

天彩控股 (3882 HK)

拨开云雾见天彩

天彩自 2016 年失去 GoPro 这一客户后，其总收入和净利润大幅下跌。然而在这一艰难过渡期，其家庭影像产品及新兴 360 度全景相机业务出现曙光，有望扭转局势。天彩已经开始向第三方品牌 Insta360 及其自主品牌 iON360 供货，大力投资发展 360 度全景相机。该投资预计将在 2018 年取得明显成效。基于公司将在 2018 年转亏为盈的预期，我们以 DCF 模型得到目标股价为 1.60 港元，较目前股价有 39% 的上升空间。目标股价隐含 2018 年市帐率为 1.6 倍，市盈率为 30 倍。首予买入评级。

- 家庭影像产品及 360 度全景相机预计将在 2018 年逆转公司时局。** 2017 年公司收入预计将下降 39%，公司亏损预计将达到 1.91 亿港元。受家庭影像产品新增客户及新兴 360 度全景相机的强劲需求所影响，我们预计 2018 年天彩将扭转时局，公司收入将同比增长 115%，净利润将达到 4,500 万港元。
- 家庭影像产品新客户持续增加。** 天彩自 2016 年失去 GoPro 这一大客户后，其运动相机订单量大幅度下跌，而天彩家庭影像产品则成为新的最大收入来源。2017 年下半年公司成功吸纳了包括 Hive Home 及 Guardzilla 在内的新客户。天彩计划将继续增加新客户，我们预计其 2018 年家庭影像产品收入将增至 8.19 亿港元（同比增长 223%，其收入占总收入比重为 47%）。
- 天彩为新兴 360 度全景相机浪潮的主要收益者。** 作为相机的新兴利基产品，中国 360 度全景相机市场规模 2017-2020 年的年复合增长率预计将达到 116%，增势强劲。天彩作为领先品牌 Insta360 及自主品牌 iON360 的 ODM 供应商，将成为主要受益者。我们预计这一业务 2017 年及 2018 年收入将分别达到 1.31 亿港元及 5.41 亿港元（占总收入比重分别为 16% 及 31%）。
- 新业务存在不确定性。** 天彩新业务如 360 度全景相机仍处于初始阶段，存在很多不确定性。鉴于此，我们就基于 DCF 模型的估值额外给予 10% 的折让率，以将这些不确定风险考虑在内。
- 首予买入评级。** 我们预计天彩 2018 年将转亏为盈，其家庭影像产品及 360 度全景相机则为主要增长引擎。我们在模型里保守预测 2017 年及 2018 年 360 度全景相机出货量将分别达到 15 万台和 50 万台，2018 年 360 度全景相机收入同比增长 314%。若出现更高的出货量或吸纳新 360 度全景相机客户，其收入将会高于我们的预测；倘若进展慢于预期，其收入则可能不达预期。我们基于 DCF 模型估值的目标股价为 1.60 港元，较目前股价有 39% 的上升空间。目标股价所隐含的 2018 年市帐率为 1.6 倍，2018 年市盈率为 30 倍。首予买入评级。

投资总结

年结于 12 月	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营收 (百万人民币)	2,736	1,340	813	1,749	2,023
变化 (%)	31	(51)	(39)	115	16
净利润 (百万人民币)	214	54	(191)	45	80
变化 (%)	6	(75)	-	-	78
每股盈利 (人民币)	0.31	0.07	(0.22)	0.05	0.09
变化 (%)	6	(78)	-	-	78
市盈率 (倍)	8.3	26.4	-	21.8	12.4
市净率 (倍)	2.0	1.4	1.2	1.1	1.1
价格/经营活动现金流 (倍)	17.8	6.9	16.4	(28.4)	13.0
企业价值/息税折摊前利润	6.0	12.6	-	12.1	8.3
每股股息 (人民币)	0.07	0.03	-	0.02	0.03
股息回报率 (%)	5.3	1.8	-	1.4	2.4

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

买入

目前股价

HK\$1.15

目标股价

HK\$1.60

中国 / 科技 / 电子组件

2018 年 1 月 22 日

盛一然 (SFC CE: AWT319)

(852) 3519 1056

elsie.sheng@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数 (百万股)	857
市值 (百万港元)	977
企业价值 (百万港元)	705
12 个月内日成交额 (百万港元)	3.0
12 个月波动率 (%)	64.6
FY16-18 预测市盈增长率 (倍)	n.a.
FY16-18 预测平均净资产收益率 (%)	5.3
FY17 预测市净率 (倍)	1.2
FY17 预测净负债-股东权益比 (%)	净现金

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	(31)	(19)	(37)
相对恒指	(42)	(26)	(77)

主要股东持股 (%)

邓荣芳家族信托	49
---------	----

审计师

安永会计师事务所

股价走势图



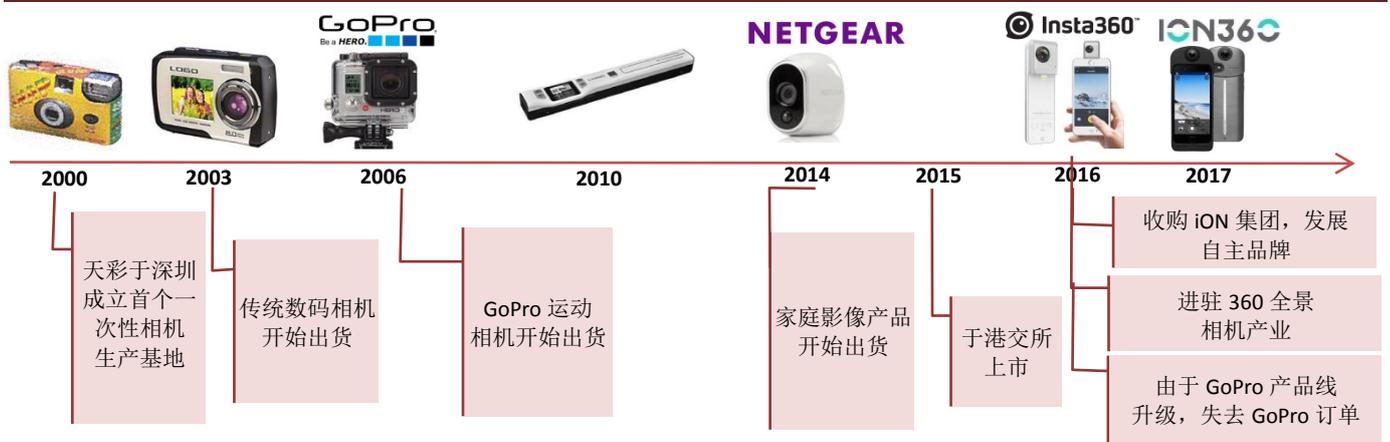


原创设计制造及自主品牌的全球相机生产商

相机生产行业的利基玩家，服务全球品牌

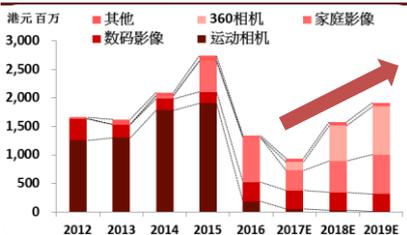
天彩控股有限公司成立于 2000 年，其最初为一次性相机生产商。其后成功转型，于 2006 年成为 GoPro 运动相机的主要供应商，并于 2014 年进驻家庭影像市场，为美国 Netgear 等公司提供 IP 监控相机。2016 年 GoPro 产品线升级，天彩所供应的运动相机产品系列退出市场，致使其 2016 年收入明显下跌。经历艰难转型期后，公司开始致力于发展自主品牌，为此其收购了美国相机品牌兼天彩前客户 iON 集团。2017 年天彩自主品牌的 360 全景相机开始出货，且也以 ODM 形式为其他品牌生产 360 全景相机。往后，这一全新的 360 全景相机及其已有的家庭影像产品将成为天彩的主要增长引擎。

图 1：天彩发展历史及其主要发展里程碑



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 2：天彩的收入分布

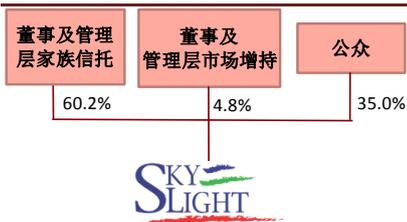


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

家庭影像产品收入贡献最大，360 度全景相机为新兴收入增长引擎

自天彩于 2014 年开始生产家庭影像产品起，其家庭影像产品收入从 2014 年的 5,000 万港元迅速上升至 2016 年的 7.922 亿港元。在失去 GoPro 订单后，天彩家庭影像产品取代运动相机成为公司最大收入贡献来源。2016 年其家庭影像产品收入占总收入比重达到 59.1%，这主要归功于美国 Netgear 公司的强劲需求。Netgear 为美国的知名网路硬件供应商。此外，天彩还积极拓展欧洲及美国新客户，且已于 2017 年初见成效。新增客户将成为促进天彩家庭影像产品业务进一步发展的主力军。

图 3：天彩股权比例结构



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

除了家庭影像产品，360 全景相机也将成为其重要收入增长引擎。天彩于 2016 年同 Insta360（位于深圳的领先 360 全景相机品牌）展开合作，并于 2017 年推出自主品牌 360 全景相机 iON 360。市场对 360 全景相机的需求量迅速增加，预计到 2018 年天彩 360 全景相机业务增幅将列所有业务之首。我们预计 360 全景相机收入将从 2017 年的 1.31 亿港元激升至 2018 年的 5.41 亿港元，即 2018 年其收入所占总收入比重预计将达到 31%。

天彩的股权比例结构十分简单明了。其最大的股东为公司主席邓先生的家族信托，持有公司 48.9% 的股权。其第二大股东为公司执行董事吴勇谋先生的家族信托，持有公司 6.7% 的股权。自失去 GoPro 订单后，公司董事及管理层持续从二级市场购买公司股份，所购股份占公司在外股份总额的 4.8%。余下 35.0% 的股份为公众人士所持有。



天彩曾受 GoPro 削减订单所影响

图 5: GoPro HERO 3 及其配件



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

GoPro 曾经为天彩的最大客户

天彩自 2006 年起同 GoPro 开始业务往来, 一直持续到 2015 年。GoPro 一度曾为天彩最大的客户, 其收入占总收入比重达到 70-90%。在此期间, 天彩主要负责 GoPro 的 Hero 1、Hero 3 及如防水套之类配件的 ODM 制造。GoPro 彼时有两个供应商, 除天彩之外, 另一个是群光电子股份有限公司。通过与 GoPro 之间的业务往来, 天彩在制作运动相机上积累了宝贵的生产经验, 而生产运动相机的经验也同样适于生产其他类型相机。

2016 年初 GoPro 削减订单, 将生产转移美国

自 2016 年起 GoPro 推出新一代的产品系列, 如 Hero 5 及 Hero 6 等型号, 而原天彩所生产的型号 (Hero 1 及 Hero 3) 逐渐退出市场。随着 GoPro 有意将生产线转移回美国 (由 Jabil 生产), 其从 2016 年起便停止向天彩订购运动相机 (相关配件除外)。这使得天彩运动相机收入从 2015 年的 19.07 亿港元按年下跌 90% 至 2016 年的 1.87 亿港元。

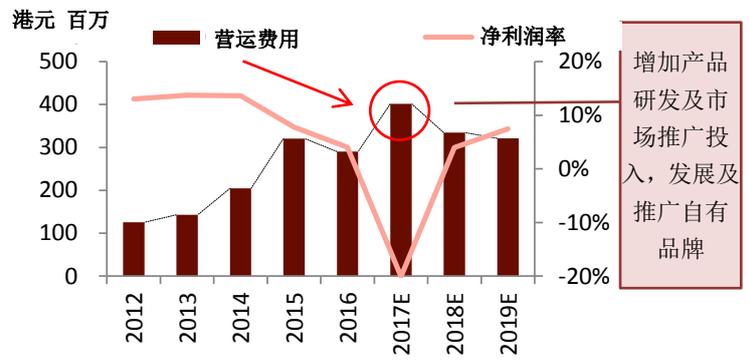
随着 GoPro 逐渐淡出天彩客户名单, 2016 年对天彩而言可谓困难重重。天彩不仅因为失去 GoPro 这个客户而收入锐减, 其也面临着利润率严重下跌的问题。这主要是由于在收入大幅度减少的同时, 天彩仍需支付营运支出用于维系其行政人员, 租厂房安置机器, 并将继续投资产品研发及市场推广。这些营运支出一时间无法立即削减, 而唯一可削减的支出仅为工厂劳动力成本。这使得天彩 2016 年净利率大幅度下跌, 并预计公司将在 2017 年出现亏损。

图 6: GoPro 收入贡献及其占总收入比重



资料来源: Strategy Analytics、东方证券(香港)

图 7: GoPro 削减订单后净利率率下跌



资料来源: Research and Markets、东方证券(香港)

过渡策略: 扩大客户基础, 发展自主品牌

自天彩失去其最大客户 GoPro 以后, 其即致力于寻找新的收入增长引擎。为此, 天彩采取两种对策来达成这一目标:

- **扩大其家庭影像产品的客户基础:** 家庭影像产品渐取代运动相机, 成为天彩收入贡献最大的业务。对此, 天彩将进一步致力于扩大其客户基础。
- **收购 iON 集团发展自主品牌下的 VR 360 度全景相机:** 2016 年 11 月收购天彩的原客户美国 iON 集团, 并发展其为天彩的自主品牌。

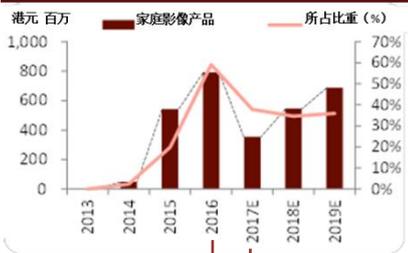
我们将在接下来几页里进一步阐释这两条策略。



公司如今正处于过渡时期，预计将在 2018 年有所收获

天彩目标通过下述两条策略以恢复公司增长，故今年大幅增加在产品研发及市场推广上的投入以助公司度过艰难的过渡时期。基于 GoPro 削减订单后公司所面临的困境，这两种策略无论哪一种取得成果对天彩而言都将是一次颇有意义的转身，而公司则有信心在 2018 年取得可喜成绩。

图 8：家庭影像产品收入



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

美国网件的 Arlo 相机被市场淘汰。

自失去 GoPro 这一客户后，家庭影像产品成为天彩最大的收入来源。

策略 1：扩大家庭影像产品的客户基础

自失去 GoPro 这一主要客户后，家庭影像产品一跃成为天彩收入贡献最大的业务板块，美国 Netgear 则取代 GoPro 成为天彩最大的客户。家庭影像产品主要包括用于家用监控、婴儿监护等的 IP 相机。天彩自 2014 年起便同美国 Netgear 开展业务合作，成功为其设计并开发了无线 Arlo 相机。这款由天彩设计开发的 Arlo 相机其后热销市场，故此天彩家庭影像产品收入主要来自 Netgear。2016 年，天彩家庭影像产品收入达到 7.92 亿港元，其中有 75% 来自于 Netgear，而来自其他客户的收入占总收入比重则仅达到 25%。2017 年，来自 Netgear 的收入占家庭影像产品总收入比重预计将下跌至 50%，这主要是由于天彩生产的第一代 Arlo 相机逐渐退出市场，而新一代产品的销量仍处于起步阶段。天彩如今还为 Netgear 提供婴儿监护相机，但其销量不及 Arlo 相机。鉴于这一情况，天彩将进一步扩大其客户基础，将范围扩展至其他美国、欧洲的品牌。事实上，天彩于 2017 年已经开始与其他品牌接洽，并已收到包括 Hive Home、Guardzilla 和 Switchmate 在内的部分新客户的订单。

策略 2：收购 iON 集团开发自主品牌，主要即 360 度全景相机

2016 年 11 月，天彩以 1,320 万美元收购 iON 集团 100% 的股权。总部设于美国的 iON 其产品涵盖运动相机和 IP 相机。iON 自 2014 年起便为天彩的客户，其通过天彩生产的产品有 Air Pro 的运动相机及 SnapCam 的可穿戴相机。收购 iON 后，天彩于 2017 年开始销售 iON 360。iON 360 是一款消费级别的 360 度全景 VR 相机，可连接在智能手机上使用，其主要通过美国电信运营商进行推广。360 度全景相机在未来两年里将成为天彩的发展重点。

图 9：iON 集团产品



资料来源：Strategy Analytics、东方证券（香港）

图 10：市场宣传费用激增以推广自主品牌



资料来源：Research and Markets、东方证券（香港）

自天彩收购 iON 集团后，其便积极推广自主 iON 品牌，为此其市场推广支出占总收入比重从 2016 年的 2.7% 激升至 2017 年上半年的 30%。市场推广费用的提升是天彩为发展自主品牌所付出的必要代价。不过 2018 年起天彩将降低其自主品牌的市场推广力度。

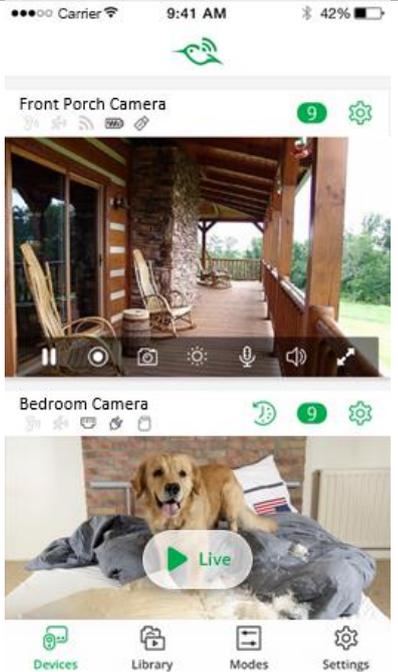


家庭影像产品收入贡献最大，家庭安防相机市场不断扩展

IP 相机通常用于家用监控及婴儿监护等

天彩生产的家庭影像产品主要包括用于家庭安防的 IP 相机，即可通过网络在网路浏览器或手机应用程序上发出并接受数据的安防相机。通过此类相机，即使出门在外，人们也可以随时监控其家中、宝宝、宠物或老人等的情况，而且还能够通过智能手机及平板电脑观看即时录像，随时掌握家中动态。

图 11: Netgear Arlo 相机能够使用户通过智能手机上的 Arlo 应用程序监控掌握其家中情况



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 12: 家用 IP 相机的多种用途

产品	产品图示	特殊功能
家用监控		可置于室内或室外，有防水功能，用于防偷盗及入室，确保家庭安全。
婴儿监护		当相机监测到婴儿动态便会启动远程提醒，可远程开启灯光或播放音乐。
照顾老人		若有意外，家人可远程查看情况。

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

家庭安防市场有待开发 — 其 2017-2023 年全球年复合增长率达到 11%

根据 Market Research Future 研究显示，受惠于人们不断提升的家庭安防意识，2017 年至 2023 年全球家庭安防相机市场的年复合增长率预计将达到 11%，其市场规模到 2023 年预计将达到 80 亿美元。家庭安防相机可分为球形相机、IP 相机、热成像相机等。其中，IP 相机（即天彩生产的产品类别）由于其所具有的易安置性而最受欢迎。

天彩为 Netgear 成功设计了第一代 Arlo 相机，同时它也为 Netgear 生产婴儿监护相机 Arlo Baby。天彩设计的 Arlo 相机较其他产品更具诱人优势，如无线连接功能。天彩的原有客户还包括 Canary，其 2017 年新增新客户则包括 Hive Home、Guardzilla 等。

图 13: 家用 IP 相机市场的主要生产商

产品	Netgear	耐思得	Canary	Logitech	小米
总部	美国	美国	美国	瑞典	中国
旗舰 IP 相机	Arlo	耐思得户外相机	Canary	Circle 2	小蚁
平均售价	US\$179.99	US\$199	US\$149	US\$179.99	Rmb\$299
解析度	720p	1080p	1080p	1080p	1080p
无线连接	有	无	有	有	无
视野范围	110°	130°	147°	180°	110°
夜视	有	有	有	有	有
防水	有	有	有	无	无
云存储	有	有	有	有	有
动作提示	有	有	有	有	有

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

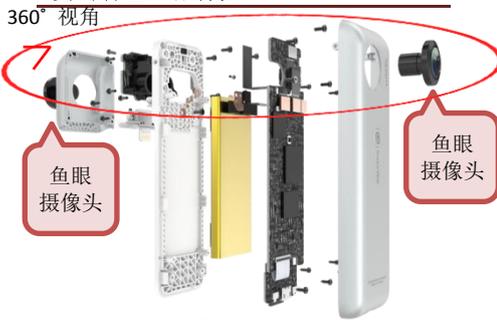
天彩产品的主要优势在于其有无线连接功能及防水功能。

360 度全景相机——新兴商机冉冉升起

360 度全景相机能够捕捉 360 度球形全景画面或视频，人们可在智能手机、电脑或 VR 设备上观看影像内容。自 2016 年起，随着愈来愈多的 VR 影像日渐流行并为商业及消费者所接受，其普及度提升。随着 2016 年便携式 360 度全景相机以亲民价在市场上出现（如三星 2016 年 2 月推出的三星 Gear 360），360 度全景相机也从昂贵的专业摄影设备这一神坛上走下。360 全景相机这一利基市场于 2017 年进一步扩展，包括柯达、Ricoh 及 LG 等在内的大部分主要相机品牌纷纷推出其名下的 360 度全景相机。此外，也出现了许多新兴的 360 度全景相机品牌，如天彩客户 Insta360。

合成两个鱼眼摄像头以获得 360 度球形全景视角——“画面缝合”成技术瓶颈
360 度全景相机不仅能够捕捉 360 度水平视角，也能够垂直上下变换，所捕捉到的球形画面可通过 VR 设备观看。360 度全景相机其工作原理通常是在相机镜头前后安置两个鱼眼摄像头，其后将两只鱼眼摄像头所捕捉到的 180 度画面相结合得到完整的 360 度全景画面。在这一过程中，画面缝合（即将两个画面无明显误差无缝接合）是关键技术瓶颈。天彩的研发部门已掌握行业内拔尖的画面缝合技术，效果不俗。

图 14: 360 度全景相机结构图——两侧均有鱼眼摄像头



资料来源: Insta360、东方证券（香港）

图 15: 360 度全景相机所捕捉到的样板画面可通过手触滑动获得水平或垂直 360 度全景视角



资料来源: Insta360、东方证券（香港）

图 16: 无缝结合技术直接影响画面质素，至关重要



资料来源: Insta360、unwire.hk、东方证券（香港）

图 17: 360 度全景相机的即时直播功能



资料来源: Insta360、东方证券（香港）

360 度相机得到广泛应用，热度节节攀升

360 度全景相机用途广泛，可用于 1) 旅途或运动探险拍摄记录；2) 生活日常记录；3) 婚礼等大型活动录制；4) 为房地产经纪人所用拍摄房源；甚至可用于 5) 直播（即时串流）。同传统相机相比，VR 相机能够为用户带来许多新鲜体验，因此自 2016 年起其受欢迎程度越来越高。

许多大型社交网路平台已经注意到 360 度全景相机的兴起之势，其中 Facebook、Twitter 及 Youtube 已开始支持 360 度相机拍摄内容分享，而微博也同如三星 Gear 360 及 Insta360 在内的 360 度全景相机品牌展开合作，将即时 VR 直播引入微博平台。通过 Facebook、微博及 Youtube 这类社交平台，用户可分享自己录制的 VR 画面或视频，这使得 360 度全景相机热门度将进一步提升。

把握住 360 度全景相机兴起契机，天彩将从中获利

随着传统相机功能升级进入瓶颈期出现停滞，人们已无法从简单提高像素或解析度来满足其对画面的更高需求。在这一背景下，360 度全景相机这一新型相机则为用户带来全新体验，十分吸引人。天彩则通过一方面为 Insta360 提供 ODM 制造及另一方面发展自主品牌 iON360，把握住了这一相机市场发展趋势，从中获利。

百度及谷歌搜索统计显示自 2015 年起人们便对 360 全景相机产生了兴趣。以 Insta360 为例，关键词“Insta360”的百度搜索指数由 2016 年初的不足 200 到 2017 年 9 月最高的 647，数据足足翻了三倍。而谷歌趋势指数则显示“Insta360”关键词热度由 2016 年初几乎为零升至 2017 年尾的近 50。

图 18：在未来三年 360 度全景相机市值将激升



资料来源：智能研究部门、东方证券（香港）

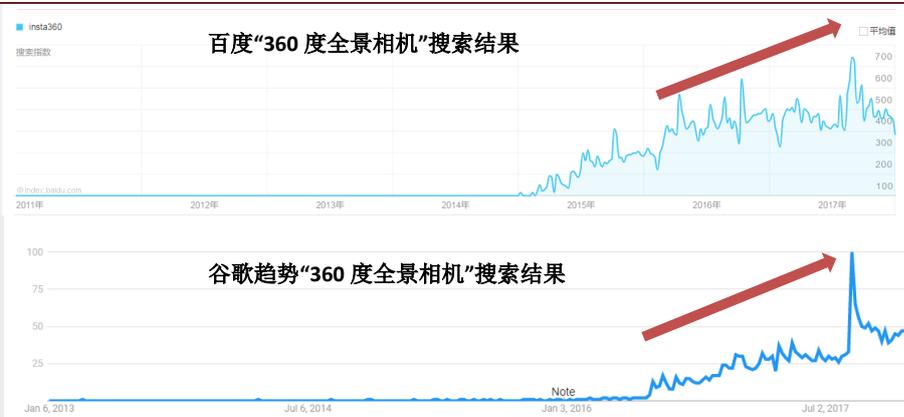
根据智能研究部门预测，中国 360 度全景相机市值将同比增长 100% 并于 2018 年达到人民币 8 亿元，2020 年将达到人民币 35 亿元。

图 20：iON360 赞助 2017 年公告牌音乐奖



资料来源：Insta360、东方证券（香港）

图 19：360 度全景相机的百度搜索指数及谷歌趋势指数



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

在 360 度全景相机这一利基市场中，我们选择了几款产品进行比较。其中，由天彩自主原创设计的 Insta360 系列及天彩自主品牌 iON360 因其能够直接接在智能手机上而从同类产品中脱颖而出。天彩主要通过电讯运营商如美国的 Sprint 这一渠道销售 iON360。

图 21：360 度全景相机产品比较

产品	GoPro Fusion	Ricoh Theta V	三星 Gear 360 (2017)	柯达 PixPro SP360 4K	LG 360 Cam	Insta360 One	Insta360 Nano	iON360 U
发布日期	2017 年 11 月	2017 年 9 月	2017 年 3 月	2016 年	2016 年	2017 年 8 月	2016 年	2017 年
价格	US\$699.99	US\$379.99	US\$229.99	US\$449	US\$199.99	US\$299	US\$199	US\$299.99
重量		121 克	130 克	128 克	77 克	83 克	70 克	122 克
影片最大解析度	5228*2624 30fps	3840*1920 30fps	4096*2048 24fps	2880*2880 30fps	2560*1280 30fps	3840*1920 30fps	3040*1520 30fps	3840*1920 30fps
图片最大解析度	18MP	14MP	15MP	8MP	16MP	24MP	8MP	8MP
即时串流	-	有	有	无	无	有	有	有
续航时间	70 分钟	80 分钟	130 分钟	55 分钟	120 分钟	70 分钟	70 分钟	-
防水	防水	可选择 (配防水套)	IPX3	IPX5	可选择 (配防水套)	可选择 (配防水套)	可选择 (配防水套)	-

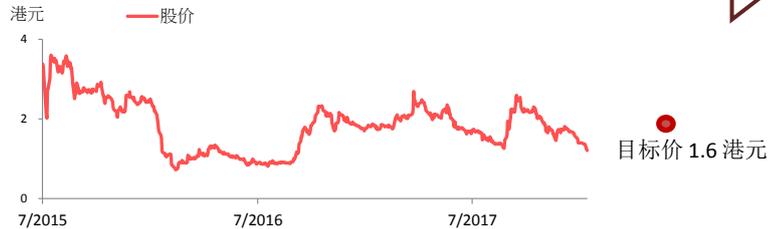
资料来源：公司资料、东方证券（香港）



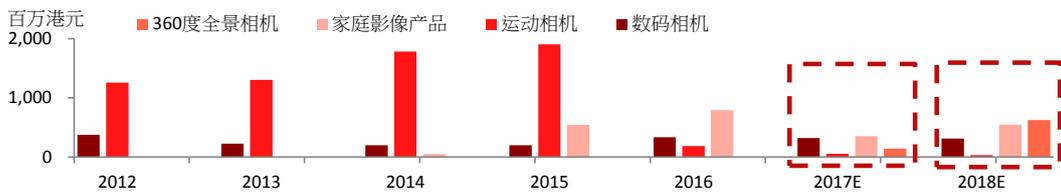
历经坎坷，2018 年将峰回路转



天彩在失去最大客户 GoPro 之后经历了一段艰难时期，但由于 1) 家庭影像产品客户及 2) 360 度全景相机的需求不断增加，预期天彩将在 2018 年迎来曙光。



产品组合



预计 2018 年 360 度全景相机将作出更大营收贡献

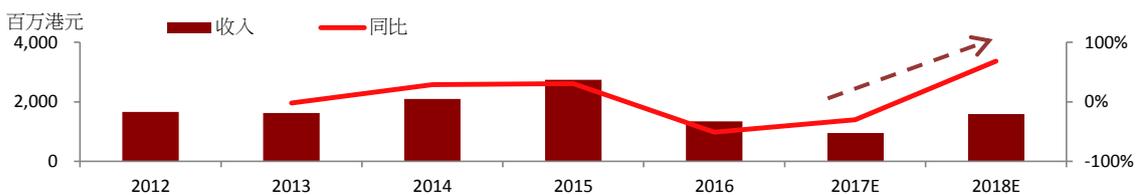
客户基础



主要增长动力

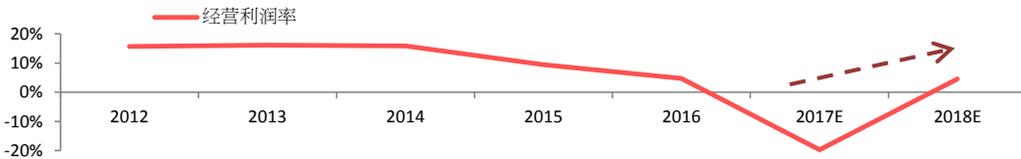


收入



2018 年恢复增长，依靠 360 度全景相机及家庭影像产品

经营利润率



公司有意降低 2018 营销开支，预计 2018 年利润率将上升

净利润



受收入及利润率上升所驱动，预计 2018 年将强势回归



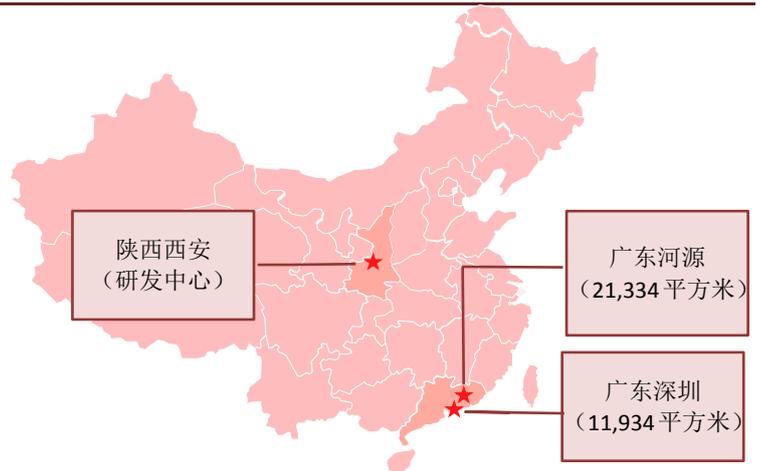
生产设施就绪，足够支持业务扩张

生产设施主要位于广东省

天彩拥有两个生产基地：一个位于广东深圳，总建筑面积约 11,934 平方米，主要用于印刷电路板及最终产品装配。另一个位于广东河源，总建筑面积约 21,334 平方米，主要用于注塑及喷涂。

天彩现有两处生产基地已足够支持未来三年的业务发展。天彩由 2017 年底开始不断招募新雇员，以应付大量订单。

图 22：天彩的生产设施



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

天彩在香港首次公开发售后新添若干制造设备，该等设备通常可用于制造不同类型的相机。尽管其将重心由运动相机转为 IP 相机及 360 度全景相机，但并无必要购买新设备。现有制造设备已足够支持天彩未来三年的业务增长，因此并无迫切需要扩充产能。目前仅面临人力短缺。

2017 年底开始积极招募新人以满足大量订单需要

GoPro 事件之后，天彩于 2016 年解雇大部分生产线员工，以降低运营开支。目前家庭影像产品及 360 度全景相机订单正纷至沓来，天彩已开始招募新工人以满足该等订单需要。我们于 2017 年底造访天彩工厂，发现厂外张贴着醒目的招聘广告，显示旺季即将到来。

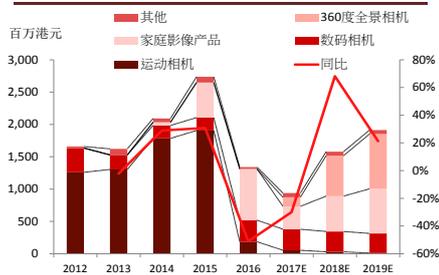
注重研发，持续投入

通过对两个研发中心（分别位于陕西西安及广东深圳）持续不断的研发投入，天彩目前拥有共计 145 项专利。公司在防水、无线连接、产品创新等方面积累了丰富的专业知识，并成功将该等技术应用于家庭影像产品及 360 度全景相机。以 360 度全景相机为例，天彩开发出将相机与智能手机外壳整合应用于 iON360 U 的创新设计，并将 Insta360 Nano 设计为可直接安装在智能手机上的配件。该等设计使其产品有别于竞争对手的产品，且更易于使用。



家庭影像产品及 360 度全景相机助力 2018 年收入反弹

图 23: 天彩收入预测



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

我们预计 2018 年家庭影像产品收入将同比增长 223%。

我们预计 2018 年 360 度全景相机收入将同比飙升 314%。

预计 2018 年收入回升

我们预测天彩将于 2018 年实现扭亏为盈, 尽管 2017 年收入预计将同比下降 39%至 8.13 亿港元, 2018 年收入将同比增长 115%至 17.49 亿港元。扭亏主要由于家庭影像产品及 360 度全景相机增长强劲。

新增客户将带动家庭影像产品收入增长

自 2014 年以来, Netgear 一直是天彩家庭影像产品分部的最大贡献者, 占分部收入的 75%。2017 年, 天彩成功获得其他安防摄像机或英国 Hive Home、美国 Guardzilla 及美国 Switchmate 等智能家居品牌的新订单, 并于 2017 年第四季开始发货。其中 Guardzilla 360 最近荣获 CES 2018 创新奖, 该产品是有史以来第一款将天彩 IP 相机技术与 360 度全景相机技术相结合的安防摄像机, 让用户能够实时 360 度观看自家图像。

天彩将积极寻求与美国及欧洲品牌的合作, 并有信心将 2017 年 Netgear 以外的其他 IP 相机品牌收入占天彩家庭影像产品收入的比例由 2016 年的 25% 提升至 50%。我们预测 2017 年家庭影像产品收入将同比下降 68%至 2.54 亿港元, 因为 1) 向 Netgear 提供的最畅销 IP 相机型号之一 Arlo IP 相机开始进入产品生命周期的末期; 及 2) 预计 2017 年有超过 1 亿港元订单延期至 2018 年。我们预测 2018 年家庭影像产品收入将重回增长轨道, 同比跳升 223%, 乃由于 1) 新增客户的需求及 2) 对提供予 Netgear 的新型号(如 2017 年推出的婴儿监视器)的需求增长。

360 度全景相机 - 2017 年开始贡献, 2018 年大幅增加

360 度全景相机是天彩一项较新的业务, 预计占 2017 年天彩总收入的 16%。需求主要来自 1) insta360 (一间专业从事 ODM 制造 360 度全景相机的深圳公司) 及 2) 自主品牌 iON360。我们假设 2018 年 360 度全景相机平均售价同比温和下滑 3%, 并预测 2017 年/2018 年 360 度全景相机收入将达 1.31 亿港元/5.41 亿港元, 相当于 2018 年同比增长 314%, 占 2018 年收入的 31%。

其他分部保持稳定

由于失去了最大客户 GoPro, 运动相机收入并无意外将在接下来三年内继续下降。其他收入则受到 iON 清库存的影响。

图 24: 按分部作出的天彩收入预测

分部	2017 年预测				2018 年预测			
	收入 (百万港元)	收入 同比	占总收入的 百分比	意见	收入 (百万港元)	收入 同比	占总收入的 百分比	意见
运动相机	41	-78%	5%	失去 GoPro 后继续下降	30	-27%	2%	失去 GoPro 后继续下降
数码影像产品	324	-3%	40%	相对稳定	314	-3%	18%	相对稳定
家庭影像产品	254	-68%	31%	Netgear 的 Arlo 进入生命周期末期导致收入下降	819	223%	47%	来自新增客户的需求增长
360 度全景相机	131	-	16%	360 度全景相机刚开始装运	541	314%	31%	此利基市场需求强劲引致收入飙升
其他	65	141%	8%	iON 清库存	45	-30%	3%	清库存结束

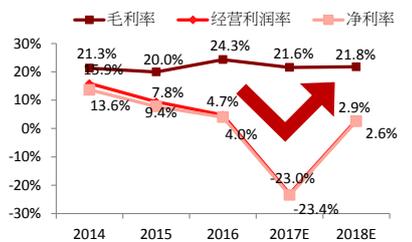
资料来源: 公司资料、东方证券(香港)



2017 年利润率因研发及营销开支而下降，料 2018 年有所改善

我们预测天彩 2017 年净亏损 1.91 亿港元，而 2018 年净利润 4,490 万港元，2018 年扭亏为盈，主要由于收入增长及利润率改善。

图 25：天彩的利润率预测



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

产品组合变化导致毛利率波动

预计 2017 年毛利率略有下降，而 2018 年由于利润率较高的 360 度全景相机业务（自由品牌毛利率>30%）的贡献不断增加，毛利率料将上升。

2017 年净利率因较高的研发及营销投入而下降，料 2018 年将回升

2017 年为筹备及开发新 360 度全景相机，天彩于 2017 年上半年投入 7,250 万港元用作研发，我们估计 2017 年研发总开支将达 1.30 亿港元，占 2017 年总收入的 16% (2016 年仅为 10%)。目前 360 度全景相机已上市，我们预计到 2018 年，其研发开支将恢复到正常水平，即占总收入 8% 左右。

营销开支亦于 2017 年上半年飙升至 9,380 万港元，占总收入的 30.6%，远远高于 2016 年的 2.7%，主要为收购 iON 后用于自主品牌 iON360 的推广开支。由于大部分营销活动都在 2017 年上半年进行，我们预计 2017 年下半年营销开支将下降至接近正常水平（占总收入的 4.8%），相当于 2017 年营销开支为 1.18 亿港元，占总收入的 14.5%。我们预计 2018 年营销开支将进一步回落至 8,750 万港元，占总收入的 5%。

预计行政及其他经营开支将维持在相对稳定水平。总体而言，公司净利率将在 2018 年呈掉头回升。

资产负债表上净现金状况良好

我们预计 2018 年经营现金流将有 3,470 万港元流出，主要由于收入增加导致存货及应收账款水平上升。投资活动现金流出主要与资本支出有关。2016 年收购 iON 使投资活动现金流出激增。诚如我们在上文所概述，我们预期天彩于未来三年内并无迫切需要扩充产能。因此我们预计 2017 年至 2019 年投资活动现金流将维持在较低水平。考虑到公司的净现金状况良好，故短期内不会产生借贷需要，预计融资活动现金流将维持在较低水平。

天彩 2016 年底拥有现金 4.8 亿港元。

图 19：天彩的现金流

百万港元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动的净现金	292.6	45.2	135.0	60.2	(34.7)	75.7
投资活动的净现金	(31.0)	(33.6)	(129.0)	(16.8)	(16.2)	(18.2)
融资活动的净现金	(198.5)	468.4	(134.6)	(88.0)	(10.6)	(23.9)
总计	63.0	480.0	(128.5)	(44.6)	(61.5)	33.6

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

存货周转天数略有下降，应收账款周转天数保持稳定

天彩存货周转天数由 2015 年的 48 天增加至 2016 年的 61 天，鉴于 2016 年产品组合有较大变化，我们认为存货周转天数变化属合理。由于产品组合趋于稳定，我们预期存货周转天数将于未来两年小幅下降至 55 天。我们亦预计应收及应付账款周转天数将相对稳定在 2016 年水平。



首予买入评级，目标价为 1.6 港元，2018 年将渐入佳境

通过假设加权平均资本成本率为 12% 及永续增长率为 1%，我们对天彩首予买入评级，目标价为 1.6 港元。加权平均资本成本率乃通过假设 beta 系数为 1.2 而得出。我们保守假设 2020 年后增速将逐渐放缓。

由于公司仍处于亏损阶段，因此将不适用市盈率估值法。于是，我们采用 DCF 模型推算出目标股价为 1.6 港元，相当于 30 倍/17 倍 2018 年/2019 年预测市盈率。我们模型的主要假设包括：

- 加权平均资本成本率为 12%，beta 系数为 1.2。
- 2020 年至 2026 年收入增长逐步放缓至永续增长率为 1%。
- 资本支出将相对稳定在 3,000 万港元左右，假设主要用于维护及升级。
- 实际税率将稳定在 13%。

图 20：天彩的 DCF 模型假设

加权平均资本成本率	12%
永续增长率	1%
剩余价值现值	606.7
自由现金流现值总额	1,132.9
净现金/负债(百万港元)	394.9
DCF 值(港元)	1.78
折现率	10%
目标价(港元)	1.60
上升空间	39%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 21：天彩的 DCF 模型预测

百万港元	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
税前收入	(188)	51	92	128	159	184	196	210	212	215
已付税项	(3)	(6)	(12)	(17)	(21)	(24)	(25)	(27)	(28)	(28)
折旧及摊销	35	34	32	31	30	30	30	31	32	33
营运资本变动	215	(107)	(31)	(37)	(35)	(26)	(12)	(12)	(6)	(5)
资本支出	(28)	(26)	(27)	(26)	(28)	(28)	(29)	(29)	(30)	(32)
自由现金流	32	(55)	54	79	106	136	160	172	179	184

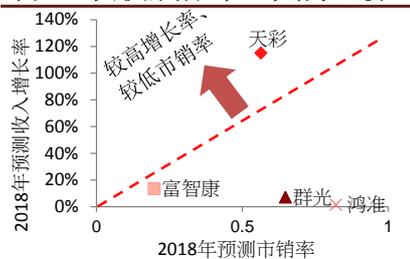
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

我们模型的额外风险 – 较 DCF 模型折让 10%

我们的投资意见是，预计 2018 年将大有起色，乃基于我们假设其 2018 年家庭影像产品将恢复增长（收入同比增长 223%）及 360 度全景相机将同比大幅增长超 300%。然而，360 度全景相机仍处于发展早期，新增家庭影像产品客户或 360 度全景相机业务发展不及预期，将对我们的模型或目标价产生下行风险。

因此，为计入有关新业务的意外风险，我们对 DCF 值应用了 10% 的折让，从而得出我们的目标价。

图 22：天彩的增长率、市销率比较



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

股价并非最低，但扭亏为盈趋势强劲

为验证我们的估值，我们亦计算出市销率及市净率。天彩目前股价相当于 1.2 倍/0.6 倍 2017 年/2018 年市销率及 1.2 倍/1.1 倍市净率。由于并无可直接比较的上市同行，我们将其与上市原始设计制造商/联合设计制造商及消费类电子品牌进行比较。天彩在上市原始设计制造商/联合设计制造商中并非股价最低，但如左图所示，其 2018 年预期收入增长率最高。目前股价相当于 22 倍/12 倍 2018 年/2019 年市盈率。



同业公司估值比较

如下表所示，我们就天彩与上市原始设计制造商/联合设计制造商及消费类电子品牌进行同业公司比较。历史市净率标准差图显示目前市净率低于历史平均值。

图 23: 同业公司比较

公司名称	彭博代码	评级	收市价 (港币)	目标价 (港元)	市值 (十亿港元)	市盈率 (倍)			市盈率增长 率(倍) 16-18E	企业价值/息税 折摊前溢利(倍) 17E	市净率 (倍) 17E	收益率 (%) 17E	股本回报率 (%) 16A	净负债率 (%) 16A
						16A	17E	18E						
原始设计制造商/联合设计制造商														
天彩	3882 HK	买入	1.14	1.60	1	26.4	n.a.	21.8	n.a.	n.a.	1.2	-	5.3	净现金
富智康	2038 HK	未评级	2.31	-	19	17.9	n.a.	36.9	n.a.	29.1	0.7	2.0	3.8	净现金
群光	2385 TT	未评级	76.50	-	15	14.3	12.9	11.2	0.8	8.0	2.1	5.8	15.2	净现金
鸿准	2354 TT	未评级	87.40	-	33	11.2	11.7	10.1	0.6	6.0	1.0	3.9	10.9	净现金
均值						17.4	12.3	20.0	0.7	14.4	1.3	3.9	8.8	
消费类电子														
Netgear	NTGR US	未评级	68.70	-	17	23.2	25.5	22.1	1.5	13.0	2.9	-	10.1	净现金
LG	066570 KS	未评级	16.30	-	493	24.2	18.1	17.0	1.4	6.6	2.4	0.5	6.2	52.8
Casio	6952 JP	未评级	1678	-	31	19.0	17.5	15.5	0.2	9.7	2.0	2.4	15.4	35.4
Sony	6758 JP	未评级	107500	-	129	122.3	10.5	9.4	0.4	5.1	1.2	0.4	0.6	净现金
Samsung	005930 KS	未评级	2466000	-	2,337	11.4	6.8	6.6	0.9	2.8	1.3	2.9	10.9	净现金
均值						40.0	15.7	14.1	0.9	7.4	2.0	1.6	8.6	

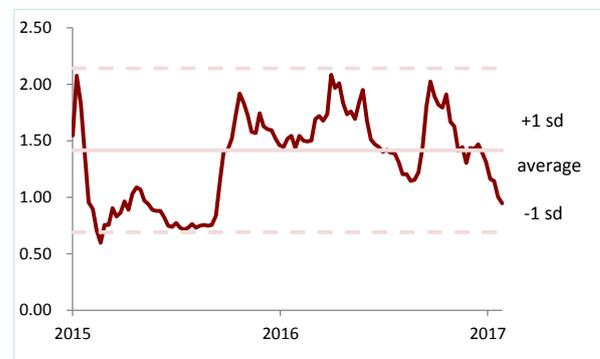
资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)*剔除异常值

图 24: 市净率



资料来源: 公司资料、彭博资讯、东方证券(香港)

图 25: 历史市净率标准偏差



资料来源: 公司资料、彭博资讯、东方证券(香港)



财务报表及预测

损益表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	2,736	1,340	813	1,749	2,023
运动相机及配件	1,907	187	41	30	10
数码影像产品	199	334	324	314	305
家庭影像产品	542	792	254	819	1,032
360 全景相机	-	-	131	541	633
其他	89	27	64	45	44
销售成本	(2,190)	(1,014)	(638)	(1,368)	(1,589)
毛利	546	325	175	381	434
其他收益	32	29	18	17	16
销售及分销开支	(24)	(36)	(118)	(87)	(101)
行政开支	(146)	(115)	(112)	(119)	(111)
研发开支	(136)	(133)	(130)	(136)	(142)
其他经营开支	(14)	(7)	(20)	(3)	(4)
经营溢利	258	64	(187)	52	92
融资成本	(4)	(2)	(1)	(1)	(0)
除税前溢利	254	62	(188)	51	92
所得税开支	(40)	(8)	(3)	(6)	(12)
纯利	214	54	(191)	45	80
息税折摊前溢利	284	101	(152)	85	124
息税前溢利	258	64	(187)	52	92
每股盈利(港元)	0.31	0.07	(0.22)	0.05	0.09
每股股息(港元)	0.07	0.03	-	0.02	0.03

现金流量表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
除税前溢利	254	62	(188)	51	92
已付税项	(59)	(17)	(3)	(6)	(12)
折旧	26	35	30	28	27
摊销	1	2	5	5	5
运营资本变动	(235)	12	215	(107)	(31)
其他	59	41	0	(6)	(5)
经营活动现金流量	45	135	60	(35)	76
资本支出	(83)	(21)	(28)	(26)	(27)
出售事项	1	3	4	3	3
可供出售投资变动	60	-	-	-	-
已抵押存款变动	(14)	41	-	-	-
其他	3	(152)	7	7	6
投资活动现金流量	(34)	(129)	(17)	(16)	(18)
负债变动	47	(111)	(60)	(10)	(10)
已付股息	(198)	(58)	(27)	-	(13)
应付关联方款项变动	-	-	-	-	-
其他	619	35	(1)	(1)	(0)
融资活动现金流量	468	(135)	(88)	(11)	(24)
自由现金流	(97)	73	32	(55)	54
净现金流	480	(129)	(45)	(62)	34

半年度明细

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
收入	1,437	560	780	306	507
毛利	301	132	193	66	110
经营溢利	137	9	55	(163)	(24)
除税前溢利	135	8	54	(164)	(24)
税项	(18)	(4)	(4)	(3)	(0)
纯利	117	4	50	(164)	(24)
毛利率(%)	21.0	23.6	24.8	21.4	21.7
经营利润率(%)	9.5	1.6	7.0	(53.2)	(4.8)
实际税率(%)	13.3	50.6	7.4	(1.6)	(0.5)
净利率(%)	8.2	0.7	6.4	(53.5)	(4.8)
每股盈利(港元)	0.15	-	0.06	(0.20)	(0.02)
每股股息(港元)	0.07	-	0.03	-	-

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

资产负债表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (百万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,316	1,048	692	912	1,029
存货	286	170	96	206	239
贸易应收款项、应收票据及其他	-	-	-	-	-
应收款项	256	295	115	248	287
预付款项、按金及其他应收款项	99	91	33	72	83
可供出售投资	3	10	10	10	10
已抵押存款	41	-	-	-	-
银行结余及现金	630	480	436	374	408
其他流动资产	2	1	1	1	1
非流动资产	182	336	327	319	314
固定资产	141	121	114	108	105
无形资产	12	38	36	34	32
非流动预付款项	14	7	7	7	7
其他非流动资产	16	171	170	170	170
总资产	1,498	1,385	1,019	1,231	1,343
流动负债	487	355	199	363	405
贸易应付款项、应付票据及其他	-	-	-	-	-
应付款项	264	248	152	326	378
银行借贷	212	101	41	31	21
应付股息	-	-	-	-	-
其他流动负债	10	6	6	6	6
非流动负债	1	6	6	6	6
递延税项负债	1	6	6	6	6
其他非流动负债	-	-	-	-	-
总负债	488	361	205	369	411
股本	8	8	8	8	8
股份溢价及储备	1,003	1,029	820	868	937
其他	0	(14)	(14)	(14)	(14)
总权益	1,011	1,023	814	862	932
总负债及权益	1,498	1,385	1,019	1,231	1,343
净现金/(负债)	418	379	395	343	387
营运资本	829	693	493	549	624
已动用资本总额	1,012	1,029	820	868	938
净负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
每股账面净值(港元)	1.443	1.262	0.950	1.006	1.087

主要比率

年结于 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
增长率(%)					
收入	31	(51)	(39)	115	16
毛利	23	(40)	(46)	117	14
息税折摊前溢利	5	(65)	-	-	46
息税前溢利	3	(75)	-	-	78
纯利	6	(75)	-	-	78
每股盈利	6	(78)	-	-	78
利润率(%)					
毛利	20	24	22	22	21
息税折摊前溢利	10	8	(19)	5	6
息税前溢利	9	5	(23)	3	5
纯利	8	4	(23)	3	4
其他(%)					
实际税率	16	13	(2)	12	13
派息率	24	48	0	30	30
已动用资本回报率	21	5	(23)	5	9
平均股本回报率	35	5	(21)	5	9
平均资本回报率	24	7	(13)	8	10
利息覆盖倍数(倍)	66	33	(238)	87	229

主要假设

年结于 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
家庭影像产品出货量 (百万)	1.5	2.3	0.5	1.5	1.8
360 全景相机出货量(百万台)	-	-	0.1	0.5	0.6



分析员核证

分析员，盛一然，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由於任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告期内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。