

一季度扣非快速增长，“车载+医疗”光学放量可期

核心观点

- 一季度扣非快速增长，需求修复与新业务放量并行。**公司 23 年取得营收 8.5 亿元，同比微增 3%，创公司历史新高，在条码业务受到海外去库影响之下，车载激光雷达、医疗光学、显微镜等业务接力成长驱动营收稳健增长。23 年归母净利润 2.4 亿元，同比下滑 16%。毛利率同比下滑 3.7pct 至 38.4%，主要由于高毛利的条码业务短期承压。24Q1 公司取得营收 2.2 亿元，同比增长 15%，归母净利润同比 0.46 亿元，同比微降 4%，扣非归母净利润 0.4 亿元，同比增长 27%，业绩拐点显现。公司条码业务自去年三季度以来持续修复，带动营收及盈利能力修复，并开始拓展高性能、高复杂度的模组产品，有望在 24H2 贡献增量。同时公司在科学仪器、激光雷达、医疗光学等领域均属于细分赛道国内龙头，进而带来长期增长引擎。
- 高端显微镜国产替代进行时，自有品牌快速放量。**在科学仪器方面，公司是国家级制造业单项冠军示范企业。公司高端显微镜高速发展，23 年显微镜业务取得营收 4.1 亿元，同比增长 16%，其中自有品牌的高端显微镜 NEXCOPE 系列产品营收已由 2018 年的 400 万元增长至近 1.4 亿元，已实现超过 4% 的国产化替代，打破中国高端光学显微镜市场长期被外国企业垄断的局面。随着高端显微镜占比不断提升，未来显微镜整体毛利率有望持续提高。据 Grand View Research 数据，26 年全球光学显微镜市场空间将达到 61 亿美金，公司光学显微镜业务将持续受益于高端市场国产替代的巨大空间。
- 差异化进击高精尖医疗光学，受益激光雷达产业趋势崛起。**23 年公司医疗光学营收 6,300 万元，完成股权激励考核目标并连续 2 年实现 50% 以上增长，公司内窥镜镜头及光学元组件已与国内数家医疗细分领域头部企业及欧洲、日本知名企业建立深度合作并实现批量出货。同时，公司加速切入手术显微镜市场，应用于手术显微镜的核心光学部组件产品快速增长。激光雷达领域，公司车载及激光雷达业务实现销售收入超 9,000 万，同比增长超 50%，激光雷达由小批量出货正式迈入规模化生产。24Q1 公司新获得禾赛标配型激光雷达定点及图达通 905 纳米的激光雷达部件定点，24 年车载业务有望持续高增长态势。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 2.82/3.61/4.61 元（原 24/25 年预测分别为 3.43/4.30 元，主要下调营收及毛利率预测），根据可比公司 24 年 33 倍 PE 估值水平，对应目标价为 93.06 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 扩产进度、产品销售不及预期；产品单价、毛利率提升不及预期

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	829	854	1,190	1,564	1,984
同比增长(%)	4.3%	3.0%	39.3%	31.4%	26.9%
营业利润(百万元)	309	252	349	447	571
同比增长(%)	1.9%	-18.3%	38.2%	28.2%	27.6%
归属母公司净利润(百万元)	279	235	313	402	513
同比增长(%)	6.7%	-15.6%	33.2%	28.2%	27.6%
每股收益(元)	2.51	2.12	2.82	3.61	4.61
毛利率(%)	42.1%	38.4%	40.3%	40.3%	40.5%
净利率(%)	33.7%	27.6%	26.3%	25.7%	25.8%
净资产收益率(%)	17.8%	13.5%	15.9%	17.3%	18.4%
市盈率	29.4	34.8	26.1	20.4	16.0
市净率	4.9	4.5	3.9	3.2	2.7

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。

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申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年04月30日）	73.68 元
目标价格	93.06 元
52 周最高价/最低价	109/58.36 元
总股本/流通 A 股（万股）	11,117/11,045
A 股市值（百万元）	8,191
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024 年 05 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	7.05	-8.14	0.82	-12.1
相对表现%	4.25	-10.03	-10.25	-1.56
沪深 300%	2.8	1.89	11.07	-10.54



证券分析师	
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524030001

联系人	
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告	
“2+2”业务布局成效初现，需求修复与新业务放量并行	2023-09-03
显微镜高端市场开拓顺利，激光雷达业务放量在即	2022-08-30

盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 2.82/3.61/4.61 元（原 24/25 年预测分别为 3.43/4.30 元，主要下调营收及毛利率预测），根据可比公司 24 年 33 倍 PE 估值水平，对应目标价为 93.06 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2024/4/30	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
联创电子	002036	7.52	0.09	-0.93	0.29	0.56	85.75	-8.10	25.55	13.40
光库科技	300620	45.66	0.47	0.24	0.43	0.62	96.82	191.29	107.41	73.46
奥普特	688686	75.52	2.66	1.58	2.80	3.51	28.42	47.66	26.93	21.50
水晶光电	002273	14.43	0.41	0.43	0.57	0.70	34.82	33.43	25.45	20.66
腾景科技	688195	29.41	0.45	0.32	0.56	0.77	65.10	91.34	52.98	38.12
舜宇光学科技	02382	35.52	2.20	1.00	1.53	1.93	16.15	35.37	23.26	18.43
	最大值						96.82	191.29	107.41	73.46
	最小值						16.15	(8.10)	23.26	13.40
	平均数						54.51	65.16	43.60	30.93
	调整后平均						53.52	51.95	32.73	24.68

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

扩产进度、产品销售不及预期；产品单价、毛利率提升不及预期

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	273	818	875	1,097	1,422	营业收入	829	854	1,190	1,564	1,984
应收票据、账款及款项融资	174	192	241	316	401	营业成本	480	526	711	934	1,181
预付账款	8	8	11	14	18	营业税金及附加	9	9	12	16	20
存货	188	199	269	353	447	销售费用	36	44	54	66	78
其他	691	193	197	201	205	管理费用及研发费用	120	135	170	208	244
流动资产合计	1,333	1,411	1,592	1,981	2,492	财务费用	(53)	(24)	(37)	(38)	(41)
长期股权投资	33	37	37	37	37	资产、信用减值损失	7	6	6	6	6
固定资产	403	403	503	588	662	公允价值变动收益	10	(25)	0	0	0
在建工程	20	109	186	171	163	投资净收益	26	24	30	30	30
无形资产	82	84	81	79	77	其他	43	96	45	45	45
其他	41	49	49	49	49	营业利润	309	252	349	447	571
非流动资产合计	580	682	856	924	987	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,913	2,092	2,448	2,905	3,479	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	40	40	40	40	40	利润总额	308	252	349	448	571
应付票据及应付账款	106	120	162	213	270	所得税	30	17	36	46	58
其他	65	90	93	98	103	净利润	279	235	313	402	513
流动负债合计	211	250	295	351	413	少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	279	235	313	402	513
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.51	2.12	2.82	3.61	4.61
其他	35	29	28	28	28						
非流动负债合计	35	29	28	28	28	主要财务比率					
负债合计	245	280	323	379	441		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	110	111	111	111	111	营业收入	4.3%	3.0%	39.3%	31.4%	26.9%
资本公积	549	562	562	562	562	营业利润	1.9%	-18.3%	38.2%	28.2%	27.6%
留存收益	986	1,115	1,429	1,830	2,343	归属于母公司净利润	6.7%	-15.6%	33.2%	28.2%	27.6%
其他	22	24	22	22	22	获利能力					
股东权益合计	1,668	1,813	2,124	2,526	3,039	毛利率	42.1%	38.4%	40.3%	40.3%	40.5%
负债和股东权益总计	1,913	2,092	2,448	2,905	3,479	净利率	33.7%	27.6%	26.3%	25.7%	25.8%
						ROE	17.8%	13.5%	15.9%	17.3%	18.4%
						ROIC	14.4%	12.0%	13.9%	15.5%	16.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	12.8%	13.4%	13.2%	13.0%	12.7%
净利润	279	235	313	402	513	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	19	17	26	32	37	流动比率	6.33	5.63	5.39	5.64	6.04
财务费用	(53)	(24)	(37)	(38)	(41)	速动比率	5.42	4.84	4.48	4.64	4.96
投资损失	(26)	(24)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(38)	25	(80)	(112)	(125)	应收账款周转率	5.0	4.7	5.6	5.7	5.6
其它	36	(10)	(2)	0	0	存货周转率	2.6	2.7	3.0	3.0	3.0
经营活动现金流	216	219	191	253	354	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
资本支出	(108)	(103)	(200)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	(8)	(3)	0	0	0	每股收益	2.51	2.12	2.82	3.61	4.61
其他	(390)	505	30	30	30	每股经营现金流	1.96	1.97	1.72	2.28	3.18
投资活动现金流	(506)	400	(170)	(70)	(70)	每股净资产	14.99	16.30	19.10	22.72	27.33
债权融资	(1)	(1)	(1)	0	0	估值比率					
股权融资	9	14	0	0	0	市盈率	29.4	34.8	26.1	20.4	16.0
其他	(96)	(93)	37	38	41	市净率	4.9	4.5	3.9	3.2	2.7
筹资活动现金流	(87)	(80)	36	38	41	EV/EBITDA	26.6	29.8	21.7	16.6	12.9
汇率变动影响	40	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	28.6	32.1	23.5	17.9	13.8
现金净增加额	(337)	545	57	222	325						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。