公司官网、开源证券研究所

## 1.3、公司股权结构集中，管理团队具备多元经验

公司股权结构集中，创始人掌握较强控制权。公司创始人何宁宁先生直接或间接持有公司股份64.54%，对于公司有较强的掌控力度。其余高管持有0.49%的股权。

图8：公司股权结构较为集中



资料来源：公司公告、开源证券研究所 注：股权数据截至2024年6月30日

**核心管理层经验丰富，股东背景多元化。**(1) 公司创始人、执行董事、董事会主席、提名委员会主席何宁宁先生曾任东莞三星电机销售主管，随后创立幸诚赛贝及深圳西可，在电气和电子行业拥有超过 20 年经验，1992 年 7 月获得北京大学理学学士学位，主修天气动力学并于 2002 年 3 月获得加州大学的工商管理硕士学位。(2) 管理层背景多元化，CEO 为技术出身，其他高管具备银行、审计等其他行业经验。

**表1：公司高管团队具备多元经验**

姓名	年龄	职位	职责范围	学历	职业经历
何宁宁	53	执行董事、董事会主席、提名委员会主席	整体策略规划、制定投资策略	北京大学理学学士、加州大学工商管理硕士	曾任东莞三星电机销售主管、幸诚赛贝及深圳西可主席，并一直担任河源西可主席。
胡三木	48	执行董事、CEO	公司日常运营管理	西安科技大学工学学士	曾在伟易达电子最终担任机械结构工程师，负责机器设计；后在天津安费诺凯翼电子最终担任销售工程师，主要负责维系现有客户关系及拓宽销售网络；随后于唯安科技最终担任销售总监，负责销售管理及产品规划。
范富强	46	执行董事	财务管理、证券事务及风险控制	华南理工大学管理学学士	曾任中国银行河源分行高新区支行的行长及河源分行企业部副总经理；后分别担任深圳西可及河源西可的财务总监助理，主要负责法律合规事宜及风险控制。
高秉强	73	独立非执行董事、提名委员会主席、风险管理委员会主席	/	香港大学荣誉理学学士、伯克利加利福尼亚大学理学硕士及博士	为北京大学及清华大学兼任教授、香港科技大学工程学院机电工程系荣休教授及前任院长。现为多家上市公司董事
初家祥	54	独立非执行董事、薪酬委员会主席	/	台湾国立清华大学理学学士、台湾国立成功大学管理学硕士	曾在惠普科技担任销售专家，后在中华开发创投任投资经理，并在普讯创投担任总经理，负责投资研究与管理。随后创立普讯创新，担任董事总经理、主席兼 CEO，专注战略规划。现为多家上市公司独立董事
许晓澄	36	独立非执行董事	/	南加州大学会计专业学士	曾在罗兵咸永道会计师事务所担任审计经理，参与多家上市公司及跨国企业的审计与鉴证工作，后加入许锡荣会计师事务所并成为审计合伙人。
蔡云	40	CFO	集团财务管理工作	扬州大学管理学学士	曾在中粮集团福临门食品有限公司担任成本会计，随后加入苏州三星电子有限公司，最终担任财务经理，负责财务控制、分析及年度预算编制。
程芝化	48	公司秘书	/	暨南大学会计学学士及工商管理硕士	在香港一间私人公司担任高级财务经理，于香港和中国多家会计师事务所拥有超过 26 年会计及合规管理经验。
王健强	52	昆山丘钛微董事及总经理	昆山丘钛微中国的业务运营	四川工业学院工学学士	曾在东莞新科电子厂担任质量保证部主管，后在三星电机(香港)有限公司深圳办事处担任助理销售经理。随后在深圳西可和河源西可担任财务总监，负责审计管理和预算。

