

2021年03月01日

四方光电 (688665.SH)

公司快报

证券研究报告

仪器仪表

## 发力车用气体传感器市场，延伸上游控质降本

■事件：2月26日，公司发布2020年度业绩快报。2020年公司实现营业收入3.08亿元，同比增长31.84%；归母净利润8,504.56万元，同比增长30.94%；扣非后归母净利润8,323.00万元，同比增长45.82%。

■气体传感器专家，核心产品系空气品质传感器：公司主要从事气体传感器、气体分析仪器研发、生产和销售。气体传感器用于家电、汽车、医疗器械等终端；气体分析仪器用于环境监测、冶金、煤化工等领域等。目前，公司核心产品是空气品质气体传感器，重点聚焦家电和汽车两个民用领域，公司2020H1总营收1.06亿元，空气品质气体传感器占68.11%。

■气体传感器市场规模600亿元以上，具备长期增长动力：据前瞻产业研究院测算，全球传感器行业市场规模自2010年的720亿美元增长至2018年的2,059亿美元，年均复合增长率达14%；2017年国内传感器市场规模约1,300亿元，预计到2022年将增长至2,327亿元。其中，气体传感器行业具备长期成长动力，前瞻产业研究院预计到2020年产业规模将达到600亿元以上，主要系智能家居、汽车电子、智慧医疗等产业处于高速发展期。

■车用气体传感器亟需国产替代：车用气体传感器主要用于：①燃油尾气后处理系统（发动机O<sub>2</sub>、NO<sub>x</sub>、SOOT传感器等），其中发动机、燃烧设备等需要耐高温的气体传感器，目前主要由博世、大陆等国外企业垄断，我国企业仍处于起步阶段；②适用于燃油车和新能源汽车的车载空气品质气体传感器目前渗透率仍较低，市场待开发；③其他拓展产品如新能源汽车电池冷却用冷媒泄漏监测等。国内气体传感器研究和产业化相对成熟的领域主要是半导体和催化燃烧传感器，上述两类气体传感器在国内市场的占有率较高，并具有较强的国际竞争力；国内厂商在电化学气体传感器、红外气体传感器等领域起步相对较晚，缺乏系统、深入的研究。根据Yole Développement，公司具有MOS/MEMS、红外、电化学、光散射等技术，是国内仅有的三家全面掌握上述技术的企业之一，公司有望参与国际竞争。

■公司已进入知名汽车供应商和车厂供应体系：①2017年通过IATF 16949汽车质量管理体系认证。公司目前已经成为一汽股份、宝沃汽车、

投资评级 买入-A

维持评级

股价 (2021-02-26) 69.99元

### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 4,899.30     |
| 流通市值(百万元) | 1,006.97     |
| 总股本(百万股)  | 70.00        |
| 流通股本(百万股) | 14.39        |
| 12个月价格区间  | 47.79/69.99元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -0.75 | -2.96 | -21.83 |
| 绝对收益 |       |       |        |

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

021-35082935

薛辉蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520080002

xuehr@essence.com.cn

### 相关报告

合众汽车等 Tier 1 的供应商；②通过法雷奥、马勒等进入一汽大众、东风汽车、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、车和家等整车厂的供应商业体系。③2018~2020 年间，相继获得英国捷豹路虎 MLA、D8、D7 三个平台车型针对激光粉尘传感器、红外 CO<sub>2</sub> 气体传感器产品的定点。

■ **积极向上游领域延伸，实现质量与成本控制：**公司 2017-2019 年营收分别为 1.05 亿元、1.18 亿元、2.33 亿元；期间归母净利润分别为 1,486.75 万元、1,104.79 万元、6,494.96 万元；期间主营业务毛利率分别为 48.37%、38.34%、49.55%。2018 年空气净化家电竞争激烈，行业去库存导致气体传感器毛利率下降；2019 年，公司气体传感器产销量大幅增长，另受机动车尾气排放检测新政的影响，高毛利的气体分析仪器销售规模增长，整体毛利率提升；2020H1 气体分析仪器销售收入占比下降使得主营业务毛利率下降至 44.84%。2017 年~2020H1 公司费用率分别为 33.87%、34.07%、22.22%和 18.98%，其中 2019 年~2020H1 规模效应凸显，费用率大幅下降。公司积极向上游零部件制造领域延伸，通过整合供应链进一步实施成本管控，目前，公司已实现 PCB 定制、自主贴装，部分实现风扇、激光管模组的自产，2019 年-2020 年气体传感器毛利率水平逐年提升，2020 年上半年气体传感器毛利率为 40.04%。

■ **投资建议：**我们预计公司 2021 年~2022 年收入分别为 5.67 亿元、8.4 亿元，归母净利润分别为 1.7 亿元、2.44 亿元，维持评级，予以“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**尾气分析仪器销售收入下滑；部分核心零部件依赖外购，境外原材料采购的风险；市场竞争加剧的风险。

| (百万元)    | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入     | 117.5 | 233.3 | 307.5 | 567.0 | 840.0 |
| 净利润      | 11.0  | 64.9  | 85.0  | 170.0 | 244.0 |
| 每股收益(元)  | 0.16  | 0.93  | 1.62  | 2.43  | 3.49  |
| 每股净资产(元) | 1.35  | 2.23  | 3.89  | 13.74 | 17.23 |

| 盈利和估值  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E  | 2022E |
|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 市盈率(倍) | 443.5 | 75.4  | 43.2  | 28.8   | 20.1  |
| 市净率(倍) | 51.9  | 31.3  | 18.0  | 5.1    | 4.1   |
| 净利润率   | 9.4%  | 27.8% | 27.6% | 30.0%  | 29.0% |
| 净资产收益率 | 11.7% | 41.5% | 41.6% | 17.7%  | 20.2% |
| 股息收益率  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  |
| ROIC   | 14.8% | 64.9% | 68.6% | 108.1% | 60.9% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               |             |             |              |              |              | 财务指标         |             |             |              |              |              |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| (百万元)             | 2018        | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | (百万元)        | 2018        | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>营业收入</b>       | 117.5       | 233.3       | 307.5        | 567.0        | 840.0        | <b>成长性</b>   |             |             |              |              |              |
| 减:营业成本            | 72.9        | 119.2       | 143.0        | 284.9        | 428.2        | 营业收入增长率      | 11.9%       | 98.4%       | 31.8%        | 84.4%        | 48.2%        |
| 营业税费              | 1.3         | 2.1         | 2.8          | 4.8          | 7.6          | 营业利润增长率      | -32.6%      | 553.6%      | 39.5%        | 71.1%        | 42.0%        |
| 销售费用              | 15.3        | 18.7        | 22.4         | 35.7         | 58.0         | 净利润增长率       | -25.7%      | 487.9%      | 30.9%        | 100.0%       | 43.5%        |
| 管理费用              | 9.3         | 13.3        | 15.4         | 27.2         | 40.3         | EBITDA 增长率   | -56.2%      | 927.1%      | 55.7%        | 65.7%        | 40.1%        |
| 研发费用              | 13.8        | 19.6        | 23.4         | 44.2         | 65.5         | EBIT 增长率     | -79.4%      | 2462.6%     | 61.1%        | 69.2%        | 41.4%        |
| 财务费用              | 1.7         | 0.2         | 0.4          | -1.2         | -2.8         | NOPLAT 增长率   | -20.7%      | 396.1%      | 38.5%        | 70.9%        | 41.2%        |
| 资产减值损失            | 2.5         | -2.0        | -            | -            | -            | 投资资本增长率      | 13.3%       | 30.9%       | 8.5%         | 150.7%       | -14.9%       |
| 加:公允价值变动收益        | -           | -           | -            | -            | -            | 净资产增长率       | 55.3%       | 62.7%       | 29.9%        | 366.8%       | 25.1%        |
| 投资和汇兑收益           | -           | 0.0         | -            | -            | -            | <b>利润率</b>   |             |             |              |              |              |
| <b>营业利润</b>       | 11.0        | 71.8        | 100.2        | 171.4        | 243.3        | 毛利率          | 38.0%       | 48.9%       | 53.5%        | 49.8%        | 49.0%        |
| 加:营业外净收支          | -0.0        | 1.2         | -3.0         | 20.6         | 32.1         | 营业利润率        | 9.3%        | 30.8%       | 32.6%        | 30.2%        | 29.0%        |
| <b>利润总额</b>       | 10.9        | 73.0        | 97.2         | 192.0        | 275.4        | 净利润率         | 9.4%        | 27.8%       | 27.6%        | 30.0%        | 29.0%        |
| 减:所得税             | -0.0        | 9.1         | 12.8         | 23.6         | 34.1         | EBITDA/营业收入  | 5.6%        | 29.2%       | 34.4%        | 31.0%        | 29.3%        |
| <b>净利润</b>        | 11.0        | 64.9        | 85.0         | 170.0        | 244.0        | EBIT/营业收入    | 2.1%        | 26.7%       | 32.7%        | 30.0%        | 28.6%        |
| <b>资产负债表</b>      | 11.0        | 64.9        | 78.6         | 148.0        | 203.2        | <b>运营效率</b>  |             |             |              |              |              |
|                   | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 固定资产周转天数     | 125         | 69          | 52           | 25           | 14           |
| 货币资金              | 16.5        | 29.8        | 68.4         | 635.4        | 909.1        | 流动营业资本周转天数   | 141         | 99          | 100          | 127          | 122          |
| 交易性金融资产           | -           | -           | -            | -            | -            | 流动资产周转天数     | 292         | 214         | 236          | 419          | 515          |
| 应收帐款              | 25.3        | 42.2        | 54.0         | 139.1        | 124.8        | 应收帐款周转天数     | 76          | 52          | 56           | 61           | 57           |
| 应收票据              | 9.9         | 17.7        | 28.1         | 60.2         | 58.3         | 存货周转天数       | 138         | 95          | 86           | 99           | 96           |
| 预付帐款              | 2.9         | 2.6         | 4.7          | 11.0         | 10.8         | 总资产周转天数      | 473         | 310         | 307          | 454          | 536          |
| 存货                | 45.5        | 77.1        | 69.6         | 242.5        | 207.2        | 投资资本周转天数     | 280         | 173         | 155          | 154          | 137          |
| 其他流动资产            | 1.5         | 5.6         | 2.7          | 3.3          | 3.9          | <b>投资回报率</b> |             |             |              |              |              |
| 可供出售金融资产          | -           | -           | -            | -            | -            | ROE          | 11.7%       | 41.5%       | 41.6%        | 17.7%        | 20.2%        |
| 持有至到期投资           | -           | -           | -            | -            | -            | ROA          | 6.7%        | 26.7%       | 29.6%        | 14.7%        | 17.7%        |
| 长期股权投资            | -           | -           | -            | -            | -            | ROIC         | 14.8%       | 64.9%       | 68.6%        | 108.1%       | 60.9%        |
| 投资性房地产            | -           | -           | -            | -            | -            | <b>费用率</b>   |             |             |              |              |              |
| 固定资产              | 42.5        | 46.6        | 41.4         | 36.2         | 31.0         | 销售费用率        | 13.0%       | 8.0%        | 7.3%         | 6.3%         | 6.9%         |
| 在建工程              | 0.7         | -           | -            | -            | -            | 管理费用率        | 7.9%        | 5.7%        | 5.0%         | 4.8%         | 4.8%         |
| 无形资产              | 5.6         | 5.5         | 5.3          | 5.1          | 5.0          | 研发费用率        | 11.8%       | 8.4%        | 7.6%         | 7.8%         | 7.8%         |
| 其他非流动资产           | 12.8        | 11.6        | 11.1         | 10.4         | 9.3          | 财务费用率        | 1.4%        | 0.1%        | 0.1%         | -0.2%        | -0.3%        |
| <b>资产总额</b>       | 163.2       | 238.8       | 285.4        | 1,143.2      | 1,359.3      | 四费/营业收入      | 34.1%       | 22.2%       | 20.0%        | 18.7%        | 19.2%        |
| 短期债务              | 8.0         | -           | -            | -            | -            | <b>偿债能力</b>  |             |             |              |              |              |
| 应付帐款              | 18.8        | 28.7        | 37.3         | 98.4         | 92.3         | 资产负债率        | 40.3%       | 33.6%       | 27.8%        | 15.9%        | 11.5%        |
| 应付票据              | -           | 5.4         | 1.1          | 4.6          | 6.8          | 负债权益比        | 67.4%       | 50.5%       | 38.5%        | 18.8%        | 13.0%        |
| 其他流动负债            | 17.1        | 43.9        | 39.2         | 54.0         | 54.9         | 流动比率         | 2.31        | 2.25        | 2.94         | 6.95         | 8.53         |
| 长期借款              | 19.5        | -           | -            | 22.2         | -            | 速动比率         | 1.28        | 1.26        | 2.04         | 5.41         | 7.18         |
| 其他非流动负债           | 2.3         | 2.1         | 1.8          | 2.1          | 2.0          | 利息保障倍数       | 1.46        | 259.64      | 277.58       | -136.79      | -86.97       |
| <b>负债总额</b>       | 65.7        | 80.1        | 79.3         | 181.3        | 156.1        | <b>分红指标</b>  |             |             |              |              |              |
| 少数股东权益            | 3.2         | 2.2         | 1.6          | -0.0         | -2.7         | DPS(元)       | -           | -           | -            | -            | -            |
| 股本                | 52.5        | 52.5        | 52.5         | 70.0         | 70.0         | 分红比率         | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 留存收益              | 41.8        | 103.9       | 151.9        | 892.0        | 1,136.0      | 股息收益率        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>股东权益</b>       | 97.5        | 158.6       | 206.1        | 961.9        | 1,203.2      |              |             |             |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>      |             |             |              |              |              |              |             |             |              |              |              |
|                   | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |              | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 净利润               | 11.0        | 63.9        | 85.0         | 170.0        | 244.0        | EPS(元)       | 0.16        | 0.93        | 1.62         | 2.43         | 3.49         |
| 加:折旧和摊销           | 4.7         | 6.5         | 5.4          | 5.4          | 5.4          | BVPS(元)      | 1.35        | 2.23        | 3.89         | 13.74        | 17.23        |
| 资产减值准备            | 2.5         | 2.5         | -            | -            | -            | PE(X)        | 443.5       | 75.4        | 43.2         | 28.8         | 20.1         |
| 公允价值变动损失          | -           | -           | -            | -            | -            | PB(X)        | 51.9        | 31.3        | 18.0         | 5.1          | 4.1          |
| 财务费用              | 1.9         | 1.4         | 0.4          | -1.2         | -2.8         | P/FCF        | -523.5      | 308.0       | 48.5         | -249.4       | 17.8         |
| 投资损失              | -           | -0.0        | -            | -            | -            | P/S          | 41.7        | 21.0        | 11.9         | 8.6          | 5.8          |
| 少数股东损益            | -0.1        | -1.1        | -0.6         | -1.7         | -2.8         | EV/EBITDA    | -           | -           | 34.1         | 24.4         | 16.2         |
| 营运资金的变动           | -15.9       | -18.7       | -15.9        | -212.7       | 47.3         | CAGR(%)      | 148.4%      | 55.7%       | 78.4%        | 148.4%       | 55.7%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 9.5         | 47.5        | 74.2         | -40.2        | 291.1        | PEG          | 3.0         | 1.4         | 0.6          | 0.2          | 0.4          |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -9.7        | -11.9       | -            | -            | -            | ROIC/WACC    | 1.4         | 6.2         | 6.6          | 10.3         | 5.8          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 12.4        | -24.1       | -35.7        | 607.2        | -17.4        | REP          | -           | -           | 4.0          | 1.2          | 2.3          |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

马良、薛辉蓉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

|       |     |              |               |                           |
|-------|-----|--------------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳  | 上海区域销售负责人    | 18930060852   | panyan@essence.com.cn     |
|       | 侯海霞 | 上海区域销售总监     | 13391113930   | houhx@essence.com.cn      |
|       | 朱贤  | 上海区域销售总监     | 13901836709   | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 李栋  | 上海区域高级销售副总监  | 13917882257   | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监    | 13916816630   | liugy@essence.com.cn      |
|       | 苏梦  | 上海区域销售经理     | 13162829753   | sumeng@essence.com.cn     |
|       | 秦紫涵 | 上海区域销售经理     | 15801869965   | qinzh1@essence.com.cn     |
|       | 陈盈怡 | 上海区域销售经理     | 13817674050   | chenyy6@essence.com.cn    |
|       | 徐逸岑 | 上海区域销售经理     | 18019221980   | xuyc@essence.com.cn       |
| 北京联系人 | 张莹  | 北京区域销售负责人    | 13901255777   | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 张杨  | 北京区域销售副总监    | 15801879050   | zhangyang4@essence.com.cn |
|       | 温鹏  | 北京区域销售副总监    | 13811978042   | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 刘晓萱 | 北京区域销售副总监    | 18511841987   | liuwx1@essence.com.cn     |
|       | 王帅  | 北京区域销售经理     | 13581778515   | wangshuai1@essence.com.cn |
|       | 游倬源 | 北京区域销售经理     | 010-83321501  | youzy1@essence.com.cn     |
|       | 侯宇彤 | 北京区域销售经理     | 18210869281   | houyt1@essence.com.cn     |
| 深圳联系人 | 张秀红 | 深圳基金组销售负责人   | 0755-82798036 | zhangxh1@essence.com.cn   |
|       | 胡珍  | 深圳基金组高级销售副总监 | 13631620111   | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 深圳基金组销售副总监   | 18926033448   | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 聂欣  | 深圳基金组销售经理    | 13540211209   | niexin1@essence.com.cn    |
|       | 杨萍  | 深圳基金组销售经理    | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn  |
|       | 黄秋琪 | 深圳基金组销售经理    | 13699750501   | huangqq@essence.com.cn    |
|       | 喻聪  | 深圳基金组销售经理    | 18503038620   | yucong@essence.com.cn     |
|       | 马田田 | 深圳基金组销售经理    | 18318054097   | matt@essence.com.cn       |

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034