

# 炬光科技 (688167.SH)

## 经营短期承压，多领域实现新突破

增持

### 核心观点

**2022 年营收稳健，23Q1 盈利能力受损。**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年公司实现营收 5.52 亿元，同比+15.98%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比+87.56%。2023 年一季度，公司实现营收 1.17 亿元，同比+5.60%，实现归母净利润 0.15 亿元，同比-24.65%，营收整体保持稳健。

**2022 年多领域多款产品取得明确进展。**1) 在半导体激光领域，公司预制金锡陶瓷热沉产品逐步导入，2022 年收入同比增长 224.29%，在手订单超 200 万只，新产品侧泵模块通过了多家客户认证，并拿到批量订单等；2) 激光光学领域，光刻应用的光场匀化器增长超过 90%，2022 年全年收入超过 2 千万元，且在镀膜、微型棱镜等领域取得更多新进展；3) 中游领域，在泛半导体部分，公司在集成电路的退火系统方面、逻辑芯片退火系统实现产品稳定交付，同时开发了更高功率的 IGBT 激光退火系统并成功交付首单；在专业激光医疗健康方面，公司专业净肤模组方面目前正在大范围为行业主流客户提供具有竞争力的解决方案，并预计于 2023 年实现快速增长。

**公司持续加大研发投入，关注长期竞争力。**2022 年公司在国内和德国多特蒙德基地加大研发的同时，在国外其他地方建立了研发办公室或实验室，进一步提升公司研究能力和研发效率。2022 年公司研发投入为 0.77 亿元，营收占比为 13.89%，在知识产权方面，2022 年公司共申请专利 77 项，其中发明专利 64 项，获得授权专利 23 项，其中发明专利 14 项。

**强化管理投入，提升公司经营能力与效率。**2022 年公司正式启动流程与信息规划项目，聘请专业咨询团队，通过对全球业务流程的优化，提升公司运营水平。在数字化方面，公司积极推进数字化-可视化项目，将各业务环节的关键业务数据通过可视化平台进行呈现，改善销售、供应、生产、售后等各业务环节的可视化水平，帮助公司持续提升管理效率和运营水平。

**风险提示：**新产品进展不及预期，竞争加剧，盈利能力不及预期。

**投资建议：**下调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，给予“增持”评级。考虑到宏观环境变化，公司部分业务进展有所延后，我们下调 2023-2024 年公司盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.5/2.0/2.7 亿元（下调前预计 2023-2024 年归母净利润 1.9/2.6 亿元），对应 PE 分别为 66/49/36 倍。2023 年 3 月我们发布炬光科技深度报告，当时暂未给出投资评级，此次参考当前可比公司平均估值水平，给予炬光科技 2024 年 PE 水平为 50-56 倍，对应目标价为 111.5-124.9 元，为首次评级，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	476	552	720	987	1,386
(+/-%)	32.2%	16.0%	30.5%	37.1%	40.5%
净利润(百万元)	68	127	150	200	273
(+/-%)	94.3%	87.6%	18.3%	33.2%	36.4%
每股收益(元)	0.75	1.41	1.67	2.23	3.04
EBIT Margin	17.5%	15.9%	14.5%	15.6%	16.9%
净资产收益率 (ROE)	2.9%	5.2%	5.8%	7.2%	9.0%
市盈率 (PE)	145.7	77.7	65.7	49.3	36.1
EV/EBITDA	90.9	87.7	71.6	51.5	36.5
市净率 (PB)	4.26	4.02	3.79	3.53	3.25

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

### 公司研究·财报点评

#### 通信·通信设备

证券分析师：马成龙

021-60933150

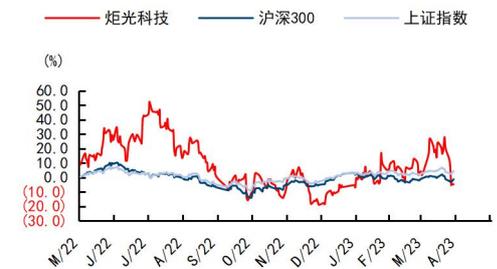
machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

#### 基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	111.50 - 124.90 元
收盘价	109.60 元
总市值/流通市值	9860/7104 百万元
52 周最高价/最低价	189.87/88.53 元
近 3 个月日均成交额	382.31 百万元

#### 市场走势

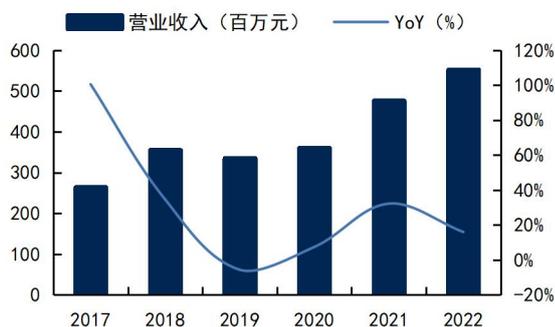


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《炬光科技 (688167.SH) - 稀缺激光元器件厂商，中游延伸加速成长》——2023-03-01

图1: 炬光科技营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



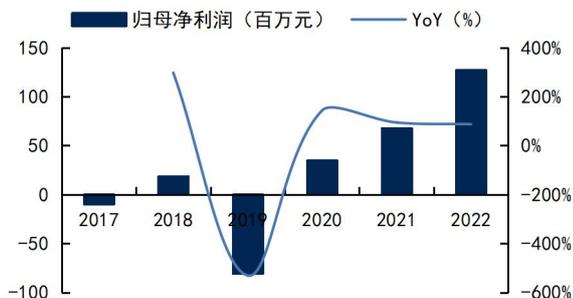
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 炬光科技单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 炬光科技归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



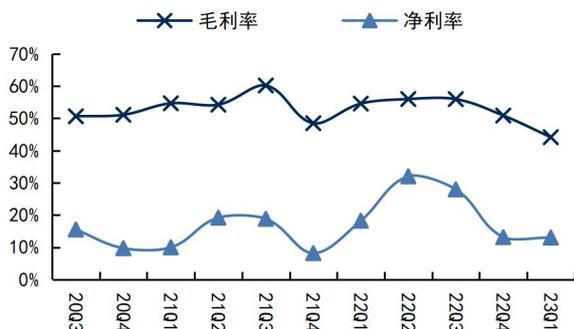
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 炬光科技单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



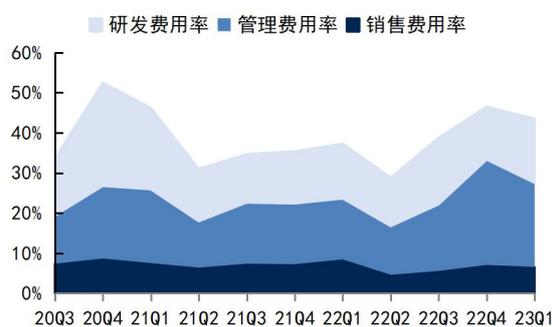
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 炬光科技单季度毛利率、净利率变化情况



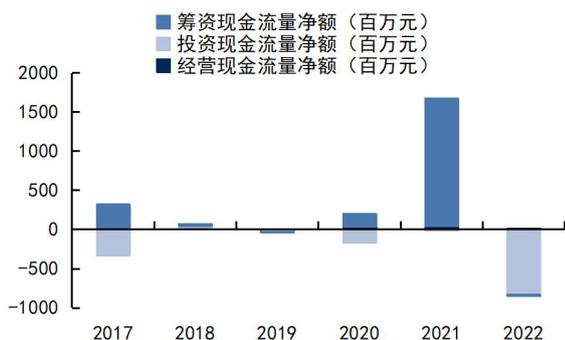
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 炬光科技单季度三项费用率变化情况



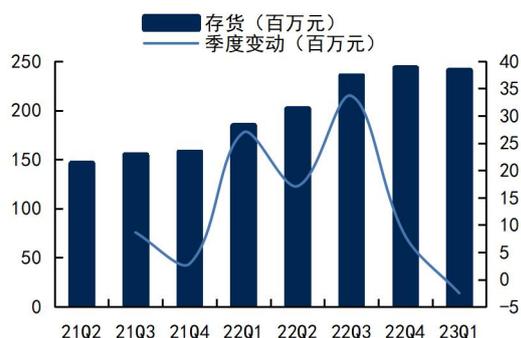
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 炬光科技现金流量情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 炬光科技存货及季度变动情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测拆分

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

**上游产生光子业务:** 对应公司半导体激光、原材料等业务, 考虑到公司已经在预制金锡陶瓷热沉产品实现导入, 在手订单较为充足, 同时公司在固体激光泵浦源部分持续也在获得新品突破, 医疗健康配套器件新品也进入需求释放阶段, 行业领先地位较为稳固, 预计未来三年保持稳健增长, 业务增速分别为 21%/29%/28%, 毛利率预计会呈现小幅下降趋势。

此前营收增速假设为: 预计公司上游产生光子业务 2023-2024 年营收增速为 41%/51%, 此次收入增速下调是因为考虑到占比较高的用于固体激光器泵浦源的光源模块下游复苏不如此前预期, 进行了增速下调; 在毛利率部分由于 2022 年实际毛利率水平低于此前的预期, 因此在 2022 年的数据基础上进行调整, 对应给出稳中下降的预测。

**上游调控光子业务:** 对应公司激光光学业务, 其中在光纤激光器上游 FAC 领域公司已经取得行业领先地位, 需求会受到整体宏观经济变动影响; 在光刻领域, 公司光场匀化器已经取得明显进展, 有望持续保持增长, 同时公司还在镀膜等多细分领域进行布局, 我们预计未来三年公司这部分业务增速为 15%/20%/17%, 毛利率预计会呈现稳中下降趋势。

此前营收增速部分假设为: 预计上游调控光子业务 2023-2024 年营收增速 22%/28%, 此次收入增速下调是因为公司调控光子部分占比较高的部分为用于光纤激光器的光学元件, 而这部分下游的工业端需求复苏不如此前的乐观预期, 基于审慎的原则, 我们下调了 2023 年和 2024 年的收入增速; 关于毛利率部分, 考虑到 2022 年的实际值高于我们此前的预测, 核心还是因为工业激光器下游竞争加剧, 作为上游供应商, 毛利率对应有所下降, 考虑到后续公司光场匀化器等高毛利率产品的收入占比逐步提高, 我们下调了 2023 年毛利率预测, 并给出 2024-2025 年毛利率基本稳定的假设。

**中游应用业务:** 公司在中游业务拓展可分为三类, 分别为车载 (激光雷达)、泛

半导体和医疗健康，其中车载业务正在推动新的定点落地，泛半导体领域持续受益国产替代和自主技术突破，医疗健康在家用医美和专业医美市场继续保持布局 and 投入，未来三年有望带来更多收入增量。预计未来三年公司中游业务增速为 96%/74%/78%，预计毛利率保持稳中略降趋势。

此中游应用业务增速假设为：预计 2023-2024 年营收增速为 86%/94%，对应收入的绝对值分别为 2.03/3.94 亿元，和此次预测相比略有下调，是因为公司 2022 年实际收入略低于此前预测值，考虑到中游车载业务和医疗健康业务因为外部宏观环境变化，实际进展略有延后，基于审慎的原则，我们下调了中游业务 2023-2024 年的收入预测值；毛利率部分，2022 年公司实际值高于此前预测，证明公司在该部分业务整体盈利能力的稳定性，我们基于 2022 年的实际结果，给出了未来三年稳中下降的预测。

表 1：炬光科技营收拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>上游产生光子业务</b>				
收入（百万元）	228.3	275.6	356.6	455.5
增速	30.9%	20.7%	29.4%	27.7%
毛利率	48.4%	45.6%	44.0%	42.7%
<b>上游调控光子业务</b>				
收入（百万元）	228.6	262.7	314.4	369.0
增速	3.0%	14.9%	19.7%	17.4%
毛利率	60.2%	52.8%	53.1%	53.3%
<b>中游应用业务</b>				
收入（百万元）	92.58	181.86	316.12	562.02
增速	25.4%	96.4%	73.8%	77.8%
毛利率	56.2%	54.5%	54.0%	51.7%
<b>其他</b>				
收入（百万元）	2.4	0.0	0.0	0.0
毛利率	-	-	-	-
<b>合计</b>				
总营收（百万元）	551.9	720.2	987.0	1386.5
增速	16.0%	30.5%	37.1%	40.5%
毛利率	54.3%	50.5%	50.1%	49.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

