

投资评级 优于大市 维持

疫情之下业绩承压，车载业务奠定长期成长

股票数据

| | |
|---------------|--------------|
| 08月19日收盘价(元) | 133.95 |
| 52周股价波动(元) | 91.08-195.00 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 70/21 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 9377/2769 |

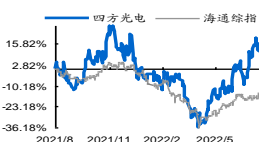
相关研究

《盈利持续高增长，车载业务进展顺利，近日获1.25亿大单》2022.04.23

《业绩翻倍增长，“1+3”战略布局逐步落地》2022.01.27

《深耕光学气体传感，顺应碳中和、发力车规市场》2021.10.20

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-----|-----|
| 绝对涨幅(%) | -6.9 | 1.8 | 9.7 |
| 相对涨幅(%) | -4.1 | 5.4 | 5.9 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:yw11574@htsec.com

证书:S0850517090006

联系人:夏凡

Tel:(021)23154128

Email:xf13728@htsec.com

投资要点:

- 事件:** 四方光电发布22年半年报, 22年上半年实现营收2.52亿元(同比+7.85%), 归母净利润7082万元(同比-4.24%), 毛利率46.08%(同比-4.00PCT)。Q2收入1.17亿元(同比-8.56%), 归母净利润2779万元(同比-32.31%), 毛利率43.51%(同比-5.93PCT)。营收增速趋缓主要系受疫情影响, 产品交付有所递延; 毛利小幅下滑主要系车载产品所需原料尚处高位, 车载业务放量带来产品结构变化、成本抬升所致; 净利承压主要系产品不断拓展致研发费用提升, 上半年研发费率9.60%(同比+2.65PCT)。
- 车载再拿1.86亿大单。** 8月15日晚, 公司披露公告, 再获2家国内新能源主机厂3个项目定点, 确认公司为其供应车规级CO2传感器总成、AQM空气质量传感器总成与车规级PM2.5传感器总成, 总金额约为1.86亿元(含税)。4月至8月15日, 公司披露车载新定点项目合计金额超5.07亿元。截至8月15日, 公司汽车舒适系统传感器定点项目传感器数量累计约1600万个, 公司车载传感器销售收入同比增长179.85%。
- 相应碳中和政策需求, 气体分析仪器业务快速增长。** 在“碳达峰”、“碳中和”促使碳排放监测需求增加的背景下, 公司推出了温室气体排放分析仪及便携式温室气体排放分析仪。在工业过程领域, 公司加大激光拉曼光谱气体分析仪、激光氨逃逸分析仪、原位激光气体分析仪等产品开拓力度, 面向石油石化、冶金、化工、电力等行业提供气体分析仪器解决方案。22年上半年, 公司气体分析仪器销售收入同比增长50.84%。
- 三大战略业务进展顺利, 有望带来长期驱动。** 超声波燃气表领域, 公司加大国内外市场开拓力度, 并与国内燃气表厂、燃气公司进行推广与合作; 高温气体传感领域, 公司实现高温气体传感器所需陶瓷芯片核心部件的突破, 在汽车前装市场也已取得项目定点; 医疗健康领域, 公司医疗健康气体传感器产品线进一步延伸, 形成较为完善的医疗健康气体传感器解决方案。
- 盈利预测。** 我们预计公司2022-2024年归属母公司股东净利润分别为2.37亿元、3.19亿元、4.10亿元, EPS为3.38元、4.56元、5.85元。结合今年疫情扰动、参考公司可比公司估值水平, 给予公司2023年动态PE区间32-36X, 对应合理价值区间145.92-164.16元, “优于大市”评级。
- 风险提示。** 市场竞争加剧、产品结构以光学技术为主, 产品市场空间有限。
- 合规提示:** 根据公司2021年年度报告披露, 海通证券创新子公司持有【688665四方光电】超过总股本1%。

主要财务数据及预测

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 308 | 547 | 809 | 1047 | 1319 |
| (+/-)YoY(%) | 32.0% | 77.8% | 47.8% | 29.4% | 26.0% |
| 净利润(百万元) | 84 | 180 | 237 | 319 | 410 |
| (+/-)YoY(%) | 30.1% | 112.7% | 31.7% | 35.0% | 28.2% |
| 全面摊薄EPS(元) | 1.21 | 2.57 | 3.38 | 4.56 | 5.85 |
| 毛利率(%) | 46.8% | 50.9% | 48.0% | 48.9% | 48.9% |
| 净资产收益率(%) | 38.1% | 21.7% | 22.2% | 23.0% | 22.7% |

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值

| 代码 | 公司名称 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (X) | | |
|-----------|-----------|--------|---------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 300007.SZ | 汉威科技 | 22.09 | 71.66 | 0.81 | 1.03 | 1.38 | 27 | 21 | 16 |
| 300456.SZ | 赛微电子 | 18.29 | 134.12 | 0.28 | 0.38 | 0.54 | 65 | 48 | 34 |
| 688002.SH | 睿创微纳 | 49.95 | 222.79 | 1.04 | 1.33 | 1.88 | 48 | 38 | 27 |
| 688286.SH | 敏芯股份 | 59.90 | 32.00 | 0.23 | 0.65 | 1.00 | 258 | 92 | 60 |
| | 均值 | | | 0.59 | 0.85 | 1.20 | 99 | 50 | 34 |
| 688665.SH | 四方光电 | 133.95 | 93.77 | 2.57 | 3.38 | 4.56 | 52 | 40 | 29 |

备注: 收盘价日期为 2022 年 8 月 19 日

资料来源: WIND 一致预期, 海通证券研究所

表 2 公司业务分拆 (亿元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 1.18 | 2.33 | 3.08 | 5.47 | 8.09 | 10.47 | 13.19 |
| 增速 | 11.88% | 98.45% | 32.00% | 77.80% | 47.80% | 29.41% | 25.97% |
| 毛利率 | 37.96% | 48.91% | 47.16% | 50.93% | 48.02% | 48.94% | 48.92% |
| 其中 | | | | | | | |
| 气体传感器 | 0.93 | 1.45 | 2.38 | 4.86 | 7.22 | 9.25 | 11.63 |
| 增速 | 4.47% | 55.84% | 63.96% | 103.67% | 48.62% | 28.12% | 25.82% |
| 占比总收入 | 79.39% | 62.34% | 77.44% | 88.70% | 89.19% | 88.31% | 88.20% |
| 毛利率 | 32.43% | 36.44% | 43.37% | 50.56% | 46.24% | 47.25% | 47.40% |
| 气体分析仪器 | 0.21 | 0.84 | 0.61 | 0.46 | 0.68 | 0.93 | 1.12 |
| 增速 | 54.56% | 292.44% | -27.85% | -24.73% | 48.94% | 37.15% | 20.00% |
| 占比总收入 | 18.27% | 36.12% | 19.74% | 8.36% | 8.42% | 8.93% | 8.50% |
| 毛利率 | 62.26% | 71.70% | 64.54% | 63.05% | 68.58% | 68.38% | 68.10% |
| 其他 (包括安全监测) | 0.03 | 0.04 | 0.09 | 0.16 | 0.19 | 0.29 | 0.43 |
| 增速 | 49.78% | 29.96% | 142.42% | 85.36% | 20.00% | 50.00% | 50.00% |
| 占比总收入 | 2.35% | 1.54% | 2.82% | 2.94% | 2.39% | 2.77% | 3.29% |
| 毛利率 | 35.88% | 19.08% | 29.49% | 27.52% | 42.00% | 40.00% | 40.00% |

资料来源: 公司招股说明书, 公司 2021 年年报, Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 547 | 809 | 1047 | 1319 |
| 每股收益 | 2.57 | 3.38 | 4.56 | 5.85 | 营业成本 | 269 | 421 | 535 | 674 |
| 每股净资产 | 11.84 | 15.26 | 19.86 | 25.74 | 毛利率% | 50.9% | 48.0% | 48.9% | 48.9% |
| 每股经营现金流 | 1.92 | 2.68 | 4.18 | 5.32 | 营业税金及附加 | 4 | 6 | 7 | 9 |
| 每股股利 | 0.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 32 | 47 | 60 | 74 |
| P/E | 52.18 | 39.62 | 29.36 | 22.89 | 营业费用率% | 5.8% | 5.8% | 5.7% | 5.6% |
| P/B | 11.31 | 8.78 | 6.75 | 5.20 | 管理费用 | 21 | 31 | 39 | 47 |
| P/S | 17.13 | 11.59 | 8.95 | 7.11 | 管理费用率% | 3.8% | 3.8% | 3.8% | 3.6% |
| EV/EBITDA | 57.94 | 31.52 | 22.98 | 17.42 | EBIT | 196 | 259 | 349 | 445 |
| 股息率% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -10 | -11 | -15 | -21 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -1.8% | -1.3% | -1.4% | -1.6% |
| 毛利率 | 50.9% | 48.0% | 48.9% | 48.9% | 资产减值损失 | -2 | -3 | -3 | -3 |
| 净利润率 | 32.8% | 29.2% | 30.5% | 31.1% | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 21.7% | 22.2% | 23.0% | 22.7% | 营业利润 | 206 | 273 | 368 | 473 |
| 资产回报率 | 17.3% | 17.9% | 18.6% | 18.5% | 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 19.9% | 21.1% | 21.9% | 21.5% | 利润总额 | 206 | 273 | 368 | 473 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 208 | 278 | 370 | 468 |
| 营业收入增长率 | 77.8% | 47.8% | 29.4% | 26.0% | 所得税 | 24 | 33 | 44 | 57 |
| EBIT 增长率 | 92.9% | 32.1% | 34.8% | 27.7% | 有效所得税率% | 11.8% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 净利润增长率 | 112.7% | 31.7% | 35.0% | 28.2% | 少数股东损益 | 2 | 4 | 5 | 6 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 180 | 237 | 319 | 410 |
| 资产负债率 | 19.6% | 18.8% | 18.5% | 17.9% | | | | | |
| 流动比率 | 3.98 | 4.35 | 4.60 | 4.92 | 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 速动比率 | 3.17 | 3.33 | 3.59 | 3.89 | 货币资金 | 504 | 627 | 883 | 1222 |
| 现金比率 | 2.50 | 2.53 | 2.79 | 3.09 | 应收账款及应收票据 | 124 | 183 | 237 | 299 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 152 | 238 | 303 | 382 |
| 应收账款周转天数 | 66.29 | 66.29 | 66.29 | 66.29 | 其它流动资产 | 20 | 29 | 35 | 41 |
| 存货周转天数 | 206.91 | 206.91 | 206.91 | 206.91 | 流动资产合计 | 801 | 1077 | 1458 | 1945 |
| 总资产周转率 | 0.53 | 0.61 | 0.61 | 0.59 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 4.20 | 6.14 | 7.97 | 10.21 | 固定资产 | 130 | 132 | 131 | 129 |
| | | | | | 在建工程 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| | | | | | 无形资产 | 25 | 35 | 50 | 63 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 235 | 248 | 263 | 273 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 资产总计 | 1036 | 1325 | 1721 | 2218 |
| 净利润 | 180 | 237 | 319 | 410 | 短期借款 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 2 | 4 | 5 | 6 | 应付票据及应付账款 | 109 | 155 | 203 | 256 |
| 非现金支出 | 18 | 21 | 24 | 25 | 预收账款 | 0 | 5 | 3 | 5 |
| 非经营收益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 其它流动负债 | 59 | 87 | 111 | 134 |
| 营运资金变动 | -67 | -74 | -55 | -69 | 流动负债合计 | 201 | 248 | 317 | 396 |
| 经营活动现金流 | 134 | 188 | 293 | 372 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -148 | -31 | -36 | -33 | 其它长期负债 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他 | 0 | -1 | 0 | 0 | 负债总计 | 203 | 249 | 318 | 397 |
| 投资活动现金流 | -148 | -32 | -36 | -33 | 实收资本 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 债权募资 | 12 | -33 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 829 | 1068 | 1390 | 1802 |
| 股权募资 | 477 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 4 | 8 | 13 | 19 |
| 其他 | -52 | -1 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 1036 | 1325 | 1721 | 2218 |
| 融资活动现金流 | 437 | -34 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | 422 | 122 | 257 | 339 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,广脉科技,中控技术,海希通讯,中国移动,三环集团,海格通信,亨通光电,长飞光纤,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,紫光国微,紫光股份,左江科技,广和通

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。