

# 股权激励计划发布，看好公司光学业务快速增长

事件：公司发布股权激励计划。

## 核心观点

- **公司股权激励计划发布，增强光学业务确定性：**公司近日发布了股权激励计划，拟以 5.6 元/股向 360 名员工包括 4 名董事和高级管理人员、356 名核心技术/业务人员授予 1578.5 万股限制性股票，约占总股本的 1.51%；限制性股票分三期解除限售，本次激励解锁条件为：2021-2023 年，主营业务营收不低于 80/100/120 亿，其中光学产业营收不低于 26/45/60 亿，对应未来三年光学产业营收复合增长率超过 50%。光学产业是公司最核心的业务，我们认为公司的股权激励计划增强了市场对公司光学业务确定性预期。
- **公司车载镜头爆发确定性强：**特斯拉 model 3 搭载了 8 颗镜头，蔚来最新发布的 ET7 搭载了 11 颗镜头，随着 ADAS 快速渗透，yole 预测平均每辆汽车搭载摄像头将从 2018 年的 1.7 颗增长到 2023 年的 3 颗。公司车载镜头一直与全球领先的车载摄像头方案商、终端厂商和 Tier 1 厂商 Mobileye、英伟达、华为、特斯拉、法雷奥等深度合作，车载镜头验证周期长，双方一旦合作，不会轻易更换供应商。2020 年公司车载镜头及影像模组销售收入同比增长约 123%，随着行业需求放量，公司车载镜头将会迎来快速爆发。
- **手机镜头和高清广角有望迎来快速增长：**截至 2020 年 12 月，公司手机镜头产能已达到 25KK/月，21 年年底有望扩充到 40KK/月，产品端也将由现有 5P、6P 向 6P、7P 等高阶产品过渡，客户方面，公司与 ODM 龙头厂商深度合作。20 年公司手机镜头及影像模组营收同比增长约 56%。随着产能进一步释放，公司该项业务有望保持持续快速增长。高清广角镜头方面，公司一直与 GoPro 深度合作，并最新导入了大疆、华为等多个新增项目，随着 GoPro 的需求反弹和新增项目需求放量，公司高清广角镜头业务有望迎来新一轮高速增长。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 1.68/4.6/6.93 亿元（原预测 3.2/4.97/7.77 亿元，主要上调了应收账款减值损失），根据可比公司 21 年 30 倍估值，对应目标价 13.2 元，维持买入评级。

## 风险提示

光学镜头出货不及预期，行业竞争激烈毛利率下滑风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,802	6,082	7,562	10,245	12,203
同比增长(%)	-5.0%	26.6%	24.3%	35.5%	19.1%
营业利润(百万元)	273	301	200	549	828
同比增长(%)	-18.0%	10.4%	-33.6%	174.9%	51.0%
归属母公司净利润(百万元)	246	267	168	460	693
同比增长(%)	-13.4%	8.8%	-37.1%	173.2%	50.8%
每股收益(元)	0.23	0.26	0.16	0.44	0.66
毛利率(%)	13.1%	15.3%	12.8%	13.6%	14.8%
净利率(%)	5.1%	4.4%	2.2%	4.5%	5.7%
净资产收益率(%)	12.5%	12.2%	5.7%	12.2%	16.1%
市盈率	42.7	39.2	62.3	22.8	15.1
市净率	5.1	4.5	2.9	2.6	2.3

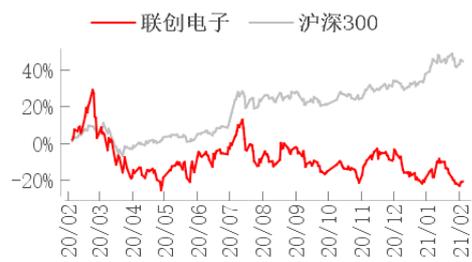
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月04日)	10.14 元
目标价格	13.2 元
52周最高价/最低价	16.52/9.12 元
总股本/流通A股(万股)	104,790/92,525
A股市值(百万元)	10,626
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年02月04日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.29	-6.29	-10.11	-20.63
相对表现	-0.68	-12.26	-27.1	-29.77
沪深300	1.97	5.97	16.99	9.14



