

2023年08月10日

宇瞳转债（123219.SZ）申购分析

主题报告

安防监控镜头市场龙头企业

投资要点

- ◆ 本次发行规模 6 亿元，期限 6 年，评级为 A+/A+（中证鹏元）。转股价 15.29 元，到期补偿利率为 10%属较高水平。下修条款 15/30,85%和强赎条款 15/30,130%均为市场化条款。以 2023 年 8 月 9 日中债 6YA+企业债到期收益率 8.7268%贴现率计算，纯债价值 72.6 元，对应 YTM 为 2.97%，债底保护性一般。
- ◆ 总股本稀释率 10.39%、流通股本稀释率 13.68%，有一定摊薄压力。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0023%。
- ◆ 截至 2023 年 8 月 9 日，公司 PE(TTM) 46.52，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 0.56%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 70.94%分位数，估值弹性较低。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 7.80%。
- ◆ 年初至今公司股价上升 2.89%，行业指数（申万三级-安防设备）上升 12.62%，公司跑输行业指数。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 73.20%，剩余限售股下次将于 2024 年 6 月 24 日解禁，届时将面临一定的解禁风险。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价为 31%左右，对应价格为 124.78 元~137.91 元。
- ◆ 风险提示：
 - 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
 - 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
 - 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
 - 4、正股股价波动风险。
 - 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号：S0910523010001
luoyunfeng@huajinsec.cn

相关报告

- 洗衣机进水阀领域领先企业-宏昌转债（123218.SZ）申购分析 2023.8.9
- 光伏设备行业细分市场龙头企业-奥维转债（118042.SH）申购分析 2023.8.9
- 7 月进出口数据点评 2023.8.8
- 多晶硅还原炉生产行业龙头企业-双良转债（110095.SH）申购分析 2023.8.7
- 内资 PCB 企业“快板/样板”特色产品主要企业-富仕转债（123217.SZ）申购分析 2023.8.7



内容目录

一、宇瞳转债分析	3
(一) 转债分析	3
(二) 中签率分析	3
二、正股分析	4
(一) 公司简介	4
(二) 行业分析	5
(三) 财务分析	6
(四) 估值表现	9
(五) 募投项目分析	9
三、定价分析	10
风险提示:	11

图表目录

图 1: 全球监控镜头市场规模 (万美元, %)	6
图 2: 2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元)	6
图 3: 营业收入情况 (万元, %)	8
图 4: 归母净利润情况 (万元, %)	8
图 5: 公司经营现金流情况 (万元)	8
图 6: 近一年行业指数及宇瞳光学股价走势	9
图 7: 声迅转债及正股表现情况 (%)	10
图 8: 道通转债及正股表现情况 (%)	10
表 1: 宇瞳转债基本要素	3
表 2: 公司主营收入分产品 (万元)	5
表 3: 公司主要财务指标	8
表 4: 期间费用情况 (万元)	8
表 5: 同行业可比上市公司 (亿元, %)	9

一、宇瞳转债分析

（一）转债分析

本次发行规模 6 亿元，期限 6 年，评级为 A+/A+（中证鹏元）。转股价 15.29 元，到期补偿利率为 10% 属较高水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 8 月 9 日中债 6YA+ 企业债到期收益率 8.7268% 贴现率计算，纯债价值 72.6 元，对应 YTM 为 2.97%，债底保护性一般。

总股本稀释率 10.39%、流通股本稀释率 13.68%，有一定摊薄压力。

表 1：宇瞳转债基本要素

基本要素			
债券简称	宇瞳转债	债券代码	123219.SZ
正股简称	宇瞳光学	股票代码	300790.SZ
评级	A+/A+（中证鹏元）	认购代码	370790.SZ
发行金额	6.00	发行期限	6
转股价（元/股）	15.29	起息日	2023-08-11
转股起始日	2024-02-19	转股结束日	2029-08-10
下修条款	15/30,85%	强赎条款	15/30,130%
回售条款	30,70%，附加回售	补偿利率	10.00%
利率	0.30%，0.50%，1.0%，1.50%，2.50%，3.00%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	1.7731
总股本稀释率	10.39%	流通股本稀释率	13.68%
募集资金用途			拟使用募集资金金额
	项目名称	项目投资总额	
	精密光学镜头生产建设项目	63,808.17	43,000.00
	补充流动资金	17,000.00	17,000.00
	合计	80,808.17	60,000.00
主要指标			
转股价	15.2900	折现率（2023/8/9）	8.7268%
债券面值	100	平价溢价率	38.11%
正股收盘价 （2023/8/9）	15.33	转股溢价率	-0.26%
纯债价值	72.60	纯债溢价率	37.75%
平价	100.26	纯债 YTM	2.97%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）中签率分析

截至 2023 年 3 月 31 日，宇瞳光学前十大股东持股比例合计 40.56%，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 80%，剩余股东参与比例为 50%，则股东优先配售比例为 62.17%。网上

申购额度为 2.27 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0023%。

二、正股分析

（一）公司简介

截至 2023 年 8 月，公司无控股股东、实际控制人。根据中国证券登记结算有限责任公司出具的股东名册，张品光先生系公司持股 5% 以上的主要股东，直接持有公司 4,542.39 万股，占公司股份比例的 13.42%。张品光先生的弟弟张品章先生直接持有公司 538.72 万股，与张品光先生因亲属关系构成法定一致行动关系。截至 2023 年 3 月 31 日，张品光持有公司股票有 29,387,500 质押，占其所持股票的 64.70%，存在一定的股权质押风险。

公司是专业从事光学镜头等产品设计、研发、生产和销售的高新技术企业，产品主要应用于安防监控设备、车载摄像头、机器视觉等高精密光学系统。公司主营业务为光学镜头的设计、研发、生产和销售，产品主要涵盖安防镜头、车载镜头、机器视觉镜头、智能家居、头盔显示目镜等领域，其中安防领域为公司目前的主营领域，已形成通用定焦系列、高分辨率系列、星光级系列、黑光级系列、鱼眼系列、微型定焦系列、手动变焦系列、电动变焦系列、CS 系列、一体机类等众多系列产品。

近三年，公司来自定焦镜头和变焦镜头的收入呈波动上升的趋势，定焦镜头分别实现收入 93,287.35 万元、136,836.86 万元和 121,475.49 万元，近三年复合增长率为 14.11%。变焦镜头分别实现收入 47,954.18 万元、63,795.11 万元和 57,700.82 万元，近三年复合增长率为 9.69%。公司的核心产品是定焦镜头，近三年占比在 63% 以上。定焦镜头仍是目前安防监控市场的主流，本身受到市场青睐，同时定焦镜头易于实现自动化生产，形成规模效应，公司通常会优先研发和生产需求较大的定焦镜头来占领市场。近三年，公司变焦镜头占主营业务收入的比例分别为 33.95%、31.80% 和 32.20%，占比较为稳定。变焦镜头结构更为复杂，为同类产品的中高端系列，随着安防监控市场的进一步发展，中高端镜头产品的需求量也在较快增长。

公司以境内销售为主，近三年占比在 89% 以上。境内市场中，公司的主要销售区域是华东地区和华南地区，以海康威视、大华股份为代表的国内主要安防监控系统的生产厂家均集中在上述区域。境外市场中，韩国和中国台湾地区是公司主要的销售区域。

公司产品的原材料主要可分为镜片类和部品类，具体包括玻璃制品、塑胶制品、电子零件（减速箱、IR-CUT 组件、IRIS）、金属部件等。此外，公司还向供应商采购垫片、包装材料等辅耗材类原材料。

盈利模式方面，公司的盈利主要来源于光学镜头产品的销售。采购模式方面，公司采用“以产定购”的模式，由生管部向采购部提交次月所需物料的采购申请，通过审批后，采购部根据需求进行承办，向供应商询价/议价，采购实施与跟踪，以及由仓库收货清点。生产模式方面，公司采用自主生产和委外加工相结合的方式。销售模式方面，公司境内外均主要采用直销的销售模式。

表 2: 公司主营收入分产品 (万元)

	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
定焦镜头	121,475.49	67.80%	136,836.86	68.20%	93,287.35	66.05%
变焦镜头	57,700.82	32.20%	63,795.11	31.80%	47,954.18	33.95%
合计	179,176.31	100.00%	200,631.97	100.00%	141,241.53	100.00%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 行业分析

公司专业从事光学镜头产品的研发、生产和销售,属于光学镜头行业。光学镜头一般称为摄影镜头或摄影镜头,简称镜头,其功能就是光学成像。光学镜头是光学成像系统中的必备组件,直接影响到成像质量的好坏,影响算法的实现和效果。从镜头的光学镜片特性来看,光学镜头主要分为塑胶镜头、玻璃镜头和玻璃塑胶混合镜头三大类。不论是采用塑胶镜片组立的塑胶镜头还是玻璃透镜组立而成的玻璃镜头,其结构都是由多片镜片构成。一般而言,镜片数量越多,镜头的成像质量越高。

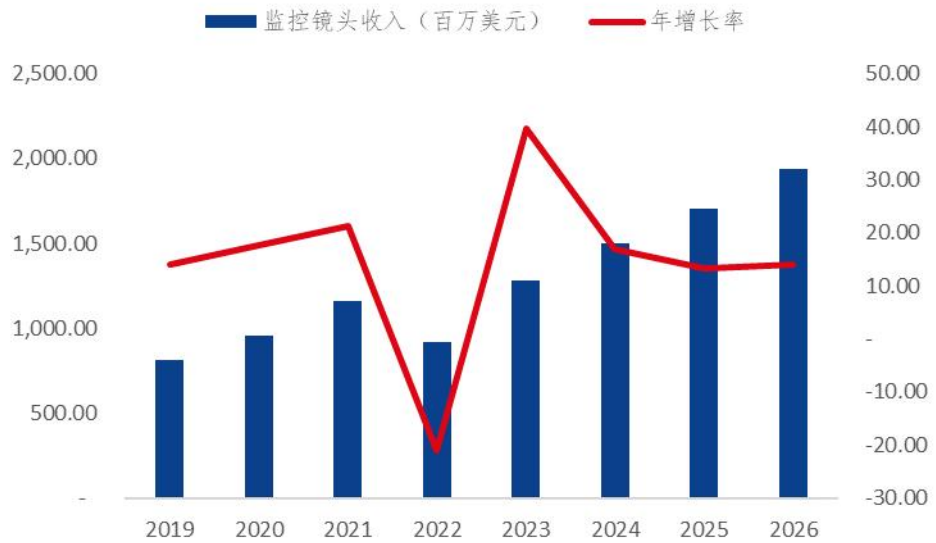
光学镜头研发与制造处于产业链中游,其上游为光学镜头生产所需的设备仪器及原材料,原材料主要包括玻璃镜片、塑胶镜片、电子零件、塑胶原料、金属部件等。上游行业所提供的原材料对于本行业的影响主要体现在价格因素和品质因素。下游为光学镜头的应用领域,主要包括安防监控设备、手机相机摄像头模组、车载摄像头模组、机器视觉系统、VR/AR 设备等。根据产品应用领域主要分成三大类型:安防监控系统制造商、手机摄像头模组生产厂商和车载摄像头模组生产厂商。安防视频监控领域,镜头行业下游主要面向的是安防视频监控设备生产制造厂商。在车载电子等消费电子领域中,镜头行业下游主要面向的是车载摄像头模组生产类厂商。随着欧美等国家对于道路交通安全和汽车安全的要求不断提高,以及 ADAS 和未来无人驾驶市场的兴起,车载摄像头模组生产商迎来了发展的良机,也对车载镜头提出了更高的品质要求和出货量要求。

由于公司产品主要应用于安防监控领域,因此主要阐述应用于安防用途的监控摄像镜头的市场竞争情况。在安防监控市场中,前期以腾龙 (TAMRON)、富士能/富士龙 (FUJINON)、CBC (Computar) 等为代表的日系厂商率先进入市场,并在较长一段时间内保持垄断优势。但近年来,国内生产供应商进入市场,逐步替代并超越了日系品牌所占的市场份额。如今,在安防监控镜头市场中,行业集中度越来越高,龙头企业的地位尤其突出。以 2022 年为例,宇瞳光学、舜宇光学、凤凰光学三家在全球监控安防镜头出货量的市场份额占有率达 72%; 前五位厂商对市场的占有率超过 83.6%, 其余规模较小企业的市场份额均在 4% 以下。

公司是世界范围内,安防监控镜头出货量最大的生产供应商。产品被广泛应用于平安城市,智能交通等专业视频监控领域,是海康威视、大华股份等下游厂商的主要镜头供货商。公司的业务范围遍及国内,并扩展了韩国、中国台湾等地区。公司曾获得“中国智慧城市建设推荐品牌”、“中国安防最具影响力十大品牌”、“中国安防百强企业”及“中国安防十大新锐产品”等。根据 TSR2022 年镜头市场调研报告显示,2022 年宇瞳光学在全球监控安防镜头出货量的市场份额占有率达 47.5%, 超过第二位 31.7%。(相关资料来源可转债募集说明书)

