

四方光电 (688665.SH)
 / 机械设备

证券研究报告/公司点评

2021年08月16日

评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

分析师：郑雅梦

执业证书编号：S0740520080004

Email: zhengym@r.qlzq.com.cn

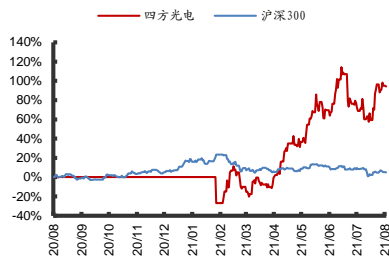
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	233	308	535	776	1,033
增长率 yoy%	98.45%	32.00%	73.68%	45.14%	33.05%
净利润(百万元)	65	84	163	240	327
增长率 yoy%	487.89%	30.06%	92.95%	47.34%	36.06%
每股收益(元)	1.24	1.61	2.33	3.43	4.67
每股现金流量	0.90	1.06	1.07	2.44	3.83
净资产收益率	40.25%	37.65%	19.52%	22.61%	23.95%
P/E	102.42	78.75	54.42	36.93	27.14
PEG	1.04	2.46	0.74	0.82	0.82
P/B	42.53	30.01	10.67	8.39	6.53

备注：股价取自 2021 年 8 月 16 日

基本状况

总股本(百万股)	70.00
流通股本(百万股)	15.04
市价(元)	126.71
市值(百万元)	8869.70
流通市值(百万元)	1905.84

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 气体传感技术专家，未来成长空间广阔

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年半年报，2021H1 实现营业收入 2.34 亿元，同比增长 121.34%，实现归母净利润 7395.61 万元，同比增长 216.77%，实现扣非归母净利润 6924.33 万元，同比增长 178.11%；2021Q2 实现营业收入 1.28 亿元，同比增长 61.41%；实现归母净利润 4105.95 万元，同比增长 78.97%；实现扣非归母净利润 3659.46 万元，同比增长 64.45%；超业绩预告上限。

- **2021H1 业绩保持高增长态势，盈利水平持续攀升。**

(1) **成长性分析：**2021 年上半年，公司营收同比增长 121.34%；归母净利润同比增长 216.77%。主要原因是：CO₂ 气体传感器及医用氧传感器销量增加，且公司积极开发新产品、提升产品品质、开拓头部客户资源，促使销量大幅增加。

(2) **盈利能力分析：**2021 年上半年销售毛利率为 50.08%，同比增长 5.46pct；销售净利率为 32.06%，同比增长 10.34pct；主要是因为：①公司进一步加强供应链管理，扩大零部件自产比率，不断丰富零部件自产种类，粉尘传感器用的核心部件激光管、风扇的自产率分别达到 75.45%、72.59%，红外气体传感器用的探测器已能够自产，MCU 等电子料国产替代率达到 78.73%；②规模优势凸显，费用率进一步下降，2021 年上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.21%、10.82%和-1.91%，同比分别下降 0.24pct、1.73pct 和 1.80pct；③政府补助达 540.13 万元，同比增长 193.11%。

(3) **营运能力及经营现金流分析：**公司营运能力进一步提升，2021 年上半年公司应收账款周转天数为 61.36 天，同比下降 18.98%；公司现金流水平大幅改善，经营活动产生的现金流量净额达到 5822.32 万元，同比增长 285.63%。

(4) **持续加大研发投入：**2021 年上半年，公司研发投入为 1624.19 万元，同比增长 115.82%，占营业收入的比例为 6.95%，新增授权专利 3 件，新增软件著作权 4 件。截止到 2021 年 6 月底，公司累计获得授权专利 106 件，累计获得软件著作权 62 件。

- **气体传感器：民用空气品质保持高速增长，车载进入产出期，新领域有望快速突破。**

(1) 2021 年上半年，公司气体传感器收入为 2.11 亿元，同比增长 154.16%。

(2) **民用空气品质气体传感器业务保持高速增长。**受益于智能家居市场需求旺盛，公司在空气净化器、新风系统、家用空调等领域的市场占有率进一步提高；CO₂ 气体传感器和粉尘传感器作为民用空气品质传感器的核心产品，销售收入同比增速分别达到 334.35%、104.38%。公司依托气体传感器现有市场优势，致力于拓展油烟机、吸尘器、扫地机器人等新型应用场景，能迅速抓住市场机遇实现快速增长。

(3) **车载传感器进入产出期，销售收入增速较快。**一方面，原有定点项目已进入量产期，贡献了一定的业绩增量，2021 年上半年，公司车载传感器业务实现销售收入同比增长 378.58%；另一方面，公司新定点项目不断增加，新增捷豹路虎的新能源车型，获得定点采购数量为 80 余万个。截至 2021 年 6 月底，公司已获得 13 家车企 20 余个定点项目，累计获定点采购数量超过 800 万个，车规级 MEMS 空气质量传感器模块 AQM(测量 CO、NO₂ 等多组分) 已能实现进口替代。

(4) **发动机排放及 SOOT 颗粒物传感器取得阶段性成果。**随着“国六”标准的颁布及逐渐实施，发动机排放(O₂及 NO_x)传感器前装及后装市场持续扩容。公司已经成立发动机(O₂及 NO_x)传感器事业部，组建了研发、生产及营销团队，发动机 O₂传感

器已实现小规模销售，发动机 NOx 传感器取得阶段性研发成果；配套于柴油机的 Soot 颗粒物传感器已完成产品前期研究工作，初步建成产品生产和质控体系，预计 2021 年下半年能够对外提供样件。

(5) 医疗健康气体传感器增长明显。公司呼吸机、制氧机用超声波氧传感器的销售收入增长明显，2021 年上半年公司医疗健康领域销售收入同比增长 224.62%。为满足产能需求，公司新增一条医用氧传感器生产线，同时对原有生产线进行了优化升级。此外，基于超声波气体传感技术，公司研发出超声波传感器 Gasboard-8500FS，能够有效实现对气体浓度及流量的检测，持续拓展呼吸机、湿化氧疗仪、大型制氧机等领域。

■ **气体分析仪器在新的应用领域取得进展，超声波燃气表积极开拓国际客户资源。**

(1) 在“碳达峰”、“碳中和”促使碳排放监测需求增加的背景下，公司气体分析仪器有望实现增长。2021 年上半年，公司气体分析仪器收入为 1876.17 万元，同比下降 9.77%；公司研发出激光氨逃逸气体分析仪，用于工业脱硝过程中氨气的检测；公司也正在加速开拓激光拉曼光谱气体分析仪在石油天然气、页岩气、石化、大型煤化工等工业过程高端市场的份额。

(2) 公司有望在超声波燃气表模组领域实现进口替代，在超声波燃气表领域取得快速增长。随着超声波燃气表标准 GB/T39841-2021 在 2021 年 10 月实施，国内超声波燃气表市场将迎来较大发展空间。公司已经完成了超声波燃气表模块及整机的产品的前期研究和认证工作，在武汉总部以自有资金建立了生产线，并于 2020 年实现小规模销售。2021 年上半年，公司在国际上积极开拓更多客户资源，已积累多家合作伙伴，销量稳步提升；在国内市场，公司积极协助客户进行相关认证，与客户建立密切联系。公司位于浙江嘉善的超声波燃气表募投项目于 2021 年 5 月开工，项目建设面积约 4.8 万平方米，可以满足公司在超声波气体传感器及配套仪表未来五年产能需求。

■ **维持“增持”评级。**我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 5.35 亿元、7.76 亿元、10.33 亿元；分别同比+73.68%、+45.14%、+33.05%；归母净利润分别为 1.63 亿元、2.40 亿元、3.27 亿元，分别同比+92.95%、+47.34%、+36.06%；EPS 分别为 2.33 元、3.43 元、4.67 元；按照 2021 年 8 月 16 日股价对应 PE 分别为 54、37、27 倍；维持“增持”评级。

■ **风险提示：**业务规模较小、抗风险能力较弱，技术研发与产品创新不利，市场竞争加剧，新冠肺炎疫情影响等。

图表 1: 四方光电盈利预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	77	555	622	875	营业收入	308	535	776	1,033
应收票据	25	40	51	65	营业成本	163	286	415	547
应收账款	79	145	203	265	税金及附加	2	4	6	8
预付账款	3	6	9	11	销售费用	21	30	42	52
存货	87	151	216	284	管理费用	14	15	19	24
合同资产	0	1	1	1	研发费用	20	32	44	55
其他流动资产	9	13	20	26	财务费用	1	1	1	1
流动资产合计	280	910	1,121	1,526	信用减值损失	-3	-1	-1	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	49	42	136	167	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	50	50	0	其他收益	18	24	28	31
无形资产	5	5	4	4	营业利润	101	187	275	374
其他非流动资产	19	20	21	22	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	73	117	211	193	营业外支出	4	0	0	0
资产合计	353	1,027	1,332	1,719	利润总额	97	187	275	374
短期借款	15	15	15	15	所得税	13	24	35	48
应付票据	9	7	13	21	净利润	84	163	240	326
应付账款	50	86	126	167	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	84	163	240	326
合同负债	13	23	33	44	NOPLAT	85	164	241	327
其他应付款	1	1	1	1	EPS (摊薄)	1.61	2.33	3.43	4.67
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	34	54	76	101	主要财务比率				
流动负债合计	122	186	264	349	会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E
长期借款	6	6	6	6	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	32.0%	73.7%	45.1%	33.1%
其他非流动负债	1	1	1	1	EBIT增长率	33.5%	92.4%	46.9%	35.7%
非流动负债合计	7	7	7	7	归母公司净利润增长率	30.1%	92.9%	47.3%	36.1%
负债合计	129	193	271	356	获利能力				
归属母公司所有者权益	222	831	1,057	1,359	毛利率	47.2%	46.5%	46.6%	47.1%
少数股东权益	2	3	4	4	净利率	27.4%	30.4%	30.9%	31.6%
所有者权益合计	224	834	1,061	1,363	ROE	37.8%	19.5%	22.6%	24.0%
负债和股东权益	353	1,027	1,332	1,719	ROIC	38.7%	21.3%	24.6%	26.1%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	36.6%	18.8%	20.3%	20.7%
会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E	债务权益比	9.8%	2.6%	2.1%	1.6%
经营活动现金流	74	75	171	268	流动比率	2.3	4.9	4.2	4.4
现金收益	93	173	249	348	速动比率	1.6	4.1	3.4	3.6
存货影响	-10	-64	-65	-67	营运能力				
经营性应收影响	-44	-81	-71	-77	总资产周转率	0.9	0.5	0.6	0.6
经营性应付影响	16	34	46	50	应收账款周转天数	70	76	81	82
其他影响	19	13	12	14	应付账款周转天数	86	85	92	96
投资活动现金流	-18	-52	-101	-2	存货周转天数	182	150	160	165
资本支出	-10	-52	-102	-2	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.61	2.33	3.43	4.67
其他长期资产变化	-8	0	1	0	每股经营现金流	1.06	1.07	2.44	3.83
融资活动现金流	-10	455	-3	-13	每股净资产	3.17	11.87	15.10	19.41
借款增加	11	0	0	0	估值比率				
股利及利息支付	-21	-15	-26	-32	P/E	79	54	37	27
股东融资	0	0	0	0	P/B	30	11	8	7
其他影响	0	470	23	19	EV/EBITDA	127	68	47	34

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。