

蓝特光学 (688127.SH)

2023年业绩高速增长，微棱镜及车载光学业务持续发力

买入

核心观点

2023年公司营收增长98%，归母净利润增长87%。公司2023年营业收入7.54亿元(YoY 98.35%)，归母净利润1.80亿元(YoY 87.27%)，扣非归母净利润1.62亿元(YoY 370.80%)；其中4Q23营业收入2.64亿元(YoY 211.27%，QoQ -8.64%)，归母净利润0.88亿元(YoY 181.31%，QoQ 26.41%)，扣非归母净利润0.86亿元(较上年同期-139万元扭亏，QoQ 35.14%)。2023年毛利率42.07%(YoY 4.46pct)，整体毛利率提升得益于公司产品结构升级及成本优化等措施；其中4Q23毛利率52.47%(YoY 20.01pct，QoQ 13.23pct)。

一季度营收及利润同比高增，各项产品收入均有所增长。公司1Q24营业收入1.67亿元(YoY 95.47%，QoQ -36.73%)，归母净利润0.29亿元(YoY 510.63%，QoQ -66.75%)，扣非归母净利润0.26亿元(较上年同期-140万元扭亏，QoQ -69.35%)；毛利率34.70%(YoY 4.26pct，QoQ -17.77pct)。

高端微棱镜产品量产为公司带来业绩增量。公司2023年光学棱镜业务收入4.11亿元(YoY 191.33%)，占比54.5%，毛利率43.14%(YoY -1.54pct)；增长主要原因为公司把握消费电子等领域发展机遇，新开发的应用于智能手机潜望式摄像头模组的微棱镜产品于2023年内正式量产，形成了规模销售。

智能驾驶等新兴领域带动玻璃非球面透镜需求不断增加。玻璃非球面透镜业务收入2.41亿元(YoY 52.96%)，占比32.0%，毛利率46.57%(YoY 7.70pct)；增长主要原因为受汽车智能驾驶需求的带动，应用于车载360°环视摄像头及车载激光雷达的玻璃非球面透镜产品出货量呈现稳步增长态势。

玻璃晶圆不断完善产品结构，积极拓展下游市场。玻璃晶圆业务收入0.52亿元(YoY 26.10%)，占比6.9%，毛利率16.31%(YoY 5.96pct)；2023年公司继续大力拓展下游市场，与全球领先的光学玻璃材料厂商紧密合作，持续加深合作伙伴关系；积极改进和完善产品结构，加强客户开发，应用于AR/VR、汽车LOGO投影等领域的显示玻璃晶圆、深加工玻璃晶圆业务实现稳健发展。

投资建议：目标价24.21-25.59元，首次覆盖给予“买入”评级。我们看好公司在光学行业的竞争力及领先优势，看好智能手机潜望式摄像头模组的微棱镜加速放量带来业绩快速增长及车载摄像头和激光雷达相关的玻璃非球面透镜产品需求持续增长，预计公司2024-2026年归母净利润同比增长54.4%/23.8%/14.7%至2.78/3.44/3.94亿元，根据相对估值，给予目标价24.21-25.59元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：估值的风险；盈利预测的风险；核心竞争力风险；客户集中风险；国际贸易风险；项目进展风险；存货跌价风险；汇率风险；宏观环境风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	380	754	1,160	1,508	1,756
(+/-%)	-8.5%	98.4%	53.8%	30.0%	16.4%
净利润(百万元)	96	180	278	344	394
(+/-%)	-31.4%	87.3%	54.4%	23.8%	14.7%
每股收益(元)	0.24	0.45	0.69	0.86	0.98
EBIT Margin	8.4%	25.7%	25.9%	25.5%	25.7%
净资产收益率(ROE)	6.4%	11.0%	15.3%	16.9%	17.3%
市盈率(PE)	80.7	43.0	27.9	22.5	19.6
EV/EBITDA	82.8	26.7	20.9	17.0	14.7
市净率(PB)	5.15	4.74	4.27	3.81	3.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

电子·光学光电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

24.21 - 25.59元

收盘价

19.28元

总市值/流通市值

7742/7742百万元

52周最高价/最低价

23.40/13.55元

近3个月日均成交额

95.06百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

蓝特光学：国内领先的光学产品制造企业

深耕光学产业近三十载，把握消费电子及智能驾驶发展机遇

公司是国内领先的光学元器件制造企业。公司前身为嘉兴蓝特光学镀膜厂，创办于1995年，成立初期业务重点为光学元件镀膜技术及棱镜光学冷加工工艺的研发。2003年，嘉兴蓝特光学有限公司成立，专业从事光学元器件的研发、生产和销售，到目前为止形成了光学棱镜、玻璃非球面透镜、玻璃晶圆等产品系列，广泛应用于智能手机、AR/VR、短焦距投影等消费类电子产品、半导体加工、车载镜头以及高端望远镜、激光器等光学仪器领域。

聚焦光学光电子细分领域，先后承担多项重点项目。公司在精密玻璃光学元件加工方面具备突出的竞争优势和自主创新能力，在玻璃光学元件冷加工、玻璃非球面透镜热模压、高精度模具设计制造、中大尺寸超薄玻璃晶圆精密加工等领域具有多项自主研发的核心技术成果。公司先后承担了国家火炬计划项目、国家工信部工业强基项目、浙江省重大科技项目等重点项目，多种产品技术指标已达到行业领先水平，受到国际知名企业广泛认可。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理









公司主要产品包括**光学棱镜、玻璃非球面透镜、玻璃晶圆**等系列。公司紧跟下游市场发展趋势，不断创新生产工艺、布局产品线，形成了涵盖光学棱镜、玻璃非球面透镜、玻璃晶圆在内的产品系列，并根据客户的差异化需求演化出上千种产品，主要产品如下：

1) **光学棱镜**产品主要可分为微棱镜、成像棱镜、长条棱镜三大系列，其中微棱镜主要应用于手机潜望式摄像头等各类光学模组中，成像棱镜主要应用于望远镜、显微镜等光学仪器中，长条棱镜主要应用于智能手机中的人脸识别领域。

2) **玻璃非球面透镜**产品主要可分为成像类非球面透镜及激光准直类非球面透镜，其中成像类玻璃非球面透镜主要应用于车载镜头、高清安防监控、无人机镜头、智能手机等，激光准直类玻璃非球面透镜主要应用于车载激光雷达、测距仪、光通讯等领域。

3) **玻璃晶圆**产品主要分为显示玻璃晶圆、衬底玻璃晶圆和深加工玻璃晶圆三类，其中显示玻璃晶圆再裁剪切割后可制成 AR 光波导，最终用作 AR 镜片材料；衬底玻璃晶圆主要用于与硅晶圆键合，在半导体光刻、封装制程中作为衬底使用；深加工玻璃晶圆产品主要应用于晶圆级镜头封装、AR/VR、汽车 LOGO 投影等领域。

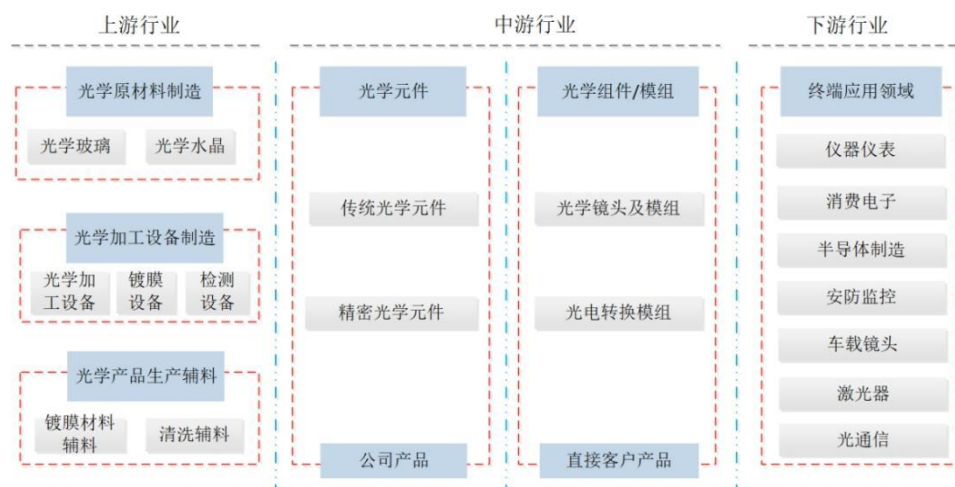
表1：公司主要产品

产品系列	产品类别	产品简介	应用领域	产品示意图
	微棱镜	微棱镜是采用高精密的研磨、抛光等工艺，结合超高效大批量胶合切割技术批量加工制造的体积较小的棱镜，具有较高的角度和面型精度。	微棱镜产品广泛应用于智能手机潜望式镜头等消费电子领域。	
光学棱镜	成像棱镜	成像棱镜根据产品物理形态又分为屋脊、半五、直角等。成像棱镜产品主要是采用高精密的研磨、抛光等工艺技术，具有较高精度的角度和面型。	成像棱镜产品主要应用于望远镜等光学仪器中。	
	长条棱镜	长条棱镜是采用大片加工方式进行抛光、配合超高效大批量胶合切割技术及红外高反镀膜工艺加工而成的具有高反射率的光学棱镜。	长条棱镜主要应用于智能手机中的人脸识别等领域。	
玻璃非球面透镜	成像类非球面透镜	玻璃非球面透镜是选用低熔点优质的光学玻璃，采用精密控制的批量热模压技术进行生产，主要包括从产品模具的设计、加工到产品的制造。	成像类玻璃非球面透镜主要应用于智能手机、高清安防监控、车载镜头等。	
	激光准直类非球面透镜		激光准直类玻璃非球面透镜主要应用于激光器、测距仪等仪器仪表领域，以及 3D 传感器、光通信等光电结合领域。	
玻璃晶圆	显示玻璃晶圆	显示玻璃晶圆和衬底玻璃晶圆是采用切片、粗磨、铣磨、抛光、镀膜等工序加工制造而成。	显示玻璃晶圆再裁剪切后可制成 AR 光波导，最终用作 AR 镜片材料。	
	衬底玻璃晶圆		衬底玻璃晶圆主要用于与硅晶圆键合，在半导体光刻、封装制程中作为衬底使用。	
	深加工玻璃晶圆	深加工玻璃晶圆主要包括 WLO 玻璃晶圆、TGV 玻璃晶圆和光刻玻璃晶圆等。产品是根据下游客户需求，在显示玻璃晶圆和衬底玻璃晶圆上进行打孔、切割、光刻等深加工。	深加工玻璃晶圆产品主要应用于晶圆级镜头封装、AR/VR、汽车 LOGO 投影等领域。	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司所处行业位于光学产业链的中游光学元件环节。光学产业链上游主要为光学原材料制造、光学加工设备制造以及相关的生产辅料制造等产业；中游主要是光学元件及其组件，是光电技术结合最紧密的部分，是实现光学功能的桥梁，是制造各种光学仪器、图像显示产品、光传输、光存储设备核心部件的重要组成部分，需要根据下游客户的具体需求进行研发、设计和产品生产，具有较高的门槛；下游行业主要包括消费电子、仪器仪表、半导体制造、车载镜头、激光器、光通信等行业，是光学元件的最终应用领域。

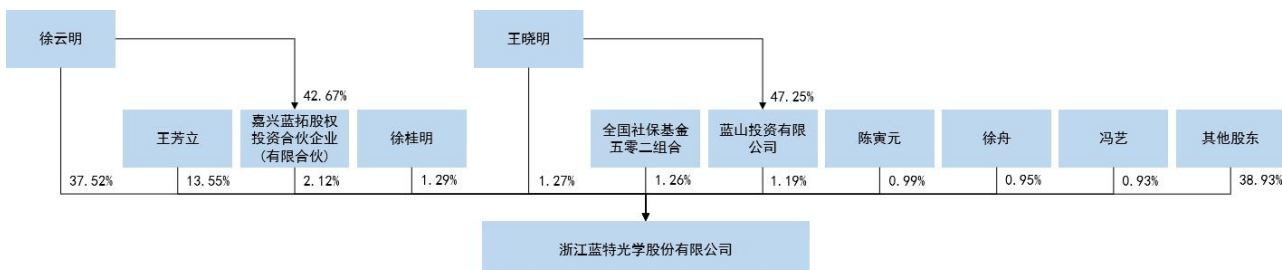
图2：光学产业链示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构相对集中稳定，实际控制人为徐云明先生。截至 2024 年 3 月 31 日，公司控股股东、实际控制人为公司董事长、总经理徐云明先生，其直接持有公司 37.52% 股份，此外其直接持有公司股东嘉兴蓝拓股权投资合伙企业（有限合伙）42.67% 的合伙份额，并担任执行事务合伙人。

图3：公司股权结构图



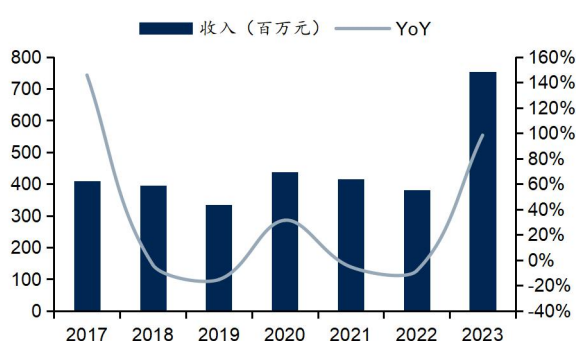
资料来源：Wind，公司公告，天眼查，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2024 年 3 月 31 日

过往收入受大客户影响较大，微棱镜及车载光学带来新增长

公司过往业绩受大客户影响呈现波动态势，2023 年受微棱镜及车载光学开始放量使得收入利润高增。2017 年苹果公司在智能手机上应用了 3D 人脸识别技术，公司开发的长条棱镜产品通过了 AMS 集团及终端厂商苹果公司的认证，进入了苹果产业链。因此自 iPhone X 开始，公司成为苹果公司产品 3D 结构光组件中双面红外反射棱镜的最主要量产供应商，苹果公司产品的销售对公司业绩影响较大；2021 年起由于终端产品技术更迭及设计方案变更，公司长条棱镜收入相应下降。2022 年，受车载镜头、激光器等下游市场需求上升，公司玻璃非球面透镜收入增长。

2023 年，公司营业收入 7.54 亿元，同比增长 98.35%，主要原因为公司主要产品光学棱镜、玻璃非球面透镜、玻璃晶圆等收入均呈现增长；其中光学棱镜受益于应用于智能手机潜望式摄像头模组的微棱镜产品正式量产，玻璃非球面透镜产品受益于车载环视摄像头及激光雷达出货量带动。对应 2023 年公司归母净利润 1.80 亿元，同比增长 87.27%。

图4：公司 2017-2023 年营业收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司 2017-2023 年归母净利润

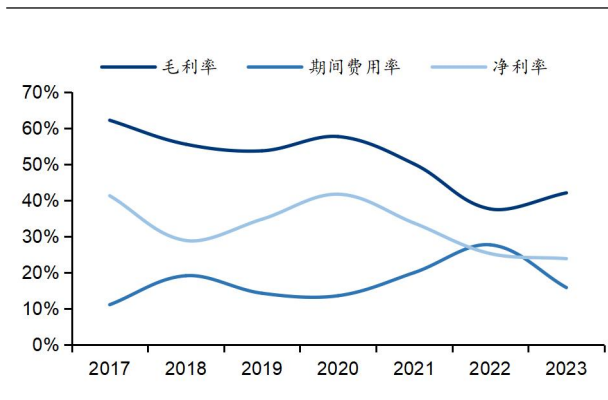


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司毛利率水平整体有所下降后企稳回升，期间费用率近年因研发投入增长而呈上升趋势。毛利率方面，2017-2022 年公司毛利率由 62.17% 下降至 37.61%，2023

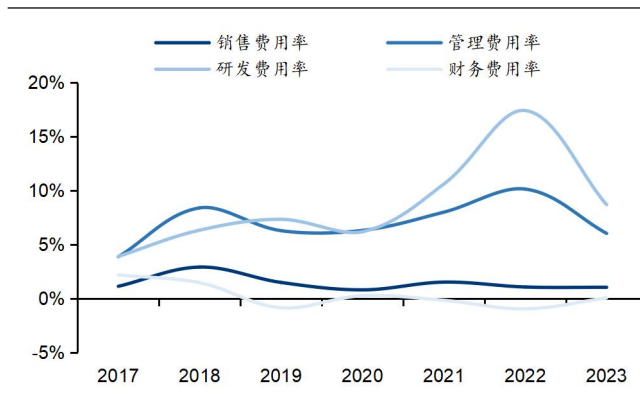
年毛利率为 42.07%，同比提升 4.46pct，主要原因为公司通过技术创新增加产品竞争力，同时也得益于产品结构升级及成本优化等因素。期间费用率方面，2020-2022 年公司期间费用率由 13.58%持续增长至 27.68%，主要原因为公司研发投入特别是新型微棱镜加工技术研发等项目投入较大，使得 2020-2022 年公司研发费用率由 6.20%快速增长至 17.42%。2023 年期间费用率为 15.84%，同比下降 11.84pct，主要由于随着收入快速增长，管理费用率及研发费用率有所回落。净利率方面，2020-2022 年随着公司毛利率下降及期间费用率上升，公司净利率由 41.69%下降至 25.26%。2023 年，公司净利率为 23.85%，同比下降 1.41pct，降幅趋缓，有望呈现企稳态势。

图6: 公司 2017-2023 年毛利率、期间费用率、净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司 2017-2023 年期间费用率明细



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

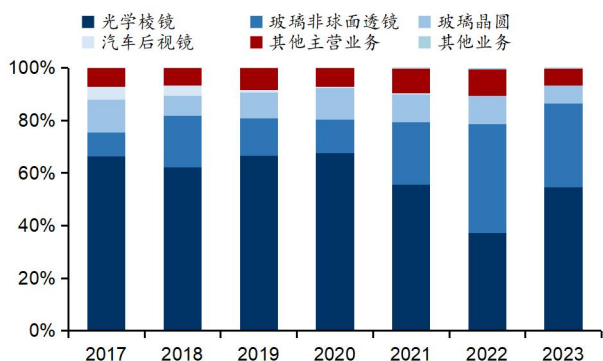
公司主要收入来源为光学棱镜产品，曾经历过客户更改方案导致收入骤降，目前有望通过微棱镜产品重新带来增长。2017-2020 年，光学棱镜业务占到公司总收入 60%以上；2021 年后由于长条棱镜项目受终端产品技术更迭及产品技术变更影响，销量大幅下降；传统棱镜受市场需求放缓影响，出货量出现了一定幅度下降；因此 2022 年光学棱镜业务占公司总收入比例下降至 37.1%。

2023 年光学棱镜业务收入 4.11 亿元，同比增长 191.33%，收入占比 54.5%；毛利率 43.14%，同比下降 1.54pct；收入增长主要原因为公司把握消费电子等领域发展机遇，新开发的应用于智能手机潜望式摄像头模组的微棱镜产品于 2023 年内正式量产，形成了规模销售。

2023 年玻璃非球面透镜业务收入 2.41 亿元，同比增长 52.96%，收入占比 32.0%；毛利率 46.57%，同比提升 7.70pct；收入增长要原因为受汽车智能驾驶需求的带动，应用于车载 360° 环视摄像头及车载激光雷达的玻璃非球面透镜产品出货量呈现稳步增长态势。

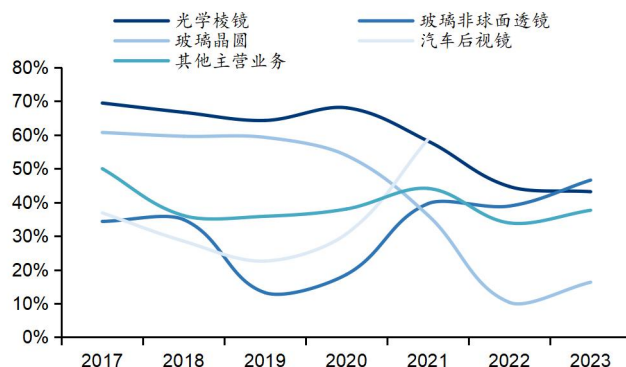
2023 年玻璃晶圆业务收入 0.52 亿元，同比增长 26.10%，收入占比 6.9%；毛利率 16.31%，同比提升 5.96pct；2023 年公司继续大力拓展下游市场，与全球领先的光学玻璃材料厂商紧密合作，持续加深合作伙伴关系；积极改进和完善产品结构，加强客户开发，应用于 AR/VR、汽车 LOGO 投影等领域的显示玻璃晶圆、深加工玻璃晶圆业务实现稳健发展。

图8：公司 2017-2023 年营业收入分产品占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：2022 年由于汽车后视镜业务收入金额较小，并入其他主营业务中进行列示。

图9：公司 2017-2023 年主要产品毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司主要包括光学棱镜、玻璃非球面透镜、玻璃晶圆等业务，盈利预测假设条件如下：

光学棱镜业务：2023 年公司新开发的应用于智能手机潜望式摄像头模组的微棱镜产品正式量产，形成了规模销售；看好微棱镜产品受益于规模量产机客户新品导入而加速放量，从而带动光学棱镜业务加速增长；预计 2024-2026 年公司光学棱镜业务收入同比增长 76.1%/29.6%/6.4%至 7.24/9.38/9.99 亿元，预计 2024-2026 年毛利率为 43.2%/43.2%/43.2%。

玻璃非球面透镜业务：2023 年公司受益于汽车智能驾驶需求的带动，应用于车载 360° 环视摄像头及车载激光雷达的玻璃非球面透镜产品出货量呈现稳步增长态势；看好车载光学相关产品随着智能驾驶普及和推广带来需求进一步增长，预计 2024-2026 年公司玻璃非球面透镜业务收入同比增长 31.2%/35.5%/37.9%至 3.17/4.29/5.92 亿元，预计 2024-2026 年毛利率为 42.5%/42.5%/42.5%。

玻璃晶圆业务：2023 年公司继续大力拓展下游市场，与全球领先的光学玻璃材料厂商紧密合作，持续加深合作伙伴关系，积极改进和完善产品结构，加强客户开发。看好应用于 AR/VR、汽车 LOGO 投影等领域的显示玻璃晶圆、深加工玻璃晶圆业务持续稳健发展，预计 2024-2026 年公司玻璃晶圆业务收入同比增长 20.0%/20.0%/20.0%至 0.63/0.75/0.90 亿元，预计 2024-2026 年毛利率为 30.0%/30.0%/30.0%。

表 2：公司营业收入及毛利率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光学棱镜						
收入（亿元）	2.31	1.41	4.11	7.24	9.38	9.99
增速	-22.06%	-38.84%	191.33%	76.09%	29.60%	6.44%
毛利（亿元）	1.34	0.63	1.77	3.13	4.06	4.32
增速	-33.35%	-53.00%	181.26%	76.46%	29.64%	6.39%
毛利率	58.15%	44.68%	43.14%	43.23%	43.24%	43.22%
玻璃非球面透镜						
收入（亿元）	0.99	1.58	2.41	3.17	4.29	5.92

增速	74.08%	59.15%	52.96%	31.20%	35.54%	37.94%
毛利 (亿元)	0.39	0.61	1.12	1.35	1.82	2.52
增速	270.43%	56.33%	83.23%	19.75%	35.54%	37.94%
毛利率	39.57%	38.87%	46.57%	42.50%	42.50%	42.50%
玻璃晶圆						
收入 (亿元)	0.44	0.41	0.52	0.63	0.75	0.90
增速	-16.07%	-5.55%	26.10%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利 (亿元)	15.88	4.29	8.53	18.81	22.57	27.09
增速	-43.62%	-72.99%	98.79%	120.66%	20.00%	20.00%
毛利率	36.19%	10.35%	16.31%	30.00%	30.00%	30.00%
其他主营业务						
收入 (亿元)	0.40	0.38	0.48	0.55	0.63	0.73
增速	28.61%	-3.43%	25.63%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利 (亿元)	0.17	0.13	0.18	0.21	0.24	0.28
增速	49.27%	-25.79%	39.49%	17.79%	15.00%	15.00%
毛利率	44.10%	33.89%	37.63%	38.54%	38.54%	38.54%
其他业务						
收入 (亿元)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01
增速	-24.76%	-14.94%	-8.45%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利 (亿元)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
增速	-0.35%	13.65%	-25.08%	-0.68%	-5.00%	-5.00%
毛利率	58.82%	78.60%	64.32%	67.25%	67.25%	67.25%
合计						
总营收 (亿元)	4.15	3.80	7.54	11.60	15.08	17.56
增速	-5.34%	-8.45%	98.35%	53.78%	29.96%	16.43%
毛利 (亿元)	2.08	1.43	3.17	4.89	6.36	7.40
增速	-17.80%	-31.23%	121.90%	53.97%	30.18%	16.23%
毛利率	50.06%	37.61%	42.07%	42.12%	42.20%	42.12%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

主要费率：参考过往期间费用率情况，预计各费用率未来将保持相对稳定，因此假设 2024-2026 年销售费用率为 1.06%/1.05%/1.06%，管理费用率为 6.06%/6.41%/6.17%，研发费用率为 8.24%/8.45%/8.46%。

未来 3 年业绩预测

表3：公司未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4.15	3.80	7.54	11.60	15.08	17.56
YoY	-5.34%	-8.45%	98.35%	53.78%	29.96%	16.43%
营业成本	2.07	2.37	4.37	6.72	8.72	10.16
销售费用	0.06	0.04	0.08	0.12	0.16	0.19
管理费用	0.33	0.39	0.46	0.70	0.97	1.08
研发费用	0.44	0.66	0.66	0.96	1.27	1.49
财务费用	-0.01	-0.04	0.00	0.09	0.15	0.20
营业利润	1.59	0.70	2.08	3.20	3.96	4.54
利润总额	1.59	0.68	2.06	3.19	3.95	4.53
归母净利润	1.40	0.96	1.80	2.78	3.44	3.94
YoY	-23.49%	-31.38%	87.27%	54.41%	23.80%	14.70%
EPS (元)	0.35	0.24	0.45	0.69	0.86	0.98
ROE (%)	951.00%	638.00%	1101.00%	15.34%	16.94%	17.29%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别同比增长 53.8%/30.0%/16.4% 至 11.60/15.08/17.56 亿元，对应综合毛利率为 42.1%/42.2%/42.1%。我们预计 2024-2026 年公司期间费用率为 16.2%/16.9%/16.8%；预计 2024-2026 年公司归母

净利润分别同比增长 54.4%/23.8%/14.7%至 2.78/3.44/3.94 亿元。

盈利预测的情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为**中性情形**，则预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 2.78/3.44/3.94 亿元。

悲观情形：若行业及公司出现不可预知的负面变化，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形下降 2%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升 2%，则预计公司 2024–2026 年归母净利润为 2.60/3.19/3.64 亿元，较中性情形下预测值 2.78/3.44/3.94 亿元低出 6.3%/7.1%/7.6%。

乐观情形：若行业及公司出现不可预知的正面变化，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形上升 2%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形下降 2%，则预计公司 2024–2026 年归母净利润为 2.96/3.69/4.25 亿元，较中性情形下预测值 2.78/3.44/3.94 亿元高出 6.4%/7.3%/7.8%。

表4：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	380	754	1,168	1,525	1,781
(+/-%)	-8.5%	98.4%	54.9%	30.6%	16.8%
毛利率	37.6%	42.1%	43.3%	43.4%	43.3%
净利润(百万元)	96	180	296	369	425
(+/-%)	-31.4%	87.3%	64.3%	24.8%	15.2%
摊薄 EPS	0.24	0.45	0.74	0.92	1.06
中性预测					
营业收入(百万元)	380	754	1,160	1,508	1,756
(+/-%)	-8.5%	98.4%	53.8%	30.0%	16.4%
毛利率	37.6%	42.1%	42.1%	42.2%	42.1%
净利润(百万元)	96	180	278	344	394
(+/-%)	-31.4%	87.3%	54.4%	23.8%	14.7%
摊薄 EPS(元)	0.24	0.45	0.69	0.86	0.98
悲观预测					
营业收入(百万元)	380	754	1,152	1,490	1,730
(+/-%)	-8.5%	98.4%	52.7%	29.4%	16.1%
毛利率	37.6%	42.1%	41.0%	41.0%	41.0%
净利润(百万元)	96	180	260	319	364
(+/-%)	-31.4%	87.3%	44.7%	22.7%	14.1%
摊薄 EPS	0.24	0.45	0.65	0.80	0.91
总股本(百万股)	402	402	402	402	402

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司是国内领先的光学产品制造企业，主要从事光学元器件的研发、生产和销售，主要产品包括光学棱镜、玻璃非球面透镜、玻璃晶圆等系列，广泛应用于智能手机、AR/VR、短焦距投影等消费类电子产品、半导体加工、车载镜头以及高端望远镜、激光器等光学仪器领域。考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理估值区间。

相对估值：合理估值区间 24.21-25.59 元

我们选择舜宇光学科技、联创电子、水晶光电、宇瞳光学、中光学、腾景科技作为公司的可比公司。其中：

舜宇光学科技是中国领先的光学产品制造企业，主要从事光学相关产品开发、制造和销售，产品包括光学零件(玻璃/塑料镜片、平面镜、棱镜及各种镜头)、光电产品(手机相机模组及其他光电模组)和光学仪器(显微镜、测量仪器及分析仪器)。

联创电子是一家专业从事研发、生产及销售为智能手机、平板电脑、智能驾驶、运动相机、智能家居、VR/AR 等配套的光学镜头、摄像模组及触控显示一体化等关键光学、光电子产品及智能终端产品制造的高新技术企业。

水晶光电是国内专业从事精密薄膜光学产品研发、生产和销售的光电元器件制造企业，主要产品应用于数码相机、安防监控摄像头、电脑摄像头及其它数字摄像镜头、半导体照明、微型投影仪、视频眼镜、公路交通标志、安全防护等领域。

宇瞳光学是中国专业的光学镜头制造商，专注于光学精密镜片、光学镜头等相关产品的设计、研发、生产和销售，产品主要应用于公共安防视频监控设备、智能家居、车载摄像头、机器视觉等高精度光学系统。

中光学是国内知名光电企业，主要业务包括精密光学元组件、光电防务、要地监控、光学微显示及其核心部件等，其中精密光学元组件业务主要分布在数码光学、薄膜光学、安防车载光学与特种光学四个细分领域。

腾景科技是专业从事各类精密光学元件、光纤器件研发、生产和销售的高新技术企业，光学元件产品主要包括平面光学元件、球面光学元件、模压玻璃非球面透镜等。产品主要应用于光通信、光纤激光、量子信息科研等领域，其他应用领域包括生物医药、机器视觉、3D 传感、消费类光学等。

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 2.78/3.44/3.94 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期下 2024 年 PE 均值（36.43 倍），考虑到公司在国内光学行业中处于领先地位，未来有望随着微棱镜及车载光学产品放量而实现新一轮增长，因此判断公司成长潜力及业绩增长动能较大，给予公司 2024 年 35-37 倍预期 PE，对应公司合理估值区间为 97-103 亿元，对应 24.21-25.59 元/股。

表5：可比公司估值比较（股价截至 2024 年 5 月 22 日）

代码	简称	股价 (原始货币)	EPS(原始货币)				CAGR (23-26E)	PE(倍)				PEG (2024E)	总市值 (亿原始货币)
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		
688127	蓝特光学	19.28	0.45	0.69	0.86	0.98	29.9%	43.04	27.9	22.5	19.6	4.74	0.93
	可比公司												
2382.H	舜宇光学科技	44.65	1.01	1.53	1.93	2.17	29.2%	41.13	27.13	21.49	19.09	1.98	0.93
002036	联创电子	7.43	-0.93	0.29	0.53	-	26.0%	-7.99	25.63	14.11	-	2.87	0.99
002273	水晶光电	15.18	0.43	0.57	0.71	0.83	24.7%	35.30	26.55	21.50	18.19	2.45	1.07
300790	宇瞳光学	14.15	0.10	0.55	0.81	1.00	115.3%	141.50	25.77	17.53	14.18	2.75	0.22
002189	中光学	15.73	-0.95	0.24	0.61	0.74	40.7%	-16.59	65.73	25.76	21.18	3.75	1.62
688195	腾景科技	28.08	0.32	0.59	0.81	1.06	48.9%	87.75	47.79	34.64	26.59	4.02	0.98
	可比公司平均		0.00	0.63	0.90	1.16	47.5%	46.85	36.43	22.50	19.85	2.97	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

注：可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期；舜宇光学科技股价及总市值原始货币为港币，其余为人民币。

投资建议：目标价 24.21-25.59 元，首次覆盖给予“买入”评级

我们看好公司在光学行业的竞争力及领先优势，看好：1) 智能手机潜望式摄像头

模组的微棱镜加速放量带来业绩快速增长；2) 车载摄像头和激光雷达相关的玻璃非球面透镜产品需求持续增长带来业绩增长动能。综合上述相对估值，我们认为公司估值的合理区间为 97-103 亿元，对应 24.21-25.59 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法得出公司的合理估值在 24.21-25.59 元之间，但该估值是建立在较多假设前提基础上的计算而来的，特别是对可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。具体来说，相对估值法中我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到相对估值法下公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司在光学行业的竞争力及领先优势，看好智能手机潜在式摄像头模组的微棱镜加速放量带来业绩快速增长及车载摄像头和激光雷达相关的玻璃非球面透镜产品需求持续增长，因此预计 2024-2026 年公司营业收入分别同比增长 53.8%/30.0%/16.4%至 11.60/15.08/17.56 亿元，归母净利润分别同比增长 54.4%/23.8%/14.7%至 2.78/3.44/3.94 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

核心竞争力风险

1、研发能力未能匹配客户需求的风险。公司的主要产品具有定制化和非标准化特征，能否将客户产品理念快速转化为设计方案和产品的设计研发能力，是公司是否可以从行业竞争中胜出的关键。目前公司的下游行业包括消费电子、汽车电子等，具有技术密集的特点，对产品技术要求较高，部分行业产品更新换代快、技术革新相对频繁，行业内企业一直在不断研发新的技术成果并在此基础上对产品的应用场景、性能指标等进行优化升级。如果公司的设计研发能力和产品快速迭代能力无法与下游行业客户的产品要求及技术创新速度相匹配，或者公司无法适应终端产品技术路线的快速更迭，则公司将面临客户流失风险，营业收入和盈利水平均可能产生较大不利影响。

2、核心技术泄密、技术人员流失的风险。公司为技术导向型企业，虽然将部分核心技术申请了专利，但仍存在部分技术细节以技术秘密的形式予以保护，存在技术人员违反有关规定向外泄露或技术被他人盗用的可能。同时，公司所处行业技术人才往往需要长期的经验积累，其对于新产品设计研发、产品品质控制等具有重要的作用，研发项目的顺利进行也需要不断增强的技术人才团队作为保障。在市场竞争日益激烈的情况下，公司面对的人才竞争也将日趋激烈，技术团队的稳定性将面临考验，存在技术人员流失的风险。若核心技术泄密、技术人员流失，将对公司的盈利能力造成不利影响。

经营风险

1、客户相对集中、产品定制化风险。公司下游客户一般会综合考虑技术实力、生产规模、响应速度、合作历程等因素对供应商进行选择，在面临日趋激烈的市场

竞争环境时，公司可能将面临主要客户减少采购需求或者降低采购价格的情形，届时公司工艺优势及规模效应等优势无法体现，进而对经营业绩、毛利率产生不利影响。由于公司所处行业下游更新迭代速度快，产品又存在定制化、非标化的特点，部分产品项目周期的到期亦会对公司短期效益带来不利影响。

2、国际贸易摩擦加剧带来的风险。光学光电子产业链分工精细，全球化程度高，因此易受到国内外宏观经济和贸易政策等宏观环境因素的影响。欧美国家在相关技术、设备等方面拥有较为明显的优势，中美贸易具有较大不确定性，为公司的生产经营带来一定风险。

3、项目推进未达到预期的风险。为及时抓住市场发展机遇，提高公司核心竞争力，公司正积极推进一系列项目建设。但在项目建设进程中，受行政审批、资金筹措、规划调整等多重因素影响，项目建设进度可能不及预期；同时，公司的项目建设具有前瞻性，受宏观经济、市场竞争、行业政策变化等多重因素影响，公司新项目经济效益的实现周期存在不确定性。为此，公司持续关注政策及市场变化，与相关各方保持密切有效沟通，积极、稳健推进项目建设。

财务风险

1、存货跌价风险。公司目前采用的是“以销定产+合理备货”的经营模式，期末存货主要系根据客户订单安排生产及发货所需的各种原材料、库存商品和在产品，同时也会存在根据客户订单计划等因素提前采购部分原材料，或为保证及时交付而提前进行一定的备货，如因备货的产品市场需求发生不利变化、直接客户取消订单或采购意向，公司可能存在提前备货的存货发生大额跌价的风险。同时，公司近期购置较多相关设备资产，投入较大，使得固定成本提高较多，若公司产品产量因市场需求波动出现大幅减少，或因丧失竞争力而出现大幅降价，也可能导致存货发生大额跌价准备，对公司的经营业绩产生不利影响。