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 蒯剑  
021-63325888\*8514  
kuaijian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514050005  
香港证监会牌照：BPT856

**证券分析师** 马天翼  
021-63325888\*6115  
matianyi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518090001

**联系人** 唐权喜  
021-63325888\*6086  
tangquanxi@orientsec.com.cn

**联系人** 李庭旭  
litingxu@orientsec.com.cn

## 相关报告

三季度核心光学业务恢复快速增长 2020-11-02  
光学赛道黄金赛道，公司业绩有望保持高速增长 2020-04-10

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 1.68/4.6/6.93 亿元（原预测 3.2/4.97/7.77 亿元，根据年报预告上调了应收账款减值损失，上调了触控&显示收入，同时由于行业竞争激烈，下调了该项业务毛利率，根据可比公司 21 年 30 倍估值，对应目标价 13.2 元，维持买入评级。

图 1：核心假设变动

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（林	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
资产减值损失	63	32	36	189.0	103.0	116.0
变动幅度				200%	222%	222%
<b>触控&amp;显示</b>						
销售收入	3,511.9	3,469.2	3,500.8	3,926	4,476	4,518
变动幅度				11.8%	29.0%	29.1%
毛利率	17.0%	16.3%	16.1%	11.5%	11.5%	11.5%
变动幅度				-5.5%	-4.8%	-4.6%
<b>光学</b>						
销售收入	1,889.8	3,270.4	5,460.1	1,858	3,287	5,053
变动幅度				-1.7%	0.5%	-7.5%
毛利率	25.5%	24.5%	23.1%	26.7%	24.4%	23.6%
变动幅度				1.3%	-0.1%	0.4%
营业收入合计	8,902	10,240	12,461	7562	10245	12203
变动幅度				-15%	0%	-2%
综合毛利率	12.2%	13.4%	14.7%	12.8%	13.6%	14.8%
变动幅度				0.6%	0.2%	0.0%

主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（林	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,902	10,240	12,461	7,562	10,245	12,203
变动幅度				-15.1%	0.0%	-2.1%
营业利润	383	595	930	200	523	820
变动幅度				-47.8%	-12.1%	-11.9%
归属母公司净利润	320	497	777	168	460	693
变动幅度				-47.5%	-7.6%	-10.8%
毛利率(%)	12.2%	13.4%	14.7%	12.8%	13.6%	14.8%
变动幅度				0.6%	0.2%	0.0%
净利率(%)	3.6%	4.9%	6.2%	2.2%	4.5%	5.7%
变动幅度				-1.4%	-0.4%	-0.6%

数据来源：东方证券研究所测算

**图 2：可比公司估值**

公司	代码	最新价格(元) 2021/2/4	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
水晶光电	002273	10.57	0.40	0.42	0.55	0.67	26.21	25.30	19.32	15.71
韦尔股份	603501	283.75	0.54	3.07	4.52	5.91	528.69	92.48	62.73	48.03
闻泰科技	600745	102.37	1.01	2.25	3.31	4.38	101.67	45.53	30.97	23.38
歌尔股份	002241	33.15	0.38	0.86	1.27	1.68	86.35	38.74	26.05	19.78
立讯精密	002475	49.00	0.67	1.03	1.48	1.97	73.00	47.73	33.07	24.89
	最大值						528.69	92.48	62.73	48.03
	最小值						26.21	25.30	19.32	15.71
	平均数						163.19	49.95	34.43	26.36
	调整后平均						87.01	44.00	30.03	22.69

