

投资评级 优于大市 维持

费用端及周转压力较大，Q1 业绩承压

股票数据

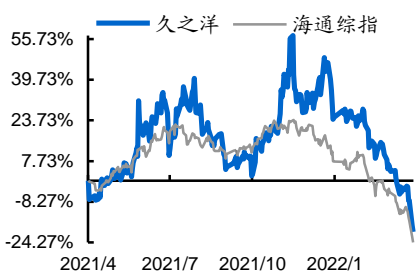
04月28日收盘价(元)	21.74
52周股价波动(元)	21.00-44.89
总股本/流通A股(百万股)	180/180
总市值/流通市值(百万元)	3913/3913

相关研究

《2021 扣非净利同比+23.42%，激光业务营收占比提升》2022.04.01

《深耕红外激光产业，“技术+产业+资本”助力隐形冠军扬帆再起航》2022.02.10

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-26.9	-36.9	-36.6
相对涨幅(%)	-21.4	-22.5	-22.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

投资要点:

- 事件:** 2022年4月28日公司发布一季报。2022Q1公司实现营收9051.58万元，同比下滑22.37%；实现归母净利润860.28万元，同比下滑35.64%；基本每股收益0.0478元/股。
- 政府补助及大额退税增厚利润。** 2022Q1公司非经常性损益主要系收到政府补助345万元，扣非归母净利润517.59万元，同比下滑61.32%。2022Q1公司其他收益1242.99万元，同比增加904.62万元，主要系增值税退税增加所致，22Q1增值税退税约885.74万元，对比21Q1退税款330.57万显著增加，增厚业绩。
- 毛利率小幅提升，期间费用率显著提高。** 2022Q1公司毛利率29.71%，同比+3.73pct，较2021年+2.46pct。2022Q1公司期间费用率32.57%，较2021年同期16.19%大幅提高。其中管理费用900.43万元（同比+6.95%），占营收比例9.95%，较21Q1增加2.73pct；研发费用2000.61万元（同比+92.85%），占营收比例22.10%，同比提高13.20pct，主要系研发项目直接投入增加所致；销售费用247.99万元（同比减少21.23%），占营收比例2.74%，较21Q1提高0.04pct；利息收入201.50万元，较上年同期减少105.15万元。
- 存货及营收款提高，周转压力不减。** 2022Q1公司存货3.24亿元，较年初增加1611.29万元；合同负债406.66万元，较年初减少37.28万元；应收账款2.23亿元，较年初增长49.47%，主要系部分大额贷款未到结算期所致；其他应收款较年初增加521.56万元，主要系Q1末应收增值税退税增加所致。
- 盈利预测及投资评级。** (1)PE估值法，我们预计2022-2024年EPS为0.50/0.57/0.64元/股，结合可比公司PE估值情况，给予公司2022年60-65倍PE估值，对应合理价值区间为29.90-32.39元；(2)PS估值法，我们预计公司2022-2024年每股销售收入分别为4.37/4.82/5.34元，结合可比公司估值给予公司2022年6.5-7.0倍PS估值，对应合理价值区间为28.41-30.59元/股。综合上述估值方法，我们给予公司28.41-32.39元/股的合理价值区间，维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 产品需求波动放缓及产品价格下降风险；新产品拓展不及预期。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	723	729	787	868	961
(+/-)YoY(%)	26.2%	0.9%	7.9%	10.4%	10.7%
净利润(百万元)	68	78	90	102	115
(+/-)YoY(%)	9.4%	14.6%	14.9%	13.7%	12.9%
全面摊薄EPS(元)	0.38	0.43	0.50	0.57	0.64
毛利率(%)	26.6%	27.3%	28.0%	28.6%	29.1%
净资产收益率(%)	6.0%	6.6%	7.0%	7.4%	7.7%

资料来源：公司年报(2020-2021)，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

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2022E
600150.SH	中国船舶	682.49	0.07	0.13	0.27	218.00	121.02	55.88	1.03
600343.SH	航天动力	50.42	0.04	--	--	182.45	--	--	--
002214.SZ	大立科技	60.88	0.86	0.29	--	11.81	35.03	--	--
002414.SZ	高德红外	345.65	0.63	0.48	0.66	23.43	30.74	22.20	7.20
688002.SH	睿创微纳	153.70	1.31	1.04	1.61	26.25	33.25	21.44	5.97
	均值		0.58	0.39	0.51	92.39	55.01	33.17	4.73

资料来源: wind, 海通证券研究所
收盘价为 2022 年 4 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	729	787	868	961
每股收益	0.43	0.50	0.57	0.64	营业成本	530	566	620	681
每股净资产	6.62	7.12	7.69	8.33	毛利率%	27.3%	28.0%	28.6%	29.1%
每股经营现金流	-0.25	0.99	0.27	0.68	营业税金及附加	6	7	8	9
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	15	20	21	23
P/E	50.11	43.63	38.38	34.01	营业费用率%	2.1%	2.5%	2.4%	2.4%
P/B	3.28	3.05	2.83	2.61	管理费用	41	46	49	55
P/S	5.37	4.97	4.51	4.07	管理费用率%	5.6%	5.8%	5.7%	5.7%
EV/EBITDA	57.62	30.93	27.48	23.97	EBIT	70	83	95	108
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-8	-5	-6	-6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.0%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
毛利率	27.3%	28.0%	28.6%	29.1%	资产减值损失	-19	-12	-15	-17
净利润率	10.7%	11.4%	11.7%	12.0%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	6.6%	7.0%	7.4%	7.7%	营业利润	77	89	101	114
资产回报率	5.1%	5.4%	5.7%	5.9%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	5.9%	6.6%	6.9%	7.2%	利润总额	77	89	101	114
盈利增长 (%)					EBITDA	104	107	121	135
营业收入增长率	0.9%	7.9%	10.4%	10.7%	所得税	-1	-1	-1	-1
EBIT 增长率	5.9%	19.6%	13.8%	13.3%	有效所得税率%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
净利润增长率	14.6%	14.9%	13.7%	12.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	78	90	102	115
资产负债率	21.9%	22.5%	22.4%	22.8%					
流动比率	3.65	3.55	3.56	3.52	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	2.70	2.66	2.67	2.63	货币资金	478	604	602	673
现金比率	1.43	1.63	1.51	1.52	应收账款及应收票据	416	373	452	478
经营效率指标					存货	308	311	342	373
应收账款周转天数	74.70	58.85	66.78	62.82	其它流动资产	16	28	25	30
存货周转天数	211.64	208.49	210.06	209.27	流动资产合计	1219	1316	1421	1556
总资产周转率	0.48	0.48	0.49	0.50	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.68	2.62	2.67	2.76	固定资产	273	300	325	348
					在建工程	0	1	1	1
					无形资产	9	10	10	11
					非流动资产合计	308	336	362	386
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	1526	1653	1783	1941
净利润	78	90	102	115	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	311	316	355	385
非现金支出	57	40	45	49	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3	0	0	0	其它流动负债	23	56	44	58
营运资金变动	-177	49	-97	-41	流动负债合计	334	371	399	442
经营活动现金流	-45	178	49	123	长期借款	0	0	0	0
资产	-42	-52	-51	-51	其它长期负债	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	负债总计	334	371	399	442
投资活动现金流	-42	-52	-51	-51	实收资本	180	180	180	180
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1192	1282	1384	1499
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-19	0	0	0	负债和所有者权益合计	1526	1653	1783	1941
融资活动现金流	-19	0	0	0					
现金净流量	-106	126	-2	71					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业

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： 抚顺特钢,中航光电,天奥电子,高德红外,泰豪科技,振芯科技,中航电测,中航西飞,洪都航空,久之洋,航天电器,中航重机,航亚科技,中直股份,爱乐达,航宇科技,湘电股份,振华科技,派克新材,西部超导,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹

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。