

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

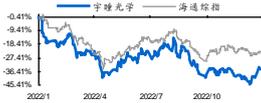
传统安防静待拐点，车载光学放量在即

股票数据

01月11日收盘价(元)	16.36
52周股价波动(元)	13.63-38.81
总股本/流通A股(百万股)	338/250
总市值/流通市值(百万元)	5536/4091

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.1	2.4	10.0
相对涨幅(%)	9.8	-3.5	2.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@haitong.com

证书: S0850516050002

分析师: 李轩

Tel: (021) 23154652

Email: lx12671@haitong.com

证书: S0850519070001

联系人: 文灿

Tel: (021) 23154401

Email: wc13799@haitong.com

投资要点:

- 安防监控镜头龙头，机器视觉、车载多领域发力。**宇瞳光学成立于2011年，专业从事光学镜头等产品设计、研发、生产和销售，产品主要应用于安防、机器视觉、车载领域，公司为安防监控镜头领先企业，2021年安防监控镜头出货量市占率达42.7%。2021年公司实现营收20.62亿元(同比+40.11%)、归母净利润2.43亿元(同比+91.44%)，22Q1-Q3实现营收13.59亿元(同比-13.62%)、归母净利润0.95亿元(同比-57.90%)，我们认为公司22年业绩的下滑主要原因为疫情导致国内公共安全采购需求下降，以及公司费用的增加。
- 传统安防镜头静待需求拐点，智能家居镜头快速成长。**安防镜头为公司的基本盘业务，22H1营收达7.09亿元，同比下滑12.01%，占比公司营收的76.99%，主要受到疫情导致国内公共安全采购需求减少的影响。我们认为，随着疫情逐步得到控制，公司传统安防业务有望迎来需求拐点。此外，公司打破传统安防边界，智能家居镜头为代表的消费类产品快速增长，贡献营收占比不断提升，22H1公司智能家居镜头实现营收1.62亿元，同比增长25.55%，占比公司营收达17.60%，长期增长有望持续受益于下游智能家居的普及。
- 车载光学打造第二成长曲线，23年有望开启放量。**21年8月公司投资设立汽车视觉子公司、发力车载前装领域，并于22年3月通过IATF16949质量管理体系认证，22年7月公司收购汽车影像和智能家居光学镜头厂商玖洲光学20%的股权。公司全方位布局车载镜头、激光雷达光学配件、HUD光学组件等，车载镜头供货海康、大华、TTE、豪恩、大疆等客户，2023年有望开始放量，并在22年环视及舱内监控镜头为主的情况下增加ADAS镜头产品，激光雷达产品22Q4实现量产小批量供货，HUD已获得多个项目定点，预计23年实现大批量量产，智能车灯处于研发前期阶段。
- 高像素产品、境外市场拓展有望带动毛利率提升。**传统安防、智能家居镜头产品朝高像素方向发展，公司致力于提升高像素大通光亮高端产品占比，22H1 4MP像素以上高端产品营收同比提升9个百分点，产品结构的持续优化有望带动公司毛利率提升。此外，公司积极拓展境外市场，在韩国、中国台湾市场已建立良好的客户基础，市场份额不断巩固，22H1外销收入达0.93亿元，同比增长41.25%，占比公司营收突破10%，22年公司获得多家海外客户审厂及部分项目定点，预计23年海外营收占比将明显提升，由于外销产品定价更高，外销业务的成长有望拉动公司毛利率水平。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	1471	2062	1780	2605	3349
(+/-)YoY(%)	19.5%	40.1%	-13.7%	46.4%	28.6%
净利润(百万元)	127	243	113	234	378
(+/-)YoY(%)	22.6%	91.4%	-53.4%	106.7%	61.7%
全面摊薄	0.37	0.72	0.33	0.69	1.12
毛利率(%)	21.8%	26.5%	24.0%	25.2%	26.3%
净资产收益率(%)	9.9%	14.8%	6.1%	11.2%	15.3%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

- **拟发行可转债加码安防高清镜头、车载镜头、机器视觉镜头。**10月28日,公司公告拟向不特定对象发行可转债募集不超过6亿元用于精密光学镜头生产建设项目及补充流动资金,其中4.3亿元用于精密光学镜头生产建设项目。精密光学镜头项目生产一体机、小变倍镜头等安防监控高清镜头产品,同时生产ADAS镜头、辅助安全类镜头和HUD配件等产品,以进一步增强公司在车载镜头领域、机器视觉镜头方面的竞争力。该项目建设期为24个月,T+3年第三季度投产50%,T+5年达产,达产年预计实现营收12.77亿元,净利润1.61亿元。
- **盈利预测。**我们预计公司2022-2024年营业收入分别为17.80亿元/26.05亿元/33.49亿元,2022-2024年归母净利润分别为1.13/2.34/3.78亿元,对应EPS分别为0.33/0.69/1.12元/每股,考虑到可比公司估值水平,给予23年PE估值区间25-30x,对应合理价值区间17.25-20.70元,首次覆盖给予“优于大市”评级。

核心假设:

- 1) **安防镜头:**我们预计,公司安防镜头营收22年受公共安防支出减少的影响,将同比下滑20%,23、24年安防镜头需求有望回暖,同时考虑公司在高端产品、海外市场的拓展,预计营收增速分别为25%、10%;预计22-24年毛利率分别为25%、25.5%、26%。
 - 2) **智能家居镜头:**我们预计公司智能家居镜头营收受消费需求疲软的影响,22年同比下滑10%,23、24年需求有望回暖并长期受益于智能家居的普及,预计2023、2024年营收增速分别为15%、10%,预计22-24年毛利率分别为15%、15.5%、16%;
 - 3) **机器视觉镜头:**我们预计公司机器视觉镜头营收22年受宏观环境波动的影响,将同比下滑25%,23、24年机器视觉镜头需求有望回暖,预计23、24年营收增速分别为30%、25%;预计22-24年毛利率分别为38.5%、39%、39.5%;
 - 4) **车载光学:**我们预计,随车载镜头、HUD、激光雷达量产的推进,公司车载22-24年分别实现营收1.04亿、5.40亿、10.80亿元,毛利率分别为27%、28%、29%;
- **风险提示。**安防市场需求修复不及预期的风险;车载镜头竞争加剧的风险

表 1 公司营业收入预测 (亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	20.62	17.80	26.05	33.49
yoy	40.11%	-13.69%	46.37%	28.58%
毛利率	26.47%	24.03%	25.17%	26.25%
安防镜头	17.05	13.64	17.05	18.75
yoy	36.89%	-20.00%	25.00%	10.00%
/总收入	82.68%	76.64%	65.45%	55.99%
毛利率	28.27%	25.00%	25.50%	26.00%
智能家居镜头	2.63	2.37	2.73	3.00
yoy	84.66%	-10.00%	15.00%	10.00%
/总收入	12.77%	13.32%	10.46%	8.95%
毛利率	12.57%	15.00%	15.50%	16.00%
机器视觉镜头	0.34	0.25	0.33	0.41
yoy	45.98%	-25.00%	30.00%	25.00%
/总收入	1.63%	1.42%	1.26%	1.22%
毛利率	42.84%	38.50%	39.00%	39.50%
车载光学	0.05	1.04	5.40	10.80
yoy	212.72%	2139.83%	419.23%	100.00%
/总收入	0.23%	5.84%	20.73%	32.25%
毛利率	31.62%	27.00%	28.00%	29.00%
其他业务	0.55	0.50	0.55	0.53
yoy	-6.16%	-10.65%	10.39%	-2.68%
/总收入	2.76%	2.78%	2.10%	1.59%
毛利率	26.83%	26.83%	26.83%	26.83%

资料来源: 公司可转换债券募集说明书, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
2382.HK	舜宇光学科技	4.55	2.78	3.85	17.26	29.99	21.64
002036.SZ	联创电子	0.10	0.29	0.50	124.96	45.55	26.15
002273.SZ	水晶光电	0.32	0.42	0.51	39.15	29.81	24.23
688127.SH	蓝特光学	0.35	0.28	0.57	51.56	64.37	31.42
603297.SH	永新光学	2.37	2.40	3.02	37.39	36.87	29.29
均值					54.07	41.31	26.54
300790.SZ	宇瞳光学	0.72	0.33	0.69	23.04	49.38	23.89

注: 收盘价为 2022 年 1 月 11 日价格, 可比公司数据为 wind 一致预期; 宇瞳光学 2022、2023 年数据为海通证券预测值;

资料来源: Wind, 海通证券研究所

- **风险提示。** 智能手机市场需求波动的风险; 新品量产不及预期的风险

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	2062	1780	2605	3349
每股收益	0.72	0.33	0.69	1.12	营业成本	1516	1352	1949	2470
每股净资产	4.83	5.50	6.20	7.31	毛利率%	26.5%	24.0%	25.2%	26.3%
每股经营现金流	0.92	0.43	0.42	0.91	营业税金及附加	9	7	11	14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	26	29	33	32
P/E	23.04	49.38	23.89	14.78	营业费用率%	1.3%	1.6%	1.3%	0.9%
P/B	3.42	3.00	2.67	2.26	管理费用	82	120	152	169
P/S	1.80	3.14	2.15	1.67	管理费用率%	4.0%	6.7%	5.8%	5.0%
EV/EBITDA	24.10	24.87	16.03	11.34	EBIT	297	153	298	467
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	23	25	34	40
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	1.4%	1.3%	1.2%
毛利率	26.5%	24.0%	25.2%	26.3%	资产减值损失	-7	-3	-3	-3
净利润率	11.8%	6.4%	9.0%	11.3%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	14.8%	6.1%	11.2%	15.3%	营业利润	277	132	272	440
资产回报率	7.0%	3.0%	5.2%	7.1%	营业外收支	-4	-1	-1	-1
投资回报率	11.0%	4.7%	7.8%	10.7%	利润总额	273	131	271	439
盈利增长 (%)					EBITDA	443	258	419	603
营业收入增长率	40.1%	-13.7%	46.4%	28.6%	所得税	30	15	30	49
EBIT 增长率	81.6%	-48.6%	95.2%	56.8%	有效所得税率%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
净利润增长率	91.4%	-53.4%	106.7%	61.7%	少数股东损益	0	4	7	12
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	243	113	234	378
资产负债率	52.5%	50.4%	53.6%	52.8%					
流动比率	1.03	1.01	1.00	1.05	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.61	0.53	0.48	0.49	货币资金	237	200	180	150
现金比率	0.15	0.13	0.09	0.06	应收账款及应收票据	574	414	607	780
经营效率指标					存货	668	738	1065	1350
应收账款周转天数	96.93	85.00	85.00	85.00	其它流动资产	190	193	226	288
存货周转天数	160.84	200.00	200.00	200.00	流动资产合计	1668	1545	2077	2568
总资产周转率	0.60	0.47	0.57	0.63	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.56	1.25	1.70	2.02	固定资产	1322	1421	1533	1659
					在建工程	119	219	319	419
					无形资产	64	124	147	169
					非流动资产合计	1775	2219	2465	2727
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	3443	3764	4542	5295
净利润	243	113	234	378	短期借款	492	549	813	916
少数股东损益	0	4	7	12	应付票据及应付账款	796	630	908	1150
非现金支出	155	109	124	139	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	16	-4	36	42	其它流动负债	338	347	365	383
营运资金变动	-101	-75	-258	-264	流动负债合计	1627	1525	2086	2450
经营活动现金流	313	146	143	307	长期借款	140	340	340	340
资产	-592	-441	-356	-385	其它长期负债	40	33	9	9
投资	0	-10	0	0	非流动负债合计	180	373	349	349
其他	-5	-69	-11	-15	负债总计	1807	1898	2435	2798
投资活动现金流	-597	-520	-368	-400	实收资本	225	338	338	338
债权募资	142	265	264	103	归属于母公司所有者权益	1636	1863	2096	2475
股权募资	244	114	0	0	少数股东权益	0	4	11	22
其他	-119	-42	-59	-41	负债和所有者权益合计	3443	3764	4542	5295
融资活动现金流	268	337	205	63					
现金净流量	-18	-37	-20	-30					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 11 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 电子行业、计算机行业
李轩 电子行业

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：利亚德,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,骏成科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,思维列控,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,拉卡拉,三利谱

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。