



Research and
Development Center

智能家居&车载镜头打开公司成长空间

——宇瞳光学（300790.SZ）首次覆盖报告

——新能源&智能汽车掘金系列（5）

2022年03月23日

蒋颖 通信行业首席分析师

S1500521010002

+86 15510689144

jiangying@cindasc.com

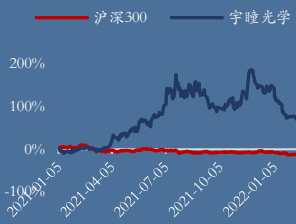
齐向阳 通信行业研究助理

+86 13681267388

qixiangyang@cindasc.com

证券研究报告
智能家居&车载镜头打开公司成长空间
公司研究

2022年03月23日

公司首次覆盖报告
宇瞳光学(300790)
投资评级 买入
上次评级


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	29.11
52周内股价波动区间(元)	51.94-18.67
最近一月涨跌幅(%)	-7.29
总股本(亿股)	2.25
流通A股比例(%)	48.22
总市值(亿元)	65.39

资料来源: 信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师
执业编号: S1500521010002
联系电话: +86 15510689144
邮箱: jiangying@cindasc.com

齐向阳 通信行业研究助理
联系电话: +86 13681267388
邮箱: qixiangyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

◆**安防镜头市场规模稳中有增, 公司深度绑定下游优质客户。**安防镜头市场受益于需求稳定增长与镜头高清化趋势, 总体市场规模稳中有增, 市场竞争格局良好, 有利于镜头企业的稳定经营。公司深度绑定海康、大华等国内安防龙头客户, 在海康、大华经历了短期去库存之后, 未来对安防镜头的需求量有望进一步回升; 同时公司积极保持与下游客户的良性沟通, 在产品方面不断突破, 未来在下游核心客户中承担的份额有望进一步提升, 助力公司长期成长。

◆**受益于 AIOT 时代新机遇, 智能家居安防市场空间广阔。**目前, 我国 5G 基建已经比较成熟, 相关新技术和新场景不断涌现, 物联网时代有望加速来临。智能家居作为物联网时代的主要应用场景之一, 具备市场空间大、产品价值量高和发展空间广阔等特点, 公司在原有产品矩阵的基础上积极布局物联网赛道, 聚焦智能门锁、家用摄像头及智能摄像头等一系列家用光学镜头产品, 未来伴随着物联网行业的不断发展, 公司消费级镜头方面的业务有望迎来快速增长期, 将有力提振公司业绩。

◆**积极布局车载镜头相关产品, 车载赛道打造公司发展第二曲线。**在汽车智能化大趋势下, 高级自动辅助驾驶 ADAS 市场空间维持高速增长, 车载镜头市场将充分受益。未来伴随着汽车智能化的进一步发展, 智能汽车销量和单车搭载光学镜头数量的有望同步提升。公司积极布局车载镜头领域, 开展相关产品的研发和测试工作, 并在多项技术上积极突破, 另外公司与车企、tier1 供应商展开积极合作, 未来有望充分受益于车载镜头市场的长期发展。

◆**盈利预测与投资评级:**公司深耕安防镜头市场, 与下游头部客户深度绑定, 基本盘比较稳固。同时, 公司紧跟物联网和汽车智能化大趋势, 积极布局消费级镜头与车载镜头, 打造公司第二成长曲线。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.42 亿元、3.05 亿元、3.95 亿元, 对应 PE 为 27.03 倍、21.45 倍、16.56 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

◆**风险因素:**新冠疫情蔓延影响、下游客户去库存进度不及预期、“5G+AI”发展不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,231	1,471	2,405	2,959	3,556
增长率 YoY %	23.39%	19.53%	63.46%	23.02%	20.16%
归属母公司净利润(百万元)	103	127	242	305	395
增长率 YoY%	5.45%	22.56%	90.88%	25.99%	29.53%
毛利率%	22.16%	21.75%	22.62%	22.20%	22.00%
净资产收益率 ROE%	8.68%	9.88%	16.39%	17.84%	19.63%
EPS(摊薄)(元)	0.90	0.60	1.08	1.36	1.76
市盈率 P/E(倍)	63.23	48.26	27.03	21.45	16.56
市净率 P/B(倍)	5.49	4.77	4.43	3.83	3.25

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 03 月 23 日收盘价

目 录

核心观点	4
一、深耕光学领域的安防镜头领军企业	5
二、公司稳步成长，业绩稳定性高	8
三、安防基本盘稳固，车载产品打开成长空间	11
（一）传统安防市场增速稳定，智能家居安防发展空间广阔	11
（二）车载镜头行业市场空间广阔	13
四、三大业务协同提振公司发展	15
五、盈利预测、估值与投资评级	17
六、风险因素	18

表 目 录

表 1: 公司主要产品介绍	7
表 2: 车载摄像头市场规模测算	14
表 3: 宇瞳光学业绩预测	17
表 4: 估值对比表	17

图 目 录

图 1: 宇瞳光学历史沿革	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 公司主要产品图片	6
图 4: 公司营收和归母净利润稳步增长（亿元）	8
图 5: 公司产品主要是定焦及变焦镜头（亿元）	8
图 6: 公司以国内业务为主（亿元）	8
图 7: 公司产品毛利率稳定	9
图 8: 公司销售管理费用率整体平稳	9
图 9: 公司研发投入持续增长（亿元）	10
图 10: 我国安防摄像头出货量稳步增长（亿颗）	11
图 11: 中国镜头厂商主导安防镜头行业	12
图 12: 家庭安防产品	12
图 13: 参与智能汽车的部分新能源车厂和科技公司	13
图 14: 公司安防镜头主要客户	15
图 15: 中国智能家居市场规模（亿元）	16

核心观点

安防镜头市场规模稳中有增，公司深度绑定下游优质客户。安防镜头市场受益于需求稳定增长与镜头高清化趋势，总体市场规模稳中有增，市场竞争格局良好，有利于镜头企业的稳定经营。公司深度绑定海康、大华等国内安防龙头客户，在海康、大华经历了短期去库存之后，未来对安防镜头的需求量有望进一步回升；同时公司积极保持与下游客户的良性沟通，在产品方面不断突破，未来在下游核心客户中承担的份额有望进一步提升，助力公司长期成长。

