

业绩高速增长，光学元件业务加速放量

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入3.7亿元, 同比增长48.1%; 实现归母净利润1.6亿元, 同比增长约158.1%。
- **业绩实现高速增长, 公司降本增效效果明显。** 2021H1: 1) 从营收端来看, 公司主营业务增长强劲, 营收同比增长48.1%。分业务来看, 公司显微镜产品实现收入1.3亿元, 同比增长22.0%, 占公司营业收入的35.4%; 其中光学元件中条码镜头、机器视觉镜头、车载镜头前片、激光雷达光学元组件收入增幅同比均超过70%。公司光学元件组件业务实现收入2.3亿元, 同比增长71.5%, 占公司营业收入的62.6%。2) 从利润端来看, 公司归母净利润同比增长158.1%, 主要因为上半年确认土地收储补偿款的资产处置收益和其他收益, 增加非经常损益税后净利润约8000万元; 公司毛利率为42.7%, 同比下降1.0pp; 净利率为44.4%, 同比增长18.9pp。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为4.3%, 同比下降1.7pp; 管理费用率为5.3%, 同比下降2.8pp; 研发费用率为7.6%, 同比下降2.0pp, 公司三费率均有明显下降, 说明公司降本增效效果明显。
- **光学元组件业务加速放量, 车载相关业务有望打开长期增长空间。** 公司的显微镜及光学元件募投项目于2020年底投产, 条码扫描仪、车载光学、激光雷达等业务有望逐步实现产能释放。从车载光学/激光雷达来看, 公司目前客户主要包括SONY、OptoFlux、均胜电子、QuanergySystems等。激光雷达是自动驾驶的核心关键传感器, 目前处于商用化阶段, 公司该业务处于小批量验证阶段。据Yole预计, 2032年自动驾驶激光雷达市场营收将达到315亿美元, 年复合增长率超过50%。随着公司激光雷达业务下游客户逐步推进、客户群体扩展至轨道交通和工业等领域、从以部件为主扩展至激光雷达整机代工, 我们认为该业务将迎来加速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2021-2023年, 公司EPS分别为2.02元、2.36元、3.10元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到28%左右。考虑到公司在高端显微镜领域国产替代趋势中的优势, 公司切入车载镜头全球供应链有望持续享受行业高增长红利、公司车载激光雷达业务持续高增长的态势, 我们给予公司2021年35倍PE, 对应目标价70.53元。首次覆盖, 给予“买入”评级
- **风险提示:** 技术研发不达预期; 下游需求不达预期; 行业竞争加剧。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	576.41	793.87	1071.06	1392.10
增长率	0.59%	37.73%	34.92%	29.97%
归属母公司净利润(百万元)	161.68	222.67	260.93	342.66
增长率	16.28%	37.72%	17.18%	31.33%
每股收益EPS(元)	1.46	2.02	2.36	3.10
净资产收益率ROE	12.85%	15.63%	16.23%	18.42%
PE	37	27	23	17
PB	4.73	4.18	3.70	3.20

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn
联系人: 徐一丹
电话: 021-58351908
邮箱: xyd@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.10
流通A股(亿股)	0.51
52周内股价区间(元)	35.09-66.43
总市值(亿元)	59.52
总资产(亿元)	16.36
每股净资产(元)	12.44

相关研究

1 公司是国内精密仪器及核心光学部件的领军供应商

公司前身为 1997 年 2 月成立的宁波永新光学仪器有限公司，2000 年改制为股份有限公司，并在 2018 年于上交所上市。公司主要从事光学显微镜、光学元组件和其他光学产品的研发、生产和销售工作，是国内光学领域的知名企业之一。公司在宁波、南京建有制造基地，拥有“江南”、“NEXCOPE”、“NOVE”等自主品牌，产品主要出口欧美、日本、新加坡等国家和地区。公司在光学精密制造领域拥有数十年的研发经验和技術积累，坚持以技术创新作为企业核心驱动力。公司曾主导编制 1 项国际标准、参与制定 4 项国际标准，牵头或参与编制国家、行业标准 89 项、团体标准 1 项，是行业标准的引领者。公司曾在 2010 年和 2019 年为嫦娥探测器制造相机镜头，还在 2021 年 4 月为中国空间站核心舱“天和”提供中国首台太空荧光显微实验装置。




图 1：公司历史沿革






资料来源：公司官网，西南证券整理

公司主要产品包括光学整机和光学元组件两大类。光学显微镜包括生物显微镜、工业显微镜等产品，分为 OEM 和自主品牌。OEM 服务主要提供给国际显微镜知名厂商尼康、徕卡显微系统等；自主品牌由公司研发设计，并直接销售给教育机构、生产企业、医疗、科研机构 and 贸易商。光学元组件产品为条码扫描仪镜头、平面光学元件和专业成像光学部组件，主要应用于条码扫描仪、车载光学、机器视觉和专业影像等。

表 1：公司主要产品介绍

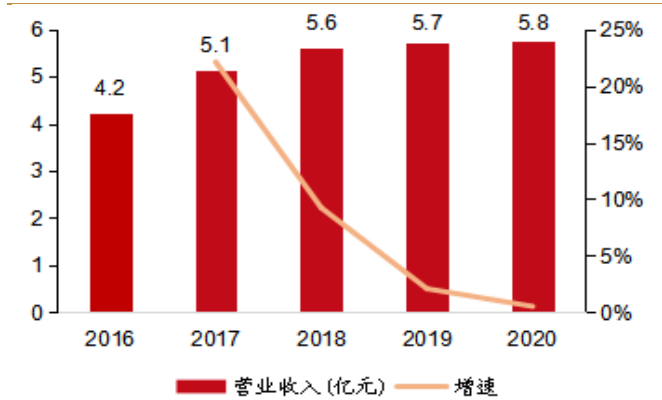
产品	细分产品	产品简介	图片
光学整机	显微镜系列	生物显微镜、体视显微镜等	
光学元组件	镜头	包括扫描镜头、机器视觉镜头、星载镜头、车载镜头等	
	玻璃球面镜片	主要应用于运动光学、高端单反相机、高端放映机、车载镜头等	

产品	细分产品	产品简介	图片
	滤光片	通过平面研磨、切割、镀膜等程序制造具有一定光学性能的滤光片，主要应用于车载镜头、激光投影仪、医疗仪器等	
	窗口	通过平面研磨、切割、镀膜等程序制造具有一定光学性能的平面玻璃，一般用于保护窗口	
	塑料镜片	通过注塑成型的塑料镜片，一般用于各类光学系统中	

数据来源：公司官网，西南证券整理

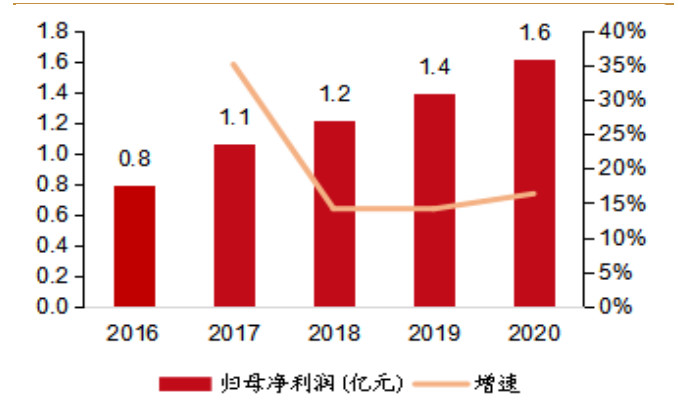
公司营业收入增速有所放缓，归母净利润则持续稳健增长态势。回顾公司往年经营情况：2016-2020 年公司营业收入从 4.2 亿元增至 5.8 亿元，复合增长率为 8.2%；其中，2020 年公司营业收入同比增长 0.5%，营收增速逐渐放缓。同期，公司归母净利润从 0.8 亿元增至 1.6 亿元，复合增速为 19.6%；其中，2020 年公司归母净利润同比增长 16.3%。报告期内公司产品结构持续优化，前期投入已形成良好竞争优势。**2021 上半年**，公司实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 48.1%；归母净利润为 1.6 亿元，同比增长 158.1%。归母净利润大幅增长主要因为上半年确认土地收储补偿款的资产处置收益和其他收益，增加非经常损益税后净利润约 8000 万元，扣除该收储补偿款收益后公司净利润同比增长 32.1%。

图 2：公司营业收入及增速情况



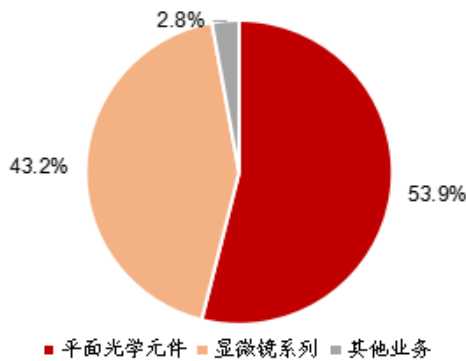
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司归母净利润及增速情况

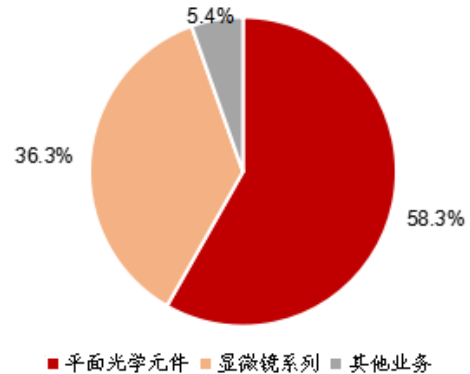


数据来源：公司公告，西南证券整理

分业务来看，公司 2020 年显微镜产品实现收入 2.5 亿元，同比下降 3.3%，该业务毛利率为 46.3%，贡献了 58.3% 的毛利；光学元件组件实现收入 3.1 亿元，同比增长 3.6%，该业务毛利率为 36.0%，贡献了 36.3% 的毛利。**2021 H1**，公司显微镜产品实现收入 1.3 亿元，同比增长 22.0%，占公司营业收入的 35.4%；光学元件组件业务实现收入 2.3 亿元，同比增长 71.5%，占公司营业收入的 62.6%。

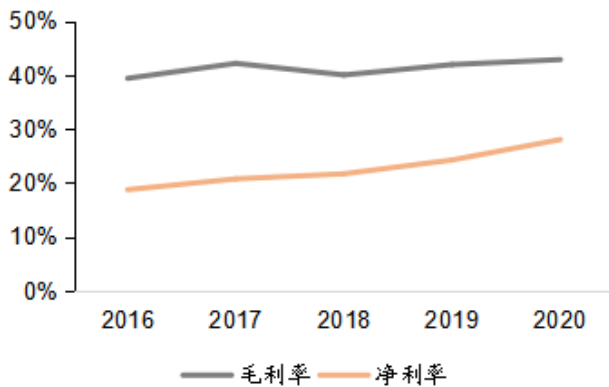
图 4：公司 2020 年营业收入构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

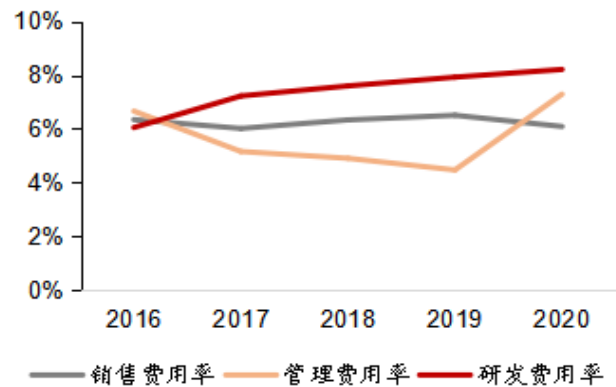
图 5：公司 2020 年毛利构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力持续提升，研发投入力度稳步增强。1) 利润率方面：2020 年公司毛利率为 42.9%，同比增长 1.0pp；净利率为 28.1%，同比增长 3.8pp。2021H1，公司毛利率为 42.7%，同比下降 1.0pp；净利率为 44.4%，同比增长 18.9pp，大幅提升的原因是大量非经常损益增加了公司净利润。2) 费用率方面：2020 年公司销售费用率为 6.1%，同比下降 0.4pp；管理费用率为 7.3%，同比增长 2.8pp，主要由于报告期内公司支付股份款及新厂房预估折旧增加所致；研发费用率为 8.2%，同比增长 0.3pp。2021H1，公司销售费用率为 4.3%，同比下降 1.7pp；管理费用率为 5.3%，同比下降 2.8pp；研发费用率为 7.6%，同比下降 2.0pp，公司三费率均有明显下降，说明公司降本增效情况明显。

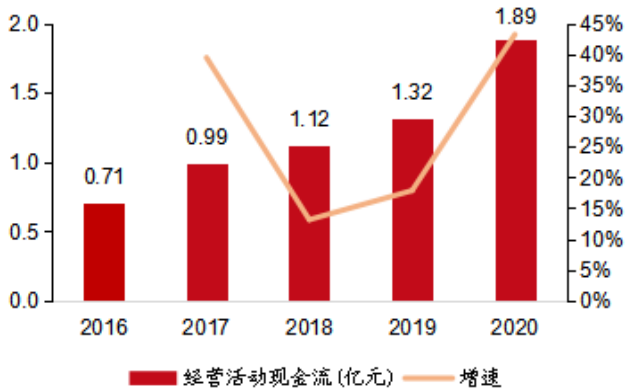
图 6：公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