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

## 风险提示

光学镜头出货不及预期，行业竞争激烈毛利率下滑风险

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	845	1,143	1,134	1,537	1,830	营业收入	4,802	6,082	7,562	10,245	12,203
应收票据及应收账款	1,626	1,999	2,763	3,231	3,848	营业成本	4,173	5,154	6,591	8,847	10,401
预付账款	105	251	302	410	488	营业税金及附加	10	16	20	27	33
存货	1,046	1,772	2,307	2,831	3,120	营业费用	29	38	45	61	73
其他	176	191	214	236	251	管理费用及研发费用	250	366	431	604	708
<b>流动资产合计</b>	<b>3,797</b>	<b>5,356</b>	<b>6,720</b>	<b>8,244</b>	<b>9,538</b>	财务费用	87	174	166	143	134
长期股权投资	95	106	357	357	357	资产、信用减值损失	16	73	189	103	116
固定资产	1,976	2,347	2,673	2,871	2,994	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	475	605	500	401	351	投资净收益	4	8	10	10	10
无形资产	73	102	99	96	93	其他	31	31	70	80	80
其他	433	486	56	0	0	<b>营业利润</b>	<b>273</b>	<b>301</b>	<b>200</b>	<b>549</b>	<b>828</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,052</b>	<b>3,645</b>	<b>3,685</b>	<b>3,725</b>	<b>3,796</b>	营业外收入	0	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>6,850</b>	<b>9,001</b>	<b>10,405</b>	<b>11,969</b>	<b>13,334</b>	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	1,624	1,638	1,090	1,014	914	<b>利润总额</b>	<b>273</b>	<b>302</b>	<b>202</b>	<b>551</b>	<b>830</b>
应付票据及应付账款	1,359	2,709	3,465	4,651	5,468	所得税	31	50	33	91	137
其他	224	502	489	503	515	<b>净利润</b>	<b>242</b>	<b>252</b>	<b>168</b>	<b>460</b>	<b>693</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,208</b>	<b>4,849</b>	<b>5,043</b>	<b>6,168</b>	<b>6,896</b>	少数股东损益	(4)	(15)	0	0	0
长期借款	509	554	554	554	554	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>246</b>	<b>267</b>	<b>168</b>	<b>460</b>	<b>693</b>
应付债券	625	626	590	590	590	每股收益(元)	0.23	0.26	0.16	0.44	0.66
其他	220	406	405	405	405						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,354</b>	<b>1,586</b>	<b>1,549</b>	<b>1,549</b>	<b>1,549</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,562</b>	<b>6,435</b>	<b>6,592</b>	<b>7,716</b>	<b>8,445</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	223	259	259	259	259	成长能力					
股本	551	715	1,048	1,048	1,048	营业收入	-5.0%	26.6%	24.3%	35.5%	19.1%
资本公积	460	297	1,077	1,077	1,077	营业利润	-18.0%	10.4%	-33.6%	174.9%	51.0%
留存收益	1,052	1,293	1,429	1,868	2,505	归属于母公司净利润	-13.4%	8.8%	-37.1%	173.2%	50.8%
其他	2	1	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,287</b>	<b>2,566</b>	<b>3,813</b>	<b>4,252</b>	<b>4,890</b>	毛利率	13.1%	15.3%	12.8%	13.6%	14.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,850</b>	<b>9,001</b>	<b>10,405</b>	<b>11,969</b>	<b>13,334</b>	净利率	5.1%	4.4%	2.2%	4.5%	5.7%
						ROE	12.5%	12.2%	5.7%	12.2%	16.1%
						ROIC	7.2%	7.3%	5.1%	8.9%	11.6%
						偿债能力					
						资产负债率	66.6%	71.5%	63.4%	64.5%	63.3%
						净负债率	89.5%	74.7%	35.1%	20.3%	9.6%
						流动比率	1.18	1.10	1.33	1.34	1.38
						速动比率	0.86	0.74	0.88	0.88	0.93
						营运能力					
						应收账款周转率	4.0	3.7	3.1	3.2	3.2
						存货周转率	4.7	3.7	3.2	3.4	3.5
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
						每股指标(元)					
						每股收益	0.23	0.26	0.16	0.44	0.66
						每股经营现金流	0.23	0.57	0.16	0.89	0.84
						每股净资产	1.97	2.20	3.39	3.81	4.42
						估值比率					
						市盈率	42.7	39.2	62.3	22.8	15.1
						市净率	5.1	4.5	2.9	2.6	2.3
						EV/EBITDA	23.0	16.2	19.8	12.6	10.0
						EV/EBIT	33.4	25.2	32.8	17.3	12.4

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)