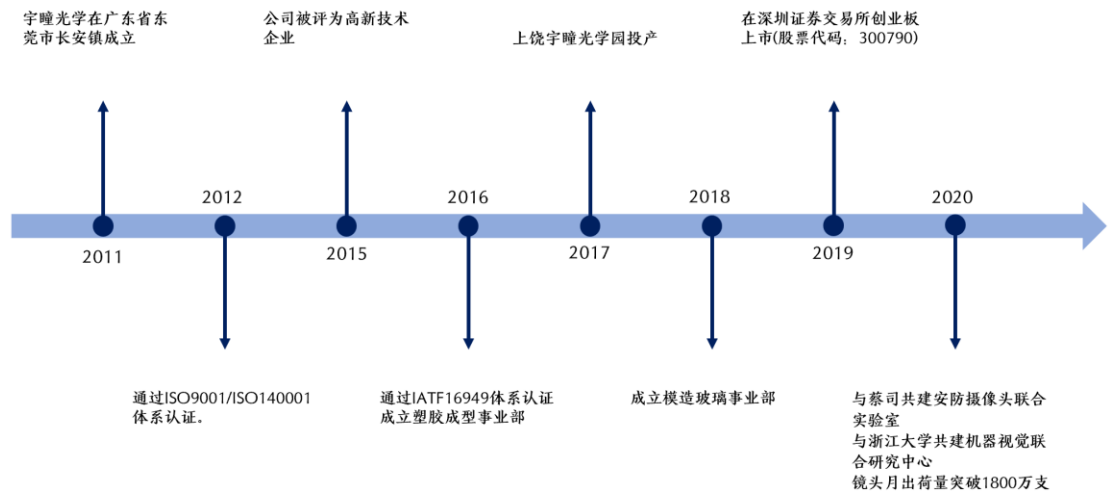
受益于 AIOT 时代新机遇，智能家居安防市场空间广阔。目前，我国 5G 基建已经比较成熟，相关新技术和新场景不断涌现，物联网时代有望加速来临。智能家居作为物联网时代的主要应用场景之一，具备市场空间大、产品价值量高和发展空间广阔等特点，公司在原有产品矩阵的基础上积极布局物联网赛道，聚焦智能门锁、家用摄像头及智能摄像头等一系列家用光学镜头产品，未来伴随着物联网行业的不断发展，公司消费级镜头方面的业务有望迎来快速增长期，将有力提振公司业绩。

积极布局车载镜头相关产品，车载赛道打造公司发展第二曲线。在汽车智能化大趋势下，高级自动辅助驾驶 ADAS 市场空间维持高速增长，车载镜头市场将充分受益。未来伴随着汽车智能化的进一步发展，智能汽车销量和单车搭载光学镜头数量的有望同步提升。公司积极布局车载镜头领域，开展相关产品的研发和测试工作，并在多项技术上积极突破，另外公司与车企、tier1 供应商展开积极合作，未来有望充分受益于车载镜头市场的长期发展。

一、深耕光学领域的安防镜头领军企业

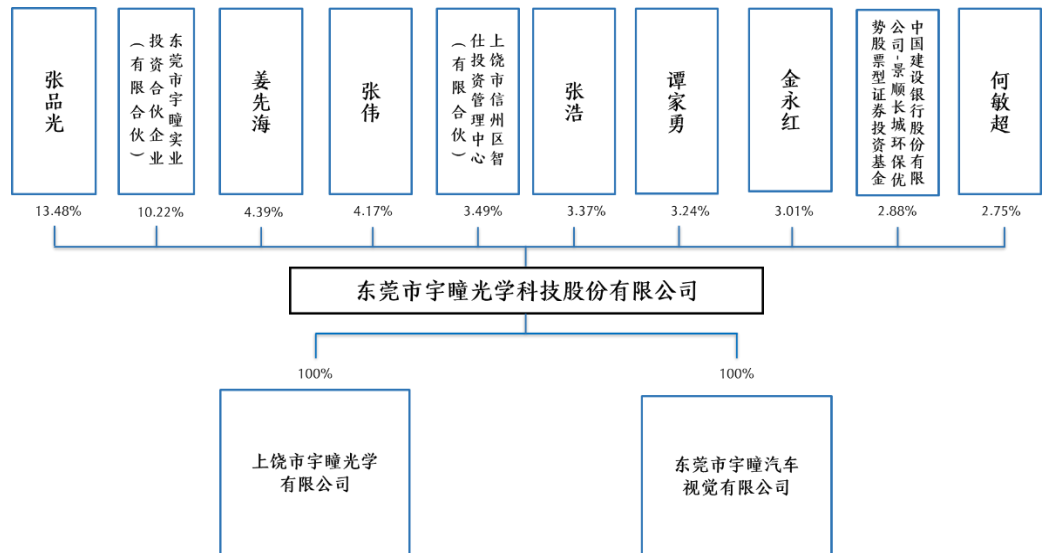
宇瞳光学是中国专业的光学解决方案提供商，是一家以技术和规模为核心能力的光学制造企业。2011年9月，宇瞳光学在广东省东莞市成立，2019年9月公司在深交所创业板上市。公司深耕光学镜头领域，专注于光学镜头相关产品的研发、生产、营销和售后服务，目前拥有东莞和上饶两处生产基地，深耕安防镜头行业，是我国安防镜头行业的领军企业，同时公司也在全面布局智能家居、车载镜头及机器视觉等领域，积极打造第二成长曲线。

图 1：宇瞳光学历史沿革



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司管理与技术背景深厚。公司实际控制人为张品光、姜先海、张伟、谭家勇、林炎明、谷晶晶、金永红、何敏超、张品章，九人合计持有 35.1% 的股份，具有公司经营控制权。公司管理层与核心技术人员管理与技术背景深厚，具备丰富的光学电子行业经验。董事长张品光拥有三十年的经营管理经验，具备优秀的管理能力和前瞻性行业思维；高级管理人员与核心技术人员中多人曾任职于亚洲光学、信泰光学、奥林巴斯等，光学设计研发经验丰富。同时，公司重视提高管理和技术人员的凝聚力与创造性，于 2021 年 10 月 25 日发布股权激励草案，拟授予 770.12 万股限制性股票，占总股本的 3.5146%，对象包括汽车视觉核心技术人员 14 人及核心技术人员 215 人。此外，公司旗下有两家全资子公司，分别是上饶市宇瞳光学有限公司和东莞市宇瞳汽车视觉有限公司，前者是公司除总部外的另一大光学镜头生产基地，后者是公司积极布局车载摄像头业务于 2021 年 8 月成立的。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 23 日）