## 估值与投资建议

### 可比公司相对估值

公司主营业务主要面向激光产业链上游元器件，并向汽车（激光雷达）、泛半导体等领域进行中游模组业务的延伸，因此我们主要选取激光光学产业链上游且在汽车（激光雷达）领域、半导体领域有布局的厂商作为可比公司。

我们选取长光华芯、天孚通信、光库科技、茂莱光学作为可比公司

长光华芯：主营激光产业链上游高功率半导体激光器芯片和激光元器件，并延伸至中游光纤耦合模块（泵浦源）等业务，在激光雷达方面布局以 VCSEL 为光源方案的相关产品。在半导体体激光芯片领域，公司已经取得了国内市占率第一的位置，行业地位稳固，在 VCSEL 领域有望成为国内能够先行实现国产替代的厂商，

因此市场一直给予公司较高估值预期。

**天孚通信：**公司主营光模块上游无源器件并收购光学公司北极光电，不断扩充可提供元器件种类。在领域拓展方面，公司纵向沿着光模块产业链向下游模组环节延伸，横向向激光雷达领域延伸，目前公司部分元器件已成功导入部分激光雷达厂商供应链。天孚通信作为上游较为稀缺的器件综合方案解决厂商，并且率先实现了应用领域横向成功延伸，且近期受益于 AI 领域带来的底层硬件需求增长。

**光库科技：**公司主营光纤激光器和光模块上游无源器件业务，在激光雷达领域，公司针对 1550nm 技术路线，可提供元器件和发射端光源模组产品。在光纤激光器上游无源器件领域，公司已经取得了行业领先地位；在激光雷达领域，公司是国内少数可以提供光源模组的厂商；在光通信领域，公司的铌酸锂调制器芯片作为国内领先厂商，不断实现突破，有望打破海外厂商垄断格局。在芯片（半导体）、激光雷达等领域进展，和炬光科技有重合度，市场同样对于光库科技给予了较高的估值预期。

**茂莱光学：**公司是精密光学综合解决方案提供商，专注于精密光学器件、镜头和系统的研发，目前公司的光学产品可用于半导体（包括光刻机及半导体检测装备）、生命科学、无人驾驶（激光雷达）、AR/VR 等领域。公司光学元件产品应用领域上和炬光科技具有较高的重合度，并且双方在半导体尤其是光刻机光学领域，作为国内实现国产替代的领先厂商，具有较高的稀缺性。考虑到茂莱光学在光刻机领域、半导体领域的突破性进展，市场给予了较高估值预期。

下表为具体可比公司估值比较结果：

表 2：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (4月28日)	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
688167.SH	炬光科技	增持	109.60	1.41	1.67	2.23	77.6	65.6	49.2	4.0	99
300394.SZ	天孚通信	买入	60.87	1.03	1.29	1.65	59.2	47.3	36.8	8.8	240
300620.SZ	光库科技	增持	55.63	0.72	0.96	1.30	77.1	58.1	42.9	5.5	91
688048.SH	长光华芯	无评级	93.00	0.94	1.50	2.35	99.1	61.9	39.6	3.9	126
688502.SH	茂莱光学	无评级	207.90	1.49	1.51	2.00	139.5	137.6	104.1	9.2	110
	平均						93.7	76.2	55.8	6.9	

资料来源：天孚通信、光库科技、长光华芯、茂莱光学采用 Wind 一致预期数据，国信证券经济研究所整理和预测

**投资建议：**下调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，给予“增持”评级。考虑到宏观环境变化，公司部分业务进展有所延后，我们下调 2023-2024 公司盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.5/2.0/2.7 亿元（下调前预计 2023-2024 年归母净利润 1.9/2.6 亿元），对应 PE 分别为 66/49/36 倍。

2023 年 3 月我们发布炬光科技深度报告，当时暂未给出投资评级，由于持续看好公司在多领域产品布局后续落地，此次参考当前可比公司平均估值水平，给予炬光科技 2024 年 PE 水平为 50-56 倍，对应目标价为 111.5-124.9 元，为首次评级，给予“增持”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1746	969	1503	1495	1432	营业收入	476	552	720	987	1386
应收款项	149	182	217	270	380	营业成本	218	252	357	492	705
存货净额	158	243	213	299	437	营业税金及附加	3	3	4	5	7
其他流动资产	43	59	58	79	111	销售费用	34	35	43	59	80
<b>流动资产合计</b>	<b>2157</b>	<b>2191</b>	<b>2296</b>	<b>2511</b>	<b>2830</b>	管理费用	70	98	115	148	194
固定资产	186	345	405	455	500	研发费用	68	77	97	128	166
无形资产及其他	39	40	38	37	35	财务费用	12	(28)	(10)	(14)	(13)
投资性房地产	134	131	131	131	131	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	(0)	(0)	资产减值及公允价值变动	11	40	51	46	45
<b>资产总计</b>	<b>2517</b>	<b>2707</b>	<b>2871</b>	<b>3135</b>	<b>3497</b>	其他收入	(74)	(95)	(97)	(128)	(166)
短期借款及交易性金融负债	30	56	30	30	30	营业利润	77	138	166	214	292
应付款项	31	61	71	100	146	营业外净收支	(0)	9	8	15	20
其他流动负债	80	92	125	172	244	<b>利润总额</b>	<b>77</b>	<b>147</b>	<b>174</b>	<b>229</b>	<b>312</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>141</b>	<b>209</b>	<b>226</b>	<b>301</b>	<b>419</b>	所得税费用	12	20	24	30	41
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(3)	(1)	(1)	(1)	(2)
其他长期负债	51	42	42	42	42	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>68</b>	<b>127</b>	<b>150</b>	<b>200</b>	<b>273</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>51</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>192</b>	<b>252</b>	<b>268</b>	<b>343</b>	<b>461</b>	净利润	68	127	150	200	273
少数股东权益	7	0	(1)	(2)	(4)	资产减值准备	6	9	6	3	3
股东权益	2319	2456	2603	2793	3039	折旧摊销	27	28	37	44	49
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2517</b>	<b>2707</b>	<b>2871</b>	<b>3135</b>	<b>3497</b>	公允价值变动损失	(11)	(40)	(51)	(46)	(45)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	12	(28)	(10)	(14)	(13)
每股收益	0.75	1.41	1.67	2.23	3.04	营运资本变动	(37)	(89)	45	(82)	(159)
每股红利	0.02	0.01	0.03	0.11	0.30	其它	(8)	(10)	(7)	(4)	(4)
每股净资产	25.78	27.30	28.94	31.05	33.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>44</b>	<b>25</b>	<b>181</b>	<b>115</b>	<b>117</b>
ROIC	5%	4%	5%	7%	10%	资本开支	0	(232)	(50)	(50)	(50)
ROE	3%	5%	6%	7%	9%	其它投资现金流	54	(675)	432	(63)	(102)
毛利率	54%	54%	50%	50%	49%	<b>投资活动现金流</b>	<b>54</b>	<b>(907)</b>	<b>382</b>	<b>(113)</b>	<b>(152)</b>
EBIT Margin	18%	16%	14%	16%	17%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	21%	20%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	32%	16%	31%	37%	40%	支付股利、利息	(1)	(1)	(3)	(10)	(27)
净利润增长率	94%	88%	18%	33%	36%	其它融资现金流	1560	107	(26)	0	0
资产负债率	8%	9%	9%	11%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1553</b>	<b>105</b>	<b>(29)</b>	<b>(10)</b>	<b>(27)</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	<b>现金净变动</b>	<b>1651</b>	<b>(777)</b>	<b>534</b>	<b>(8)</b>	<b>(62)</b>
P/E	145.7	77.7	65.7	49.3	36.1	货币资金的期初余额	95	1746	969	1503	1495
P/B	4.3	4.0	3.8	3.5	3.2	货币资金的期末余额	1746	969	1503	1495	1432
EV/EBITDA	90.9	87.7	71.6	51.5	36.5	企业自由现金流	0	(218)	122	46	44
						权益自由现金流	0	(110)	105	58	56

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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