

## 营收稳增长，构建全球化、一体化生态



事件：公司拟与 Moveon Technologies 在新加坡成立合资公司晶茂科技。

## 核心观点

- **统筹全球资源，打造一体化、全球化制造能力。**公司以自有资金出资 750 万美元，持股 60% 成为晶茂科技控股股东。Moveon 是一家专业从事微型光学产品设计、研发与制造的公司，具有从光学设计、产品原型制作到纳米压印、精密成型等量产的一体化能力。两家基于未来面对特定大客户的新产品开发共同投资设立合资公司，生产具有微型化、精密集成化、复合功能的高性价比光学产品。未来根据发展情况，公司和 Moveon 或将进一步增资，在国内设立新的合资公司。水晶光电作为国内领先的消费类电子用光学薄膜及相关光学产品制造商。此次投资有助于公司产业链协同能力的构建，形成微型光学产品从生产工艺开发到量产管控的整体优势，为下游客户提供一体化、全球化的供应链能力。
- **上半年营收稳定增长，新兴业务未来可期。**公司 21H1 营收 17.2 亿元，同比增长 26%；产品结构的调整以及公司长期布局下销售费用和研发费用的增加导致上半年利润下滑，21H1 归母净利润 1.8 亿元，同比微降 2.7%。分业务来看，收入增长主要由毛利率较低的薄膜光学面板贡献，21H1 取得收入 3.8 亿元，同比大增 261%，占比提升 14.4pct 至 22.1%。高毛利光学元器件业务受手机终端出货放缓影响，收入增幅受限，21H1 取得营收 3.8 亿元，同比微增近 4%，毛利率受公司战略性拓展中低端手机市场影响，同比下滑 1.8pct 至 23.3%。下半年北美终端新机型发布，叠加公司新产品的加速渗透，光学元器件业务有望回暖。除传统主营外，公司新兴业务生物识别、新型显示、光学材料收入均实现同比增长，为公司未来增长蓄力。
- **应用领域横向拓宽，深耕产业链向解决方案商升级。**手机方面，智能手机光学创新升级趋势仍在延续，随着多摄、潜望式摄像等应用趋势，手机摄像头成本持续提升，带动公司各类产品潜在渗透的单机价值量不断提升。与此同时，公司产品应用已从手机延伸至智能汽车、智能家居、智能安防、智能制造等领域，未来有望带来业绩新突破口。公司围绕光学产业链紧密布局，已经形成从光学核心元器件/组件—模组—客户解决方案的一体化能力，打造一站式平台，助力公司由元器件制造厂商向方案供应商转型升级，在汽车智能座舱、智能驾驶，AR 成像等领域为客户提供多品类、多场景的解决方案。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年归母净利润分别为 6.07、7.78、9.42 亿元（原 21-22 年预测为 7.36、9.23 亿元，主要下调了光学成像元件、生物识别、薄膜光学面板毛利率预测），根据可比公司 21 年平均 38 倍 PE 估值，对应目标价为 16.72 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 终端客户销量不及预期、新产品拓展进度不及预期、毛利率下降风险。

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,000	3,223	4,662	5,848	6,993
同比增长(%)	29.0%	7.5%	44.6%	25.5%	19.6%
营业利润(百万元)	566	529	684	877	1,062
同比增长(%)	4.1%	-6.6%	29.4%	28.1%	21.1%
归属母公司净利润(百万元)	491	443	607	778	942
同比增长(%)	4.8%	-9.7%	36.9%	28.1%	21.1%
每股收益(元)	0.35	0.32	0.44	0.56	0.68
毛利率(%)	27.8%	27.3%	25.7%	26.3%	26.7%
净利率(%)	16.4%	13.8%	13.0%	13.3%	13.5%
净资产收益率(%)	11.6%	8.7%	8.6%	8.9%	10.0%
市盈率	40.2	44.5	32.5	25.4	21.0
市净率	4.3	3.5	2.3	2.2	2.0

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09月23日)	14.2元
目标价格	16.72元
52周最高价/最低价	15.93/10.07元
总股本/流通A股(万股)	139,063/118,033
A股市值(百万元)	19,747
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年09月23日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.35	3.73	0.57	3.46
相对表现	3.99	6.11	15.51	0.22
沪深300	-0.64	-2.38	-14.94	3.24



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

## 相关报告

光学光电子产品一站式服务平台布局，持续 2020-10-22  
受益于光学创新

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。

## 投资建议

我们预测公司 21-23 年归母净利润分别为 6.07、7.78、9.42 亿元（原 21-22 年预测为 7.36、9.23 亿元，主要下调了光学成像元件、生物识别、薄膜光学面板毛利率预测），根据可比公司 21 年平均 38 倍 PE 估值，对应目标价为 16.72 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/9/23	每股收益(元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
立讯精密	002475	35.48	1.03	1.28	1.71	2.18	34.55	27.79	20.75	16.26
联合光电	300691	18.13	0.22	0.45	0.61	0.88	81.70	40.29	29.72	20.60
晶方科技	603005	45.24	0.94	1.48	2.00	2.53	48.37	30.55	22.62	17.87
歌尔股份	002241	45.59	0.83	1.27	1.69	2.17	54.69	35.83	26.94	21.02
联创电子	002036	16.14	0.15	0.36	0.49	0.67	104.33	45.43	32.70	24.17
韦尔股份	603501	244.51	3.12	5.32	6.93	8.75	78.48	45.99	35.29	27.94
	最大值						104.33	45.99	35.29	27.94
	最小值						34.55	27.79	20.75	16.26
	平均数						67.02	37.65	28.00	21.31
	调整后平均						65.81	38.02	28.00	20.91

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

## 风险提示

终端客户销量不及预期、新产品拓展进度不及预期、毛利率下降风险

**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	1,173	1,514	3,968	3,928	4,619	营业收入	3,000	3,223	4,662	5,848	6,993
应收票据及应收账款	970	1,032	1,212	1,521	1,818	营业成本	2,166	2,343	3,466	4,310	5,127
预付账款	19	15	23	29	35	营业税金及附加	19	26	33	35	42
存货	385	490	589	733	872	营业费用	44	40	58	73	87
其他	204	112	59	62	64	管理费用及研发费用	384	449	584	721	855
<b>流动资产合计</b>	<b>2,751</b>	<b>3,163</b>	<b>5,852</b>	<b>6,272</b>	<b>7,408</b>	财务费用	40	16	(0)	1	(2)
长期股权投资	538	631	500	500	500	资产、信用减值损失	37	28	4	6	6
固定资产	2,154	2,656	3,137	3,570	3,690	公允价值变动收益	3	6	0	0	0
在建工程	472	572	636	668	424	投资净收益	222	95	102	110	119
无形资产	278	270	284	297	309	其他	31	108	65	65	65
其他	198	221	80	80	80	<b>营业利润</b>	<b>566</b>	<b>529</b>	<b>684</b>	<b>877</b>	<b>1,062</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,641</b>	<b>4,350</b>	<b>4,637</b>	<b>5,115</b>	<b>5,003</b>	营业外收入	1	4	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>6,391</b>	<b>7,513</b>	<b>10,489</b>	<b>11,387</b>	<b>12,410</b>	营业外支出	9	21	5	5	5
短期借款	9	220	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>558</b>	<b>512</b>	<b>684</b>	<b>877</b>	<b>1,062</b>
应付票据及应付账款	678	1,102	936	1,164	1,384	所得税	59	51	68	87	106
其他	113	115	119	122	124	<b>净利润</b>	<b>499</b>	<b>461</b>	<b>616</b>	<b>790</b>	<b>956</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>800</b>	<b>1,436</b>	<b>1,055</b>	<b>1,285</b>	<b>1,508</b>	少数股东损益	8	17	9	12	14
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>491</b>	<b>443</b>	<b>607</b>	<b>778</b>	<b>942</b>
应付债券	683	0	600	600	600	每股收益(元)	0.35	0.32	0.44	0.56	0.68
其他	95	132	95	95	95						
<b>非流动负债合计</b>	<b>778</b>	<b>132</b>	<b>695</b>	<b>695</b>	<b>695</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,578</b>	<b>1,569</b>	<b>1,750</b>	<b>1,980</b>	<b>2,203</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	215	317	326	338	352	成长能力					
股本	1,156	1,218	1,391	1,391	1,391	营业收入	29.0%	7.5%	44.6%	25.5%	19.6%
资本公积	1,345	2,125	4,267	4,267	4,267	营业利润	4.1%	-6.6%	29.4%	28.1%	21.1%
留存收益	1,969	2,292	2,655	3,312	4,098	归属于母公司净利润	4.8%	-9.7%	36.9%	28.1%	21.1%
其他	128	(7)	100	100	100	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,814</b>	<b>5,944</b>	<b>8,739</b>	<b>9,407</b>	<b>10,207</b>	毛利率	27.8%	27.3%	25.7%	26.3%	26.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,391</b>	<b>7,513</b>	<b>10,489</b>	<b>11,387</b>	<b>12,410</b>	净利率	16.4%	13.8%	13.0%	13.3%	13.5%
						ROE	11.6%	8.7%	8.6%	8.9%	10.0%
						ROIC	10.3%	8.4%	7.9%	8.2%	9.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	24.7%	20.9%	16.7%	17.4%	17.8%
净利润	499	461	616	790	956	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	175	211	311	392	462	流动比率	3.44	2.20	5.55	4.88	4.91
财务费用	40	16	(0)	1	(2)	速动比率	2.92	1.85	4.97	4.29	4.31
投资损失	(222)	(95)	(102)	(110)	(119)	营运能力					
营运资金变动	202	212	(401)	(236)	(227)	应收账款周转率	4.6	4.0	4.6	4.5	4.4
其它	(116)	(263)	114	6	6	存货周转率	6.0	5.1	6.2	6.3	6.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>577</b>	<b>543</b>	<b>539</b>	<b>843</b>	<b>1,076</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	(760)	(795)	(870)	(870)	(350)	每股指标(元)					
长期投资	42	(92)	131	0	0	每股收益	0.35	0.32	0.44	0.56	0.68
其他	84	425	202	110	119	每股经营现金流	0.50	0.45	0.39	0.61	0.77
<b>投资活动现金流</b>	<b>(635)</b>	<b>(462)</b>	<b>(536)</b>	<b>(760)</b>	<b>(231)</b>	每股净资产	3.31	4.05	6.05	6.52	7.09
债权融资	(328)	(683)	600	0	0	估值比率					
股权融资	391	842	2,314	0	0	市盈率	40.2	44.5	32.5	25.4	21.0
其他	(202)	16	(463)	(123)	(154)	市净率	4.3	3.5	2.3	2.2	2.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(138)</b>	<b>174</b>	<b>2,451</b>	<b>(123)</b>	<b>(154)</b>	EV/EBITDA	24.0	24.8	18.8	14.8	12.3
汇率变动影响	(7)	(20)	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.0	34.4	27.4	21.4	17.7
<b>现金净增加额</b>	<b>(203)</b>	<b>235</b>	<b>2,454</b>	<b>(40)</b>	<b>691</b>						

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)