资料来源：wind，信达证券研发中心

公司深耕光学镜头领域，应用场景广阔。目前，公司产品广泛应用非球面塑胶镜片、低色散玻璃镜片、非球面玻璃镜片，配合自主研发的像差矫正算法、温度补偿算法和公差优化算法，产品具有解析力高、信赖性好、超大光圈、日夜共焦等技术特点。产品具备优秀的成像品质和稳定的影像输出，广泛应用于安防、智能家居、机器视觉、车载等高精度光学系统。公司的国内客户主要包括海康威视、大华股份、普联技术、宇视科技、安联锐视等安防知名企业，同时，公司产品远销韩国、中国台湾、瑞典、俄罗斯、巴西等国家与地区。

重视自主创新，产品迭代升级。公司产品按照光学设计技术可分为三代：第一代玻璃球面系列镜头；第二代为玻塑混合系列镜头；为及时把握安防镜头发展方向和细分趋势，公司研制开发第三代功能细分系列镜头，在第二代镜头的基础上细分出三个子系列：高像素系列镜头（8MP-12MP）、星光级系列镜头（F1.6）、黑光级系列镜头（F0.98-F0.8）。依托玻塑混合的技术优势，公司的镜头产品满足了安防厂商对性能的需求，且具有价格优势。目前，公司已研制生产出超星光系列、一体机系列、4K 系列、变焦系列、星光级定焦系列、通用定焦系列、大角度定焦系列、鱼眼系列、CS 系列等众多系列产品，进一步巩固了公司在光学镜头领域的竞争优势。

图 3：公司主要产品图片


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

积极布局车载镜头及家庭消费类市场，发展潜力巨大。随着智能制造、自动驾驶的发展，对车载镜头的潜在需求进一步加大。公司设立东莞市宇瞳汽车视觉有限公司，正式进入车载领域。目前宇瞳光学车载产品用于车载后装，有非球面玻璃的技术和产品储备，玻璃非球面镜片产量达到行业中等偏上水平，主要用于制造高端镜头。同时，消费类安防市场中以萤石、乐橙为代表的企业对消费类镜头的需求日益提升，公司在服务传统安防大客户海康、大华的同时，也已成功开发海雀、小米小蚁、360 和 TP Link 等新客户。

表 1: 公司主要产品介绍

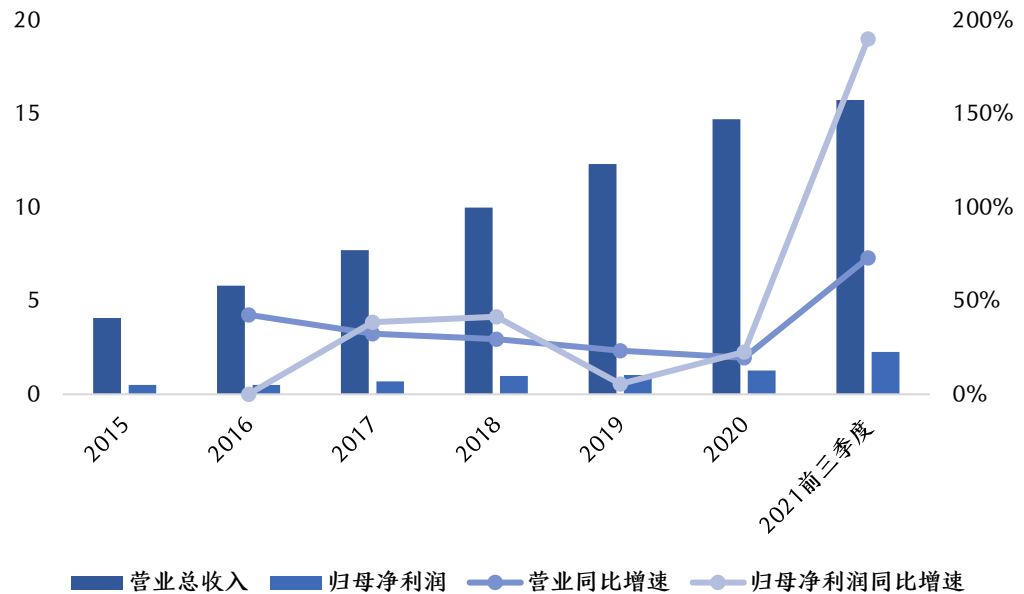
类别	代表型号	产品
安防镜头类	通用定焦系列	YT1009、YT1010、YT1016、YT1017、YT1028、YT1037、YT1050、YT1066 等 安防镜头的主流规格设计，具备高清分辨率，IR-CUT 日夜切换，高环境稳定性等特点
	高分辨率系列	YT1012、YT1035、YT1039、YT1047、YT1070、YT1071 等 在安防镜头主流规格的基础上，提高分辨率性能，设计像素高达 1200 万，可支持 4K 模式监控的需求，成像画质清晰，细节分辨能力高
	星光级系列	YT1040、YT1036、YT1042、YT1058、YT1072、YT1073 等 在安防镜头主流规格的基础上，加大通光量，最大光圈可达 F1.6，为夜间监控高清化，及全彩监控视频提供支撑
	黑光级系列	YT1031、YT1043、YT1068、YT1069 等 在星光级镜头的基础上进一步加大通光量，最大光圈可达 F0.8，在接近黑暗的夜晚仍能实现全彩图像输送
	鱼眼系列	YT7001、YT7002、YT7005、YT7003 等 针对不同感光元件开发多款鱼眼镜头，有效视场角超过 180°，畸变小分辨率高，可用于 360° 监控等领域
	微型定焦系列	YT1013、YT1021、YT1038 等 通过压缩光学总长来满足摄像机小型化需求，广泛应用于智能家居、智能终端等领域
	手动变焦系列	YT3010、YT3013、YT3015、YT3018、YT3019、YT3021、YT3002、YT3017 等 连续可变的焦距，手动调节焦距变化
	电动变焦系列	YT3013-JZ、YT3015-JZ、YT0622-JZ、YT3017-JZ、YT3021-JZ、YT3005、YT3022 等 通过电机驱动，可实现焦距的自动变化，满足不同距离事物的监控
	CS 系列	YT3011CS、YT3017CS、YT3016CS、YT0622.IR、YT0550D.IR 等 CS 接口，手动变焦，标配自动光圈，支持红外波段
	一体机系列	YT1012、YT1035、YT1039、YT1047、YT1070、YT1071 等 涵盖不同变焦倍率的一体机，体积小，变焦快速、精准
车载镜头类	YT8052、YT8005 等 可用于行车记录仪及前、后行车影像等	
机器视觉镜头类	YT6010、YT6012、YT6013、YT6015、YT6016、YT6017、YT6018、YT6019、YT6020、YT6021 等 涵盖机器视觉设备常用的焦距段，最大支持 1.1 英寸感光元件，分辨率高、畸变小	
头盔显示目镜类	YT9006、YT9003、YT9002 等 支持靶面大、畸变小、分辨率高，适用于 VRAR 类产品，可根据客户需求定制	

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

二、公司稳步成长，业绩稳定性高

公司营收和归母净利润呈现稳步增长趋势，公司业绩确定性强。2015-2020年，公司营收从4.08亿元增长到14.71亿元，年复合增长率为29.24%；同期归母净利润从0.50亿元增长至1.27亿元，年复合增长率为20.49%。2021年前三季度营业收入实现15.73亿元，同比增长72.91%；归母净利润实现2.26亿元，同比增长190.16%。公司2021年前三季度营收及归母净利润实现高速增长，一方面是由于高度自动化、规模化生产提高产量、降低成本，另一方面得益于产品结构改善带来的整体盈利能力提升。

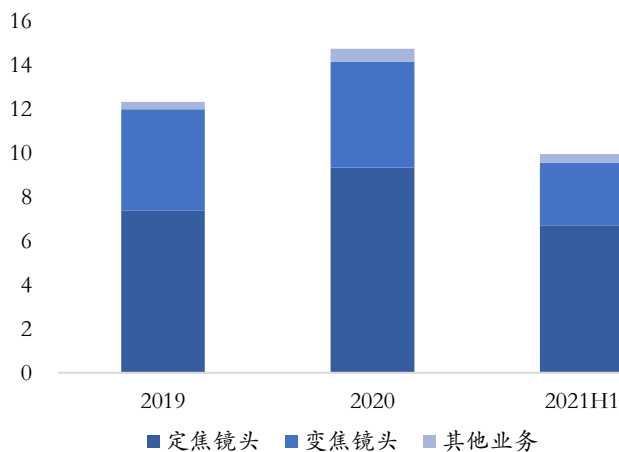
图4：公司营收和归母净利润稳步增长（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

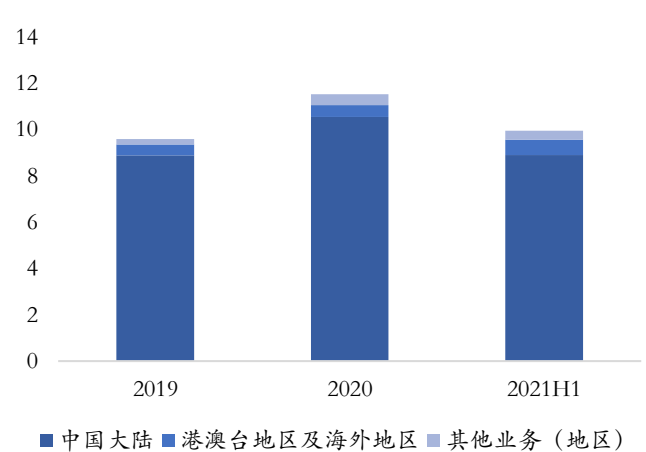
公司产品以定焦及变焦镜头为主，营业收入主要来自中国大陆厂商。公司主要客户是以海康威视、大华股份为代表的国内安防企业，产品主要以定焦及变焦镜头为主。2021H1公司定焦镜头营收实现6.68亿元，占比达67.15%，变焦镜头营收实现2.87亿元，占比达28.89%，两者总计占比96.04%，贡献了公司绝大部分的营收。分地域来看，目前公司海外业务收入占比较低，主要以国内业务为主。

图5：公司产品主要是定焦及变焦镜头（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

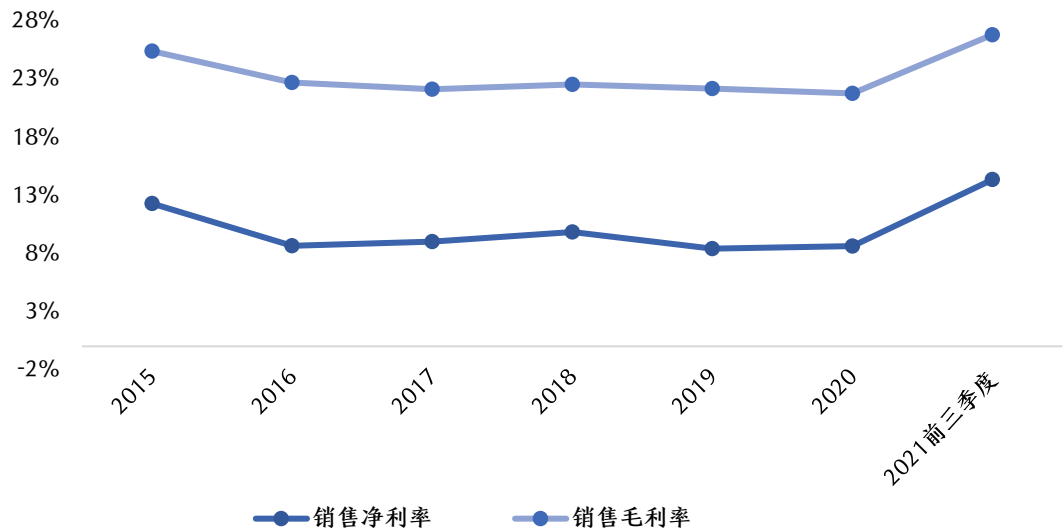
图6：公司以国内业务为主（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司盈利能力稳健，2021 年前三季度毛利率和净利率同比明显提升。规模效应叠加产品结构改善，公司 2021 前三季度毛利率和净利率分别达到了 26.8%/14.3%，较去年同期提升了 5.13 个百分点和 5.80 个百分点。公司毛利率和净利率水平的提升一方面体现了公司产品结构的不断优化，另一方面体现了公司良好的管理能力及对产品良率和设备利用率的有效管控能力。

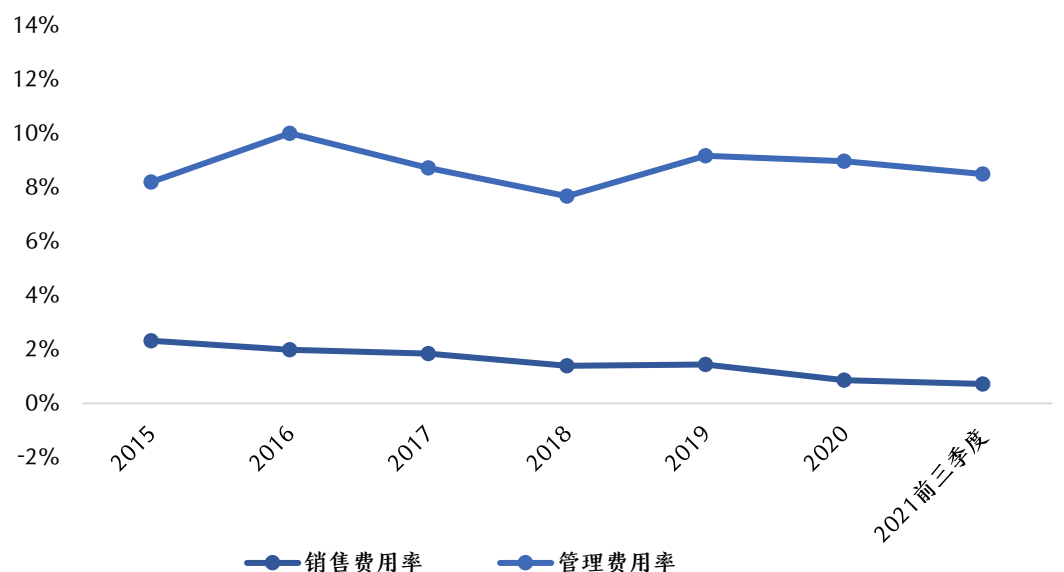
图 7：公司产品毛利率稳定



资料来源：wind，信达证券研发中心

销售管理费率小幅下降，公司费用管控能力不断增强。综合来看，随着公司营收规模不断扩大，公司近年来销售管理费率呈现小幅下降趋势。2018-2020 年管理费用率分别为 3.72%/4.29%/3.88%，销售费用率分别为 1.39%/3.44%/0.86%；2021 前三季度销售费用率和管理费用率分别为 0.72%/8.49%，体现了公司良好的管理水平和费控能力。未来在公司管理层的有效管理下，公司有望进一步增厚利润空间，提升整体盈利能力。

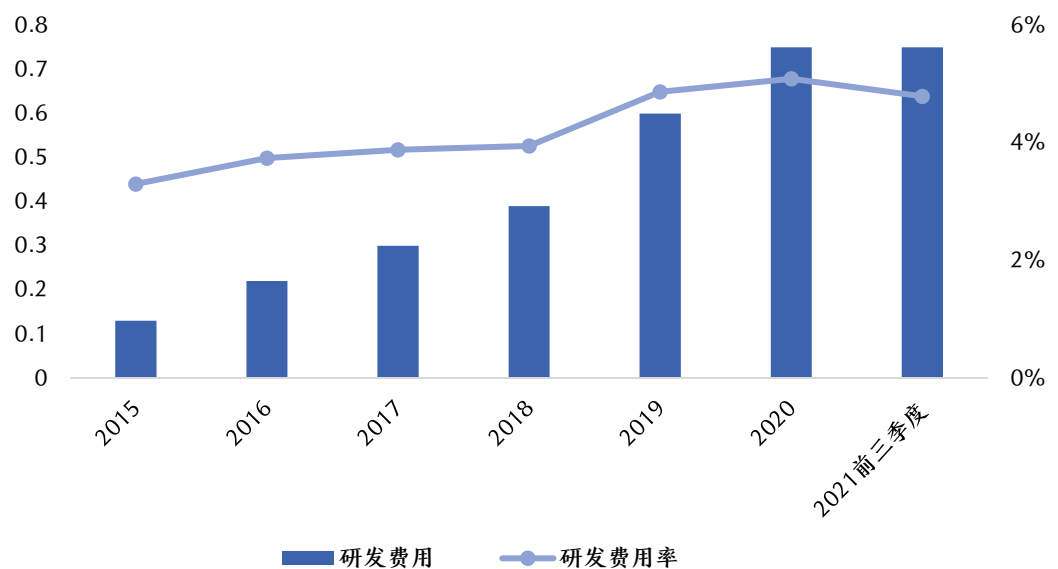
图 8：公司销售管理费率整体平稳



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司注重研发投入，不断进行技术创新和开发，掌握行业核心技术。公司的研发费率近年来小幅上升，从2018年的3.95%上升至2020年的5.09%。同时，公司技术开发取得明显成效，“1/1.8英寸800万像素星光级定焦镜头”、“1/1.8英寸800万像素定光圈变焦镜头”、“超广角车载镜头”、“超广角智能家居可视门禁镜头”、“3.5倍变焦4K超高清镜头”、“超星光级高清定焦镜头”等10款产品获广东省高新技术产品认定。截至2020年末，公司共获得专利授权227项，并已研发出多款机器视觉镜头，在变焦镜头、车载镜头、鱼眼镜头等产品的研发中取得了重要突破。此外，公司加大人才引进力度，与高校深入开展产学研合作，整合优势资源，共同搭建优质人才培养平台，保证公司科研梯队式储备战略的顺利实施，提高公司核心技术团队的活力和创新能力，增强公司的核心竞争力。

