

**投资评级 优于大市 维持**

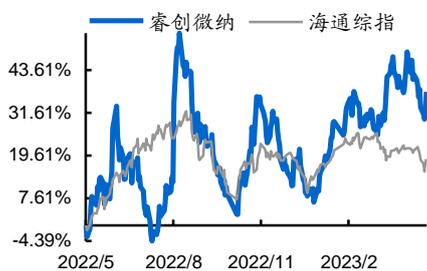
# 23Q1 归母净利润+471.33%，海外市场持续拓展

**股票数据**

05月05日收盘价(元)	51.71
52周股价波动(元)	33.20-54.30
总股本/流通A股(百万股)	447/447
总市值/流通市值(百万元)	23228/23228

**相关研究**

《2022Q1 营收同比+16.96%，加速发展阶段费用投入加大》2022.04.30  
 《非测温产品大幅增长，21 营收同比+14.02%》2022.04.01

**市场表现**


指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.8	11.8	14.6
相对涨幅(%)	6.1	12.8	18.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:张恒晖

Email:zhx10170@haitong.com

证书:S0850517110002

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@haitong.com

联系人:胡舜杰

Tel:(021)23154483

Email:hsj14606@haitong.com

**投资要点:**

- **事件:** 2023年4月27日晚,公司发布2022年年度报告及2023年一季报。2022年公司实现营收26.46亿元(同比+48.62%),实现归母净利润3.13亿元(同比-32.05%);2023Q1公司实现营收7.90亿元(同比+77.45%),实现归母净利润0.82亿元(同比+471.33%)。
- **海外市场大幅增长+微波业务贡献收入,主营业务收入稳定增长。**22年公司实现主营业务收入26.05亿元(+47.48%)。受军品采购计划推迟等因素影响,公司前三季度特种装备业务收入确认大幅下滑,但公司积极面向智能汽车、安防监控、工业检测等领域开拓市场,整体仍实现境内主营业务收入12.77亿元(+24.93%)。同时,公司持续加大海外市场拓展力度,开拓工业视觉和安防视觉市场,22年实现境外主营业务收入13.28亿元(+78.47%)。分产品来看,公司实现红外热成像业务营收22.34亿元(+30.38%),微波射频业务营收3.50亿元(+1484.29%),主要系无锡华测全年并表所致,微波领域布局初见成效。2023Q1,公司销售订单持续增加,其中红外热成像业务营收6.50亿元(+67.31%),微波射频业务营收1.10亿元(+111.83%)。
- **产品结构变化致毛利率大幅下滑,2022年净利润短暂承压。**22年公司实现主营业务毛利率46.93%(同比-11.52pct),主要系产品结构变化所致,无锡华测并表进一步加大产品结构变化影响。实现销售费用率5.73%(同比+1.33pct),主要系人工成本及售后维修费用增加;管理费用率8.78%(同比+2.12pct),主要系人工成本、折旧摊销费及股权激励费用增加;研发费用率20.27%(同比-3.19pct),主要系扩大研发团队、研发人员的人工成本、物料消耗以及折旧费;财务费用率-0.31%(同比-0.16pct),主要系汇兑收益增加。公司2022年确认的股份支付费用为1.29亿元,去除该部分费用影响后实现净利润为4.15亿元(同比-29.18%)。
- **在建工程逐步完工转固,存货稳定增加。**22年末公司在建工程1.12亿元(同比-48.71%),主要系新建产房及产线完工转资所致,23Q1公司在建工程1.23亿元。22年末公司存货14.96亿元(同比+24.45%),主要系为生产备货的期末在产品增加所致,其中原材料5.53亿元(同比+13.52%),在产品1.85亿元(同比+107.51%),23Q1公司存货15.99亿元。
- **积极开展多领域布局,微波领域形成产业链。**公司通过无锡华测布局T/R组件,并进一步迅速打开微波领域发展通道。目前公司已形成包括T/R组件、相控阵子系统及雷达整机在内的产业链,同时在底层微波半导体方面持续建设核心竞争力。我们预计未来几年内微波业务能够贡献明显业绩。
- **盈利预测和投资评级:**我们预计公司2023-2024年归母净利润为5.03/6.82亿元,考虑公司红外全产业链布局地位以及微波、激光等多维感知领域逐步突破,结合可比公司PE估值情况,给予公司2023年50-55倍PE估值,对应合理价值区间为56.22-61.84元,维持“优于大市”评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧;订单不及预期风险。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1780	2646	3529	4626	5921
(+/-)YoY(%)	14.0%	48.6%	33.4%	31.1%	28.0%
净利润(百万元)	461	313	503	682	889
(+/-)YoY(%)	-21.1%	-32.0%	60.5%	35.6%	30.3%
全面摊薄EPS(元)	1.03	0.70	1.12	1.53	1.99
毛利率(%)	58.3%	46.6%	46.0%	45.5%	45.4%
净资产收益率(%)	13.2%	7.9%	11.4%	13.6%	15.2%

资料来源:公司年报(2021-2022),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 公司主营产品收入预测**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>红外热成像设备</b>				
营业收入 (百万元)	2233.63	2903.72	3745.80	4794.62
YoY (%)	30.38%	30.00%	29.00%	28.00%
营业成本 (百万元)	1106.60	1441.41	1863.16	2389.64
毛利率 (%)	50.46%	50.36%	50.26%	50.16%
<b>微波射频</b>				
营业收入 (百万元)	349.57	559.31	811.00	1054.30
YoY (%)	1484.29%	60.00%	45.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	263.05	419.48	608.25	790.73
毛利率 (%)	24.75%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>其他</b>				
营业收入 (百万元)	62.68	65.81	69.10	72.56
YoY (%)	-6.68%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	43.79	45.41	47.68	50.07
毛利率 (%)	30.14%	31.00%	31.00%	31.00%
<b>总营业收入 (百万元)</b>	<b>2645.88</b>	<b>3528.85</b>	<b>4625.90</b>	<b>5921.48</b>
YoY (%)	48.62%	33.37%	31.09%	28.01%
总营业成本 (百万元)	1413.44	1906.30	2519.09	3230.43
综合毛利率 (%)	46.58%	45.98%	45.54%	45.45%

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2023E
600562.SH	国睿科技	200.19	0.44	0.56	0.70	45.31	28.74	22.96	5.08	3.52
002414.SZ	高德红外	362.68	0.15	0.34	0.43	72.11	32.16	25.83	9.24	4.63
002268.SZ	卫士通	274.91	0.36	0.84	1.14	89.68	38.70	28.51	5.84	4.44
均值						69.03	33.20	25.77	6.72	4.20

 注: 收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期  
 资料来源: wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2646</b>	<b>3529</b>	<b>4626</b>	<b>5921</b>
每股收益	0.70	1.12	1.53	1.99	营业成本	1413	1906	2519	3230
每股净资产	8.88	9.84	11.23	13.07	毛利率%	46.6%	46.0%	45.5%	45.4%
每股经营现金流	1.12	0.28	0.87	1.35	营业税金及附加	11	14	19	24
每股股利	0.15	0.14	0.14	0.15	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	152	176	213	261
P/E	73.81	45.99	33.91	26.02	营业费用率%	5.7%	5.0%	4.6%	4.4%
P/B	5.82	5.25	4.61	3.96	管理费用	232	306	378	473
P/S	8.72	6.55	5.00	3.91	管理费用率%	8.8%	8.7%	8.2%	8.0%
EV/EBITDA	39.83	35.51	27.64	21.88	EBIT	263	455	609	786
股息率%	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	财务费用	-8	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	46.6%	46.0%	45.5%	45.4%	资产减值损失	-78	-20	-20	-20
净利润率	11.8%	14.3%	14.7%	15.0%	投资收益	10	18	23	30
净资产收益率	7.9%	11.4%	13.6%	15.2%	<b>营业利润</b>	<b>304</b>	<b>509</b>	<b>690</b>	<b>899</b>
资产回报率	5.0%	6.3%	7.5%	8.5%	营业外收支	0	1	1	2
投资回报率	5.1%	6.9%	8.5%	9.8%	<b>利润总额</b>	<b>304</b>	<b>510</b>	<b>691</b>	<b>900</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	406	646	828	1033
营业收入增长率	48.6%	33.4%	31.1%	28.0%	所得税	18	31	41	54
EBIT 增长率	-39.0%	73.1%	33.8%	29.0%	有效所得税率%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润增长率	-32.0%	60.5%	35.6%	30.3%	少数股东损益	-27	-24	-32	-42
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>313</b>	<b>503</b>	<b>682</b>	<b>889</b>
资产负债率	31.4%	40.7%	41.2%	41.2%					
流动比率	2.14	3.15	2.90	2.78	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.19	1.78	1.53	1.42	货币资金	953	1628	1679	1951
现金比率	0.56	0.98	0.79	0.72	应收账款及应收票据	983	1242	1506	1770
<b>经营效率指标</b>					存货	1496	2069	2672	3343
应收账款周转天数	114.09	110.00	100.00	90.00	其它流动资产	205	280	347	425
存货周转天数	386.36	400.00	390.00	380.00	流动资产合计	3636	5218	6203	7489
总资产周转率	0.42	0.44	0.51	0.57	长期股权投资	129	129	129	129
固定资产周转率	2.01	2.53	3.17	3.94	固定资产	1313	1397	1462	1503
					在建工程	112	138	154	165
					无形资产	232	232	232	232
					非流动资产合计	2689	2799	2880	2933
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>6326</b>	<b>8017</b>	<b>9083</b>	<b>10422</b>
净利润	313	503	682	889	短期借款	420	0	0	0
少数股东损益	-27	-24	-32	-42	应付票据及应付账款	744	1000	1322	1695
非现金支出	233	225	254	283	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-8	-19	-25	-32	其它流动负债	533	659	817	1000
营运资金变动	-11	-561	-489	-492	流动负债合计	1698	1659	2138	2695
<b>经营活动现金流</b>	<b>501</b>	<b>125</b>	<b>389</b>	<b>606</b>	长期借款	88	88	88	88
资产	-805	-299	-298	-298	其它长期负债	200	1514	1514	1514
投资	-100	0	0	0	非流动负债合计	288	1602	1602	1602
其他	1	18	23	30	<b>负债总计</b>	<b>1986</b>	<b>3261</b>	<b>3741</b>	<b>4297</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-904</b>	<b>-281</b>	<b>-275</b>	<b>-268</b>	实收资本	446	447	447	447
债权募资	405	894	0	0	归属于母公司所有者权益	3962	4403	5022	5846
股权募资	116	0	0	0	少数股东权益	377	353	321	279
其他	-57	-62	-63	-65	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6326</b>	<b>8017</b>	<b>9083</b>	<b>10422</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>465</b>	<b>832</b>	<b>-63</b>	<b>-65</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>74</b>	<b>675</b>	<b>51</b>	<b>272</b>					

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 (2022), 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： 迈信林,中航光电,天奥电子,高德红外,中航西飞,洪都航空,广联航空,雷科防务,中航重机,国博电子,中直股份,爱乐达,邦彦技术,盛路通信,湘电股份,振华科技,西部超导,中航高科,睿创微纳,亚星锚链,西部材料,长盈通

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。
	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。