

手机光学业务疲软，积极布局车载、AR/VR 等多个赛道

核心观点

- **智能手机市场需求疲软及摄像头降规降配态势延续，公司盈利能力承压。**受疫情反复、芯片短缺、俄乌冲突及通货膨胀等影响，2022 上半年公司实现营业收入 169.72 亿元，较去年同期下降约 14.4%，主要由于：1) 智能手机市场需求疲软以及智能手机摄像头呈现降规降配态势，使得手机镜头及手机摄像头模组出货量同比下降，并加大了平均销售价格的压力；2) 车载镜头和车载模组增速不及预期。盈利能力方面，2022 上半年公司毛利约 35.22 亿元，较去年同期下降约 28.8%；毛利率约 20.8%，较去年同期下降约 4.1pct；归母净利润约 13.6 亿元，同比下降 51.9%。
- **公司手机镜头、摄像头模组业绩不及预期，研发能力与客户黏性等的加强助力巩固市场领先地位。**手机镜头业务方面，2022 上半年出货量较去年同期下降约 9.1%至约 6.52 亿件，市场竞争仍然激烈；摄像头模组方面，出货量较去年同期下降约 20.1%至约 2.89 亿件。同时，公司不断加强研发能力及工程技术能力，进一步增强与国内客户的黏性、积极拓展海外客户业务，两亿像素超薄镜头、内对焦摄像模组等多款高规格手机镜头及摄像模组完成研发，两亿像素超大像面镜头、超大像面 OIS 摄像模组等多款手机镜头及摄像模组实现量产，市场份额全球第一的地位持续稳固，业绩有望于智能手机市场回暖阶段重回升级趋势。
- **多条赛道持续发力，公司业务有望在中长期迎来可观增长。**2022 上半年公司车载镜头出货量较去年同期小幅上升约 0.8%至约 3.8 千万件，全球龙头地位稳固，多款产品的研发与量产进一步提升综合竞争实力。车载模组方面，公司已完成 800 万像素 A-PHY 传输技术车载模块及 500 万像素座舱成员监测（「OMS」）车载模块等的研发，并新增多个量产项目与定点项目。此外，公司积极拓展多个赛道：紧抓元宇宙浪潮，AR 光机投影镜头完成研发，新一代 VR 空间定位镜头与 VR pancake 模块实现量产；持续开拓机器人视觉业务，完成第一代标准化产品研发，3D 视觉模组等产品已实现量产出货。公司积极布局多项业务，打开全新成长天花板，中长期有望成为驱动业绩增量的重要引擎。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 3.05、3.72、4.44 元（原 22-24 年预测为 5.46、6.36、7.07 元，主要下调了手机镜头及摄像模组收入及毛利率预测，上调研发及管理费用率），根据可比公司 22 年平均 41 倍 PE 估值水平，给予 146.09 港元目标价（人民币港币汇率采用 1: 1.16），维持买入评级。

风险提示

- 全球智能手机市场需求持续疲软；疫情反复影响下游需求；车载业务和 AR/VR 相关产品不及预期；研发进程不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	38,092	37,564	35,391	39,875	44,022
同比增长(%)	0.5%	-1.4%	-5.8%	12.7%	10.4%
营业利润(百万元)	5,256	5,129	3,545	4,415	5,305
同比增长(%)	12.5%	-2.4%	-30.9%	24.5%	20.1%
归属母公司净利润(百万元)	4,872	4,988	3,345	4,085	4,873
同比增长(%)	22.1%	2.4%	-32.9%	22.1%	19.3%
每股收益(元)	4.44	4.55	3.05	3.72	4.44
毛利率(%)	22.9%	23.3%	20.9%	21.3%	21.7%
净利率(%)	12.8%	13.3%	9.5%	10.2%	11.1%
净资产收益率(%)	33.4%	26.8%	15.3%	16.6%	17.3%
市盈率(倍)	23.3	22.8	33.9	27.8	23.3
市净率(倍)	6.8	5.5	4.9	4.3	3.8

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（维持）
股价（2022年08月18日）	119.7 港元
目标价格	146.09 港元
52 周最高价/最低价	255.42/92.62 港元
总股本/流通 H 股（万股）	109,685/109,685
H 股市值（百万港币）	131,293
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 08 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.48	7.74	6.34	-44.89
相对表现	0.11	12.93	10.6	-21.3
恒生指数	-1.59	-5.19	-4.26	-23.59



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

联系人

李庭旭 litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

车载光学、AR/VR 业务快速增长 2022-03-26
业绩稳步增长，盈利能力显著提升 2021-08-17
国内光学龙头，手机、车载双擎驱动成长 2021-07-23

盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 3.05、3.72、4.44 元（原 22-24 年预测为 5.46、6.36、7.07 元，主要下调了手机镜头及摄像模组收入及毛利率预测，上调研发及管理费用率），根据可比公司 22 年平均 41 倍 PE 估值水平，给予 146.09 港元目标价（人民币港币汇率采用 1: 1.16），维持买入评级。

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
光学产品收入（百万元）	31502	34811	37274	26422	30045	33449
变动幅度				-16.1%	-13.7%	-10.3%
毛利率	14.2%	14.2%	14.2%	12.5%	13.0%	13.5%
变动幅度				-1.7%	-1.2%	-0.7%
光学零件收入（百万元）	11085	13040	14843	8414	9200	9886
变动幅度				-24.1%	-29.4%	-33.4%
毛利率	41.5%	41.9%	41.9%	37.0%	38.0%	39.0%
变动幅度				-4.5%	-3.9%	-2.9%
光学仪器收入（百万元）	447	493	517	488	563	621
变动幅度				9.1%	14.3%	20.0%
毛利率	45.10%	45.10%	45.10%	45.60%	45.80%	45.90%
变动幅度				0.5%	0.7%	0.8%
整体收入（百万元）	43035	48343	52635	35324	39809	43955
变动幅度				-17.9%	-17.7%	-16.5%
综合毛利率	24.2%	24.6%	24.8%	20.9%	21.3%	21.7%
变动幅度				-3.3%	-3.2%	-3.1%
研发费用率	6.70%	6.50%	6.50%	8.00%	7.50%	7.00%
变动幅度				1.3%	1.0%	0.5%
管理费用率	1.80%	1.75%	1.75%	2.30%	2.10%	2.00%
变动幅度				0.5%	0.4%	0.3%

数据来源：东方证券研究所

图 2：主要财务数据变动分析表

	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	43,101	48,410	52,702	35,391	39,875	44,022
变动幅度				-17.9%	-17.6%	-16.5%
营业利润(百万元)	6,476	7,562	8,371	3,545	4,415	5,305
变动幅度				-45.3%	-41.6%	-36.6%
归母净利润(百万元)	5,989	6,976	7,750	3,345	4,085	4,873
变动幅度				-44.1%	-41.4%	-37.1%
每股收益(元)	5.46	6.36	7.07	3.05	3.72	4.44
变动幅度				-44.1%	-41.4%	-37.1%
毛利率	24.2%	24.6%	24.8%	20.9%	21.3%	21.7%
变动幅度				-3.3%	-3.2%	-3.1%
净利率	13.9%	14.4%	14.7%	9.5%	10.2%	11.1%
变动幅度				-4.4%	-4.2%	-3.6%

数据来源：东方证券研究所

图 3：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2022/8/18	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
联创电子	002036	18.89	0.11	0.3398	0.5131	0.7783	171.73	55.59	36.82	24.27
丘钛科技	1478.HK	4.85	0.73	0.3400	0.5700	0.7900	6.64	14.26	8.51	6.14
瑞声科技	2018.HK	14.96	1.09	0.9700	1.1800	1.3700	13.72	15.42	12.68	10.92
宇瞳光学	300790	20.61	1.08	0.8455	1.1131	1.4117	19.08	24.38	18.52	14.60
腾景科技	688195	36.60	0.40	0.58	0.92	1.25	91.50	62.80	39.82	29.19
蓝特光学	688127	26.63	0.35	0.3558	0.7670	1.0405	76.09	74.85	34.72	25.59
永新光学	603297	117.11	2.37	2.4262	3.2322	4.2726	49.41	48.27	36.23	27.41
	最大值						171.73	74.85	39.82	29.19
	最小值						6.64	14.26	8.51	6.14
	平均数						61.17	42.22	26.76	19.73
	调整后平均						49.96	41.29	27.79	20.56