图9：公司研发投入持续增长（亿元）



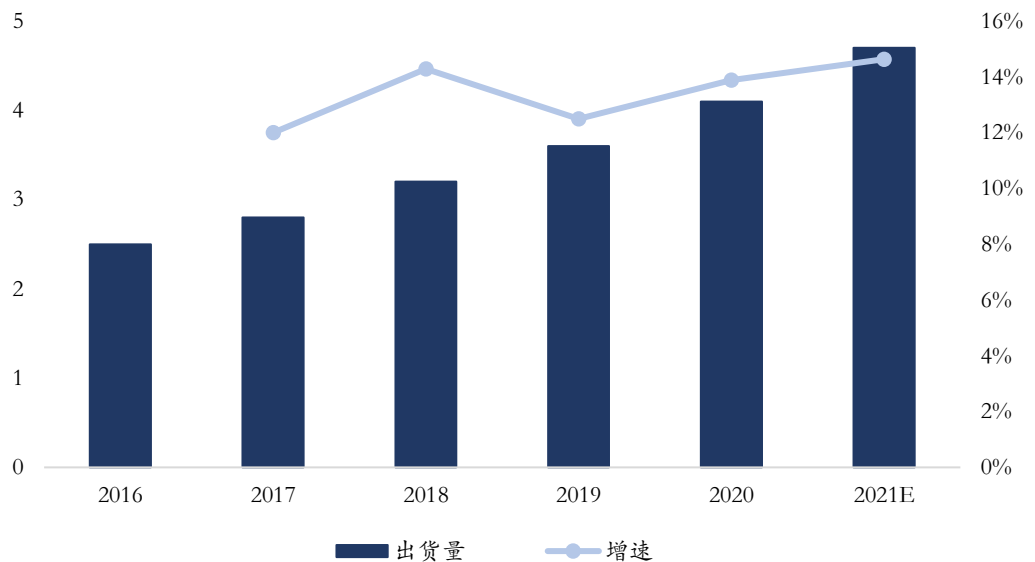
资料来源：wind，信达证券研发中心

三、安防基本盘稳固，车载产品打开成长空间

（一）传统安防市场增速稳定，智能家居安防发展空间广阔

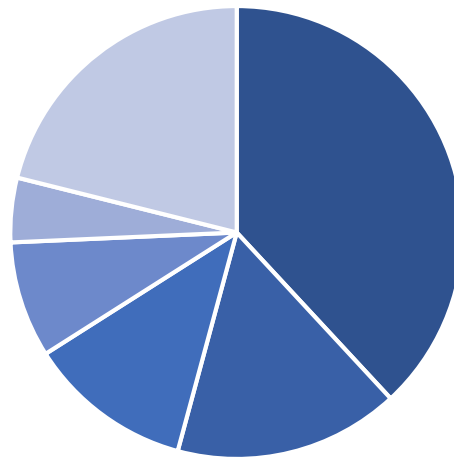
专业安防镜头增速稳定，市场空间尚未达到“天花板”。我国传统安防镜头近几年保持稳步增长，2016年至2021年，我国安防摄像头出货量从2.5亿颗增长至4.7亿颗，年均复合增速为13.46%。随着城市化进程加快，城市人口规模逐渐扩大，城市运行系统日益复杂，安全防范成为城市健康发展的刚性需求。安防行业有效支撑平安城市、雪亮工程、智慧城市建设，政府高度重视建设更高水平平安中国，安防行业又迎来一次难得的发展机遇。另外，农村安防需求迫切，安防镜头未来将进一步向农村市场下沉。受限于治安管理水平，农村盗窃、交通事故、犯罪等安防问题突出，且随着城镇化进程的推进，农村孤寡老人、留守儿童占比逐渐提升，农村的安全防护问题日渐受关注。《中国安防行业“十四五”发展规划（2021-2025年）》指出，要研发适用于乡村的安防产品和解决方案，我国安防市场将逐步向乡村下沉，进一步拓展市场空间。

图 10：我国安防摄像头出货量稳步增长（亿颗）



资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

安防镜头行业目前由中国供应商占据主导地位，各企业产品结构存在差异，市场形成互补格局。根据 TSR 发布的数据，前五名监控摄像机镜头供应商市场份额占全球监控摄像机镜头 78.9%，行业集中度高。其中，宇瞳光学在全球监控摄像机镜头市场份额为 38.1%，位居全球第一，第二名舜宇占比 16.1%，第三名联合光电占比 11.8%。生产安防镜头的企业产品结构差异较大，安防市场呈现互补格局。安防镜头包括定焦镜头、小倍率变焦镜头、大倍率变焦镜头。宇瞳光学在定焦镜头和小倍率变焦镜头上处于行业领军地位，在高性价比市场具有极强的竞争优势。

图 11：2020 年国内安防镜头市场竞争格局


■ 宇瞳光学 ■ 舜宇光学 ■ 福光股份 ■ 福特科 ■ 厦门力鼎 ■ 其他

资料来源：TSR，前瞻网，信达证券研发中心

智能家居安防市场方兴未艾，开启安防行业新一轮成长。智能家居安防产品从家用摄像头延展到智能门锁、智能猫眼等。起初家用摄像头普及率较低，因为传统观念普遍认为在家中安装摄像头是对亲人的监视。但随着中国人口老龄化程度加深、子女与父母分居现象增加、越来越多的人养宠物，远程看护家中老人小孩以及宠物成为家用摄像头的重要功能。现有的家用摄像头形态多样，云台式、卡片片机等摄像头可置于较隐蔽的位置，减少家人“被监视”的不适感。除了看护家人外，家用摄像头也起到防范入室盗窃的作用。另外，智能门锁、智能门铃通过人脸识别提高安全性，可视门铃、可视智能门锁可实现对门外场景的监控，也越来越受到独居人士的青睐。

图 12：家庭安防产品


资料来源：乐橙官网，信达证券研发中心

（二）车载镜头行业市场空间广阔

汽车智能化成为必然趋势。电动车与物联网之间具有天然的耦合性，汽车智能化是未来发展的必然趋势。伴随着 5G 基建和 5G 技术的进一步成熟，物联网终端快速增长，物联网生态有望迎来发展的黄金时期，而电动车作为以电力为直接能源的终端，具备使用时间长、可扩展性强、空间大等优势，是理想的下一代物联网流量入口，在汽车电动化和物联网迅速发展的双重利好推动下，汽车智能化成为发展的必然趋势，智能汽车有望迎来高速发展时期。

图 13：参与智能汽车的部分新能源车厂和科技公司



资料来源：信达证券研发中心

车载镜头需求量大，未来发展确定性强。我们认为，短期内视觉感知系统会显著拉升车载镜头的需求量，并伴随着各种雷达的降价，车载镜头需求量将会进一步提升：1) 以高清摄像头为基础的视觉感知方案在短期内将显著拉动车载镜头需求量：当前，以激光雷达和毫米波雷达为主的雷达系感知系统成本昂贵，相较之下纯视觉系感知系统拥有更高的性价比，故目前摄像头作为传感器更容易被车企接受。一般来说，智能汽车一般需要配备前视、后视、环视、内视多方向的摄像头，目前主流车企搭载的摄像头远低于理论数量，短期内在汽车智能化趋势的驱动下，视觉方案有望显著提振车载镜头需求；2) 伴随雷达感知系统的降价，车载镜头需求量将会进一步提升：雷达感知系统与视觉感知系统并不是纯粹的替代关系，而是在一定程度上相辅相成、互相融合，例如使用激光雷达的极狐阿尔法 S 华为 HI 车型就需要摄像头 12 个，数量比采用纯视觉系的特斯拉还要多。未来伴随着各种雷达的降价，雷达感知系统的快速普及有望为车载镜头打造第二条增长曲线，显著提升车载镜头需求。

车载镜头市场广阔，2030 年国内市场规模有望近 400 亿元。据华经情报网数据，2017-2020 年我国车载镜头出货量从 1690 万颗增长至 4263 万颗，年复合增长率达 36.13%。根据中国汽车工程学会预测数据，2025 年、2030 年我国销售新车联网比率将分别达到 80%、100%，联网汽车销售规模将分别达到 2800 万辆、3800 万辆。不考虑非智能车型，假设平均单个车载摄像头 100 元，以每辆智能汽车打造 8 个摄像头预测，则我国到 2025 年车载摄像头市场规模将达到 2.24 亿个，我们预测车载摄像头市场空间为 196-252 亿元，2030 年车载摄像头市场将达到 3.04 亿个，我们预测车载摄像头市场空间为 289-380 亿元。

表 2: 车载摄像头市场规模测算

		销售新车联网比率	对应联网汽车数量	单车搭载摄像头	车载摄像头市场规模
2025 年	乐观预期	90%	3150 万辆	8 个	252 亿元
	中性预期	80%	2800 万辆	8 个	224 亿元
	悲观预期	70%	2450 万辆	8 个	196 亿元
2030 年	乐观预期	100%	3800 万辆	10 个	380 亿元
	中性预期	100%	3800 万辆	8 个	304 亿元
	悲观预期	95%	3610 万辆	8 个	289 亿元

资料来源: 信达证券研发中心

四、三大业务协同提振公司发展

安防镜头市场规模稳中有增，整体市场格局良好。一方面受益于安防市场整体需求稳定增长，另一方面受益于安防镜头高清化趋势下单品价值量的提升，安防镜头市场总体规模稳中有增。目前安防镜头整体市场竞争格局比较稳定，各企业每年稳定推出新品镜头，整体产品毛利率水平比较稳定，良好的市场环境有助于安防镜头相关企业的稳定经营。

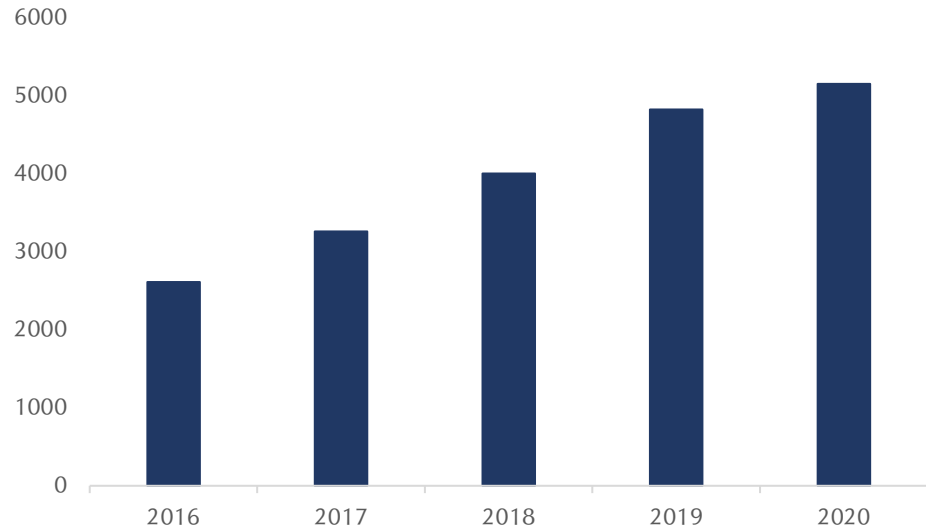
深度绑定下游优质客户，订单量有望进一步增长。公司深度绑定的海康、大华等国内安防龙头客户，据公司年报数据，2020年前5大客户销售总额占比达70.58%，有助于公司业绩的长期稳定发展。另外，公司下游客户在经历了短期去库存动作之后，未来对安防镜头的需求量有望进一步回升；公司积极保持与下游客户的良性沟通，在产品方面不断突破，未来在下游核心客户中承担的份额有望进一步提升。

图 14：公司安防镜头主要客户



资料来源：信达证券研发中心

受益 AIOT 时代机遇，智能家居安防市场空间广阔。目前，我国 5G 基建已经比较成熟，相关新技术和新场景不断涌现，物联网时代有望加速来临。智能家居作为物联网时代的主要应用场景之一，具备市场空间大、产品价值量高和发展空间广阔等特点，公司在原有产品矩阵的基础上积极布局物联网赛道，聚焦智能门锁、家用摄像头及智能摄像头等一系列家用光学镜头产品，未来伴随着物联网趋势的加速发展，公司消费级镜头方面的业务有望迎来高速发展，有力提振公司业绩。

图 15: 中国智能家居市场规模 (亿元)


资料来源: 前瞻产业院, 信达证券研发中心

积极布局车载镜头相关产品, 车载赛道打造公司发展第二曲线。在汽车智能化的大趋势下, 高级自动辅助驾驶 ADAS 市场空间维持高速增长, 车载镜头市场充分受益。目前智能汽车销量占汽车总销量的比例仍然较低, 汽车智能化程度依旧不足, 未来伴随着汽车智能化的进一步发展, 智能汽车销量和单车搭载光学镜头数量的同步提升有望迅速放大车载镜头市场份额。公司积极布局车载镜头领域, 开展相关产品的研发和测试工作, 并在多项技术上积极突破, 另外公司与车企、tier1 供应商展开积极合作, 未来有望充分受益于车载镜头市场的高景气度。