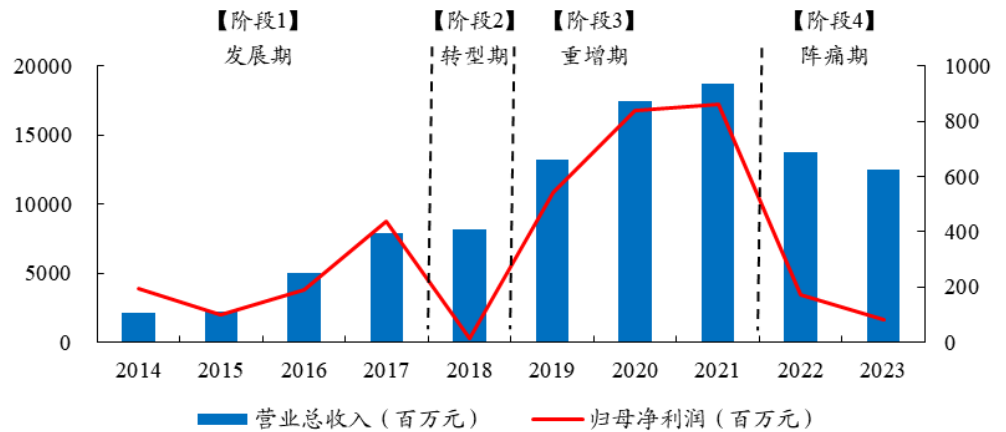
资料来源：公司公告、开源证券研究所 注：年龄数据截至 2023 年

## 1.4、股价复盘

从营收和归母净利润来看，公司的盈利情况主要可以分为 4 个阶段：(1) 2014 年-2017 年为发展期，此时丘钛科技摄像头模组产品逐步导入各大厂商，营收利润出现稳健增长；(2) 2018 年为转型期，一方面丘钛科技为了保持营收稳定，采取薄利

多销的策略应对市场竞争，产品平均销售价格大幅度下调导致毛利承压；与此同时扩大产能和提升自动化的固定资产投资的增加以及人民币贬值因素导致净利润出现进一步下跌。此时丘钛科技处于和个别客户合作的初级阶段，处于产品结构改善的转型期。(3) 2019-2021 为重增期，伴随模组出货量上升、产品结构改善、产线自动化等因素，营收和归母净利润重回增长轨道；(4) 2022-2023 年为阵痛期，伴随智能手机市场疲软、光学行业竞争加剧、IoT 和车载摄像头模组前期布局等因素影响，公司营收和归母净利润出现下滑。

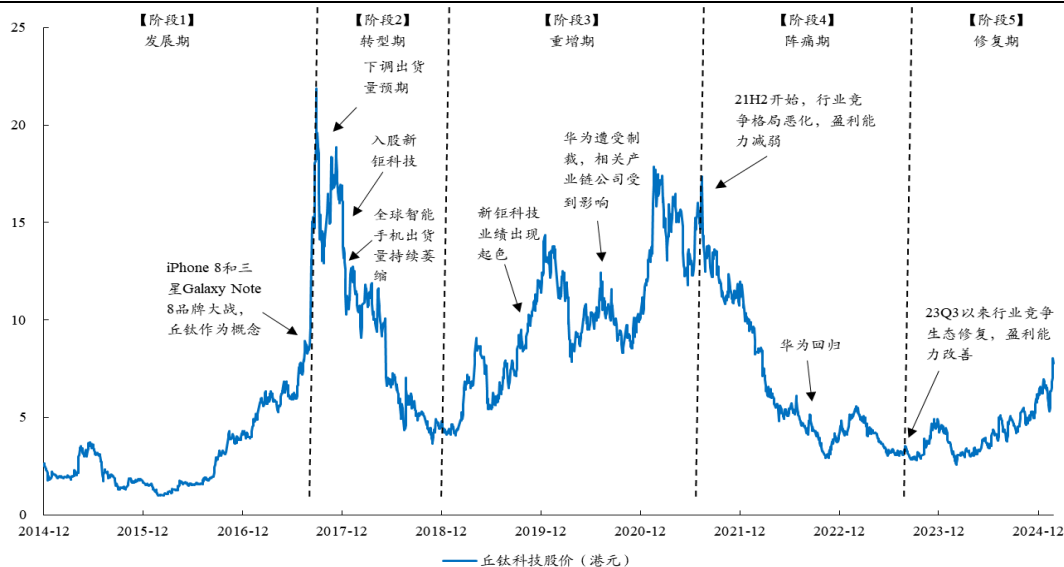
图9：公司盈利情况可以分为四个阶段



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司股价呈现出相同趋势。(1) 公司上市初期，伴随业务规模扩张和产品结构优化，股价出现增长态势。(2) 2017 年后，伴随公司出货量不及预期，全球智能手机市场进入下行周期，公司整体股价下行。(3) 2018 年后，伴随公司收入和利润重回正增长轨道，公司股价再一次迎来增长。(4) 2021H2 之后，光学行业竞争格局恶化，公司收入和盈利能力受到较大影响，股价经历阵痛。(5) 23Q3 以来，光学行业竞争格局趋缓，公司盈利能力迎来修复，因此公司股价重新上行。

