

## 智驾快速下沉，公司车载光学显著受益

### 核心观点

- **车载光学放量驱动亏损幅度收窄，传统消费电子业务承压。**公司发布业绩预告，预计 24 年取得营收 92.7-103 亿元，同比-6%~+5%，预计 24 年归母亏损 2.8-5.5 亿元，亏损同比收窄 45%-72%。24 年公司亏损有所收窄但仍受到主业景气度及新业务投入影响。1) 手机光学、触控显示等传统业务行业竞争激烈等多方面因素影响，导致公司产品毛利率处于较低水平。2) 公司培育新业务车载显示、车载照明、车载雷达等车载电子光学领域，导致研发投入费用较高。未来随着消费电子行业的复苏和公司智驾相关业务规模的增长，公司产品结构得以优化，盈利能力有望改善。
- **自动驾驶车型下沉渗透率快速提升，公司车载光学业务显著受益。**此前比亚迪宣布将在汽车智能化领域投入 1000 亿元，根据其销售规划 25 年有望实现 60% - 70% 的车辆搭载中阶及以上智驾系统，新势力+传统老牌车企共同推动智驾下沉，中低阶车型智驾渗透率将进一步显著提升，对车载镜头等传感器用量有望大幅提升，第三方预测 26 年全球车载摄像头市场规模将达到 355 亿美元，长期有望接近 500 亿美元。公司车载光学业务步入高速增长期，已全面切入国内外几大汽车龙头品牌客户和全球几大主要汽车 Tier1 客户供应链。国内方面公司加快与地平线、百度等国内高级汽车辅助安全驾驶方案公司的合作，海外方面有望进一步扩大车载镜头在欧美知名汽车电子厂商 Aptiv、Valeo、Magna 等客户的份额。
- **产能扩充顺利，车载光学业务产品布局拓宽。**公司在合肥筹建的“联创电子（合肥）车载光学产业园项目”已于 24 年 4 月开始投产，设计产能为年产 0.5 亿颗车载镜头和 0.5 亿颗车载影像模组，为车载摄像头长期发展奠定了坚实基础。与此同时，公司积极拓展车载显示领域，其中车载屏获得了众多项目定点，其中有不少项目已进入量产阶段；车载抬头显示已建成中试线，第二代样机已完成了装车体验，有望和车载摄像头业务形成共振。

### 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-0.33/0.07/0.36 元（原 24-25 年预测分别为 0.26/0.63 元，主要下调各业务营收及毛利率，上调费用率预测），根据可比公司 26 年 28 倍 PE 估值，对应目标价为 10.08 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 自动驾驶渗透率不及预期进而影响估值风险，光学镜头出货不及预期、消费电子需求持续疲弱导致公司盈利能力不及预期风险、信用减值损失风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,935	9,848	10,208	11,415	12,425
同比增长(%)	3.6%	-9.9%	3.7%	11.8%	8.9%
营业利润(百万元)	68	(1,049)	(380)	84	438
同比增长(%)	-32.4%	-1639.8%	63.8%	122.0%	423.7%
归属母公司净利润(百万元)	94	(992)	(350)	74	378
同比增长(%)	-16.6%	-1158.4%	64.7%	121.2%	408.2%
每股收益(元)	0.09	(0.94)	(0.33)	0.07	0.36
毛利率(%)	12.1%	8.3%	9.7%	12.4%	14.2%
净利率(%)	0.9%	-10.1%	-3.4%	0.7%	3.0%
净资产收益率(%)	2.5%	-30.0%	-12.9%	2.8%	13.2%
市盈率	103.4	(9.8)	(27.7)	130.4	25.7
市净率	2.6	3.4	3.7	3.6	3.2

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。

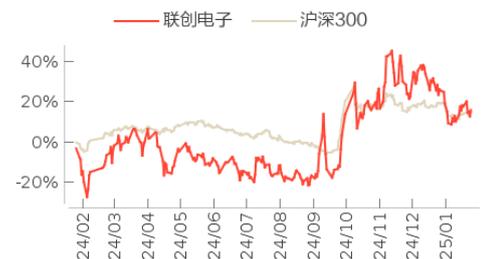
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2025年01月24日）	9.15 元
目标价格	10.08 元
52 周最高价/最低价	12.17/5.41 元
总股本/流通 A 股（万股）	105,937/105,321
A 股市值（百万元）	9,693
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 01 月 28 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.51	-9.76	0	18.99
相对表现%	-2.05	-5.97	2.44	2.03
沪深 300%	0.54	-3.79	-2.44	16.96



### 证券分析师

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

### 联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

### 相关报告

环比亏损收窄，盈利能力逐渐修复	2023-11-06
-----------------	------------

## 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-0.33/0.07/0.36 元（原 24-25 年预测分别为 0.26/0.63 元，主要下调各业务营收及毛利率，上调费用率预测），根据可比公司 26 年 28 倍 PE 估值，对应目标价为 10.08 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/1/24	每股收益(元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
德赛西威	002920	110.80	2.79	3.82	4.95	6.21	39.75	29.00	22.40	17.83
蓝特光学	688127	27.65	0.45	0.67	0.92	1.13	61.97	41.36	29.97	24.41
炬光科技	688167	66.08	1.00	-0.14	1.05	2.27	65.95	-463.72	62.66	29.12
兆易创新	603986	130.50	0.24	1.69	2.48	3.17	537.70	77.41	52.55	41.17
思特威-W	688213	80.38	0.04	1.01	1.94	3.07	2270.62	79.43	41.51	26.16
	最大值						2270.62	79.43	62.66	41.17
	最小值						39.75	(463.72)	22.40	17.83
	平均数						595.20	(47.30)	41.82	27.74
	调整后平均		(0.94)	(0.32)	0.10	0.37	221.87	(47.00)	42.00	28.00

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

自动驾驶渗透率不及预期进而影响估值风险，光学镜头出货不及预期、消费电子需求持续疲弱导致公司盈利能力不及预期风险、信用减值损失风险。

**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	2,673	1,832	1,531	1,141	1,243	营业收入	10,935	9,848	10,208	11,415	12,425
应收票据及应收账款	3,261	2,816	2,919	2,693	2,932	营业成本	9,609	9,031	9,221	10,003	10,656
预付账款	218	264	273	306	333	营业税金及附加	37	26	20	23	25
存货	1,389	1,732	1,768	1,418	1,511	营业费用	40	51	49	51	52
其他	347	397	387	409	428	管理费用及研发费用	852	1,008	952	978	992
<b>流动资产合计</b>	<b>7,887</b>	<b>7,041</b>	<b>6,879</b>	<b>5,968</b>	<b>6,446</b>	财务费用	261	302	311	311	297
长期股权投资	952	938	938	938	938	资产、信用减值损失	190	529	200	80	80
固定资产	3,573	3,795	4,585	5,184	5,566	公允价值变动收益	0	0	5	5	5
在建工程	720	1,117	1,060	932	768	投资净收益	51	7	10	10	10
无形资产	982	1,222	1,175	1,128	1,081	其他	71	44	150	100	100
其他	912	1,165	1,076	1,005	948	<b>营业利润</b>	<b>68</b>	<b>(1,049)</b>	<b>(380)</b>	<b>84</b>	<b>438</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,139</b>	<b>8,238</b>	<b>8,835</b>	<b>9,188</b>	<b>9,302</b>	营业外收入	2	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>15,026</b>	<b>15,278</b>	<b>15,714</b>	<b>15,156</b>	<b>15,747</b>	营业外支出	2	27	0	0	0
短期借款	3,462	3,702	4,356	3,543	3,584	<b>利润总额</b>	<b>68</b>	<b>(1,074)</b>	<b>(379)</b>	<b>84</b>	<b>439</b>
应付票据及应付账款	2,247	2,014	2,057	2,231	2,377	所得税	2	(14)	(5)	5	35
其他	1,619	2,263	2,237	2,238	2,239	<b>净利润</b>	<b>66</b>	<b>(1,060)</b>	<b>(374)</b>	<b>79</b>	<b>404</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7,328</b>	<b>7,979</b>	<b>8,650</b>	<b>8,012</b>	<b>8,200</b>	少数股东损益	(28)	(68)	(24)	5	26
长期借款	1,312	1,432	1,432	1,432	1,432	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>94</b>	<b>(992)</b>	<b>(350)</b>	<b>74</b>	<b>378</b>
应付债券	275	285	285	285	285	每股收益(元)	0.09	-0.94	-0.33	0.07	0.36
其他	1,508	2,025	2,025	2,025	2,025						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,095</b>	<b>3,742</b>	<b>3,742</b>	<b>3,742</b>	<b>3,742</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>10,423</b>	<b>11,721</b>	<b>12,392</b>	<b>11,754</b>	<b>11,942</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	804	747	723	728	754	<b>成长能力</b>					
股本	1,073	1,069	1,059	1,059	1,059	营业收入	3.6%	-9.9%	3.7%	11.8%	8.9%
资本公积	1,134	1,149	1,282	1,282	1,282	营业利润	-32.4%	-1639.8%	63.8%	122.0%	423.7%
留存收益	1,562	560	210	284	662	归属于母公司净利润	-16.6%	-1158.4%	64.7%	121.2%	408.2%
其他	29	32	48	48	48	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,603</b>	<b>3,557</b>	<b>3,322</b>	<b>3,402</b>	<b>3,805</b>	毛利率	12.1%	8.3%	9.7%	12.4%	14.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15,026</b>	<b>15,278</b>	<b>15,714</b>	<b>15,156</b>	<b>15,747</b>	净利率	0.9%	-10.1%	-3.4%	0.7%	3.0%
						ROE	2.5%	-30.0%	-12.9%	2.8%	13.2%
						ROIC	3.3%	-7.0%	-0.6%	3.6%	6.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	69.4%	76.7%	78.9%	77.6%	75.8%
净利润	66	(1,060)	(374)	79	404	净负债率	71.2%	140.4%	179.1%	162.5%	143.7%
折旧摊销	385	625	406	451	490	流动比率	1.08	0.88	0.80	0.74	0.79
财务费用	261	302	311	311	297	速动比率	0.88	0.63	0.55	0.54	0.57
投资损失	(51)	(7)	(10)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(333)	(1,031)	330	678	(340)	应收账款周转率	3.8	3.0	3.2	3.9	4.1
其它	439	1,382	(459)	14	106	存货周转率	6.4	5.2	4.4	5.3	6.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>767</b>	<b>210</b>	<b>205</b>	<b>1,524</b>	<b>946</b>	总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
资本支出	(965)	(1,237)	(1,004)	(804)	(604)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(333)	13	0	0	0	每股收益	0.09	-0.94	-0.33	0.07	0.36
其他	(227)	(528)	31	15	15	每股经营现金流	0.71	0.20	0.19	1.44	0.89
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,525)</b>	<b>(1,752)</b>	<b>(972)</b>	<b>(789)</b>	<b>(589)</b>	每股净资产	3.59	2.65	2.45	2.52	2.88
债权融资	1,200	1,156	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(37)	10	124	0	0	市盈率	103.4	-9.8	-27.7	130.4	25.7
其他	273	(111)	343	(1,125)	(256)	市净率	2.6	3.4	3.7	3.6	3.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,436</b>	<b>1,054</b>	<b>467</b>	<b>(1,125)</b>	<b>(256)</b>	EV/EBITDA	16.4	-96.0	34.7	13.9	9.6
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	35.6	-15.7	-170.4	29.7	15.9
<b>现金净增加额</b>	<b>677</b>	<b>(488)</b>	<b>(301)</b>	<b>(390)</b>	<b>101</b>						

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](http://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。