

业绩符合预期，车载业务持续高增长



核心观点

- **中报业绩符合预期**：公司 21 年 H1 营收为 48 亿元，yoy+92%，归母净利润为 0.97 亿元，yoy+12%，业绩符合预期。研发投入 4.0 亿元，yoy+287%，持续加大研发投入。公司应收账款和存货分为 20 和 20 亿元，相比去年年末分别减少 11%和 22%，持续优化。公司光学业务毛利率为 18%，下降了 10pct，这主要是因为手机光学镜头及模组占比持续增加，同时由于市场竞争激烈、原材料涨价等因素导致该项业务盈利能力出现下滑。未来，随着手机业务景气度的恢复和高毛利率高清广角镜头业务体量的增加，公司光学业务毛利率有望持续改善。
- **车载业务和高清广角业务持续高增长**：21 年 H1，光学车载镜头及模组业务营收同比增长 313%。公司与智能驾驶方案平台商 Mobileye、Nvidia、华为、Aurora、大疆等开展战略合作，持续发力智能驾驶、智能座舱车载镜头的开发，8M 车载感知镜头研发成功并获得客户认可，同时公司车载光学业务已经从镜头端延伸到车载模组，打开了更广阔的蓝海市场。公司的车载镜头及模组已经被 Valeo、Magna、Aptiv、Mcnex、Tesla、蔚来、H 等客户定点签约，并在不断拓展新的客户及应用场景。在高清广角镜头及其影像模组领域，公司立足运动相机领域，不断拓展无人机、全景相机和警用监控等领域客户，业绩增长显著，21 年 H1 营收同比增长 133%。
- **手机业务有望迎来向上拐点**：21 年 H1，手机镜头和手机影像模组同比增长 63%。由于疫情导致全球手机销量不及预期，同时由于原材料涨价及竞争激烈等原因，公司光学业务毛利率出现一定程度下滑。随着疫情的恢复，公司手机镜头及模组产能利用率快速提升，同时公司 48M 6P 高端手机镜头已大批量出货，手机业务有望迎来向上拐点。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.34/0.52/0.82 元(原预测 0.4/0.62/0.91，手机业务不及预期下调了预测)，今年公司手机业务受疫情影响较大，因此我们选择了 22 年估值，根据可比公司 22 年 44 倍估值，对应目标价为 22.88 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。

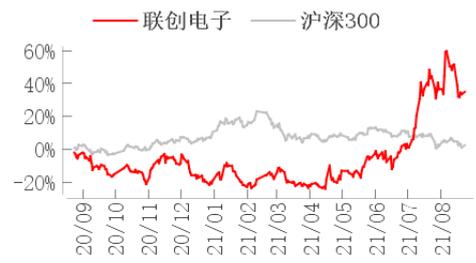
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,082	7,532	10,095	11,376	13,278
同比增长(%)	26.6%	23.8%	34.0%	12.7%	16.7%
营业利润(百万元)	293	154	402	627	983
同比增长(%)	7.6%	-47.6%	161.4%	56.2%	56.7%
归属母公司净利润(百万元)	260	164	357	558	873
同比增长(%)	5.7%	-36.7%	117.3%	56.1%	56.6%
每股收益(元)	0.24	0.15	0.34	0.52	0.82
毛利率(%)	15.3%	11.4%	13.2%	14.3%	15.9%
净利率(%)	4.3%	2.2%	3.5%	4.9%	6.6%
净资产收益率(%)	12.0%	5.5%	9.4%	13.1%	17.7%
市盈率	45.2	71.3	32.8	21.0	13.4
市净率	5.1	3.2	3.0	2.6	2.2

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08月23日)	17.2元
目标价格	22.88元
52周最高价/最低价	21.18/9.58元
总股本/流通A股(万股)	106,290/104,593
A股市值(百万元)	18,282
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年08月24日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.82	-6.57	50.6	34.91
相对表现	1.27	1.53	62.37	34.93
沪深300	-4.09	-8.1	-11.77	-0.02



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
证券分析师	唐权喜 021-63325888*6086 tangquanxi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070005
联系人	李庭旭 litingxu@orientsec.com.cn
联系人	韩潇锐 hanxiaorui@orientsec.com.cn

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 21-23 年每股收益分别为 0.34/0.52/0.82 元（原预测 0.4/0.62/ 0.91，手机业务不及预期下调了预测），今年公司手机业务受疫情影响较大，因此我们选择了 22 年估值，根据可比公司 22 年 44 倍估值，对应目标价为 22.88 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2021/8/23	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
水晶光电	002273	13.69	0.32	0.41	0.52	0.65	42.94	33.12	26.49	20.94
韦尔股份	603501	271.40	3.12	5.32	6.93	8.76	87.11	50.97	39.18	30.99
闻泰科技	600745	109.00	1.94	2.87	3.86	5.00	56.19	37.92	28.23	21.81
中科创达	300496	128.53	1.05	1.55	2.20	3.01	122.92	82.81	58.41	42.64
德赛西威	002920	92.88	0.94	1.40	1.84	2.36	98.59	66.44	50.36	39.44
兆易创新	603986	165.75	1.33	2.23	2.93	3.92	125.03	74.25	56.64	42.27
	最大值						125.03	82.81	58.41	42.64
	最小值						42.94	33.12	26.49	20.94
	平均数						88.80	57.58	43.22	33.02
	调整后平均						91.20	57.40	43.60	33.63

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,143	2,225	1,514	1,706	1,992	营业收入	6,082	7,532	10,095	11,376	13,278
应收票据及应收账款	1,999	2,209	2,961	2,768	3,230	营业成本	5,154	6,674	8,761	9,753	11,162
预付账款	251	165	221	249	291	营业税金及附加	16	10	14	15	18
存货	1,772	2,621	3,066	3,121	3,348	营业费用	38	26	50	68	80
其他	191	316	355	374	403	管理费用及研发费用	366	430	570	665	823
流动资产合计	5,356	7,536	8,117	8,218	9,265	财务费用	174	177	291	251	220
长期股权投资	78	331	331	331	331	资产、信用减值损失	73	199	67	55	53
固定资产	2,347	2,628	3,105	3,366	3,509	公允价值变动收益	0	16	0	0	0
在建工程	605	1,023	662	482	392	投资净收益	1	10	10	10	10
无形资产	102	152	148	143	139	其他	31	112	50	50	50
其他	486	719	156	81	77	营业利润	293	154	402	627	983
非流动资产合计	3,618	4,853	4,402	4,403	4,449	营业外收入	2	0	1	1	1
资产总计	8,974	12,388	12,519	12,621	13,713	营业外支出	1	2	0	0	0
短期借款	1,638	3,887	3,272	2,536	2,363	利润总额	294	152	403	628	984
应付票据及应付账款	2,709	1,996	2,620	2,917	3,338	所得税	50	8	45	71	111
其他	502	563	558	562	566	净利润	244	144	357	558	873
流动负债合计	4,849	6,447	6,450	6,015	6,267	少数股东损益	(15)	(21)	0	0	0
长期借款	554	398	398	398	398	归属于母公司净利润	260	164	357	558	873
应付债券	626	611	611	611	611	每股收益(元)	0.24	0.15	0.34	0.52	0.82
其他	406	736	533	533	533						
非流动负债合计	1,586	1,745	1,543	1,543	1,543	主要财务比率					
负债合计	6,435	8,191	7,993	7,558	7,810		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	259	552	552	552	552	成长能力					
股本	715	1,048	1,063	1,063	1,063	营业收入	26.6%	23.8%	34.0%	12.7%	16.7%
资本公积	297	1,135	962	962	962	营业利润	7.6%	-47.6%	161.4%	56.2%	56.7%
留存收益	1,266	1,423	1,770	2,306	3,147	归属于母公司净利润	5.7%	-36.7%	117.3%	56.1%	56.6%
其他	1	38	179	179	179	获利能力					
股东权益合计	2,539	4,197	4,527	5,063	5,903	毛利率	15.3%	11.4%	13.2%	14.3%	15.9%
负债和股东权益总计	8,974	12,388	12,519	12,621	13,713	净利率	4.3%	2.2%	3.5%	4.9%	6.6%
						ROE	12.0%	5.5%	9.4%	13.1%	17.7%
						ROIC	7.2%	4.2%	6.7%	8.7%	11.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	71.7%	66.1%	63.8%	59.9%	57.0%
净利润	244	144	357	558	873	净负债率	75.5%	70.2%	67.1%	41.7%	28.0%
折旧摊销	265	230	265	301	255	流动比率	1.10	1.17	1.26	1.37	1.48
财务费用	174	177	291	251	220	速动比率	0.74	0.76	0.78	0.85	0.94
投资损失	(1)	(10)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	253	(1,909)	(740)	337	(389)	应收账款周转率	3.8	3.7	4.0	4.0	4.5
其它	(527)	1,246	362	55	53	存货周转率	3.7	3.0	3.1	3.1	3.4
经营活动现金流	409	(122)	525	1,491	1,003	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
资本支出	(761)	(933)	(301)	(301)	(301)	每股指标(元)					
长期投资	133	(253)	0	0	0	每股收益	0.24	0.15	0.34	0.52	0.82
其他	(19)	(554)	(39)	10	10	每股经营现金流	0.57	-0.12	0.39	1.09	0.74
投资活动现金流	(648)	(1,740)	(340)	(291)	(291)	每股净资产	2.14	3.43	3.74	4.24	5.03
债权融资	285	76	0	0	0	估值比率					
股权融资	2	1,171	(158)	0	0	市盈率	45.2	71.3	32.8	21.0	13.4
其他	(430)	1,285	(917)	(1,007)	(426)	市净率	5.1	3.2	3.0	2.6	2.2
筹资活动现金流	(144)	2,532	(1,075)	(1,007)	(426)	EV/EBITDA	19.8	25.9	15.2	12.3	10.0
汇率变动影响	(7)	(28)	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.1	43.9	21.0	16.5	12.1
现金净增加额	(389)	642	(890)	192	285						

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