图10：丘钛科技股价自 2023Q3 以来迎来修复



资料来源：Wind、开源证券研究所



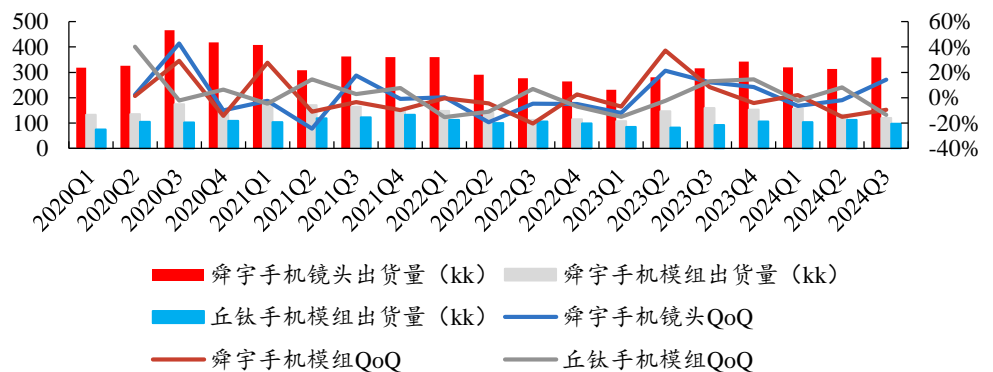
## 2、手机重回光学升级趋势，公司盈利能力改善明显

### 2.1、光学行业回暖，公司量价迎来修复

光学行业整体承压，2023H2 以来迎来改善。2022 年以来，随着手机需求疲软以及手机行业进入去库存周期，光学行业整体承压，面临产能利用率下滑、价格竞争激烈带来的盈利能力快速下滑压力。2023H2 以来，随着行业去库存逐渐结束、且行业竞争趋于健康，产品报价和盈利能力逐渐改善。

(1) 从出货量来看，同业舜宇光学科技手机镜头和手机模组、丘钛科技手机模组出货量自 2022Q2 经历下滑，2022 年分别同比下滑 17.2%/23.3%/12.9%。2023Q2 开始，随着行业去库存逐渐结束，出货量有所回升。

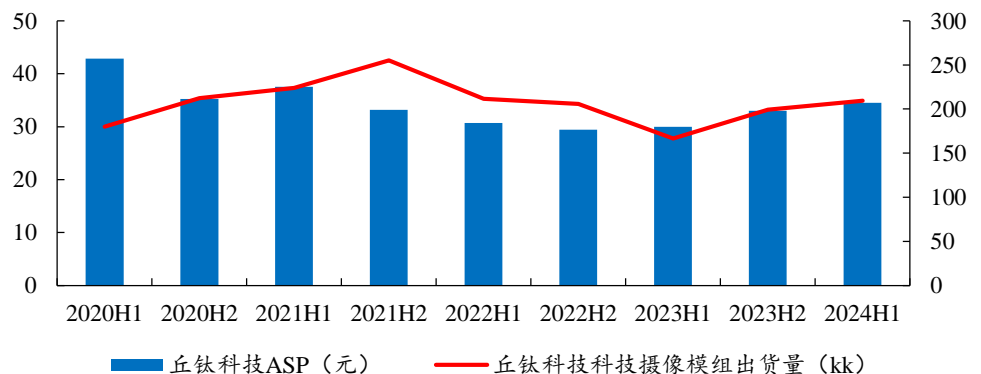
图11：2023Q2 开始光学出货逐渐回暖



数据来源：舜宇科技官网、公司官网、开源证券研究所

(2) 从 ASP 来看，由于市场需求下行，对应行业产能利用率整体下行，市场竞争激烈，产品 ASP 也经历了大幅下滑。2022H1-2023H1 丘钛科技摄像模组 ASP 分别同比下滑 18.8%/13.4%/3.2%，2023H2 开始公司 ASP 开始改善，2023H2-2024H1 摄像模组 ASP 同比上涨 12.0%/10.5%。

图12：2023H2 开始丘钛科技摄像模组 ASP 逐渐改善

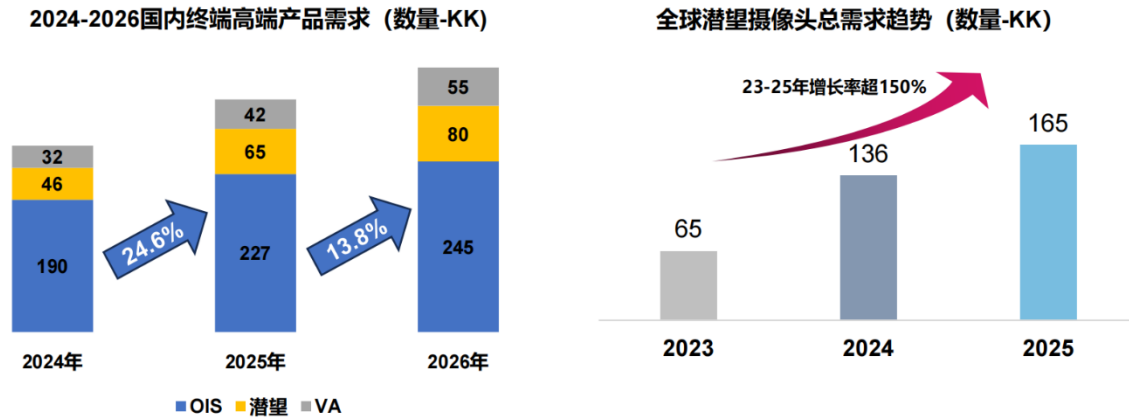


数据来源：公司官网、Wind、开源证券研究所 注：左轴为 ASP，右轴为出货量

## 2.2、聚焦中高端产品，产品结构改善拉动毛利率改善

中高端摄像头模组产品需求提升显著。伴随国内 OIS 智能机渗透率持续增加、潜望模组进一步下沉至中高端机型等趋势，手机高端摄像头模组升级需求不断涌现。根据公司预测，2026 年国内终端高端产品需求有望达到 380kk，2025 年全球潜望摄像头总需求有望达到 165kk。

图13：全球高端摄像头需求显著



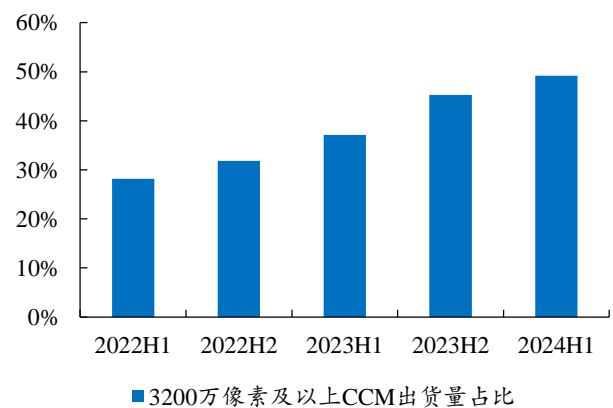
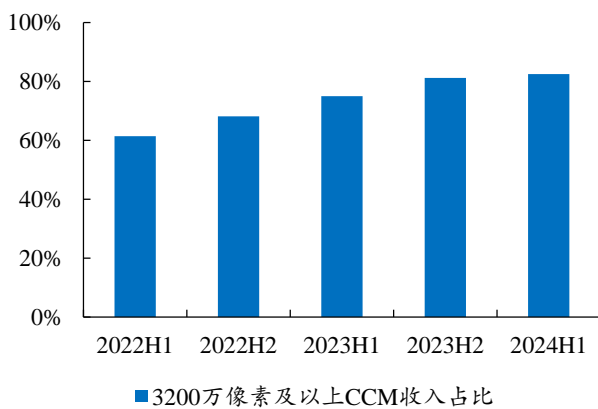
\*数据为基于市场消息的综合预测，仅供参考

资料来源：公司公告

公司产品结构改善明显。摄像头模组方面，2024H1 公司 3200 万以上像素的摄像头模组出货量占总出货量的 49.2%，占收入的 82.5%。指纹识别模组方面，高端产品光学识别模组占比由 2023H1 的约 61.6% 提升至 2024H1 的 75.0%。

图14：公司 3200 万及以上像素 CCM 收入占比不断提升

图15：公司 3200 万及以上像素 CCM 出货占比不断提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.3、入股新钜科技，产业链进一步垂直整合

新钜科技股份有限公司成立于 1999 年 8 月，主要致力于各式光学应用产品所需之光学镜片及光学镜头等设计、研发、制造与行销，属于光学元件产业。主要产品项目为高阶手机镜头(RGB)、屏下指纹辨识镜头(FOD)、3D 感测镜头、NB Cam、

平面光学产品、IR 应用镜头及车载镜头等。2017 年 8 月，丘钛科技宣布完成配售新钜科技 36% 的股份。截至 2025 年 2 月 3 日，丘钛科技持有新钜科技 35.47% 的股份。

图16：新钜科技主要产品为各类光学镜头



资料来源：新钜科技官网

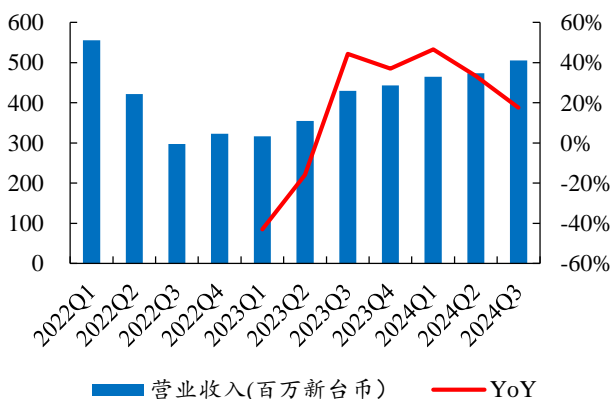
图17：丘钛科技目前持有新钜科技 35.47% 的股权



资料来源：公司官网 注：股权数据截至 2025 年 2 月 3 日

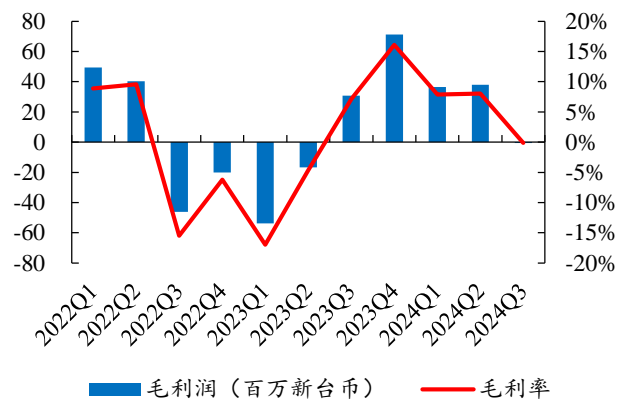
公司营收迎来修复，2024H1 毛利扭亏。受惠于手机市场回暖以及产品结构改善，2024H1 新钜科技营收同比上升 39.7%，毛利率由 2023H1 的-10.5%大幅改善至期内的约 7.9%。

图18：新钜科技 2024 年营收增幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：新钜科技 2024H1 毛利率转正



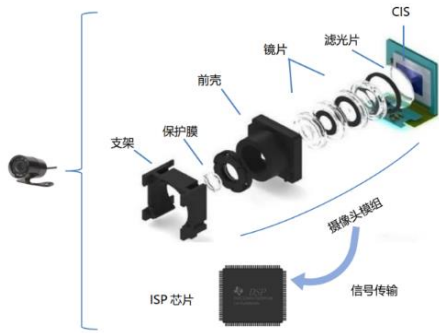
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、车载、IoT 业务开辟第二增长曲线，产品结构多元化

### 3.1、车载摄像头需求不断上涨，车载模组业务进入加速期

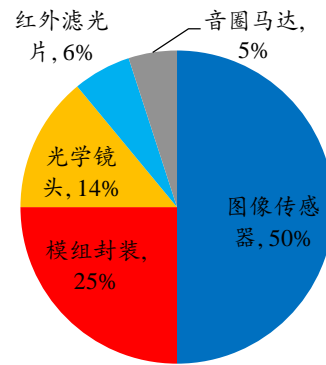
车载摄像头模组是安装在汽车上，用于捕捉车辆周围环境图像并传输给车载电脑进行处理的设备。它是实现自动驾驶、辅助驾驶等功能的关键传感器之一，主要由镜头、图像传感器 (CIS)、图像信号处理器 (ISP)、串行器等部分组成，一般用于高级驾驶辅助系统 (ADAS)、驾驶员监控系统 (DMS)、倒车影像与辅助、智能交通系统 (ITS)、车联网与自动驾驶、行车记录仪、增强现实抬头显示器 (AR HUD)、货物状态监控、乘客服务等场景。

图20: 车载摄像头模组由镜头、CIS、ISP 等部件构成



资料来源: 芯八哥

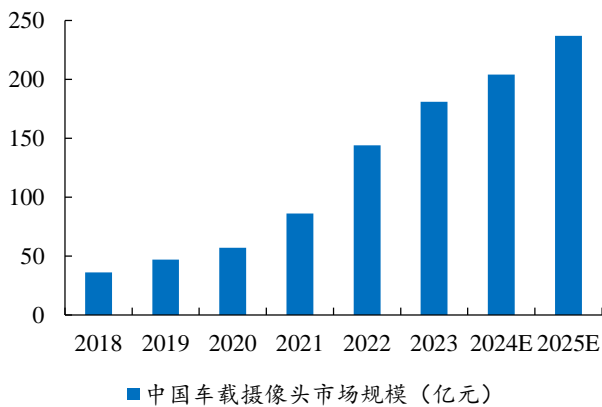
图21: 图像传感器和模组封装为车载模组主要成本



数据来源: 芯八哥、开源证券研究所

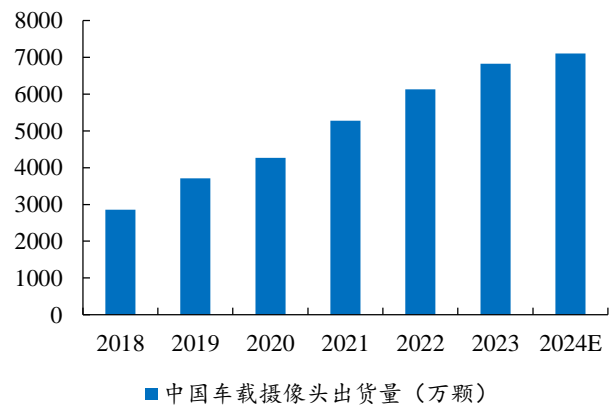
**中国车载摄像头市场增长迅速。**据中商产业研究院数据,我国车载摄像头出货量由2018年的2855万颗增长至2023年的6827万颗;车载摄像头市场规模从2018年的36亿元上升至2023年的181亿元。

图22: 2023年车载摄像头市场规模为181亿元



数据来源: 中商情报网公众号、开源证券研究所

图23: 2023年车载摄像头出货量为6827万颗



数据来源: 中商情报网公众号、开源证券研究所

**公司车载摄像头模组业务进入加速期。**产品方面,公司当前产品全面覆盖ADAS\环视\智能座舱模组;客户方面,公司导入国际国内 Teir 1 以及国内新能源车厂;2024H1,公司车载摄像头模组销量同比增加超15倍,总产能突破1kk/月。

表2：公司车载摄像头模组业务进入加速期

公司业务进展	
产品	全面覆盖 ADAS\环视\智能座舱模组
客户	国际国内 Tier-1: H 客户、C 客户、B 客户 国内新能源车厂：比亚迪、小鹏、蔚来、问界、埃安、吉利
销量	2024 上半年销量同比增加超 15 倍
产能	总产能突破 1KK/月
战略合作	与平台公司创建视觉联合实验室
目标	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

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、IoT 产品四线发展，客户结构多元优化

公司 IoT 产品四线发展，在消费无人机、行业无人机及手持产品、XR 光学产品、软硬件一体化视觉模块、机器人等领域均取得进展。公司产品包括视觉避障模组、3D 结构光模组、3D ToF 模组以及超大广角模组，已广泛应用于无人机、云台相机、机器人、智能手表等产品，主要客户包括大疆、科沃斯、小天才等龙头企业。

表3：公司 IoT 产品四线发展

IoT 产品类型	业务进展
消费无人机、行业无人机、手持产品	为全球最大无人机品牌的标杆供应商，产品覆盖主摄模组，避障模组及激光雷达(短期内量产)
XR 光学产品	覆盖主要中国大陆及台湾 VR 品牌，包括 PICO、HTC、DPVR 等美国 M 品牌取得 Vendor code, 多个项目讨论中，目标年内取得定点。
软硬件一体化视觉模块	以 QT 算法+光学模块能力，目标切入欧美国际品牌客户
机器人	QT 与国际领先的传感器龙头展开合作，共同开发项目。

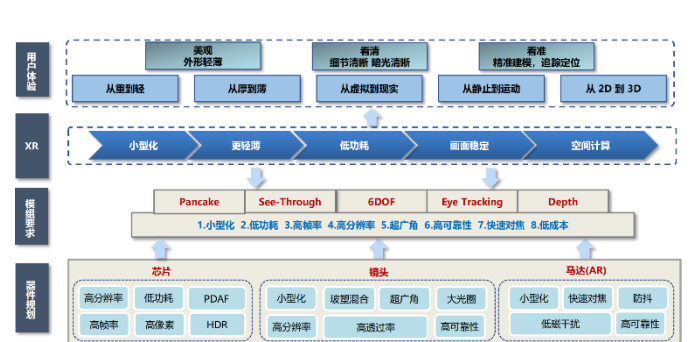
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图24：公司 IoT 无人机业务目标为继续扩大份额



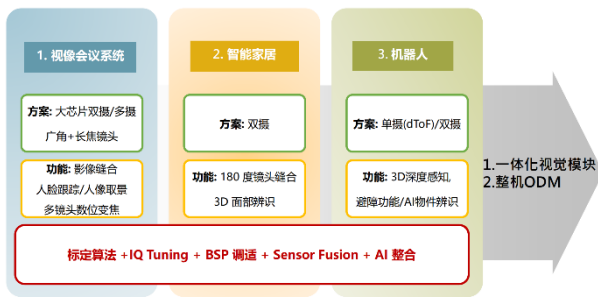
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图25：公司 IoT XR 光学产品从五大角度改善用户体验



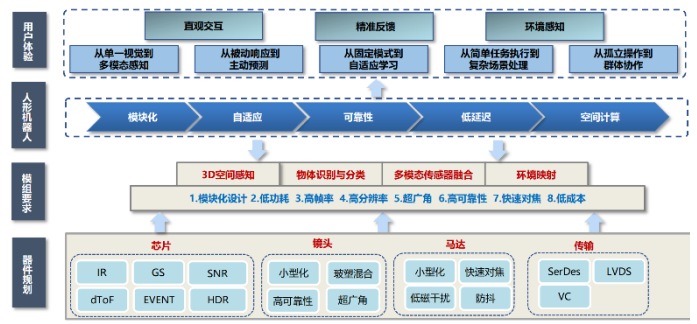
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图26: 公司 IoT 视觉模块主要应用于三大场景



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图27: 公司 IoT 人形机器人业务从五大角度进行优化



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测

### 4.1、盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司实现收入 164/193/208 亿人民币, 对应同比增长 31%/18%/8%, 主要考虑到: (1) 手机大盘弱复苏、手机厂重回光学升级赛道带来公司产品结构改善; (2) 公司车载和 IoT 业务进展顺利; (3) 公司超声波指纹模组有望继续放量。

考虑到光学升级趋势带来公司照相模组 ASP 提升、以及车载和 IoT 业务出货量增加带来稼动率改善, 我们预期公司毛利率将继续改善, 预计 2024-2026 年毛利率分别为 6%/8%/9%。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.1/6.4/7.9 亿人民币, 分别同比增长 274%/105%/23%, 对应归母净利润率分别为 2%/3%/4%。

表4: 丘钛科技盈利预测 (单位: 百万人民币)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>18,663</b>	<b>13,759</b>	<b>12,531</b>	<b>16,406</b>	<b>19,328</b>	<b>20,814</b>
YoY	7%	-26%	-9%	31%	18%	8%
照相模组	16,875	12,561	11,562	14,987	17,091	18,327
YoY	11%	-26%	-8%	30%	14%	7%
指纹识别模组	1,675	1,064	781	1,288	2,105	2,356
YoY	-20%	-37%	-27%	65%	63%	12%
其他	112	134	188	132	132	132
YoY	16%	19%	40%	-30%	0%	0%
<b>毛利润</b>	<b>1,762</b>	<b>541</b>	<b>509</b>	<b>972</b>	<b>1,520</b>	<b>1,786</b>
YoY	0%	-69%	-6%	91%	56%	18%
毛利率	9%	4%	4%	6%	8%	9%
<b>归母净利润</b>	<b>863</b>	<b>170</b>	<b>84</b>	<b>312</b>	<b>641</b>	<b>790</b>
YoY	3%	-80%	-51%	274%	105%	23%
归母净利率	5%	1%	1%	2%	3%	4%

资料来源: Wind、开源证券研究所

## 4.2、估值与投资建议

我们选取了港股的舜宇光学科技、瑞声科技、高伟电子，以及 A 股的欧菲光、联创电子作为可比公司。

考虑到手机光学升级带来公司产品结构继续改善、公司车载和 IoT 业务进展顺利、超声波指纹模组有望继续放量，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 164/193/208 亿人民币，对应同比增长 31%/18%/8%。考虑到公司照相模组 ASP 改善、以及车载及 IoT 模组稼动率提升，公司盈利能力有望继续改善，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.1/6.4/7.9 亿人民币，分别同比增长 274%/105%/23%，对应 EPS 分别为 0.3/0.5/0.7 人民币。当前股价 7.54 港币分别对应 2024-2026 年 26.5/12.9/10.5 倍 PE，低于 H 股同业可比公司的平均值 34.0/24.2/20.4 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：丘钛科技同业估值对比

证券代码	证券名称	市值(亿元)	财报货币	调整后净利润(亿元)			CAGR	PE		
				2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
<b>H 股平均值</b>								<b>34.0</b>	<b>24.2</b>	<b>20.4</b>
2382.HK	舜宇光学科技	909	CNY	27.0	36.9	42.4	25%	33.7	24.6	21.5
1415.HK	高伟电子	235	USD	0.9	1.5	1.8	40%	35.3	22.6	18.1
2018.HK	瑞声科技	553	USD	16.7	21.7	25.7	24%	33.1	25.5	21.5
<b>A 股平均值</b>								<b>131.0</b>	<b>69.5</b>	<b>43.3</b>
002456.SZ	欧菲光	473	CNY	3.6	9.1	11.1	76%	131.0	51.9	42.4
002036.SZ	联创电子	133	CNY	-1.1	1.5	3.0	-	-	87.2	44.2
<b>可比同业</b>				<b>9.4</b>	<b>14.1</b>	<b>16.8</b>	<b>33%</b>	<b>58.3</b>	<b>42.3</b>	<b>29.6</b>
<b>1478.HK</b>	<b>丘钛科技</b>	<b>82</b>	<b>CNY</b>	<b>3.1</b>	<b>6.4</b>	<b>7.9</b>	<b>59%</b>	<b>26.5</b>	<b>12.9</b>	<b>10.5</b>

资料来源：Bloomberg、开源证券研究所（2025年3月7日，1USD=7.1705CNY、1HKD=0.92256CNY）

## 5、风险提示

**行业竞争加剧：**若行业竞争加剧，产品价格下行，或客户拓展不及预期，可能影响行业盈利能力。

**市场需求不及预期：**若行业需求增长未达预期，或需求持续低迷，可能影响公司产品需求。

**IoT、车载业务增长不及预期：**若公司 IoT、车载业务增长不及预期，可能导致公司营收受到影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	8,594	11,107	13,985	16,732	19,062
现金	1,349	2,893	5,333	6,994	8,769
应收账款	3,436	4,201	4,102	4,832	5,204
存货	1,184	1,778	2,315	2,671	2,854
其他流动资产	2,625	2,235	2,235	2,235	2,235
<b>非流动资产</b>	3,691	3,836	3,602	3,430	3,296
固定资产及在建工程	3,140	2,845	2,611	2,439	2,305
无形资产及其他长期资产	552	991	991	991	991
<b>资产总计</b>	12,285	14,943	17,586	20,161	22,358
<b>流动负债</b>	7,249	9,666	11,984	13,896	15,287
短期借款	2,616	4,152	4,961	5,804	6,646
应付账款	4,584	5,437	6,945	8,014	8,563
其他流动负债	49	78	78	78	78
<b>非流动负债</b>	269	445	445	445	445
长期借款	-0	219	219	219	219
其他非流动负债	269	225	225	225	225
<b>负债合计</b>	7,518	10,111	12,429	14,340	15,731
股本	9	9	9	9	9
储备	4,753	4,822	5,133	5,772	6,561
归母所有者权益	4,762	4,832	5,143	5,782	6,570
少数股东权益	5	-0	15	39	57
<b>负债和股东权益总计</b>	4,767	4,832	5,158	5,821	6,627

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1,048	-379	2,248	1,498	1,627
税前利润	107	68	347	712	878
折旧和摊销	467	444	797	731	683
营运资本变动	554	-946	1,070	-18	-6
其他	-80	56	34	73	72
<b>投资活动现金流</b>	-1,941	367	339	310	295
资本开支	-408	-136	-164	-193	-208
其他	-1,534	503	503	503	503
<b>融资活动现金流</b>	468	1,551	-152	-152	-152
股权融资	10	0	0	0	0
银行借款	3,281	5,142	0	0	0
其他	-2,822	-3,591	-152	-152	-152
<b>汇率变动对现金的影响</b>	30	6	6	6	6
<b>现金净增加额</b>	-394	1,544	2,440	1,661	1,775
<b>期末现金总额</b>	1,349	2,893	5,333	6,994	8,769

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	13,759	12,531	16,406	19,328	20,814
营业成本	-13,218	-12,022	-15,434	-17,808	-19,028
营业费用	-14	-20	-23	-26	-30
管理费用	-142	-149	-179	-215	-258
其他收入/费用	-182	-51	-194	-337	-391
<b>营业利润</b>	204	289	577	942	1,107
净财务收入/费用	-60	-171	-200	-200	-200
其他利润	-37	-50	-30	-30	-29
除税前利润	107	68	347	712	878
所得税	63	15	35	71	88
少数股东损益	-1	2	1	2	2
<b>归母净利润</b>	171	82	311	639	788
EBITDA	670	733	1,373	1,673	1,790
<b>扣非后净利润</b>	170	84	312	641	790
EPS(港元)	0	0	0	1	1

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-26.3	-8.9	30.9	17.8	7.7
营业利润(%)	-80.4	42.0	99.6	63.3	17.5
归属于母公司净利润(%)	-80.2	-52.1	279.9	105.2	23.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	3.9	4.1	5.9	7.9	8.6
净利率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE(%)	3.5	1.6	5.3	9.6	0
ROIC(%)	2.3	0.9	3.7	6.6	7.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	163.4	147.8	141.5	140.6	142.1
净负债比率(%)	157.7	209.3	241.0	246.4	237.4
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.8	0.9	1.0	0.9
应收账款周转率	25.0	33.5	25.0	25.0	25.0
应付账款周转率	34.7	45.2	45.0	45.0	45.0
存货周转率	9.0	14.8	15.0	15.0	15.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.1	0.1	0.3	0.5	0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	-0.3	1.9	1.3	1.4
每股净资产(最新摊薄)	4.0	4.1	4.3	4.9	5.5
<b>估值比率</b>					
P/E	48.1	100.6	26.5	12.9	10.5
P/B	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn