

投资评级 优于大市 维持

投资收益下滑拖累归母净利润下滑，公司业务经营总体保持稳定

股票数据

10月21日收盘价(元)	14.00
52周股价波动(元)	12.37-21.07
总股本/流通A股(百万股)	1218/1180
总市值/流通市值(百万元)	17048/16523

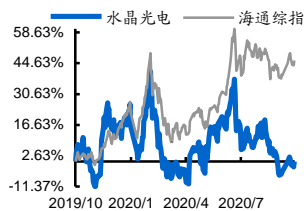
相关研究

《上半年归母净利润同比增长 13%，布局新赛道，向光学解决方案提供商转型升级》
2020.08.27

《营收同比增长 29%，多摄渗透、屏下指纹和 3D 结构光驱动增长》
2020.04.25

《下游需求旺盛，驱动营收高增长》
2020.03.02

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.0	-15.3	-15.9
相对涨幅 (%)	-6.1	-16.9	-18.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈平

Tel:(021)23219646

Email:cp9808@htsec.com

证书:S0850514080004

分析师:蒋俊

Tel:(021)23154170

Email:jj11200@htsec.com

证书:S0850517010002

联系人:肖隽翀

Tel:021-23154139

Email:xjc12802@htsec.com

投资要点:

- **事件。**水晶光电发布 2020 年第三季度报告。2020 年前三季度，公司实现营业收入 22.59 亿元，同比增长 9.38%；实现归母净利润 3.13 亿元，同比下降-13.08%。2020 年第三季度，公司实现营业收入 8.93 亿元，同比下降-2.77%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比下降-33.57%。
- **净利润下降主要由投资收益下滑所致。**2020 年第三季度，公司销售毛利率为 29.03%，环比增长 4.01 个百分点，同比微降 1.19 个百分点。2020 年前三季度，公司销售、管理、研发和财务费用合计占总营收比重为 3.16%，与 2019 年的占比 2.72%相比保持稳定。2020 年前三季度，公司投资收益为 5795.06 万元，与 2019 年公司投资收益 1.42 亿元，同比下降-59.10%。我们认为投资收益下滑是公司归母净利润下滑的主要原因。
- **经营稳健，积极拓展新领域。**2020 年，随着全球芯片市场供应关系受到非经济因素影响，全球智能手机产业链布局面临调整的可能。公司高度关注并积极应对手机终端市场可能出现的变化，持续深挖北美大客户和国内外安卓客户的需求，抢夺市场，提升份额。公司坚定围绕“5+3”战略布局，稳步推进事业群建设并取得初步成效。光学成像元器件、生物识别、薄膜光学面板事业群均已为海外知名终端的新产品提供稳定的批量出货，棱镜、薄膜光学面板等新业务开始稳定量产，提升毛利率水平。
- **拟非公开发行募资，加码光学赛道。**根据发展需要，公司拟向不超过十名的特定对象非公开发行 A 股股票，募集资金总额将不超过 22.50 亿元，用于投资智能终端用光学组件技改项目、移动物联智能终端精密薄膜光学面板项目和补充流动资金。
- **拟分拆子公司夜视丽单独上市。**为实现不同业务模块的均衡发展，推动公司在反光材料行业内的技术创新、产业拓展，更好地服务科技创新和经济高质量发展，发挥资本市场优化资源配置，结合公司总体战略布局与夜视丽业务发展需要，公司董事会授权公司管理层启动分拆夜视丽上市的前期筹备工作。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计水晶光电 2020 年至 2022 年 EPS 分别为 0.50、0.66、0.71 元。结合可比公司估值情况，给予水晶光电 2020 年 38-40 倍 PE 估值，对应合理价值区间为 19.00-20.00 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**公司新产品表现不及预期的风险；AR/VR 商业化进程不及预期的风险；全球宏观经济下行对消费电子产业带来的风险；同业竞争加剧的风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2326	3000	3893	5041	6329
(+/-)YoY(%)	8.4%	29.0%	29.8%	29.5%	25.6%
净利润(百万元)	468	491	610	803	867
(+/-)YoY(%)	31.6%	4.8%	24.2%	31.7%	8.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.38	0.40	0.50	0.66	0.71
毛利率(%)	27.8%	27.8%	28.9%	29.1%	29.2%
净资产收益率(%)	12.1%	10.7%	11.2%	12.5%	11.5%

资料来源：公司年报（2018-2019），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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比上市公司估值表 (2020 年预测 PE)

上市公司	证券代码	最新收盘价 (元)	2020 年市盈率 (倍)
汇顶科技	603160.SH	169.70	38
五方光电	002962.SZ	21.39	--
立讯精密	002475.SZ	57.68	59
歌尔股份	002241.SZ	42.55	58
平均			52

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2020 年 10 月 21 日收盘价计算 (以上均来自万得一致预测), 缺少五方光电 2020 年市盈率

表 2 公司主营产品收入预测 (百万元)

项 目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	2999.84	3892.77	5040.54	6328.69
总成本	2165.53	2768.99	3576.18	4483.36
总毛利	834.30	1123.79	1464.36	1845.33
总毛利率(%)	27.81%	28.87%	29.05%	29.16%
成像光学				
收入	2005.37	2406.45	3008.06	3760.07
成本	1469.74	1756.70	2195.88	2744.85
毛利	535.63	649.74	812.18	1015.22
毛利率(%)	26.71%	27.00%	27.00%	27.00%
生物识别				
收入	366.72	550.07	770.10	1001.13
成本	183.62	275.04	385.05	500.57
毛利	183.09	275.04	385.05	500.57
毛利率(%)	49.93%	50.00%	50.00%	50.00%
精密光电薄膜元器件				
收入	304.14	608.27	912.41	1186.13
成本	240.05	480.53	720.80	937.04
毛利	64.09	127.74	191.61	249.09
毛利率(%)	21.07%	21.00%	21.00%	21.00%
反光材料				
收入	173.49	173.49	182.16	191.27
成本	110.55	111.03	116.58	122.41
毛利	62.94	62.45	65.58	68.86
毛利率(%)	36.28%	36.00%	36.00%	36.00%
蓝宝石 LED 衬底				
收入	107.53	107.53	112.91	124.20
成本	123.85	104.31	109.52	120.47
毛利	-16.32	3.23	3.39	3.73
毛利率(%)	0.00%	3.00%	3.00%	3.00%
新型平板显示				
收入	27.67	29.05	33.41	40.09
成本	25.02	26.15	30.07	36.08
毛利	2.65	2.91	3.34	4.01
毛利率(%)	9.56%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: 公司 2019 年报, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	3000	3893	5041	6329
每股收益	0.40	0.50	0.66	0.71	营业成本	2166	2769	3576	4483
每股净资产	3.78	4.47	5.29	6.18	毛利率%	27.8%	28.9%	29.1%	29.2%
每股经营现金流	0.47	0.34	0.48	0.64	营业税金及附加	19	25	32	40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	44	58	76	95
P/E	34.71	27.96	21.23	19.66	营业费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	3.71	3.13	2.65	2.27	管理费用	225	292	373	462
P/S	5.39	4.38	3.38	2.69	管理费用率%	7.5%	7.5%	7.4%	7.3%
EV/EBITDA	30.46	21.86	18.30	14.33	EBIT	387	543	715	913
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	40	23	21	18
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.3%	0.6%	0.4%	0.3%
毛利率	27.8%	28.9%	29.1%	29.2%	资产减值损失	-22	-29	-32	-36
净利润率	16.4%	15.7%	15.9%	13.7%	投资收益	222	169	202	63
净资产收益率	10.7%	11.2%	12.5%	11.5%	营业利润	566	700	916	988
资产回报率	7.7%	8.2%	9.2%	8.5%	营业外收支	-8	-2	2	3
投资回报率	6.3%	7.6%	8.6%	9.6%	利润总额	558	698	918	991
盈利增长 (%)					EBITDA	597	701	819	1017
营业收入增长率	29.0%	29.8%	29.5%	25.6%	所得税	59	77	99	107
EBIT 增长率	39.8%	40.4%	31.6%	27.7%	有效所得税率%	10.6%	11.0%	10.8%	10.9%
净利润增长率	4.8%	24.2%	31.7%	8.0%	少数股东损益	8	12	15	16
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	491	610	803	867
资产负债率	24.7%	24.0%	23.7%	23.6%					
流动比率	3.44	3.15	3.09	3.01	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.93	2.64	2.57	2.50	货币资金	1173	1170	1520	1925
现金比率	1.47	1.16	1.18	1.18	应收账款及应收票据	759	1081	1380	1719
经营效率指标					存货	385	489	634	794
应收帐款周转天数	90.28	88.85	88.97	89.15	其它流动资产	434	449	457	468
存货周转天数	64.90	64.40	64.76	64.66	流动资产合计	2751	3189	3991	4907
总资产周转率	0.47	0.52	0.58	0.62	长期股权投资	538	538	538	538
固定资产周转率	1.39	1.47	1.66	1.83	固定资产	2154	2640	3036	3458
					在建工程	472	574	649	724
					无形资产	278	319	339	363
					非流动资产合计	3641	4270	4761	5283
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	6391	7458	8752	10189
净利润	491	610	803	867	短期借款	9	11	11	12
少数股东损益	8	12	15	16	应付票据及应付账款	678	817	1059	1339
非现金支出	248	187	136	140	预收账款	7	7	10	12
非经营收益	-142	-131	-167	-29	其它流动负债	106	176	213	266
营运资金变动	-28	-259	-203	-212	流动负债合计	800	1012	1292	1629
经营活动现金流	577	418	584	783	长期借款	0	0	0	0
资产	-847	-618	-400	-408	其它长期负债	778	778	778	778
投资	143	0	0	0	非流动负债合计	778	778	778	778
其他	69	169	202	63	负债总计	1578	1789	2070	2407
投资活动现金流	-635	-449	-199	-344	实收资本	1156	1218	1218	1218
债权募资	100	2	0	2	普通股股东权益	4598	5442	6440	7524
股权募资	137	62	0	0	少数股东权益	215	227	242	258
其他	-375	-35	-35	-35	负债和所有者权益合计	6391	7458	8752	10189
融资活动现金流	-138	29	-35	-33					
现金净流量	-203	-3	350	405					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 21 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈平 电子行业
蒋俊 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：沪电股份,闻泰科技,歌尔股份,通富微电,顺络电子,欧菲光,大族激光,捷捷微电,扬杰科技,澜起科技,洁美科技,生益科技,信维通信,兆易创新,格科微,卓胜微,恒玄科技,汇顶科技,斯达半导,永新光学,水晶光电,鹏鼎控股,华润微,工业富联,韦尔股份,晶丰明源,胜宏科技,环旭电子,立讯精密,华天科技

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。