五、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测及假设

公司深耕安防镜头市场，与下游头部客户深度绑定，基本盘比较稳固。同时，公司紧跟物联网和汽车智能化大趋势，积极布局消费级镜头与车载镜头，打造公司第二成长曲线。

公司主营业务基本假设如下：

1) 定焦镜头：公司定焦镜头产品主要应用于安防及智能家居等领域，未来预计下游需求稳步增长，预计公司定焦镜头业务保持较快增速增长；

2) 变焦镜头：公司变焦镜头产品主要应用于安防及车载等领域，未来伴随安防市场需求稳步增长及汽车智能化趋势，预计公司变焦镜头业务保持较快增速增长；

3) 其他业务：预计未来几年保持较快增速增长。

表 3：宇瞳光业绩预测

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,231	1,471	2,405	2,959	3,556
同比(%)	23.39%	19.53%	63.46%	23.02%	20.16%
归属母公司净利润	103	127	242	305	395
同比(%)	5.45%	22.56%	90.88%	25.99%	29.53%
毛利率(%)	22.16%	21.75%	22.62%	22.20%	22.00%
ROE(%)	8.68%	9.88%	16.39%	17.84%	19.63%
EPS (摊薄) (元)	0.90	0.60	1.08	1.36	1.76
P/E	63.23	48.26	27.03	21.45	16.56
P/B	5.49	4.77	4.43	3.83	3.25

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2022 年 03 月 23 日）

2、估值分析与投资评级

我们选取永新光学、水晶光电和联创电子等企业作为可比上市公司，2021 年三家上市公司平均 PE 为 44.02 倍。考虑到公司深耕安防镜头市场，与下游头部客户深度绑定，基本盘比较稳固。同时，公司紧跟物联网和汽车智能化大趋势，积极布局消费级镜头与车载镜头，打造公司第二成长曲线。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.42 亿元、3.05 亿元、3.95 亿元，对应 PE 为 27.03 倍、21.45 倍、16.56 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：估值对比表

公司	代码	股价	市值 (亿元)	EPS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
永新光学	603297.SH	116.75	128.98	2.28	2.43	3.10	51.21	48.05	37.66
水晶光电	002273.SZ	11.64	161.87	0.41	0.50	0.60	28.39	23.28	19.40
联创电子	002036.SZ	16.55	175.90	0.32	0.46	0.66	52.46	36.30	25.14
平均估值				1.00	1.13	1.45	44.02	35.88	27.40
宇瞳光学	300790.SZ	29.11	65.39	1.08	1.36	1.76	27.03	21.45	16.56

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2022 年 03 月 23 日）

六、风险因素

1、新冠疫情蔓延影响

受疫情反复蔓延影响，一方面，未来国家财政可能收紧，公共安防支出或将减少，光学镜头需求将受影响；另一方面，经济下行影响消费景气度，安防视频监控、自动驾驶、机器视觉、智能家居等需求可能受影响，进而影响光学镜头需求。

2、下游客户去库存进度不及预期

公司下游客户比较集中，若下游客户去库存速度不及预期，会影响公司产品出货量，进而对公司业绩造成负面影响。

3、“5G+AI”发展不及预期

在国内安防视频监控行业竞争激烈及城市运行系统日益复杂催生安全管控新需求的背景下，传统安防行业转型升级迫在眉睫。“5G+AI”是视频监控行业迈向超高清、智能化的助推器。如果未来 5G 和 AI 的发展不及预期，将减缓传统安防行业转型升级的进程，从而影响公司盈利能力。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E	
流动资产	1,199	1,344	2,718	3,323	2,967	
货币资金	157	224	926	1,115	312	
应收票据	0	60	99	122	146	
应收账款	304	599	949	1,168	1,404	
预付账款	2	2	4	5	5	
存货	257	371	595	737	887	
其他	478	88	144	178	213	
非流动资产	923	1,383	1,523	1,648	1,758	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	536	703	859	997	1,119	
无形资产	64	64	58	52	47	
其他	323	616	606	598	592	
资产总计	2,122	2,727	4,241	4,971	4,725	
流动负债	878	1,135	2,455	2,953	2,404	
短期借款	205	408	1,404	1,677	887	
应付票据	145	50	81	100	120	
应付账款	342	537	869	1,074	1,294	
其他	185	140	101	102	102	
非流动负债	52	310	310	310	310	
长期借款	0	271	271	271	271	
其他	52	39	39	39	39	
负债合计	930	1,444	2,765	3,263	2,714	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,191	1,282	1,476	1,708	2,012	
负债和股东权益	2,122	2,727	4,241	4,971	4,725	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E	
营业总收入	1,231	1,471	2,405	2,959	3,556	
同比(%)	23.4%	19.5%	63.5%	23.0%	20.2%	
归属母公司净利润	103	127	242	305	395	
同比(%)	5.5%	22.6%	90.9%	26.0%	29.5%	
毛利率(%)	22.2%	21.8%	22.6%	22.2%	22.0%	
ROE(%)	8.7%	9.9%	16.4%	17.8%	19.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.90	0.60	1.08	1.36	1.76	
P/E	63.23	48.26	27.03	21.45	16.56	
P/B	5.49	4.77	4.43	3.83	3.25	
EV/EBITDA	47.25	36.46	22.47	18.39	14.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E	
营业总收入	1,231	1,471	2,405	2,959	3,556	
营业成本	958	1,151	1,861	2,302	2,773	
营业税金及附加	6	4	7	8	10	
销售费用	18	13	31	27	28	
管理费用	53	57	94	112	124	
研发费用	60	75	123	149	156	
财务费用	22	24	22	23	23	
减值损失合计	-4	-13	0	0	0	
投资净收益	2	8	3	4	5	
其他	4	5	5	4	5	
营业利润	116	147	275	347	449	
营业外收支	-1	-1	0	0	0	
利润总额	115	146	275	347	449	
所得税	12	19	33	42	55	
净利润	103	127	242	305	395	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	103	127	242	305	395	
EBITDA	189	245	398	486	603	
EPS(当年)(元)	0.90	0.60	1.08	1.36	1.76	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E	
经营活动现金	297	32	48	244	332	
净利润	103	127	242	305	395	
折旧摊销	80	112	100	116	131	
财务费用	22	25	22	23	23	
投资损失	-31	-1	-6	-8	-9	
营运资金变动	84	-231	-321	-199	-215	
其它	9	6	12	8	8	
投资活动现金流	-702	-302	-233	-232	-231	
资本支出	-376	-645	-241	-241	-241	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	-326	343	8	9	10	
筹资活动现金流	525	330	887	177	-905	
吸收投资	474	51	78	73	91	
借款	119	402	958	272	-790	
支付利息或股息	-22	-67	-85	-95	-115	
现金净增加额	120	60	702	189	-803	

研究团队简介

蒋颖，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

石瑜捷，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

齐向阳，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jliali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。