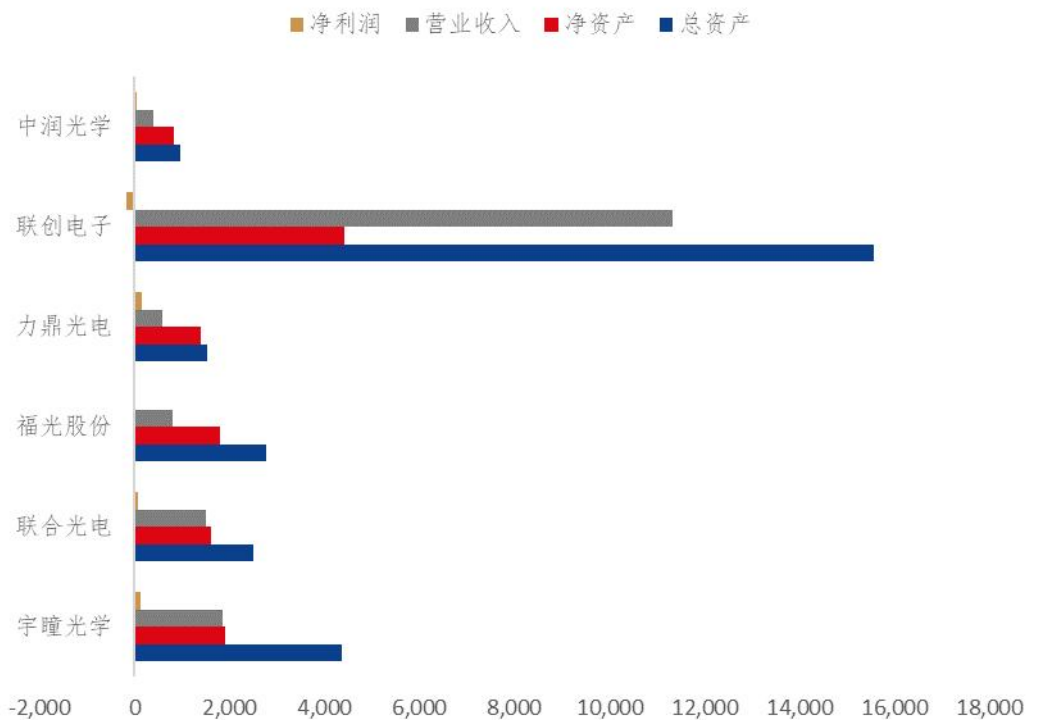
国内可比上市公司则包括联合光电、福光股份、力鼎光电、联创电子和中润光学。

图 1：全球监控镜头市场规模（万美元，%）



资料来源：TSR 2022 年镜头市场调研报告，债券募集说明书，华金证券研究所

图 2：2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）财务分析

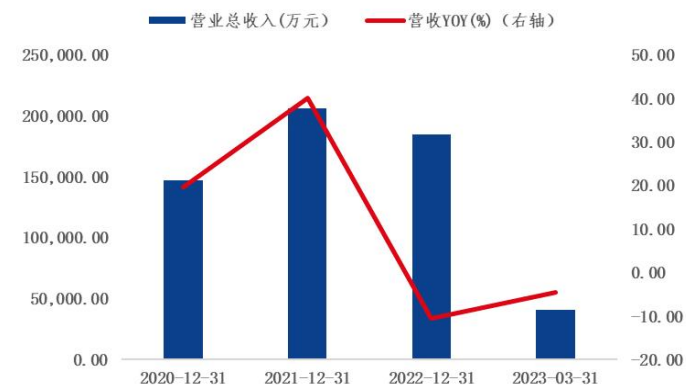
2023年1-3月，公司实现营业收入4.11亿元，同比下降4.60%；实现归母净利润0.10亿元，同比下降76.17%。2022年，公司实现营业收入18.46亿元，同比下降10.46%，归母净利润1.44亿元，同比下降40.59%。相较于2020年，公司2021年营业收入、扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润均有所增长；2022年度，受经济下行、股份支付等因素影响，公司营业收入和扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润较上年同期下降。

近三年，公司流动比率分别为1.18、1.03和0.95，速动比率分别为0.86、0.61和0.56，资产负债率分别为52.97%、52.49%和55.57%，2021年至今总体呈稳定趋势，但短期偿债能力相对偏低，存在流动性风险。公司未来仍将继续扩大业务规模，对资金的需求也将不断增加，若公司融资渠道发生明显不利变化或资金使用效率未能达到预期，均可能对公司日常生产经营产生不利影响。公司短期偿债能力指标整体低于同行业可比公司平均水平，主要系公司为满足快速增长的业务需求而保持较高水平的外部金融借款所致。公司应收账款周转率总体波动较小。存货周转率呈下降趋势，主要系由于随着公司业务规模扩大，为保障及时稳定的供货，原材料备货量、在产品 and 库存商品增加较快导致；同时，基于业务规模扩大的预期，为保证产品供应，公司加大了对玻璃镜片、塑胶白料等主要原材料的采购备货。

近三年，公司期间费用呈逐年增加趋势，期间费用率分别为11.49%、12.84%和17.40%，公司期间费用占营业收入的比例较为稳定，2022年占比较高主要系2021年12月实施了限制性股票激励计划导致本期股份支付费用较高所致。

近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为3,197.08万元、31,267.67万元和40,179.36万元。2020年，公司经营活动现金流量净额减少，主要系随着公司业务规模不断扩大，公司购买商品、接受劳务支付的现金增加，由于部分客户采用建信融通进行付款，导致销售商品、提供劳务收到的现金未同步增加所致。2021年、2022年，公司经营活动现金流量净额增加，主要系建信融通产品陆续到期，使得销售商品、提供劳务收到的现金增加。

图 3: 营业收入情况 (万元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 归母净利润情况 (万元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 3: 公司主要财务指标

财务指标	2023 年 1-3 月	2022 年末	2021 年末	2020 年末
流动比率	0.96	0.95	1.03	1.18
速动比率	0.57	0.56	0.61	0.86
资产负债率	56.10%	55.57%	52.49%	52.97%
应收账款周转率	0.86	3.36	3.48	3.16
存货周转率	0.45	1.97	2.89	3.64

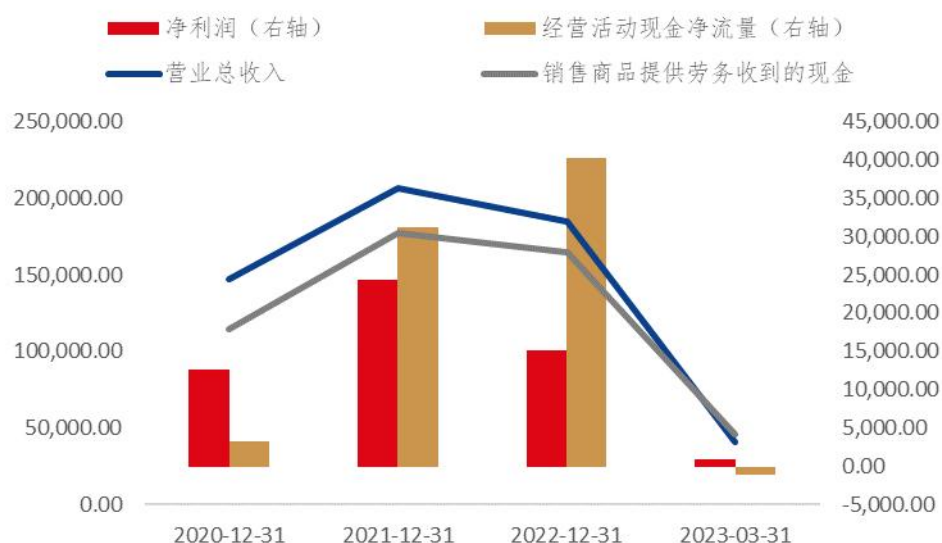
资料来源: Wind, 债券募集说明书, 华金证券研究所

表 4: 期间费用情况 (万元)

项目	2023 年 1-3 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
销售费用	793.34	3,726.46	2,629.80	1,261.36
管理费用	3,478.67	11,904.00	8,208.54	5,710.04
研发费用	2,298.04	13,330.74	13,363.13	7,489.42
财务费用	1,289.42	3,170.05	2,272.20	2,443.27
期间费用率	19.14%	17.40%	12.84%	11.49%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 公司经营现金流情况 (万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

（四）估值表现

截至 2023 年 8 月 9 日，公司 PE(TTM) 46.52，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 0.56%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 70.94%分位数，估值弹性较低。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 7.80%。

年初至今公司股价上升 2.89%，行业指数（申万三级-安防设备）上升 12.62%，公司跑输行业指数。

公司流通市值占总市值比例为 73.20%，剩余限售股下次将于 2024 年 6 月 24 日解禁，届时将面临一定的解禁风险。

表 5：同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	证券简称	流通市值	总市值	PE(TTM)	近 1 月涨跌幅	近 3 月涨跌幅	近 6 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅	ROE
300790.SZ	宇瞳光学	37.97	51.87	46.52	0.66	9.34	-16.32	-24.82	0.56
300691.SZ	联合光电	36.23	48.94	62.84	3.86	18.61	19.15	-5.66	0.54
688010.SH	福光股份	32.56	32.65	373.12	-9.77	-9.77	-6.66	-16.84	-0.43
605118.SH	力鼎光电	59.51	59.67	41.90	-14.23	18.38	4.38	-6.48	2.20
002036.SZ	联创电子	113.67	115.65	-92.66	-5.75	20.06	-21.64	-38.47	-4.78
688307.SH	中润光学	5.59	26.97	66.56	-13.52	5.04	-36.08	-36.08	-0.18

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及宇瞳光学股价走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）募投项目分析

本次募集资金投资项目情况如下：

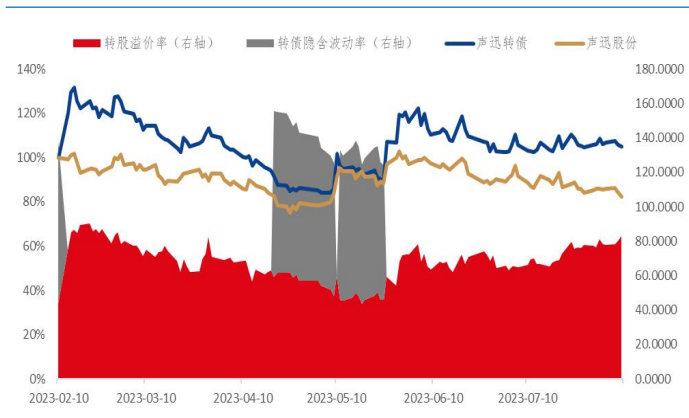
- 1、精密光学镜头生产建设项目。项目总投资金额预计 63,808.17 万元，其中本次募集资金拟投入 43,000.00 万元。公司拟对光学镜头产品进行投产建设，投建生产场所、购置生产设备；投产产品主要针对中高端镜头产品，从而实现公司产品结构的优化升级。项目计划建设期为 24 个月，前 18 个月为场地建设及装修，第 19-24 个月为设备购置安装、新员工招聘及培训。
- 2、补充流动资金。根据公司业务发展目标及营运资金需求，公司拟使用本次募集资金共计 17,000.00 万元补充流动资金，占募集资金总额的比例为 28.33%，未超过 30%，符合《证券期货法律适用意见第 18 号》的规定。

三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

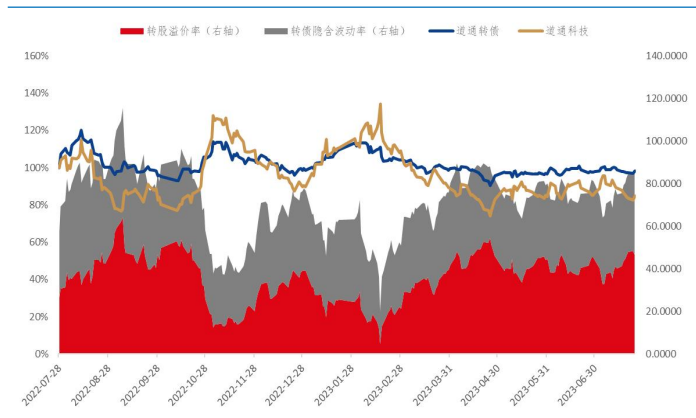
(1) 同行业可比券参考声迅转债（2023-02-10 上市，规模 2.8 亿，期限 6 年，评级为 A+/A+，上市后首日收盘价 157.3 元，转股溢价率为 44.22%），道通转债（2022-07-28 上市，规模 12.8 亿，期限 6 年，评级为 AA/AA，上市后首日收盘价 127.98 元，转股溢价率为 26.63%）。

图 7：声迅转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：道通转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

(2) 选取 2019 年 6 月 10 日至 2023 年 6 月 9 日的 402 只可转债进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率 y ，自变量分别为可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数 (x_1)、转债发行前一日的中证转债成交额（亿元）(x_2)、转股价格的倒数 (x_3)。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数 (x_1) 在 10% 的显著性水平下显著，转债公告前一日的中证转债成交额 (x_2) 在 1% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数 (x_3) 在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y=8.69+0.15x_1+0.03x_2-41.24x_3$$

通过模型计算出宇瞳转债上市当日的转股溢价率为 20.16%。由于宇瞳转债的债底保护性一般，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 31% 左右，对应价格为 124.78 元~137.91 元。

风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn