

2022年09月03日

卫星应用加速落地，长光宇航迎发展良机

奥普光电 (002338)

评级:	买入	股票代码:	002338
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	29.79/13.46
目标价格:		总市值(亿)	50.52
最新收盘价:	21.05	自由流通市值(亿)	50.52
		自由流通股数(百万)	239.99

事件概述

近日，主流手机厂商纷纷发布卫星通信计划。据 The Verge 8月25日消息，iPhone 14 和 Apple Watch 将加入卫星通信功能；8月26日，SpaceX 和 T-Mobile 联合宣布 Coverage Above and Beyond 计划，马斯克称，从明年起，美国部分地区用户的现有 5G 手机就能连接到星链卫星。9月2日，华为称 Mate50 将支持卫星通信。卫星直连手机时代将至，通信技术迈入全新阶段。

分析判断：

▶ 卫星通信加速落地，火箭、卫星将实现批量化发射

卫星互联网是一种新型通信方式，是指多次发射数百颗乃至上千颗小型卫星，在低轨组成卫星星座，以这些卫星作为“空中基站”，从而达到与地面移动通信类似的效果，实现太空互联网。国内卫星互联网系统初具规模，近年来我国已经先后启动了“行云”、“虹云”、“鸿雁”等一系列星座计划。2021年4月，中国卫星网络集团成立，对标 SpaceX “星链”。在政策推动叠加下游应用端需求拉升的背景下，预计我国卫星生产及发射将不断提速。

同时，卫星互联网的加速落地也将催生出大量的商业火箭需求。一线商业航天公司纷纷推出“快舟”、“双曲线”、“谷神星”等较为成熟的商业火箭。2021年，中国火箭年发射次数首次超过50次，商业航天进入快速发展轨道。今年7月，我国首个商业航天发射场海南商业航天发射场开工建设，有望于2024年实现常态化发射。未来，火箭、卫星将转为批量化制造，航天发射将达到新的高峰，相关项目承接及配套企业亦将迎来升级发展的市场机遇。

▶ 长光宇航在航天复材领域拥有较高市占率，增长确定性强

奥普光电拟控股公司长光宇航在航天碳纤维复材领域优势明显，产品在火箭舱段（整流罩、转接舱、间段）及发动机喷管、卫星结构件、空间相机结构件等均有所应用。在运载火箭领域，公司在“快舟一号甲”整流罩、舱段等产品上占有率较高；在“快舟十一号”等型号火箭整流罩、舱段等产品目前尚无其他竞争对手。目前，快舟一号甲火箭可为低轨小卫星提供商业发射服务，目前已经实现量产；快舟十一号火箭可承担近地和太阳同步轨道的小卫星、微小卫星单星及多星组网发射任务，已实现小批量试产。在卫星领域，公司产品用于“珠海一号”、“吉林一号”、“风云”系列、“行云”系列等多型号卫星上。其中，“行云工程”是航天科工旗下航天行云科技有限公司计划的航天工程，该工程计划发射多颗“行云”系列卫星，建设中国首个低轨窄带通信卫星星座，打造最终覆盖全球的天基物联网。

碳纤维具有质轻、高强度、高模量、耐高温、耐腐蚀等优点，碳纤维复合材料的应用能够使得火箭、航天器重量显著降低，从而提升火箭的有效载荷，让单次发射承担更多任务。根据《碳纤维复合材料在航天领域的应用》，在航天结构上，碳纤维复合材料结构可比常规的金属结构减重30%左右。2021年底，公司升级产能，箭体/弹体结构件产能由100套扩为400套，卫星结构件由205套扩为300套，火箭发动机喷管由40套扩为100套，为后续业绩翻倍增长奠定基础。

► 宇航承接长光所、长光卫星复材业务，充分受益商业卫星产业加速

据公司公告，2021年1-11月，长光宇航前三大客户分别为光机所、航天科工集团及航天科技集团下属单位，占营收比重分别为44.15%、43.37%和10.13%，合计占比超过97%。据公司投资者关系活动披露，光机所所有的碳纤维部组件都是宇航提供的，也包括长光卫星所需结构件。作为“长光”品牌之一，宇航在承接长光所项目上具有天然优势，预计奥普控股后将进一步巩固和发挥渠道优势，并持续拓宽下游场景。同时，在航天产业高速发展的背景下，光机所科研工程所需碳纤维复材用量大幅提升，2019、2020、2021年1-11月宇航对长光所销售分别为2425.16、2217.37、7415.21万元。

长光所下属长光卫星是国内商业遥感卫星领域重要厂商，2015年成功发射自主研发的“吉林一号”卫星，开创我国商业卫星应用的先河。截至2021年底，“吉林一号”共在轨31颗。今年发射提速，8月，16颗“吉林一号”卫星一箭发射，实现入轨卫星数量70颗，建成我国目前最大的商业遥感卫星星座。目前，长光卫星具备年产超过100颗卫星能力，并将逐步形成以卫星研发与生产为核心的全产业链集群。经营层面，长光卫星即将IPO上市：2018年，长光卫星拿到2.5亿元天使轮融资，投后估值40亿元；2019年，获宸睿科技战略投资；2020年，彻底爆发，完成24.64亿元Pre-IPO融资，集结了中金资本、深创投、经纬中国、中科创星、科大讯飞等一众投资机构，估值约120亿元；2022年1月，整体变更为股份有限公司；3月，进行首次公开发行股票上市辅导备案。长光卫星是国内少有的既能做卫星又能做载荷的商业航天公司之一，当前商用卫星需求不断提升、市场不断扩容，“吉林一号”百星飞天在即，预计公司发展将进一步提速，继而推动航天复材市场进一步扩大。

► 长光辰芯进入高速增长期，为上市公司提供重要业绩支撑

奥普光电参股公司长光辰芯是国内CMOS图像传感器龙头企业，技术、生产国内领先，高端产品打破国外垄断，拥有包括海康机器人、华睿科技、福州鑫图、凌云光等超200家中外客户。公司已经开发出多款标准货架产品，不断拓宽下游应用领域，近几年营收利润快速爆发。2021年公司实现营收4.51亿元，同比增长129.84%，五年复合增速64.9%。去年因摊销股权激励费用2.24亿元，净利润-0.13亿元。还原后，公司2021年实际净利润为2.11亿元，同比大增225.0%。22H1公司保持高增长态势，实现营收2.60亿元(+35.53%)，净利润1.03亿元(+88.63%)，长光辰芯已经成为上市公司业绩的重要支撑。

长光辰芯在推出标准化产品的同时也提供定制化服务，并精准定位科学成像、工业成像、专业成像、医疗等高端领域，不与主流CIS巨头争夺消费类市场，产品存在技术溢价，盈利水平较高，2022H1净利率达39.4%，同比提升11.1pcts。通过分析过往三年上市公司年报、半年报，长光辰芯业绩存在季节性特征，19H1、20H1、21H1营收占全年比重分别为26.2%、20.9%、42.6%，净利占全年比重分别为15.9%、25.8%、25.8%（较21年还原后净利）。上半年公司经营受长春疫情影响，下半年业绩值得期待。

► 长光所军品上市平台，“体外孵化”成果突出

奥普光电22H1实现营收2.50亿元，同比-15.15%；归母净利润3649.09万元，同比+25.67%；扣非净利润3293.51万元，同比+22.62%。Q2单季度实现营收1.34亿元，同比-11.56%，环比+15.27%；归母净利润1933.88万元，同比+47.98%，环比+12.75%；扣非净利润1727.11万元，同比+44.73%，环比+10.26%。分业务来看，22H1光电测控仪实现收入1.40亿元(-13.97%)，毛利率27.82%(-3.12pcts)；光栅传感器实现收入1.03亿元(-15.15%)，毛利率38.43%(+5.11pcts)；光学材料实现收入716.72万元(+2.87%)。公司上半年受疫情影响较大，营收规模有所下滑，利润端，由于长光辰芯及长光宇航表现亮眼贡献较多投资收益，实现较快增长，净利率提升4.48pcts至15.37%。

公司是中国科学院长春光机所下属唯一上市平台，公司上市前，长光所给出承诺，一旦用于科研目的的军工产品进行批量生产，均投入奥普光电。公司作为光机所技术成果产业化的一个重要渠道，将持续批量承接光机所外溢项目。近年来，公司通过“长光所体外孵化+上市公司外延并购”的模式实现快速发展，本部逐步从零件级向部件级及组件级转型升级，规模体量有望持续扩大。

投资建议

奥普光电近年通过“长光所体外孵化+上市公司外延并购”的模式实现快速发展，预计未来还将持续开展。参股公司长光辰芯是国内CMOS图像传感器龙头，业绩进入爆发期，预计未来三年保持40%~50%增速。假

设 2022 年 12 月 31 日完成收购，公司因持有 11.11%长光宇航股份而产生的资产溢价计入 2022 年投资收益，2023 年起长光宇航营收利润纳入合并报表。维持盈利预测，预计 2022-2024 年分别实现营业收入 6.53/10.90/13.13 亿元，归母净利润 1.81/2.27/2.76 亿元，同比增长 239.4%/25.5%/21.6%，EPS 为 0.75/0.95/1.15 元，对应 2022 年 9 月 2 日 21.05 元/股收盘价，PE 分别为 28/22/18 倍。维持“买入”评级。

风险提示

收购进度不及预期的风险；卫星互联网发展不及预期；导弹放量不及预期的风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	441	547	653	1,090	1,313
YoY (%)	9.6%	24.1%	19.4%	66.9%	20.6%
归母净利润(百万元)	49	53	181	227	276
YoY (%)	1.6%	8.6%	239.4%	25.5%	21.6%
毛利率 (%)	31.7%	29.5%	31.3%	35.1%	35.5%
每股收益 (元)	0.20	0.22	0.75	0.95	1.15
ROE	5.5%	5.5%	15.7%	16.3%	16.5%
市盈率	105.25	95.68	27.95	22.26	18.30

资料来源：Wind、华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	547	653	1,090	1,313	净利润	58	190	277	337
YoY (%)	24.1%	19.4%	66.9%	20.6%	折旧和摊销	30	28	29	30
营业成本	385	448	707	847	营运资金变动	-41	-57	-402	-232
营业税金及附加	5	6	9	11	经营活动现金流	44	40	-190	31
销售费用	17	23	25	30	资本开支	-24	-31	-31	-31
管理费用	72	85	125	151	投资	-18	-30	-30	-30
财务费用	-1	-18	-24	-35	投资活动现金流	-32	90	76	97
研发费用	55	65	109	131	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-4	-18	-25	-30	债务募资	-4	20	20	20
投资收益	5	150	136	158	筹资活动现金流	-25	19	17	16
营业利润	60	199	289	351	现金净流量	-12	149	-96	144
营业外收支	0	-1	-1	-1					
利润总额	60	198	288	351	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	2	8	12	14	成长能力				
净利润	58	190	277	337	营业收入增长率	24.1%	19.4%	66.9%	20.6%
归属于母公司净利润	53	181	227	276	净利润增长率	8.6%	239.4%	25.5%	21.6%
YoY (%)	8.6%	239.4%	25.5%	21.6%	盈利能力				
每股收益	0.22	0.75	0.95	1.15	毛利率	29.5%	31.3%	35.1%	35.5%
					净利率	10.6%	29.1%	25.4%	25.6%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	4.5%	12.6%	12.6%	12.5%
货币资金	136	285	189	333	净资产收益率 ROE	5.5%	15.7%	16.3%	16.5%
预付款项	94	112	177	212	偿债能力				
存货	333	359	566	678	流动比率	7.85	8.39	7.30	7.84
其他流动资产	244	254	418	500	速动比率	3.70	4.48	3.28	3.79
流动资产合计	806	1,010	1,350	1,723	现金比率	1.33	2.37	1.02	1.51
长期股权投资	154	184	214	244	资产负债率	12.2%	12.8%	14.9%	14.7%
固定资产	177	176	174	171	经营效率				
无形资产	17	19	21	23	总资产周转率	0.46	0.46	0.60	0.60
非流动资产合计	390	422	454	484	每股指标 (元)				
资产合计	1,196	1,432	1,803	2,207	每股收益	0.22	0.75	0.95	1.15
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.01	4.80	5.78	6.98
应付账款及票据	54	63	99	118	每股经营现金流	0.18	0.17	-0.79	0.13
其他流动负债	49	58	86	101	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	103	120	185	220	估值分析				
长期借款	0	20	40	60	PE	95.68	27.95	22.26	18.30
其他长期负债	44	44	44	44	PB	5.89	4.39	3.64	3.01
非流动负债合计	44	64	84	104					
负债合计	146	184	268	323					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	87	97	147	207					
股东权益合计	1,050	1,248	1,535	1,884					
负债和股东权益合计	1,196	1,432	1,803	2,207					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。