



丘鈦科技 (1478 HK)

展望 2025 財政年度的佳績

- 正面盈利預告 – FY25 淨利潤按年增長 400%-450%，超越我們及市場的預期
- FY25 已證明是一個強勁的年度，產品組合持續改善，利潤率明顯提升
- 目標價為港幣 12 元提供潛在上升空間達 23%；評級上調至「買入」

持續的產品結構升級配合明顯的利潤率改善

FY25 對丘鈦科技而言是一個良好年度，預期淨利潤按年大幅增長 400%-450%，達至約人民幣 11 億元至 26 億元。

在回顧期內，公司持續致力於推動智能視覺產品在手機以外領域的增長。全球智能駕駛及物聯網智能終端行業的快速擴張，顯著提升了對攝像頭模組的需求及技術要求。憑藉與領先的智能駕駛解決方案供應商、手持影像品牌及主要物聯網終端企業的緊密合作，公司在非手機應用的攝像頭模組銷售按年實現倍增，推動收入穩步增長。

公司亦持續推行以中高端攝像頭模組 (CCM) 及指紋識別模組 (FRM) 為核心的策略。潛望式攝像頭模組、光學防抖模組及超聲波指紋識別模組的銷售均錄得顯著的按年增長。高端產品的規模化提升了產品價值，而持續推進的智能化轉型及數字化升級，亦在效率、研發能力、品質保證及交付方面較去年有明顯改善。上述因素共同促成毛利率的顯著提升。

此外，公司完成了對昆山丘鈦微電子（印度）約 51.08% 股權的處置，並錄得交易收益。聯營公司的營運表現亦較去年改善，由此前的虧損轉為錄得歸屬於公司的盈利份額。

CCM 出貨量於 2025 年 12 月錄得令人鼓舞的增長

丘鈦科技的 CCM 出貨量在 2025 年 12 月保持強勁勢頭。CCM 總銷量按月增長 10.0%、按年增長 43.6%，達 4,590 萬件。按年大幅增長主要受海外客戶需求上升及供應份額持續擴張所推動，帶動 32MP 以下攝像頭模組的銷量顯著增長。同時，其他領域的攝像頭模組銷量亦持續改善，物聯網及智能汽車所使用的攝像頭模組均錄得可觀的按年增長。

然而，FRM 出貨量在 2025 年 12 月按年下降 12.0%，至 1,790 萬件。這主要由於自 2025 年 9 月 26 日起，丘鈦印度生產及銷售的部分產品已不再計入公司銷量。

展望：非手機 CCM 有望成為增長催化劑

展望未來，我們預期非手機 CCM 將成為主要的增長動力。在產品組合持續改善及非手機業務加速擴展的支持下，我們將 FY25 的營業額上調 5%，淨利潤上調 90%，以反映 2025 財政年度淨利潤增長強於預期，以及毛利率改善優於預期。

雖然非手機業務的擴展令人鼓舞，但智能手機行業的持續逆風使我們將目標市盈率下調至 13.2 倍（相當於其過去五年的歷史+1SD 平均市盈率），以推導出目標價為港幣 12 元。評級上調至「買入」。公司預計將於 2026 年 3 月中下旬公布 2025 財政年度業績。

主要財務數據

截止 12 月 31 日止 (人民幣百萬)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
總營業收入	12,531	16,151	20,889	23,433	25,935
毛利	509	985	1,781	2,028	2,303
歸母淨利潤	82	279	1,411	987	1,137
調整後淨利潤	82	279	1,411	987	1,137
每股收益 (人民幣)	0.07	0.24	1.19	0.83	0.96
P/E (倍)	128.0	38.3	7.6	10.8	9.4
P/B (倍)	2.2	2.1	1.7	1.5	1.3
股息收益率 (%)	0.0	0.5	2.6	1.8	2.1
ROE (%)	1.7	5.6	24.5	14.5	14.9
淨負債 / 股東權益 (%)	30.9	19.4	20.1	12.4	2.7

來源: 公司資料, Crosby

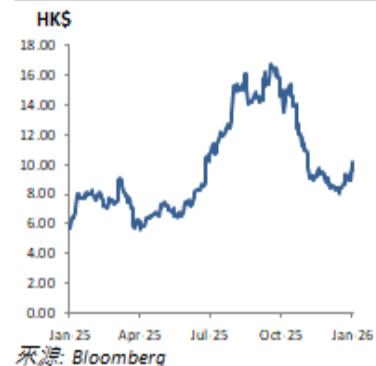
買入	
當前股價 (港元)*	9.74
目標價 (港元)	12.00
上升/下跌空間 (%)	23.2%
前次評級	中性
前次目標價	14.10
恒生指數	26,844.96
* 股價截至	16-Jan-26

關鍵數據

股票代號	1478 HK
總市值 (港元)	11,586
近3個月人均成交額	78.6
52周最高價 (港元)	16.99
52周最低價 (港元)	5.21
自由流通比率 (%)	36.1%
總股本 (百萬股)	1,189.5

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	14.5%	7.6%
3個月	-34.9%	-37.3%
6個月	-9.6%	-17.5%

股價1年圖



陳儀雯 E Wuen Tan

Ewuen.tan@crosby.com

+852 3476 2720

葉偉焯 Raymond Ip

Raymond.ip@crosby.com

+852 3476 2928

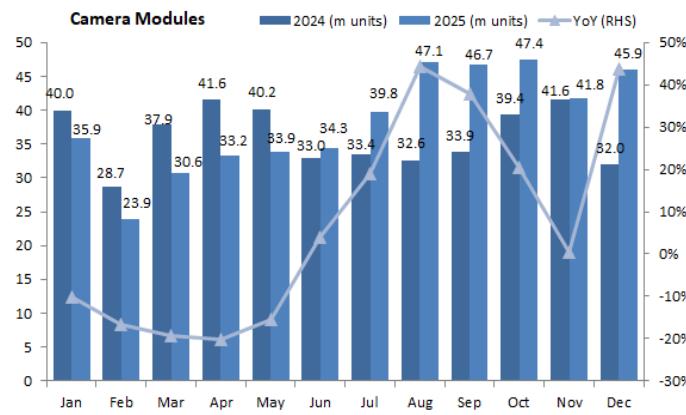


圖 1 利潤表

Year ended Dec (Rmbm)	FY23	FY24	1H24	1H25	YoY change (%)
Revenue	12,530.8	16,151.3	7,675.1	8,831.5	15.1
COGS	(12,021.9)	(15,166.4)	(7,275.0)	(8,177.5)	
Gross profit	508.9	984.9	400.1	654.1	63.5
Other income	384.1	373.2	200.8	89.3	
Selling and distribution expenses	(19.8)	(20.1)	(11.0)	(12.8)	
Administrative and other opex	(149.3)	(183.7)	(82.5)	(81.8)	
R&D costs	(435.6)	(504.8)	(266.1)	(279.1)	
(Impairment loss)/reversal of impairment loss	0.7	(0.6)	(0.6)	0.5	
Operating profit	289.0	648.9	220.7	370.1	67.7
Finance costs	(171.3)	(152.1)	(80.9)	(55.6)	
Share of loss of an associate	(49.6)	(36.5)	(14.1)	48.0	
Before tax profit	68.1	460.2	125.7	362.5	188.4
Tax	15.4	(181.2)	(10.5)	(54.2)	
MI	(1.6)	0.0	0.0	0.0	
Net profit	81.9	279.1	115.2	308.4	167.6

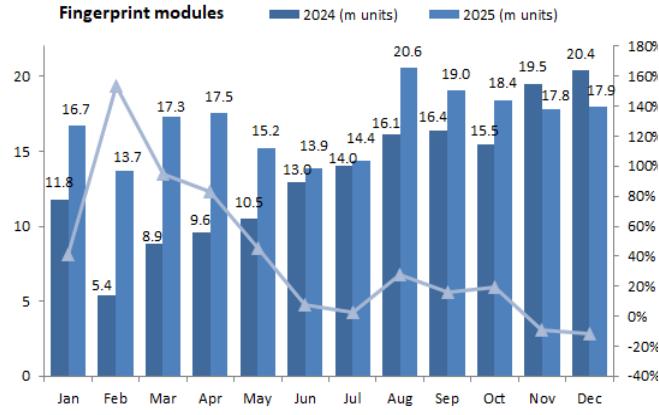
來源: 公司資料

圖 2 CCM 出貨與成長報告



來源: 公司資料

圖 3 FRM 出貨與成長報告



來源: 公司資料



主要財務數據

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Profit & Loss (RMBm)					
CCM	11,562	14,819	19,331	21,737	24,048
YoY%	(8.0)	28.2	30.4	12.5	10.6
FPM	781	1,178	1,374	1,484	1,644
YoY%	(26.5)	50.8	16.6	8.0	10.8
Others	188	153	184	212	244
YoY%	40.1	(18.3)	20.0	15.0	15.0
Turnover	12,531	16,151	20,889	23,433	25,935
YoY%	(8.9)	28.9	29.3	12.2	10.7
COGS	(12,022)	(15,166)	(19,107)	(21,405)	(23,633)
Gross profit	509	985	1,781	2,028	2,303
Margin	4.1%	6.1%	8.5%	8.7%	8.9%
Selling & distribution	(20)	(20)	(18)	(16)	(18)
Admin	(149)	(184)	(166)	(164)	(156)
R&D	(436)	(505)	(627)	(703)	(804)
Other opex	230	373	313	281	280
Total opex	(374)	(336)	(498)	(602)	(698)
YoY%	(2.2)	(10.3)	48.2	20.9	15.8
Operating profit	134	649	1,284	1,426	1,605
Margin	1.1%	4.0%	6.1%	6.1%	6.2%
Other income / (exp)	155	0	680	0	0
Finance costs	(171)	(152)	(163)	(155)	(147)
Associates' income	(50)	(37)	(37)	(37)	(37)
Pre-tax profit	68	460	1,764	1,234	1,421
Tax	15	(181)	(353)	(247)	(284)
Profit after tax	84	279	1,411	987	1,137
Margin	0.7%	1.7%	6.8%	4.2%	4.4%
Minority Interest	(2)	0	0	0	0
Net profit	82	279	1,411	987	1,137
YoY%	(52.1)	240.7	405.6	(30.1)	15.2
Margin	0.7%	1.7%	6.8%	4.2%	4.4%
Non-core items adj.	0	0	0	0	0
Core profit	82	279	1,411	987	1,137
YoY%	(52.1)	240.7	405.6	(30.1)	15.2
Margin	0.7%	1.7%	6.8%	4.2%	4.4%
EBITDA	724	1,282	1,966	2,157	2,386
YoY%	2.2	77.1	53.3	9.7	10.6
Margin	5.8%	7.9%	9.4%	9.2%	9.2%
Fully diluted EPS (RMB)	0.069	0.236	1.191	0.833	0.960
YoY%	(52.2)	240.7	405.6	(30.1)	15.2
DPS (RMB)	0.000	0.047	0.238	0.167	0.192
YoY%	N/A	N/A	405.6	(30.1)	15.2

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Cash Flow (RMBm)					
Operating profit	134	649	1,284	1,426	1,605
Dep. & Amort.	590	634	683	732	780
Chg in working cap	(82)	341	(1,097)	(335)	(362)
Others	(1,020)	(170)	161	(93)	(171)
Cash from operations	(378)	1,454	1,030	1,730	1,852
Tax paid	(1)	(104)	(381)	(262)	(299)
Net cash from operations	(379)	1,350	649	1,467	1,552
YoY%	N/A	N/A	(51.9)	126.1	5.8
Capex	(293)	(437)	(890)	(497)	(497)
Investments	776	(544)	(432)	(232)	(228)
Disposal of assets	(16)	(18)	(19)	(20)	(22)
Interest received	155	133	680	0	0
Others	(255)	(337)	(333)	(179)	(177)
Net cash from investments	367	(1,202)	(993)	(929)	(923)
Issue/ buyback of shares	0	0	0	0	0
Interest paid	(171)	(152)	(163)	(155)	(147)
Dividends paid	0	0	(56)	(282)	(197)
Net change in debt	1,743	(1,953)	1,553	(200)	(200)
Others	(21)	511	253	309	385
Net cash from financing	1,551	(1,593)	1,586	(329)	(160)
Net change in cash	1,539	(1,446)	1,242	210	469
Adjustments	6	0	0	0	0
Opening cash	1,349	2,893	1,447	2,689	2,899
Closing cash	2,893	1,447	2,689	2,899	3,368
FCF	(672)	913	(241)	971	1,056
YoY%	N/A	N/A	N/A	N/A	8.8

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Balance Sheet (RMBm)					
Fixed assets	2,845	2,651	2,860	2,627	2,345
Associates & JCE	0	0	0	0	0
Goodwill & intangibles	279	19	19	19	19
Deferred tax assets	180	105	136	153	169
Others	532	1,127	1,457	1,635	1,809
Non-current assets	3,836	3,902	4,472	4,434	4,343
Inventories	1,778	1,976	2,879	3,225	3,561
Trade & bills receivables	4,201	4,988	6,581	7,062	7,816
Prepayments, deposits & others	0	0	0	0	0
Investments	929	1,473	1,905	2,137	2,366
Cash	2,893	1,447	2,689	2,899	3,368
Others	1,305	662	693	710	726
Current assets	11,107	10,546	14,748	16,033	17,837
Total assets	14,943	14,448	19,221	20,467	22,180
Trade & bills payables	5,437	6,563	8,376	9,090	10,036
Accruals & other payables	0	0	0	0	0
Tax payable	0	0	0	0	0
Bank loans	4,160	2,352	3,760	3,560	3,360
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Others	70	170	220	247	273
Non-current liabilities	9,666	9,085	12,356	12,896	13,669
Bank loans	227	82	227	227	227
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities	5	7	9	10	11
Others	213	182	182	182	182
Current liabilities	445	271	418	420	421
Total liabilities	10,111	9,357	12,774	13,316	14,089
Total net assets	4,832	5,091	6,446	7,151	8,091
Share capital	9	9	9	9	9
Reserves	4,822	5,082	6,437	7,142	8,081
Shareholder's equity	4,832	5,091	6,446	7,151	8,091
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Equity	4,832	5,091	6,446	7,151	8,091
Total debts	4,387	2,434	3,987	3,787	3,587
Net cash/(debts)	(1,494)	(987)	(1,297)	(888)	(219)
BVPS (RMB)	4.079	4.298	5.442	6.037	6.830
Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Key ratios					
Margins (%)					
Gross margin	4.1	6.1	8.5	8.7	8.9
EBITDA margin	5.8	7.9	9.4	9.2	9.2
EBIT margin	1.1	4.0	6.1	6.1	6.2
Net margin	0.7	1.7	6.8	4.2	4.4
Net margin (Core profit)	0.7	1.7	6.8	4.2	4.4
Effective tax rate (%)	N/A	36.5	19.6	19.4	19.5
Selling exp as % of rev	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Admin exp as % of rev	1.2	1.1	0.8	0.7	0.6
R&D exp as % of rev	3.5	3.1	3.0	3.0	3.1
Other opex as % of rev	(1.8)	(2.3)	(1.5)	(1.2)	(1.1)
Total opex as % of rev	3.0	2.1	2.4	2.6	2.7
Interest coverage (x)	0.8	4.3	7.9	9.2	10.9
Dividend payout (%)	0.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Balance sheet ratios					
Inventory days	45	45	46	52	52
Acct. rec. days	111	104	101	106	105
Acct. payable days	152	144	143	149	148
Cash cycle	4	5	5	9	9
Net debt/equity (%)	30.9	19.4	20.1	12.4	2.7
Net debt/total cap (%)	23.6	16.2	16.8	11.0	2.6
Current ratio (x)	1.15	1.16	1.19	1.24	1.30
Returns (%)					
Asset turnover (x)	0.92	1.10	1.24	1.18	1.22
Financial leverage (x)	2.84	2.96	2.92	2.80	2.80
EBIT margin (%)	1.9	3.8	9.2	5.9	6.0
Interest burden (x)	0.28	0.75	0.92	0.89	0.91
Tax burden (x)	1.20	0.61	0.80	0.80	0.80
ROE (%)	1.7	5.6	24.5	14.5	14.9
ROIC (%)	4.1	7.0	22.8	14.5	15.7

來源: 公司資料, Crosby



信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY) : 預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL) : 預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10% 至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL) : 預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB) : 該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH) : 預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議: 策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR) : 沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR) : 股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。

**一般披露與免責聲明**

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成任何損失或後果承擔任何責任。.

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去的表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同的觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。