

市场份额持续提升，车载定点拓展良好

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年半年度报告，23H1 公司实现收入 2.9 亿元，同比增长 14.1%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 1.3%。23Q2 单季度，实现收入 1.5 亿元，同比增长 25.8%，实现归母净利润 0.3 亿元，同比增长 18.7%。
- **市场份额持续提升，业绩保持正增长。**上半年公司实现营收 2.9 亿元，同比增长 14.1%，主要系医疗健康、环境监测领域市场份额持续提升，同时车载传感器、高温气体传感器、超声波燃气表机器模块产出规模持续扩大带来的增长。细分来看，以发动机排放氧传感器为主的高温气体传感器收入同比增长 4770.9%；智慧计量进入产能释放期，超声波燃气表及其模块销售收入同比增长 499.2%；超声波氧传感器为主的医疗健康传感器受益人民健康重视程度提升，销售收入同比增长 270.8%；受益于双碳、科学仪器国产化替代政策落地，以环境监测为主的气体分析仪器业务销售收入同比增长 71.9%；以工业安全、冷媒泄露为主的安全监控业务销售收入同比增长 85.2%；受库存水位影响，空气质量传感器销售收入同比下降 25.6%。
- **费用有所增长，利润低于营收增速。**费用方面，上半年销售费用率为 7.5%，同比提升 1.4pp，主要系公司加大市场开拓力度，广告、差旅和会展费用增长；管理费用率为 5.4%，同比提升 0.5pp，系公司嘉善园区开业投产，人工和折旧投入增加所致；上半年研发费用率达 10.3%，同比提升 0.7pp，系公司加大新产品研发投入，上半年研发费用同比增长 22%；财务费用率为-2.3%，同比增长 1.2pp。上半年公司毛利率为 45.8%，同比减少 0.4pp，叠加四项费用整体同比增长 3.8pp，导致净利率同比减少 3.1pp，为 25%。公司持续推进数字化转型与内部风险控制能力，内部运营效率和管理效率持续提升，费用水平将持续优化，利润有望逐步释放。
- **受益传感器行业国产替代，细分汽车领域新增定点。**国家持续推进科学仪器国产化进程，根据十四五规划，我国将适度超前布局国家重大科技基础设施，加强高端科研仪器设备研发制造。国务院、央行以及相关监管机构在减税、贴息、贷款等方面都出台了相关的扶持举措，教育部等部门也将仪器设备列为了职业院校办学条件重点检测指标之一，传感器行业国产替代浪潮推进，公司有望持续受益。此外，公司在汽车传感器市场加大了拓展力度，23 年上半年，公司新增车载传感器项目定点约 700 万个，在原有客户的新项目拓展和新客户获取及订单转化方面均有所突破，新推出的汽车座椅风扇产品已进入小批量试点阶段，车载传感器有望为公司贡献新增量。
- **盈利预测与投资建议：**预计 23-25 年 EPS 分别为 2.78 元、4.30 元、6.05 元，对应 PE 分别为 29 倍、19 倍、13 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**传感器市场国产替代推进不及预期、车载市场开拓不及预期等风险。

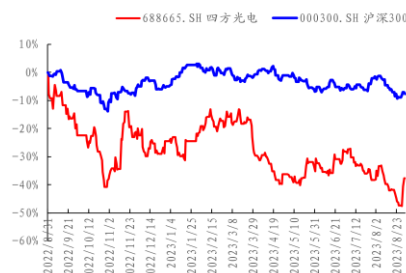
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	602.44	797.37	1122.73	1574.00
增长率	10.04%	32.36%	40.80%	40.19%
归属母公司净利润（百万元）	145.46	194.40	300.83	423.16
增长率	-19.04%	33.64%	54.75%	40.66%
每股收益 EPS（元）	2.08	2.78	4.30	6.05
净资产收益率 ROE	16.42%	19.05%	24.29%	27.61%
PE	39	29	19	13
PB	6.36	5.52	4.55	3.68

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：叶泽佑
执业证号：S1250522090003
电话：13524424436
邮箱：yezy@swsc.com.cn
联系人：曾庆亮
邮箱：zqlyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.70
流通 A 股(亿股)	0.22
52 周内股价区间(元)	66.68-131.04
总市值(亿元)	56.43
总资产(亿元)	10.36
每股净资产(元)	11.84

相关研究

1. 四方光电（688665）：民品业务短期承压，车载与仪器维持高增（2022-10-28）
2. 四方光电（688665）：疫情致使交付递延，车载定点新增不断（2022-08-16）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司各细分领域传感器销售增长趋势良好，市场份额持续提升。假设 23-25 年公司气体传感器销量增速分别为 20%、30%、30%，单价保持 5%的年增，毛利率随着规模效应显现和产品结构调整有望回升，预计毛利率维持 45%。

假设 2：随着仪器仪表领域国产替代持续推进，公司气体分析仪市场前景良好。假设 23-25 年公司气体分析仪销量增速分别为 50%、45%、40%，单价维持 10%的年增，毛利率受益规模效应提升维持 63%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
气体传感器	收入	482.9	608.4	830.5	1133.6
	增速	-0.6%	26.0%	36.5%	36.5%
	毛利率	41.1%	45.0%	45.0%	45.0%
气体分析仪	收入	95.7	158.0	252.0	388.0
	增速	109.2%	65.0%	59.5%	54.0%
	毛利率	61.9%	63.0%	63.0%	63.0%
其他业务	收入	23.9	31.0	40.3	52.4
	增速	48.2%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	37.8%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	602.5	797.4	1122.7	1574.0
	增速	10.0%	32.4%	40.8%	40.2%
	毛利率	44.2%	48.0%	48.5%	48.9%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取传感器领域的三家公司作为可比公司，分别为汉威科技、大立科技和中航电测。2024 年三家公司的平均 PE 为 76.76 倍，其中与公司业务最为相似的汉威科技 24 年 PE 为 15.69 倍，公司 PE 估值为 18.75 倍，维持“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300007.SZ	汉威科技	16.63	0.97	1.06	1.43	17.14	15.69	11.63
002214.SZ	大立科技	11.82	0.05	0.09	0.15	236.40	131.33	78.80
300114.SZ	中航电测	43.30	0.42	0.52	0.61	103.10	83.27	70.98
平均值						118.88	76.76	53.80
688665.SH	四方光电	80.61	2.78	4.30	6.05	29.00	18.75	13.32

数据来源：Wind，西南证券整理，截止至 2023 年 8 月 31 日

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	602.44	797.37	1122.73	1574.00	净利润	146.69	196.04	303.37	426.73
营业成本	335.91	414.77	578.20	803.72	折旧与摊销	17.37	30.05	30.05	30.05
营业税金及附加	4.33	5.72	5.61	9.01	财务费用	-16.59	0.15	-4.09	-6.73
销售费用	43.30	53.75	67.36	98.33	资产减值损失	-5.43	-5.30	-5.00	-5.22
管理费用	82.44	111.63	145.96	204.62	经营营运资本变动	-86.34	-34.71	-114.89	-164.50
财务费用	-16.59	0.15	-4.09	-6.73	其他	29.82	7.18	7.58	21.89
资产减值损失	-5.43	-5.30	-5.00	-5.22	经营活动现金流净额	85.52	193.41	217.02	302.22
投资收益	0.44	0.00	0.00	0.00	资本支出	-88.87	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4.27	-3.00	-3.00	-3.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-93.14	-8.00	-8.00	-8.00
营业利润	161.92	216.65	334.69	470.27	短期借款	-10.62	-10.72	-2.00	0.00
其他非经营损益	-0.52	-0.94	-0.90	-0.74	长期借款	24.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	161.40	215.70	333.79	469.53	股权融资	0.81	0.00	0.00	0.00
所得税	14.71	19.66	30.42	42.79	支付股利	-87.50	-60.16	-83.30	-130.34
净利润	146.69	196.04	303.37	426.73	其他	-2.62	-0.05	4.89	7.53
少数股东损益	1.23	1.64	2.54	3.57	筹资活动现金流净额	-75.44	-70.93	-80.41	-122.81
归属母公司股东净利润	145.46	194.40	300.83	423.16	现金流量净额	-77.40	114.49	128.61	171.40
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	427.98	542.46	671.07	842.48	成长能力				
应收和预付款项	201.89	232.34	330.15	471.64	销售收入增长率	10.04%	32.36%	40.80%	40.19%
存货	177.42	223.89	321.80	444.51	营业利润增长率	-21.28%	33.80%	54.49%	40.51%
其他流动资产	8.49	7.48	10.54	14.77	净利润增长率	-19.17%	33.64%	54.75%	40.66%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-21.85%	51.72%	46.10%	36.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	254.05	227.97	201.88	175.80	毛利率	44.24%	47.98%	48.50%	48.94%
无形资产和开发支出	26.64	28.54	30.44	32.34	三费率	8.77%	20.76%	18.64%	18.82%
其他非流动资产	35.48	37.62	39.76	41.89	净利率	24.35%	24.59%	27.02%	27.11%
资产总计	1131.96	1300.30	1605.63	2023.43	ROE	16.42%	19.05%	24.29%	27.61%
短期借款	22.72	12.00	10.00	10.00	ROA	12.96%	15.08%	18.89%	21.09%
应付和预收款项	156.34	202.59	281.76	389.70	ROIC	27.85%	35.18%	47.41%	54.18%
长期借款	24.50	24.50	24.50	24.50	EBITDA/销售收入	27.01%	30.96%	32.12%	31.36%
其他负债	35.25	32.18	40.27	53.74	营运能力				
负债合计	238.81	271.28	356.54	477.94	总资产周转率	0.56	0.66	0.77	0.87
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	固定资产周转率	4.12	5.35	9.12	16.23
资本公积	485.02	485.02	485.02	485.02	应收账款周转率	3.97	3.88	4.23	4.15
留存收益	332.61	466.85	684.38	977.20	存货周转率	1.94	1.97	2.08	2.08
归属母公司股东权益	887.62	1021.87	1239.39	1532.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.23%	—	—	—
少数股东权益	5.52	7.16	9.70	13.27	资本结构				
股东权益合计	893.15	1029.03	1249.09	1545.49	资产负债率	21.10%	20.86%	22.21%	23.62%
负债和股东权益合计	1131.96	1300.30	1605.63	2023.43	带息债务/总负债	19.77%	13.45%	9.68%	7.22%
					流动比率	3.95	4.23	4.13	4.00
					速动比率	3.09	3.29	3.14	3.00
					股利支付率	60.15%	30.95%	27.69%	30.80%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	162.70	246.84	360.65	493.59	每股收益	2.08	2.78	4.30	6.05
PE	38.79	29.03	18.76	13.33	每股净资产	12.68	14.60	17.71	21.89
PB	6.36	5.52	4.55	3.68	每股经营现金	1.22	2.76	3.10	4.32
PS	9.37	7.08	5.03	3.58	每股股利	1.25	0.86	1.19	1.86
EV/EBITDA	32.18	20.69	13.79	9.72					
股息率	1.55%	1.07%	1.48%	2.31%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn