

短期业绩有所承压，新客户开拓及技术研发持续推进

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报,上半年实现收入3.2亿元,同比-13.2%,实现归母净利润4788.6万元,同比-0.6%,实现扣非归母净利润4752.1万元,同比+2.6%;其中单Q2实现收入1.4亿元,同比-36.7%,环比-27.1%,实现归母净利润1510.8万元,同比-53.5%,环比-53.9%,实现扣非归母净利润1306.6万元,同比-57.7%,环比-62.1%。因与纳米微晶玻璃产品重要客户重庆鑫景的订单于四月履行完毕,Q2公司业绩明显下滑。公司5月已披露2023年鑫景相关订单已完成并未收到新订单的公告,因此H1业绩符合市场预期。
- 大客户订单履约结束导致业绩短期承压,公司积极推动新客户认证。** 纳米微晶玻璃产品重要客户重庆鑫景的订单于四月履行完毕,因此鑫景相关收入下降54.7%,导致公司业绩短期承压。但是公司不局限于围绕某一客户而开展业务,坚持依托自有技术和专利、规模化生产效应、市场先发优势等有利条件,持续提升公司的销售规模及市场占有率。公司已完成自主知识产权的微晶玻璃产品研发及试制,正积极推进终端客户产品认证及商务合作工作。2024H1已有受托加工形成收入1262.7万元,其为客户定制的纳米微晶玻璃。
- 坚持玻璃材料服务商发展定位,持续加大研发投入并加强全产业链布局。** 2024H1公司研发费用为2604.2万元,与上年同比+67.1%,研发人员共123人,开展研发项目15项,新增6项发明专利。公司研发中心先后购置29台(套)国内外先进检测设备,增加检测项目18个。公司已开始推行IPD研发体系项目管理,建立健全了各类物理、化学检测实验室,覆盖各类玻璃材料的全性能检测。同时,积极推进研发中心检测能力的CNAS认证工作。公司未来将1)在光学玻璃领域,持续推出系列新产品,增加产品种类,开拓下游应用领域;2)在纳米微晶玻璃领域,加强产业链布局,研发不同系列自主知识产权的微晶玻璃产品,实现该业务的可持续发展,为公司长远发展储备资源。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.53元、0.69元、0.95元,对应动态PE分别为25倍、19倍、14倍。虽然公司短期业绩受到大客户订单结束的影响,但是长远来看,公司拥有自主知识产权的纳米微晶配方和晶化技术专利,并积极与潜在客户洽谈。随着纳米微晶玻璃渗透率逐渐提升,公司先发优势预期逐渐凸显,业绩有望恢复增长趋势。综合考虑上述原因及市场流动性差异,我们给予“持有”投资评级,建议关注。
- 风险提示:** 市场竞争加剧风险、特种功能玻璃单一客户依赖风险、能源供应及价格波动的风险、产品滞销风险、人力资源风险、产品和技术替代风险。

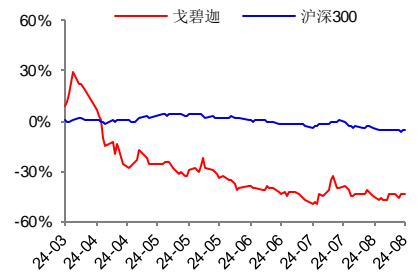
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	808.34	584.66	748.62	961.46
增长率	88.26%	-27.67%	28.04%	28.43%
归属母公司净利润(百万元)	104.21	74.49	97.25	134.21
增长率	127.37%	-28.52%	30.56%	38.01%
每股收益EPS(元)	0.74	0.53	0.69	0.95
净资产收益率ROE	15.30%	7.79%	9.24%	11.31%
PE	18	25	19	14
PB	2.68	1.91	1.73	1.54

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 潘妍洁
电话: 023-67791663
邮箱: panyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 同花顺 iFinD

基础数据

总股本(亿股)	1.41
流通A股(亿股)	0.75
52周内股价区间(元)	11.48-29.29
总市值(亿元)	18.26
总资产(亿元)	13.50
每股净资产(元)	6.61

相关研究

- 戈碧迦(835438): 光学玻璃“小巨人”, 特种功能玻璃助力业绩快速增长 (2024-03-29)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司自 2009 年成立以来，始终专注于光学玻璃材料配方、熔炼、检测等核心技术的研究和生产实践。作为国内最早进入光学玻璃制造业的民营企业之一，公司已拥有了也拥有了较好的客户满意度。随着光学玻璃材料下游如消费电子的逐步复苏，公司光学玻璃材料收入有望稳步提升。我们预计 2024-2026 年，公司光学玻璃材料销量约为 2.2/2.4/2.6 万吨，销售价格约为 12.5/13.9/15.6 元/kg，毛利率约为 25%/25%/25%。

假设 2：同光学玻璃材料一样，光学玻璃型件需求随着下游行业复苏而增加，相关收入有望稳步提升。我们预计 2024-2026 年，公司光学玻璃型件销量约为 1.9/2.0/2.1 亿件，销售价格为 0.5/0.5/0.5 元/件，毛利率约为 15%/15%/15%。

假设 3：公司目前光学元件为车灯非球面透镜及预制件，光学车灯非球面透镜产品 2022 年 6 月已进入比亚迪供应链，具有良好的市场发展前景。随着新能源汽车渗透率逐步提升，公司在各车厂形成批量供应，光学元件收入有望稳定增长。我们预计 2024-2026 年，公司光学元件销量约为 2033.3/2643.3/3436.3 吨，销售价格约为 13.7/14.4/15.2 元/kg，毛利率约为 8%/9%/10%。

假设 4：公司以光学玻璃技术积累为基础，结合市场需求重点研发特种功能玻璃，其中和重庆鑫景合作开发的纳米微晶玻璃拉动 2023 年业绩快速增长，但由于 2024 年上半年与重庆鑫景的在手订单结束，相关收入有明显下滑，我们下调相关收入预期。但由于公司拥有自主知识产权的纳米微晶配方和晶化技术专利，并积极与潜在客户洽谈。我们预期随着纳米微晶玻璃在手机盖板市场渗透率的逐步提升，公司的先发优势会逐渐凸显，2025-2026 年特种功能相关收入会有较大提升。我们预计 2024-2026 年，公司特种功能玻璃销量为 1957.1/3522.8/5284.3 吨，销售价格为 81.6/77.6/73.7 元/kg。毛利率方面，由于公司是加工平台型公司，碳酸锂价格下降的情况下，若公司收取的加工费变化不大，毛利率有望提升。在 2024H1 特种功能玻璃 47.6% 的基础上，我们预计 2024-2026 年毛利率约为 47%/46%/45%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入及成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光学玻璃材料	收入	169.6	270.1	329.8	406.3
	增速	-15.6%	59.3%	22.1%	23.2%
	成本	131.8	202.6	247.3	304.7
	毛利率	22.3%	25.0%	25.0%	25.0%
光学玻璃型件	收入	94.9	99.1	105.0	111.3
	增速	3.1%	4.4%	6.0%	6.0%
	成本	82.8	84.2	89.3	94.6
	毛利率	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
光学元件	收入	21.2	27.9	38.1	52.1
	增速	1.1%	31.6%	36.5%	36.5%
	成本	20.0	25.7	34.7	46.9
	毛利率	6.1%	8.0%	9.0%	10.0%
特种功能玻璃	收入	517.3	159.8	273.2	389.3

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	增速	349.8%	-69.1%	71.0%	42.5%
	成本	330.7	84.7	147.5	214.1
	毛利率	36.1%	47.0%	46.0%	45.0%
受托加工	收入	2.7	25.3	0.0	0.0
	增速	-	823.9%	-100.0%	0.0%
	成本	1.9	7.8	0.0	0.0
	毛利率	29.8%	69.1%	69.1%	69.1%
其他业务	收入	2.5	2.5	2.5	2.5
	增速	533.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	0.2	0.2	0.2	0.2
	毛利率	93.4%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	808.3	584.7	748.6	961.5
	增速	88.3%	-27.7%	28.0%	28.4%
	成本	567.3	405.2	519.1	660.6
	毛利率	29.8%	30.7%	30.7%	31.3%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

公司主营业务为光学玻璃及特种功能玻璃研发、制造和销售。目前，暂无与公司从事同类主营业务的可比境内上市公司。从所处行业、经营范围及应用领域等角度出发，同时结合信息的可获得性，选取蓝特光学、奥普光电和力诺特玻三家公司作为可比公司。

从 PE 的角度看，24-26 年，三家公司平均估值为 35/25/20 倍。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 5.8/7.5/9.6 亿元，yoy 为 -27.7%/28.0%/28.4%；预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 74.5/97.3/134.2 百万元，CAGR 为 8.8%，对应 PE 为 25/19/14 倍。考虑到 2024 年可比公司平均估值为 35 倍，公司是国内能规模化生产光学玻璃的三大企业之一，在光学玻璃领域有成熟且丰富的技术与产品的积累。随着光学玻璃终端行业的快速发展，公司高端光学玻璃市场份额有望不断扩大。虽然公司短期业绩受到大客户订单结束的影响，但是长远来看，公司拥有自主知识产权的纳米微晶配方和晶化技术专利，并积极与潜在客户洽谈。随着纳米微晶玻璃渗透率逐渐提升，公司先发优势预期逐渐凸显，业绩有望恢复增长趋势。综合考虑上述原因及市场流动性差异，我们给予“持有”投资评级，建议关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688127.SH	蓝特光学	72.89	18.15	0.45	0.74	0.97	1.11	51.99	24.44	18.76	16.3
301188.SZ	力诺特玻	27.71	11.92	0.28	0.66	0.94	1.19	63.08	18.11	12.65	9.99
002338.SZ	奥普光电	63.24	26.35	0.36	0.42	0.59	0.75	93.22	63.53	44.55	35.18
平均值								69.43	35.36	25.32	20.49
835438.BJ	戈碧迦	18.26	12.93	0.74	0.53	0.69	0.95	18	25	19	14

数据来源：同花顺 iFinD, 西南证券整理 (数据截止日期 2024.8.16)。注：除戈碧迦，其他公司盈利预测来自同花顺 iFinD

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	808.34	584.66	748.62	961.46	净利润	104.21	74.49	97.25	134.21
营业成本	567.30	405.24	519.07	660.55	折旧与摊销	38.39	32.52	32.52	32.52
营业税金及附加	3.77	2.60	3.20	4.23	财务费用	8.56	8.53	10.47	10.37
销售费用	7.89	11.69	14.97	19.23	资产减值损失	-3.16	3.39	3.50	3.50
管理费用	41.15	70.16	89.83	115.37	经营营运资本变动	22.90	16.25	-50.82	-70.37
财务费用	8.56	8.53	10.47	10.37	其他	28.94	0.00	-4.91	-3.31
资产减值损失	-3.16	3.39	3.50	3.50	经营活动现金流净额	199.84	135.17	88.01	106.92
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-58.34	-25.00	-20.00	-15.00
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.00	0.00	其他	-35.49	8.34	0.83	-0.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-93.83	-16.66	-19.17	-15.14
营业利润	150.67	83.05	107.58	148.21	短期借款	-23.42	-29.19	-5.00	-5.00
其他非经营损益	-34.33	-2.70	-2.50	-2.50	长期借款	-10.36	90.00	5.00	5.00
利润总额	116.34	80.35	105.08	145.71	股权融资	30.85	200.00	0.00	0.00
所得税	12.13	5.86	7.83	11.50	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	104.21	74.49	97.25	134.21	其他	-74.46	-35.57	-10.47	-10.37
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-77.39	225.23	-10.47	-10.37
归属母公司股东净利润	104.21	74.49	97.25	134.21	现金流量净额	28.68	343.75	58.38	81.42
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	91.65	435.40	493.78	575.20	成长能力				
应收和预付款项	160.94	154.41	188.90	237.53	销售收入增长率	88.26%	-27.67%	28.04%	28.43%
存货	265.17	185.97	240.63	306.61	营业利润增长率	204.86%	-44.88%	29.53%	37.77%
其他流动资产	40.74	19.31	23.43	29.99	净利润增长率	127.37%	-28.52%	30.56%	38.01%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	113.17%	-37.20%	21.33%	26.92%
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	514.89	508.88	497.86	481.84	毛利率	29.82%	30.69%	30.66%	31.30%
无形资产和开发支出	9.27	9.00	8.73	8.46	三费率	7.13%	15.46%	15.40%	15.08%
其他非流动资产	73.23	71.99	70.76	69.52	净利率	12.89%	12.74%	12.99%	13.96%
资产总计	1155.90	1384.96	1524.09	1709.15	ROE	15.30%	7.79%	9.24%	11.31%
短期借款	79.19	50.00	45.00	40.00	ROA	9.02%	5.38%	6.38%	7.85%
应付和预收款项	164.29	112.03	145.18	185.18	ROIC	19.97%	11.90%	15.22%	18.63%
长期借款	31.70	121.70	126.70	131.70	EBITDA/销售收入	24.45%	21.23%	20.11%	19.88%
其他负债	199.58	145.61	154.34	165.20	营运能力				
负债合计	474.77	429.34	471.22	522.08	总资产周转率	0.76	0.46	0.51	0.59
股本	118.25	141.25	141.25	141.25	固定资产周转率	1.70	1.20	1.64	2.26
资本公积	249.77	426.77	426.77	426.77	应收账款周转率	7.55	5.33	5.93	6.21
留存收益	313.11	387.60	484.85	619.05	存货周转率	2.15	1.78	2.40	2.40
归属母公司股东权益	681.13	955.62	1052.87	1187.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	681.13	955.62	1052.87	1187.07	资产负债率	41.07%	31.00%	30.92%	30.55%
负债和股东权益合计	1155.90	1384.96	1524.09	1709.15	带息债务/总负债	23.36%	39.99%	36.44%	32.89%
					流动比率	1.70	4.12	4.12	4.17
					速动比率	0.89	3.15	3.07	3.05
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.74	0.53	0.69	0.95
					每股净资产	4.82	6.77	7.45	8.40
					每股经营现金	1.41	0.96	0.62	0.76
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	197.61	124.10	150.57	191.10					
PE	17.53	24.52	18.78	13.61					
PB	2.68	1.91	1.73	1.54					
PS	2.26	3.12	2.44	1.90					
EV/EBITDA	7.66	12.09	9.58	7.12					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
