



中信证券研究部



袁健聪
新能源汽车行业
首席分析师
S1010517080005



黄耀庭
新能源汽车分析师
S1010521060003

核心观点

2022 年公司实现营业收入 6.02 亿元，同比增长 10.04%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比下降 19.04%。2023 年 Q1 实现营业收入 1.40 亿元，同比增长 3.91%；实现归母净利润 3878 万元，同比增长下降 9.86%。公司现有产业维持增长，应用空间持续拓宽，气体分析仪器和车载业务有望实现大幅拉升。2023 年公司实行新的“1+4”发展战略，低碳热工赛道实现国内外布局，医疗健康、超声波燃气表和高温气体传感器加速量产落地，新产业将为业绩增长提供新动力，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 104 元，维持“买入”评级。

■ **收入维持增长，开拓新业务致净利润有所下滑。**2022 年公司营收 6.02 亿元，同比增长 10.04%；归母净利润 1.46 亿元，同比下降 19.04%。2023 年 Q1 营收 1.40 亿元，同比增长 3.91%；归母净利润 3878 万元，同比下降 9.86%；毛利率为 46.41%，同比下降 4.0pcts，环比提升 2.5pcts，毛利率水平有所改善；公司业绩维持稳定增长态势，车载、外贸、气体分析仪、安全监控和医疗健康产业贡献主要增长。归母净利润下滑主要系公司积极开拓车载、安全监控和外贸等业务增加销售费用，及公司加大新技术和新产品的研发投入所致。看好公司开拓销售渠道和完善技术平台后的市场竞争力，或牵引公司业绩大幅增长。

■ **现有产业应用空间持续拓宽。**2023 年公司实行“1+4”发展新战略，逐步实现“传感器-控制器-执行器”全面行业解决方案的升级。受益于公司产品升级及市场需求拉动，现有产业未来仍具有显著成长空间：（1）民用空气品质传感器升级为集成模组，单位价值量提升行业竞争门槛，下游应用拓展至智慧楼宇等高价值应用场景。（2）得益于“双碳”、“国六”大环境下新需求和公司超越同行的技术水平，公司气体分析仪器维持高速增长，2022 年同比增长 109.22%，2023 年 Q1 同比增长 91.90%。（3）舒适系统和动力电池齐发力，公司车载产品线持续延伸。截至 2023 年 Q1 公司已获得车载传感器定点项目数量 2400 余万支，公司已定点车载传感器项目已进入量产期，2022 年车载传感器业务销售收入同比增长 118.37%。动力电池热失控监测方向，公司已推出电解液泄露传感器、烟雾传感器、电池热失控监测传感器等系列产品，正在积极开拓新的项目定点。

■ **新产业加速产业化进程，打造业绩增长新动力。**“1+4”发展新战略下公司向更大赛道布局，新增低碳热工科技新产业，在欧洲市场和“双碳”环境下的国内市场具备广阔前景；超声波燃气表领域在嘉善产业园拥有年产 300 万支超声波气体传感器与 100 万支配套仪器仪表的产线规划，产能释放下预计相关业务在未来两年具备较快增长速度；高温气体传感器领域正在布局汽车售后、汽车后处理及 OEM 市场，预计 2023 年该领域收入超 5000 万元；2023 年 Q1 医疗健康气体传感器业务同比增长 312.72%，且随着定制 ETCO2 传感器和超声波流量器已实现量产、DLCO 传感器和弥散氧传感器完成送样测试，全年业绩增长可期。

■ **风险因素：**车载项目定点转化不及预期，新产业推进不及预期，燃气表业务国内拓展不及预期，市场竞争加剧。

■ **盈利预测、估值与评级：**考虑到公司后续降本效果显现、项目定点转化、新产业渗透率提升，我们维持公司 2023/24 年 EPS 预测为 3.46/4.75 元，新增 2025 年 EPS 预测为 6.40 元。参考传感器及仪器仪表行业 2023 年可比公司估值水平（汉威科技 13 倍 PE，柯力传感 14 倍 PE，优利德 30 倍 PE，普源精电 60 倍 PE，2023 年平均 29 倍 PE，wind 一致预期），公司在气体传感器及仪器领域具备稀缺性，同时多领域业务开发顺利，有望支撑业绩持续高增长，给予公司 2023 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 104 元，维持“买入”评级。

四方光电	688665.SH
评级	买入(维持)
当前价	79.60 元
目标价	104.00 元
总股本	70 百万股
流通股本	22 百万股
总市值	56 亿元
近三月日均成交额	38 百万元
52 周最高最低价	174.8/77.43 元
近 1 月绝对涨幅	-13.98%
近 6 月绝对涨幅	-9.93%
近 12 月绝对涨幅	-21.68%

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	547	602	930	1,240	1,736
营业收入增长率 YoY	77.8%	10.0%	54.4%	33.3%	40.0%
净利润(百万元)	180	145	242	332	448
净利润增长率 YoY	112.7%	-19.0%	66.6%	37.1%	34.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	2.57	2.08	3.46	4.75	6.40
毛利率	50.9%	44.2%	47.3%	47.5%	47.5%
净资产收益率 ROE	21.7%	16.4%	22.7%	25.5%	27.9%
每股净资产 (元)	11.84	12.68	15.24	18.62	22.93
PE	31.0	38.3	23.0	16.8	12.4
PB	6.7	6.3	5.2	4.3	3.5
PS	10.2	9.3	6.0	4.5	3.2
EV/EBITDA	27.3	34.9	20.0	14.3	10.4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2023 年 5 月 9 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	547	602	930	1,240	1,736
营业成本	269	336	490	651	912
毛利率	50.9%	44.2%	47.3%	47.5%	47.5%
税金及附加	4	4	7	9	13
销售费用	32	43	60	74	104
销售费用率	5.8%	7.2%	6.5%	6.0%	6.0%
管理费用	21	26	37	50	69
管理费用率	3.8%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用	(10)	(17)	(5)	1	9
财务费用率	-1.8%	-2.8%	-0.5%	0.1%	0.5%
研发费用	44	56	84	99	139
研发费用率	8.0%	9.3%	9.0%	8.0%	8.0%
投资收益	0	0	0	0	0
EBITDA	206	161	281	394	541
营业利润	206	162	271	372	501
营业利润率	37.57%	26.88%	29.10%	30.00%	28.86%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	206	161	271	372	501
所得税	24	15	27	37	50
所得税率	11.8%	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	2	1	1	3	3
归属于母公司股东的净利润	180	145	242	332	448
净利率	32.8%	24.1%	26.1%	26.8%	25.8%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	504	428	584	934	1,210
存货	152	177	267	356	492
应收账款	99	174	225	295	445
其他流动资产	45	36	77	88	117
流动资产	801	816	1,153	1,672	2,264
固定资产	130	162	241	329	461
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	25	27	27	27	27
其他长期资产	80	127	131	134	137
非流动资产	235	316	398	489	624
资产总计	1,036	1,132	1,552	2,161	2,888
短期借款	33	23	204	521	844
应付账款	76	95	142	186	261
其他流动负债	92	89	99	109	133
流动负债	201	206	446	816	1,238
长期借款	0	25	25	25	25
其他长期负债	1	8	8	8	8
非流动性负债	1	32	32	32	32
负债合计	203	239	478	848	1,271
股本	70	70	70	70	70
资本公积	484	485	485	485	485
归属于母公司所有者权益合计	829	888	1,067	1,303	1,605
少数股东权益	4	6	7	9	13
股东权益合计	833	893	1,074	1,313	1,618
负债股东权益总计	1,036	1,132	1,552	2,161	2,888

现金流量表 (百万元)

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	181	147	244	335	451
折旧和摊销	12	17	16	23	34
营运资金的变化	-68	-86	-129	-118	-226
其他经营现金流	8	7	0	5	18
经营现金流合计	134	86	131	245	277
资本支出	-149	-94	-99	-114	-169
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资现金流合计	-148	-93	-99	-114	-169
权益变化	477	0	0	0	0
负债变化	12	14	182	316	324
股利支出	21	31	-63	-96	-146
其他融资现金流	-72	-121	5	-1	-9
融资现金流合计	437	-75	123	219	169
现金及现金等价物净增加额	423	-83	156	350	276

主要财务指标

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	77.8%	10.0%	54.4%	33.3%	40.0%
营业利润	104.4%	-21.3%	67.1%	37.5%	34.6%
净利润	112.7%	-19.0%	66.6%	37.1%	34.7%
利润率 (%)					
毛利率	50.9%	44.2%	47.3%	47.5%	47.5%
EBITDA Margin	37.7%	26.7%	30.2%	31.8%	31.1%
净利率	32.8%	24.1%	26.1%	26.8%	25.8%
回报率 (%)					
净资产收益率	21.7%	16.4%	22.7%	25.5%	27.9%
总资产收益率	17.3%	12.9%	15.6%	15.4%	15.5%
其他 (%)					
资产负债率	19.6%	21.1%	30.8%	39.2%	44.0%
所得税率	11.8%	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%
股利支付率	48.7%	43.3%	39.6%	43.9%	42.2%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。