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

全球智能手机市场需求持续疲软；疫情反复影响下游需求；车载业务和 AR/VR 相关产品不及预期；研发进程不及预期。

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						
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2,842	5,605	4,553	4,041	5,227	营业总收入	38,092	37,564	35,391	39,875	44,022	38,002	37,497	35,324	39,809	43,955
应收款项合计	8,047	7,306	6,883	7,755	8,562	主营业务收入										
存货	5,783	5,482	5,323	5,970	6,559	其他业务收入	90	67	67	67	67					
其他流动资产	3	18	18	18	18	营业总支出	32,836	32,435	31,846	35,460	38,717					
流动资产合计	25,630	27,989	26,356	27,363	29,944	营业成本	29,304	28,761	27,925	31,320	34,409					
固定资产净值	7,513	8,303	12,291	15,647	18,122	营业开支	3,532	3,674	3,921	4,140	4,308					
权益性投资	2	202	202	202	202	营业利润	5,256	5,129	3,545	4,415	5,305					
其他长期投资	882	739	739	739	739	净利息支出	170	121	195	215	198					
商誉及无形资产	837	814	766	726	693	权益性投资损益	0	19	0	0	0					
土地使用权	8	0	0	0	0	其他非经营性损益	238	331	200	200	200					
其他非流动资产	566	727	685	772	852	非经常项目目前利润	5,324	5,359	3,550	4,400	5,307					
非流动资产合计	9,809	10,785	14,683	18,085	20,607	非经常项目损益	319	276	300	300	300					
资产合计	35,438	38,774	41,038	45,448	50,552	除税前利润	5,643	5,635	3,850	4,700	5,607					
应交税金	656	301	284	320	353	所得税	703	579	424	517	617					
短期借贷及长期借贷到期部分	2,071	1,539	1,585	1,633	1,682	少数股东损益	68	68	81	98	117					
其他流动负债	2,885	2,240	2,240	2,240	2,240	持续经营净利润	4,872	4,988	3,345	4,085	4,873					
流动负债合计	13,411	11,873	11,454	12,463	13,401	非持续经营净利润	0	0	0	0	0					
长期借贷	3,896	4,516	4,651	4,791	4,934	净利润	4,872	4,988	3,345	4,085	4,873					
其他非流动负债	1,305	1,489	1,489	1,489	1,489	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0					
非流动负债合计	5,201	6,005	6,141	6,280	6,424	归属普通股股东净利润	4,872	4,988	3,345	4,085	4,873					
负债合计	18,612	17,879	17,594	18,743	19,825	EPS (摊薄)	4.44	4.55	3.05	3.72	4.44					
归属母公司股东权益	16,597	20,588	23,055	26,219	30,123											
少数股东权益	229	307	389	486	604											
所有者权益合计	16,826	20,895	23,444	26,705	30,727	主要财务比率										
负债和股东权益	35,438	38,774	41,038	45,448	50,552	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E					
						成长能力										
现金流量表						单位:百万元										
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营业收入增长率	0.5%	-1.4%	-5.8%	12.7%	10.4%					
经营活动现金流	7,160	3,932	2,575	2,985	4,094	营业利润增长率	12.5%	-2.4%	-30.9%	24.5%	20.1%					
净利润	4,872	4,988	3,345	4,085	4,873	归属普通股股东净利润增长率	22.1%	2.4%	-32.9%	22.1%	19.3%					
折旧与摊销	1,628	-1,330	-968	-640	-390	获利能力										
营运资本变动	115	206	116	-558	-506	毛利率	22.9%	23.3%	20.9%	21.3%	21.7%					
其他非现金调整	545	68	81	98	117	净利率	12.8%	13.3%	9.5%	10.2%	11.1%					
投资活动现金流	-5,976	-2,859	-2,931	-2,762	-2,132	ROE	33.4%	26.8%	15.3%	16.6%	17.3%					
出售固定资产收到的现金	62	-311	0	0	0	ROA	14.7%	13.4%	8.4%	9.4%	10.2%					
资本性支出	2,798	2,348	2,973	2,675	2,051	偿债能力										
投资减少	57,907	57,907	63,698	70,068	77,075	资产负债率	52.5%	46.1%	42.9%	41.2%	39.2%					
投资增加	61,398	57,947	63,698	70,068	77,075	流动比率	191.1%	235.7%	230.1%	219.6%	223.4%					
其他投资活动现金流量净额	251	-161	42	-87	-80	速动比率	148.0%	189.6%	183.6%	171.7%	174.5%					
融资活动现金流	-222	-747	-696	-735	-776	每股指标 (元)										
债务净增	972	88	182	187	193	每股收益	4.44	4.55	3.05	3.72	4.44					
股本增加	0	1	0	0	0	每股经营现金流	6.53	3.58	2.35	2.72	3.73					
支付的股利合计	796	836	878	922	968	每股净资产	15.13	18.77	21.02	23.90	27.46					
其他筹资活动现金流量净额	-246	0	0	0	0	估值比率										
汇率变动	-37	0	0	0	0	P/E	23.3	22.8	33.9	27.8	23.3					
现金净增加额	924.5	324.9	-1,051.9	-512.3	1,185.6	P/B	6.8	5.5	4.9	4.3	3.8					
						P/S	3.0	3.0	3.2	2.8	2.6					

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