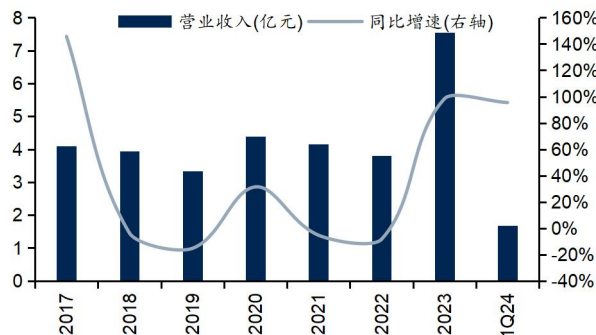
2、汇率风险。美元兑人民币汇率呈现一定程度的波动，人民币汇率波动日趋市场化及复杂化，受国内外经济、政治等多重因素共同影响，若未来人民币汇率发生较大波动，则会对公司业绩产生影响。

市场风险

1、行业风险。光学行业面向科学前沿并服务于国民经济社会，也是我国制造业升级的关键环节，我国出台了一系列产业政策促进光学及相关行业的科研创新及产业化，这些政策也极大促进了我国消费电子、汽车电子、新一代信息技术的进步和产业规模的扩大，为光学产品带来了广阔的市场空间。尽管在未来可预期的一段时间内，我国产业政策将继续大力扶持光学行业的发展，但仍存在国际政治经济形势变化、宏观经济波动、技术更迭等因素，对政策的落实或新政策的出台造成一定的不确定性。近些年来，随着消费电子、汽车电子、AR/VR、人工智能等新兴领域的迅速发展，为光学光电子开拓了更广阔的应用前景和市场空间。随着行业技术的不断进步，市场的逐步成熟，行业内外企业的投资意愿将不断增强，行业壁垒逐步削弱，市场竞争面临进一步加剧的风险。

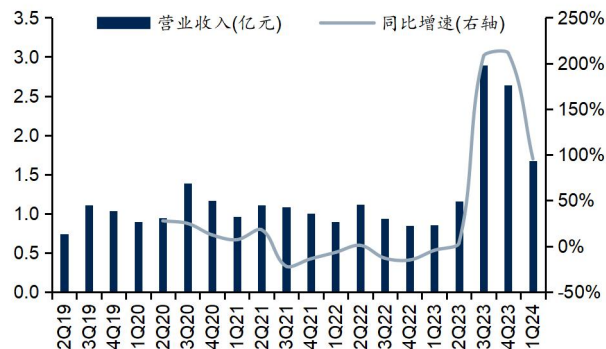
2、宏观环境风险。全球经济和中美贸易政策具有较大不确定性，将对我国经济发展带来较大影响。全球经济放缓可能对消费电子、汽车、半导体等行业带来一定不利影响，进而影响公司业绩。

图10: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



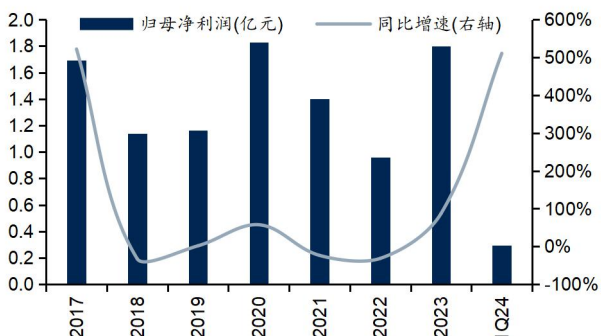
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司分季度营业收入及增速 (亿元, %)



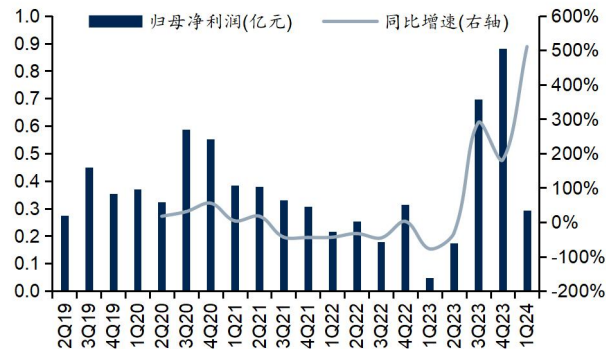
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



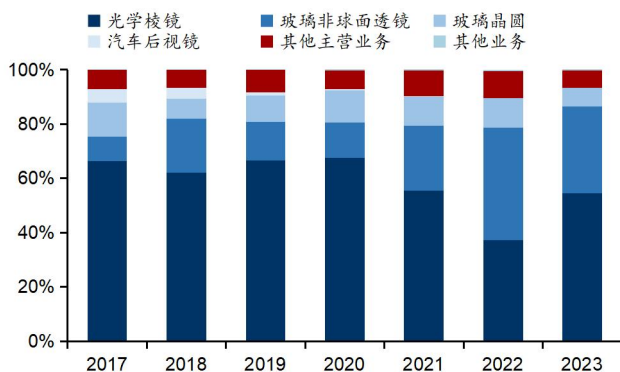
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



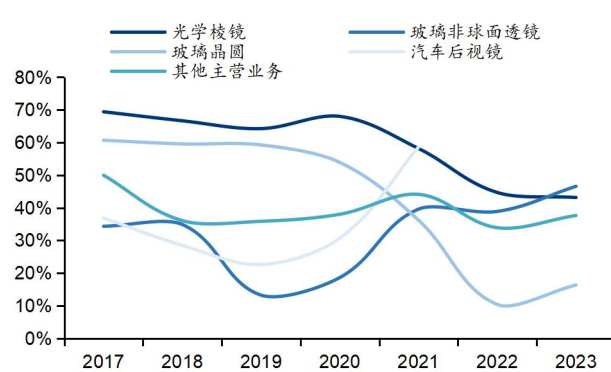
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司分产品营收占比



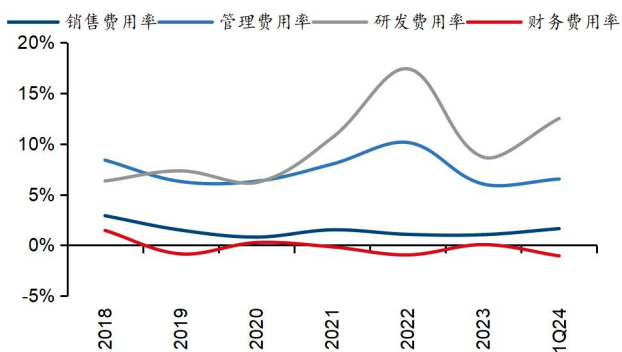
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2022年由于汽车后视镜业务收入金额较小, 并入其他主营业务中进行列示。

图15: 公司分产品毛利率 (%)



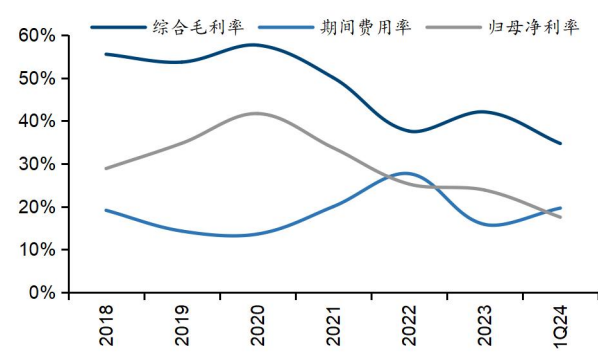
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司费用率



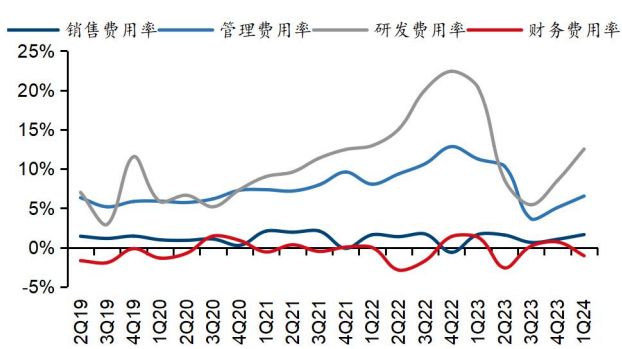
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司毛利率、净利率、费用率 (%)



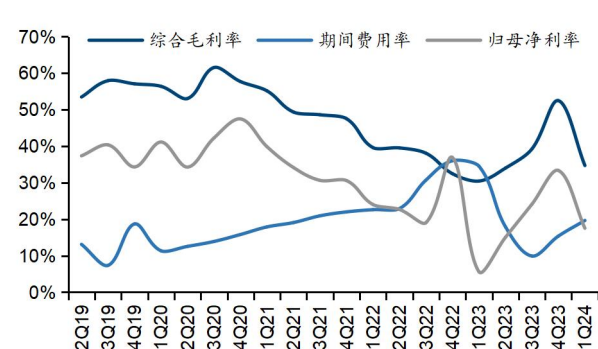
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司分季度费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司分季度毛利率、净利率、费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	98	203	132	138	142	营业收入	380	754	1160	1508	1756
应收款项	86	232	285	391	475	营业成本	237	437	672	872	1016
存货净额	136	207	386	513	573	营业税金及附加	2	5	8	9	11
其他流动资产	32	6	38	63	49	销售费用	4	8	12	16	19
流动资产合计	912	1007	1203	1472	1609	管理费用	39	46	72	99	110
固定资产	851	1177	1500	1818	2121	研发费用	66	66	96	127	149
无形资产及其他	55	54	52	50	47	财务费用	(4)	0	9	15	20
其他长期资产	109	50	50	50	50	投资收益	26	14	23	21	19
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(5)	(7)	(5)	(6)	(6)
资产总计	1927	2288	2805	3389	3827	其他收入	14	8	11	11	10
短期借款及交易性金融负债	120	261	341	458	581	营业利润	70	208	320	396	454
应付款项	204	255	447	671	707	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	39	53	120	143	162	利润总额	68	206	319	395	453
流动负债合计	363	569	907	1273	1450	所得税费用	(29)	26	40	49	56
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	1	2	2
其他长期负债	57	82	83	82	90	归属于母公司净利润	96	180	278	344	394
长期负债合计	57	82	83	82	90	现金流量表 (百万元)					
负债合计	420	651	990	1354	1540	净利润	97	181	279	346	396
少数股东权益	2	3	3	5	6	资产减值准备	3	2	4	2	2
股东权益	1505	1634	1811	2030	2282	折旧摊销	67	120	118	151	181
负债和股东权益总计	1927	2288	2805	3389	3827	公允价值变动损失	5	7	5	6	6
关键财务与估值指标						财务费用	(4)	0	9	15	20
每股收益	0.24	0.45	0.69	0.86	0.98	营运资本变动	(30)	(40)	(1)	(10)	(65)
每股红利	0.15	0.16	0.25	0.31	0.36	其它	(72)	(47)	(14)	(17)	(23)
每股净资产	3.74	4.07	4.51	5.06	5.68	经营活动现金流	66	224	401	492	517
ROIC	16%	18%	21%	23%	23%	资本开支	(340)	(404)	(448)	(475)	(490)
ROE	6%	11%	15%	17%	17%	其它投资现金流	243	228	(4)	(4)	(4)
毛利率	38%	42%	42%	42%	42%	投资活动现金流	(98)	(176)	(451)	(478)	(494)
EBIT Margin	8%	26%	26%	26%	26%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	42%	36%	36%	36%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-8%	98%	54%	30%	16%	支付股利、利息	(61)	(65)	(101)	(125)	(143)
净利润增长率	-31%	87%	54%	24%	15%	其它融资现金流	112	131	80	117	124
资产负债率	22%	29%	35%	40%	40%	融资活动现金流	53	66	(21)	(8)	(20)
息率	0.8%	0.8%	1.3%	1.6%	1.8%	现金净变动	23	117	(71)	7	4
P/E	80.7	43.0	27.9	22.5	19.6	货币资金的期初余额	64	86	203	132	138
P/B	5.2	4.7	4.3	3.8	3.4	货币资金的期末余额	86	203	132	138	142
EV/EBITDA	82.8	26.7	20.9	17.0	14.7	企业自由现金流	0	(154)	(68)	4	20
						权益自由现金流	0	(23)	4	108	126

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032