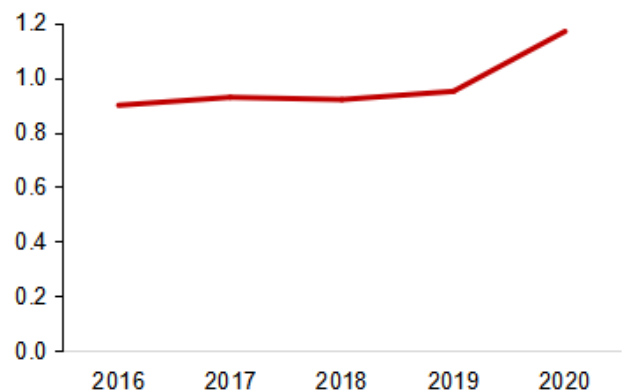
图 7：公司费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

经营性现金流净额稳步增长，净现比明显提升彰显经营质量改善。1) 经营活动现金流：2016-2020 年公司经营活动现金流稳步提升，期间复合增速约达 27.7%。2020 年现金流净额为 1.9 亿元，同比增长 43.2%，主要为报告期内销售增长、回款良好、运营提升、收到政府补助及搬迁补助款所致。2021H1，公司经营性现金流净额为 0.34 亿元，同比小幅下降。2) 净现比：2016-2019 年，公司净现比保持在 0.9 左右，经营情况相对稳定。2020 年公司净现比约为 1.2，净现比明显提升表面公司经营质量改善。

图 8：公司经营活动现金流情况及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司经营净现比


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：光学元件组件业务。公司新兴业务发展迅猛，车载镜头、车载激光雷达、条码扫描仪、激光投影等业务下游需求旺盛；2021 年上半年，光学元件中条码镜头、机器视觉镜头、车载镜头前片、激光雷达光学元组件收入增幅均同比超过 70%。受益于车载镜头领域庞大成长空间，加上公司已经切入车载镜头全球供应链，因此有望持续享受行业高增长红利。我们预计未来三年公司该业务营收占比持续提升，到 2023 年有望达到 70% 左右。

假设 2：显微镜业务。公司近五年显微镜业务增速趋缓，增速区间为 -3.2%-12.4%。受疫情影响减弱，教育领域显微镜需求逐渐回暖。高端显微镜国产替代趋势持续，公司在高端显微镜领域具有技术优势，有望直接受益。2021 年上半年，公司完成了激光共聚焦显微镜的首台套销售，预计下半年公司将实现共聚焦显微镜小批量销售。我们预计公司显微镜业务增速有望回暖，未来三年该业务占比有望逐步收窄，2023 年有望降至 27% 左右。

假设 3：由于公司高毛利的的光学元件组件业务高速增长，我们假设公司整体毛利率水平将进一步提升。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
光学元件组件系列	收入	310.9	481.8	713.1	998.4
	增速	3.7%	55.0%	48.0%	40.0%
	毛利率	46.3%	47.9%	47.2%	47.5%
显微镜系列	收入	249.2	294.0	338.1	371.9
	增速	-3.2%	18.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	36.0%	36.8%	37.0%	37.4%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
其他业务	收入	16.4	18.0	19.8	21.8
	增速	2.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	82.1%	82.0%	82.0%	82.0%
合计	收入	576.4	793.9	1071.1	1392.1
	增速	0.6%	37.7%	34.9%	30.0%
	毛利率	42.9%	44.6%	44.6%	45.3%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了三家主流可比公司，分别是联创电子、宇瞳光学、蓝特光学。2020年，三家公司的平均PE约为58倍，2021年Wind一致预期的平均PE约为39倍。

我们预计2021-2023年，公司EPS分别为2.02元、2.36元、3.10元，未来三年归母净利润复合增速有望达到28%左右。考虑到公司在高端显微镜领域国产替代趋势中的优势，公司切入车载镜头全球供应链有望持续享受行业高增长红利、公司车载激光雷达业务持续高增长的态势，我们给予公司2021年35倍PE，对应目标价70.53元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002036.SZ	联创电子	16.54	0.16	0.37	0.51	0.70	65.92	44.44	32.53	23.68
300790.SZ	宇瞳光学	44.14	0.60	1.38	1.80	2.37	30.22	32.02	24.53	18.65
688127.SH	蓝特光学	22.01	0.46	0.56	1.00	1.50	79.05	39.42	22.00	14.71
平均值							58.39	38.62	26.36	19.02

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截至2021.08.26收盘）

3 风险提示

技术研发不达预期；下游需求不达预期；行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	576.41	793.87	1071.06	1392.10	净利润	161.68	222.67	260.93	342.66
营业成本	329.30	440.10	593.11	760.90	折旧与摊销	19.21	40.07	40.07	40.07
营业税金及附加	6.43	7.94	10.71	13.92	财务费用	10.79	-10.40	-5.07	-2.10
销售费用	35.06	47.63	64.26	83.53	资产减值损失	-0.82	-4.24	-6.62	-6.86
管理费用	41.98	117.49	153.16	194.89	经营营运资本变动	-46.38	-121.26	-113.49	-141.14
财务费用	10.79	-10.40	-5.07	-2.10	其他	44.27	-43.75	-23.11	-27.98
资产减值损失	-0.82	-4.24	-6.62	-6.86	经营活动现金流净额	188.75	83.09	152.70	204.66
投资收益	19.12	48.45	29.62	34.82	资本支出	-53.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-77.28	103.63	20.39	27.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-130.37	103.63	20.39	27.76
营业利润	184.01	243.80	291.13	382.64	短期借款	25.03	-25.03	0.00	0.00
其他非经营损益	1.99	10.10	8.10	8.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	186.00	253.90	299.23	390.72	股权融资	35.92	2.89	0.00	0.00
所得税	24.32	31.23	38.30	48.06	支付股利	-48.64	-56.56	-77.89	-91.27
净利润	161.68	222.67	260.93	342.66	其他	-13.78	6.36	3.54	-0.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1.47	-72.33	-74.35	-91.49
归属母公司股东净利润	161.68	222.67	260.93	342.66	现金流量净额	38.11	114.39	98.73	140.92
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	473.86	588.24	686.98	827.90	成长能力				
应收和预付款项	141.33	195.37	263.25	341.98	销售收入增长率	0.59%	37.73%	34.92%	29.97%
存货	122.47	163.84	221.73	285.12	营业利润增长率	15.22%	32.49%	19.42%	31.43%
其他流动资产	268.54	261.60	334.49	415.24	净利润增长率	16.28%	37.72%	17.18%	31.33%
长期股权投资	28.35	28.35	28.35	28.35	EBITDA 增长率	25.87%	27.79%	19.26%	28.97%
投资性房地产	36.25	37.54	37.33	37.21	获利能力				
固定资产和在建工程	328.27	293.68	259.10	224.52	毛利率	42.87%	44.56%	44.62%	45.34%
无形资产和开发支出	55.96	50.47	44.98	39.50	三费率	15.24%	19.49%	19.83%	19.85%
其他非流动资产	6.50	7.35	8.13	8.92	净利率	28.05%	28.05%	24.36%	24.61%
资产总计	1461.52	1626.45	1884.34	2208.74	ROE	12.85%	15.63%	16.23%	18.42%
短期借款	25.03	0.00	0.00	0.00	ROA	11.06%	13.69%	13.85%	15.51%
应付和预收款项	130.36	162.47	225.10	286.04	ROIC	27.79%	28.71%	30.55%	35.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.13%	34.45%	30.45%	30.21%
其他负债	47.76	39.35	51.07	62.88	营运能力				
负债合计	203.14	201.82	276.18	348.92	总资产周转率	0.42	0.51	0.61	0.68
股本	110.53	110.50	110.50	110.50	固定资产周转率	2.54	2.70	4.13	6.19
资本公积	547.16	550.09	550.09	550.09	应收账款周转率	4.58	5.28	5.23	5.15
留存收益	603.36	769.47	952.51	1203.90	存货周转率	2.74	3.03	3.04	2.98
归属母公司股东权益	1258.38	1424.63	1608.17	1859.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1258.38	1424.63	1608.17	1859.82	资产负债率	13.90%	12.41%	14.66%	15.80%
负债和股东权益合计	1461.52	1626.45	1884.34	2208.74	带息债务/总负债	12.32%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.21	6.26	5.59	5.42
					速动比率	4.58	5.41	4.77	4.60
					股利支付率	30.08%	25.40%	29.85%	26.64%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	214.01	273.47	326.13	420.61	每股收益	1.46	2.02	2.36	3.10
PE	36.81	26.73	22.81	17.37	每股净资产	11.39	12.89	14.55	16.83
PB	4.73	4.18	3.70	3.20	每股经营现金	1.71	0.75	1.38	1.85
PS	10.33	7.50	5.56	4.28	每股股利	0.44	0.51	0.70	0.83
EV/EBITDA	24.56	18.89	15.51	11.68					
股息率	0.82%	0.95%	1.31%	1.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn