

公司研究

疫情影响行业需求，5G 渗透有望带动景气度回升

——水晶光电 (002273.SZ) 2020 年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年报，实现营业收入 32 亿元，同比增长 7%；归属于上市公司股东的净利润 4.43 亿元，同比减少 9.72%，主要因 2019 年含减持日本光驰股份所获投资收益 1.1 亿元人民币；扣非净利润 3.55 亿元，同比增长 0.93%；符合预期。

2020 年各业务线均受疫情负面影响。2020 年受疫情影响，智能手机出货量下滑，客户需求出现调整，但多摄、变焦等新技术应用仍给公司传统业务领域带来新的市场机遇，公司 20 年光学元器件实现营收 20.8 亿元，同比增长 3.9%。受疫情影响，消费电子终端对 3D 技术应用出现滞缓，窄带、DOE 等产品销售低预期，公司生物识别业务收入 4.4 亿元，同比下降 8%。公司薄膜光学面板业务完成了多产品线布局，在机器人、运动相机等项目实现批量出货，全年实现收入 4.5 亿元，同比增长 48%。新型显示 (AR+) 围绕消费电子、行业应用、汽车电子三个应用方向，完成初期业务开发，实现收入 2754 万元，同比持平。反光材料部分新品实现量产销售，夜视启动分拆上市，新厂基建工作稳步推进，打开成长空间。

5G 新机快速渗透有望带动光学景气度回升。2021 年，新冠疫情对全球产业链的影响已逐步减弱。新型智能手机对成像质量、轻薄化和生物识别智能感知等领域的新需求，使得光学元件在智能手机上拥有更加广阔的应用前景。根据 IDC 预测，2020 年至 2025 年期间，全球智能手机市场规模的复合年均增长率 (CAGR) 有望达到 3.6%。此外，智能手表、AR 眼镜、汽车电子、智能家居、遥感等非手机产业的进一步发展使得光学市场迎来了更多的机遇。

滤波仍是光学必备的细分赛道。滤波是光学在成像、识别等过程中的必备环节，近年来，随着手机多摄、潜望式长焦镜头、前置 3D 结构光、后置 TOF、屏下指纹、后玻璃面板等技术发展，公司产品在手机中的应用不断增加，单机价值量持续增加。远期看，光学是智能手机、智能安防、智能家居、智能汽车等智慧场景的重要构成，光学元器件应用场景进一步扩大，我们看好公司成长潜力。

维持“买入”评级：公司镀膜工艺行业领先，业务由滤光片拓展至光学元器件多品类，我们看好公司在光学赛道的长期成长潜力，考虑疫情对 3D 技术应用及生物识别业务的负面影响超出预期，以及 AR 产品放量的不确定性，下调 21~22 年净利润由 7.2/8.2 至 5.4(-25%)/6.3(-23%)亿元，预测 23 年净利润 7 亿元，对应 PE 分别为 26X/22X/20X，维持“买入”评级。

风险提示：全球手机出货量低于预期风险，产品降价风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,000	3,223	3,734	4,244	4,719
营业收入增长率	28.98%	7.45%	15.83%	13.67%	11.18%
净利润 (百万元)	491	443	540	627	700
净利润增长率	4.85%	-9.72%	21.75%	16.15%	11.69%
EPS (元)	0.42	0.36	0.44	0.51	0.58
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.68%	7.88%	9.11%	10.03%	10.60%
P/E	27	31	26	22	20
P/B	2.9	2.5	2.3	2.2	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-07

买入 (维持)

当前价：11.39 元

作者

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqi@ebsecn.com

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

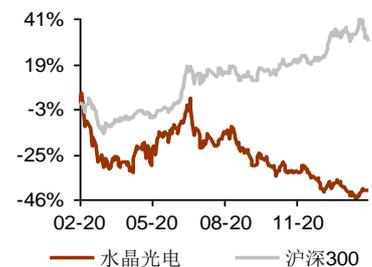
021-52523849

kailiu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.18
总市值(亿元):	138.69
一年最低/最高(元):	10.24/20.60
近 3 月换手率:	81.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.51	5.29	-53.91
绝对	-1.04	-2.15	-19.53

资料来源：Wind

相关研报

光学创新不断，品类持续拓展——水晶光电 (002273.SZ) 跟踪研究 (2020-05-25)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,000	3,223	3,734	4,244	4,719
营业成本	2,166	2,343	2,684	3,067	3,425
折旧和摊销	208	265	397	458	514
税金及附加	19	26	30	34	38
销售费用	44	40	45	51	57
管理费用	225	240	258	276	288
研发费用	158	209	240	245	260
财务费用	40	16	-6	-8	-7
投资收益	222	95	100	100	10
营业利润	566	529	647	751	838
利润总额	558	512	627	728	813
所得税	59	51	66	76	85
净利润	499	461	561	652	728
少数股东损益	8	17	21	25	28
归属母公司净利润	491	443	540	627	700
EPS(按最新股本计)	0.42	0.36	0.44	0.51	0.58

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	577	543	822	973	1,122
净利润	491	443	540	627	700
折旧摊销	208	265	397	458	514
净营运资金增加	-23	-136	188	192	165
其他	-100	-29	-303	-303	-257
投资活动产生现金流	-635	-462	-465	-577	-578
净资本支出	-847	-542	-627	-632	-633
长期投资变化	538	631	0	0	0
其他资产变化	-326	-550	162	55	55
融资活动现金流	-138	174	-457	-288	-337
股本变化	293	62	0	0	0
债务净变化	-342	-472	-220	0	0
无息负债变化	247	464	181	188	185
净现金流	-203	235	-101	107	207

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.8%	27.3%	28.1%	27.7%	27.4%
EBITDA 率	21.7%	22.3%	25.9%	26.9%	27.3%
EBIT 率	14.7%	14.0%	15.3%	16.1%	16.4%
税前净利润率	18.6%	15.9%	16.8%	17.2%	17.2%
归母净利润率	16.4%	13.8%	14.5%	14.8%	14.8%
ROA	7.8%	6.1%	7.2%	7.8%	8.2%
ROE (摊薄)	10.7%	7.9%	9.1%	10.0%	10.6%
经营性 ROIC	8.9%	8.3%	9.6%	10.6%	11.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	25%	21%	20%	21%	21%
流动比率	3.44	2.20	2.35	2.28	2.27
速动比率	2.96	1.86	1.94	1.87	1.87
归母权益/有息债务	6.64	25.61	-	-	-
有形资产/有息债务	8.70	32.51	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	6,391	7,513	7,792	8,335	8,904
货币资金	1,173	1,514	1,413	1,521	1,728
交易性金融资产	153	1	1	1	1
应收帐款	742	82	1,010	1,140	1,258
应收票据	17	6	7	8	9
其他应收款 (合计)	5	71	83	94	104
存货	385	490	563	645	722
其他流动资产	258	185	185	185	185
流动资产合计	2,751	3,163	3,278	3,613	4,028
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	538	631	631	631	631
固定资产	2,154	2,656	2,913	3,037	3,075
在建工程	472	572	436	37	347
无形资产	278	270	314	358	400
商誉	72	72	72	72	72
其他非流动资产	4	13	13	13	13
非流动资产合计	3,641	4,350	4,513	4,722	4,876
总负债	1,578	1,569	1,530	1,718	1,904
短期借款	9	220	0	0	0
应付账款	523	893	1,023	1,169	1,306
应付票据	155	209	239	273	305
预收账款	7	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	800	1,436	1,398	1,586	1,771
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	683	0	0	0	0
其他非流动负债	54	69	69	69	69
非流动负债合计	778	132	132	132	132
股东权益	4,814	5,944	6,262	6,617	7,000
股本	1,156	1,218	1,218	1,218	1,218
公积金	1,650	2,458	2,512	2,575	2,645
未分配利润	1,766	2,060	2,302	2,570	2,856
归属母公司权益	4,598	5,627	5,923	6,254	6,610
少数股东权益	215	317	338	363	391

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.47%	1.24%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	7.51%	7.45%	6.90%	6.50%	6.10%
财务费用率	1.33%	0.51%	-0.15%	-0.19%	-0.16%
研发费用率	5.28%	6.48%	6.43%	5.77%	5.51%
所得税率	11%	10%	11%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.20	0.24	0.28	0.32
每股经营现金流	0.50	0.45	0.68	0.80	0.92
每股净资产	3.98	4.62	4.86	5.14	5.43
每股销售收入	2.60	2.65	3.07	3.49	3.87

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	27	31	26	22	20
PB	2.9	2.5	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	20.6	18.9	14.1	12.0	10.6
股息率	0.9%	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE