

四方光电 (688665.SH)  
 / 机械设备

证券研究报告/公司点评

2022 年 04 月 20 日

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 110.43

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	308	547	800	1,064	1,313
增长率 yoy%	32%	78%	46%	33%	23%
净利润(百万元)	84	180	246	335	436
增长率 yoy%	30%	113%	37%	36%	30%
每股收益(元)	1.21	2.57	3.52	4.79	6.23
每股现金流量	1.06	1.92	2.54	3.96	5.57
净资产收益率	38%	22%	23%	24%	24%
P/E	91.5	43.0	31.4	23.1	17.7
P/B	34.9	9.3	7.3	5.6	4.3

备注: 股价取自 2022 年 04 月 20 日

**投资要点**

■ **事件:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年实现营业收入 5.47 亿元, 同比增长 77.80%, 实现归母净利润 1.80 亿元, 同比增长 112.70%, 实现扣非归母净利润 1.73 亿元, 同比增长 114.23%; 符合市场预期。

■ **2021 年业绩加速增长, 盈利水平快速提升。**

(1) **成长性分析:** 2021 年, 公司营收同比增长 77.80%; 归母净利润同比增长 112.70%, 扣非归母净利润同比增长 114.23%。主要原因是: ①空气品质、医疗健康等气体传感器应用领域增加, 公司市场份额提升, 车载传感器进入产出期, 外贸业务保持较快增长; ②公司提高关键零部件自产率, 加大高毛利产品销售; ③通过精准营销、降本增效有效控制销售与管理费用。

(2) **盈利能力分析:** 2021 年, 公司销售毛利率为 50.93%, 同比增长 3.77pct; 销售净利率为 33.15%, 同比增长 5.80pct; 主要是因为: ①公司产品结构改善, 高毛利产品占比提升, 关键零部件自产种类和比率增加; ②规模优势凸显, 费用率进一步下降, 2021 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 5.85%、3.75%和-1.79%, 同比分别下降 0.91pct、0.74pct 和 2.09pct。

(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 年公司应收账款周转天数为 58.68 天, 同比下降 11.73 天; 公司现金流水平大幅提升, 经营活动产生的现金流量净额达到 1.34 亿元, 同比增长 81.28%。

(4) **持续加大研发投入:** 2021 年, 公司研发投入为 4371.92 万元, 同比增长 119.75%, 占营业收入的比例为 7.99%, 同比增长 1.53pct; 主要原因是: ①公司技术中心于 2021 年 8 月搬迁至新园区, 研发条件得到了较大提升, 相应研发材料费、测试费及研发中心固定资产折旧增加; ②加快研发人才招聘, 研发人员数量达到 174 人, 同比增长 34.88%。截止到 2021 年底, 公司累计获得 112 项专利, 其中包括 37 项境内外发明专利; 获得国家重点新产品 4 项; 通过省级科技成果鉴定 4 项; 获得湖北省专利金奖 1 项。

■ **气体传感器实现翻倍增长, 市场份额快速提升。**

(1) **气体传感器覆盖面广, 品牌影响力持续提升。**公司产品已覆盖空气品质、环境监测、工业过程、安全监控、医疗健康、智慧计量等领域, 已形成初具规模的产品组合; 已配套于飞利浦、大金、松下、美的、格力、海尔、海信、小米、TCL、莱克电气、鱼跃医疗、捷豹路虎、法雷奥、马勒、德国博世、一汽大众、一汽红旗、长安福特、长城、合众新能源等国内外知名品牌。2021 年, 公司气体传感器收入达 4.86 亿元, 同比增长 103.67%, 毛利率为 50.56%, 同比增长 7.59pct。

(2) **空气品质气体传感器继续保持高速增长。**随着智能化、节能化成为主要消费趋势, 及双碳政策的逐步落地, 下游家电行业集中度提升, 公司通过将复合型空气品质传感器作为标准配置, 叠加质量、品牌、规模化交付的优势, 在环境电器、清洁电器等领域的市场份额不断增加。2021 年, 公司空气品质气体传感器收入达 4.22 亿元, 同比增长 107.19%, 毛利率为 49.14%, 同比增长 9.19pct; 其中 CO2 气体传感器和粉尘传感器作为核心产品, 分别同比增长 256.78%、61.81%。

(3) **医疗健康气体传感器产品线延伸, 形成整体解决方案。**公司主要产品有超声波氧气传感器、超声波氧浓度和流量传感器(可替代传统氧化锆传感器)、NDIR 医疗 ETCO2 传感器, DLCO 气体传感器和肺功能测量设备, 主要应用于呼吸机、制氧机、高流量氧疗仪、麻醉机、监护仪、弥散肺功能仪、心肺分析仪及高原弥散氧浓度监测等领域,

**基本状况**

总股本(百万股)	70
流通股本(百万股)	21
市价(元)	110.43
市值(百万元)	7,730
流通市值(百万元)	2,283

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 受益家电汽车的智能化、节能化趋势, 公司 2021Q3 业绩持续高增
- 2 2021H1 业绩超预期, 空气品质、车载传感器快速放量
- 3 气体传感技术专家, 未来成长空间广阔

形成较为完善的医疗健康气体传感器解决方案。2021年，公司医疗健康气体传感器收入达5255.29万元，同比增长128.70%，毛利率达62.79%。

**(4) 车载传感器产品线不断丰富，从产后期进入量产期。**汽车舒适系统气体传感器产品线从车用空气质量传感器，延伸至车用空气质量改善装置，从监测CO<sub>2</sub>、粉尘、甲醛、VOC拓展至负离子、等离子、香氛发生器等，通过功能性集成进一步提升单车价值贡献量和行业门槛；车载安全领域包括制冷剂泄露监测传感器、新能源汽车动力电池热失控传感器等。截至2021年底，公司获得车载传感器项目定点的传感器数量累计约1,000万个，汽车舒适系统领域气体传感器进入量产期，并不断拓展车载安全领域尤其是加大新能源汽车动力电池热失控传感器的市场开拓力度。2021年公司车载传感器应用于汽车舒适系统和车载安全领域，销售收入同比增长139.94%。

■ **双碳政策带动气体分析仪器需求，超声波燃气表有望快速增长。**

**(1) “十四五”双碳政策加速落地，带动碳排放监测需求。**随着碳中和政策深入实施，对在线气体分析仪器市场需求将得到释放。公司在碳排放监测领域具有较好的技术与产业基础，早在2012年就开始涉足碳计量业务，以工业用气体传感器技术平台、工信部沼气工程物联网专项为基础，为大中型沼气工程、生物质燃气工程、煤层气瓦斯气综合利用工程等诸多领域提供CH<sub>4</sub>和CO<sub>2</sub>等气体质量和量的计量装置，为清洁发展机制(CDM)和碳交易提供基础数据，公司气体分析仪器业务有望进一步增长。

**(2) 超声波燃气表国家标准实施，募投项目即将释放产能。**国家市场监督管理总局和国家标准委联合发布《超声波燃气表》(GB/T39841-2021)，已于2021年10月开始实施，该标准的颁布进一步明确了超声波燃气表的技术标准及监测方法，有利于推动国内超声波燃气表传感器及配套仪器仪表产业快速发展。公司具备十多年的技术积累，形成多项发明专利，实现了超声波燃气表模块自产以及超声波燃气表的小规模销售，尤其是核心部件(超声波燃气表模块)自主生产能力，呈现出更强的市场适应性和竞争力，行业地位有望进一步提升。

■ **维持“增持”评级。**受益于智能家居、汽车智能化市场需求旺盛，公司2021年业绩持续高增，我们预计2022-2024年公司营收分别为8.00亿元、10.64亿元、13.13亿元；分别同比增长46.19%、32.94%、23.38%；归母净利润分别为2.46亿元、3.35亿元、4.36亿元，分别同比增长36.96%、36.23%、30.13%；EPS分别为3.52元、4.79元、6.23元；按照2022年04月20日股价对应PE分别为31.8、23.3、17.9倍；维持“增持”评级。

■ **风险提示：**业务规模较小、抗风险能力较弱的风险；技术研发与产品创新不利的风险；市场竞争加剧的风险；MCU等电子元器件采购的风险；新冠肺炎疫情持续的风险；汇率波动的风险。

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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	504	577	838	1,207	营业收入	547	800	1,064	1,313
应收票据	25	36	48	59	营业成本	269	385	524	638
应收账款	99	145	193	238	税金及附加	4	6	8	9
预付账款	8	12	16	19	销售费用	32	56	64	73
存货	152	218	297	361	管理费用	21	39	42	45
合同资产	1	1	1	1	研发费用	44	73	91	106
其他流动资产	12	17	22	28	财务费用	-10	-9	-9	-9
流动资产合计	801	1,005	1,414	1,913	信用减值损失	-3	-3	-3	-3
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	0	0	0
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	130	256	228	202	投资收益	0	0	0	0
在建工程	56	6	6	6	其他收益	23	30	39	47
无形资产	25	30	36	45	营业利润	206	278	380	494
其他非流动资产	24	25	26	27	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	235	316	295	280	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,036	1,321	1,709	2,193	利润总额	206	278	380	494
短期借款	33	33	33	33	所得税	25	33	44	57
应付票据	33	29	39	52	净利润	181	245	336	437
应付账款	76	108	149	183	少数股东损益	2	-1	0	1
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	179	246	336	436
合同负债	14	21	27	34	NOPLAT	173	238	327	429
其他应付款	2	2	2	2	EPS (按最新股本摊薄)	2.57	3.52	4.79	6.23
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	42	62	70	77	主要财务比率				
流动负债合计	201	256	321	382	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	77.8%	46.2%	32.9%	23.4%
其他非流动负债	1	1	1	1	EBIT增长率	100.5%	37.3%	37.6%	31.0%
非流动负债合计	1	1	1	1	归母公司净利润增长率	112.7%	37.0%	36.2%	30.1%
负债合计	203	257	323	384	获利能力				
归属母公司所有者权益	829	1,061	1,382	1,804	毛利率	50.9%	51.9%	50.7%	51.4%
少数股东权益	4	4	4	5	净利率	33.2%	30.7%	31.5%	33.3%
所有者权益合计	833	1,065	1,386	1,810	ROE	21.6%	23.1%	24.2%	24.1%
负债和股东权益	1,036	1,321	1,709	2,193	ROIC	23.0%	24.8%	26.3%	26.5%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	19.6%	19.4%	18.9%	17.5%
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	债务权益比	4.2%	3.3%	2.5%	1.9%
经营活动现金流	134	178	277	391	流动比率	4.0	3.9	4.4	5.0
现金收益	184	255	359	459	速动比率	3.2	3.1	3.5	4.1
存货影响	-65	-66	-79	-64	营运能力				
经营性应收影响	-22	-61	-64	-60	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
经营性应付影响	52	28	51	47	应收账款周转天数	59	55	57	59
其他影响	-15	22	9	9	应付账款周转天数	84	86	88	94
投资活动现金流	-148	-100	-12	-16	存货周转天数	161	173	177	186
资本支出	-169	-99	-11	-14	每股指标(元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	2.57	3.52	4.79	6.23
其他长期资产变化	21	-1	-1	-2	每股经营现金流	1.91	2.54	3.96	5.59
融资活动现金流	437	-5	-5	-5	每股净资产	11.84	15.16	19.75	25.78
借款增加	13	0	0	0	估值比率				
股利及利息支付	-31	-15	-24	-29	P/E	43	31	23	18
股东融资	477	0	0	0	P/B	9	7	6	4
其他影响	-22	10	19	24	EV/EBITDA	96	70	50	39

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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。