

**投资评级 优于大市 维持**

## 2021 扣非净利同比+23.42%，激光业务营收占比提升

**股票数据**

03月31日收盘价(元)	28.85
52周股价波动(元)	22.95-44.89
总股本/流通A股(百万股)	180/180
总市值/流通市值(百万元)	5193/5193

**相关研究**

《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	1M	2M	3M
绝对涨幅	-16.2	-15.9	-18.2
相对涨幅	-8.4	-8.4	-3.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:张恒恒

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3月31日公司发布2021年年度报告。**2021年度公司实现营业收入7.29亿元（同比+0.88%），归属母公司净利润0.78亿元（同比+14.61%），扣非归母净利润0.73亿（同比+23.42%）。
- **依托军工主业带动产业，激光业务营收占比提升。**分业务来看，2021年公司红外热像仪实现营收5.06亿元（同比-17.27%），公司依托光学稳像补偿的核心技术，未来红外业务将受益军用装备智能升级及民品市场拓展；光学系统实现营收1.22亿元（同比+64.89%），公司掌握全波段光学系统设计和制作能力，已完成先进光加能力建设，未来将持续受益监控观测视频技术应用拓展；激光测、照产品实现营收0.60亿元（同比+88.08%），毛利率44.22%（同比+28.14pct），占营收比例达8.20%，较2020年的4.40%显著提升，公司专注信息激光并有限拓展能量激光，在研的激光照射器用微型固体激光器技术将为新一代激光照射器研发奠定基础。
- **毛利率小幅提升，公司盈利能力有所改善。**2021年公司实现毛利率27.25%（+0.63pct），实现净利率10.71%（+1.28pct），盈利能力有所改善，我们认为主要系公司创新成果持续兑现及公司取得退税收益增加。费用方面，2021年公司实现销售费用率2.06%（-0.27pct）、管理费用率5.64%（+1.19pct）、财务费用率-1.03%（-0.62pct）、研发费用率10.58%（+0.46pct），其中管理费用增加主要系21年人员费用以及资产折旧、摊销费增加所致。
- **在建工程转固提速，应收账款增加为22年经营提供保障。**21年公司在建工程由199.6万元下降至4.5万元，转固提速，主要系信息化系统建设及零星改造项目完成，我们认为为公司经营效率提升提供基础。21年末应收账款1.49亿元，比年初增长75.20%，我们认为应收账款的增加为22年经营提供重要保障。
- **以资本运营为翼，助力军工产业扬帆起航。**2022年是“十四五”规划深化之年、国企改革三年行动收官之年，公司作为中船集团旗下光电子产业板块，是集团公司和大股东资本运营战略、构建多层次资本市场体系的有机组成部分。七一七所为我国唯一以海军光电装备技术为研究对象的专业研究所，公司作为七一七所旗下唯一上市平台，将为其实现战略目标提供重要的资本运作平台。
- **盈利预测及投资评级。**（1）PE估值法，我们预计公司2022-2023年EPS为0.53、0.61元/股，结合可比公司估值给予公司2022年60-65倍PE，对应合理价值区间为31.62-34.26元/股；（2）PS估值法，我们预计公司2022-2023年每股销售收入分别为4.49、4.95元，结合可比公司估值给予公司2022年7.5-8.0倍PS估值，对应合理价值区间为33.66-35.91元/股。综合上述估值方法，我们给予公司31.62-35.91元/股的合理价值区间，给予“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；民品市场拓展不及预期。

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	723	729	808	891	990
(+/-)YoY(%)	26.2%	0.9%	10.8%	10.3%	11.0%
净利润(百万元)	68	78	95	110	128
(+/-)YoY(%)	9.4%	14.6%	21.5%	15.9%	16.5%
全面摊薄EPS(元)	0.38	0.43	0.53	0.61	0.71
毛利率(%)	26.6%	27.3%	28.0%	28.6%	29.1%
净资产收益率(%)	6.0%	6.6%	7.4%	7.9%	8.4%

 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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 公司主营产品收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>红外热像仪</b>				
营业收入 (百万元)	505.82	531.11	557.67	585.55
YoY (%)	-0.17	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	391.70	411.82	432.97	455.21
毛利率 (%)	22.56%	22.46%	22.36%	22.26%
<b>激光测距仪</b>				
营业收入 (百万元)	59.77	80.69	104.90	136.37
YoY (%)	88.07%	35.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	33.34	45.25	59.14	77.29
毛利率 (%)	44.22%	43.92%	43.62%	43.32%
<b>光学系统</b>				
营业收入 (百万元)	122.13	152.66	183.20	219.83
YoY (%)	64.88%	25.00%	20.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	71.33	89.61	108.09	130.36
毛利率 (%)	41.60%	41.30%	41.00%	40.70%
<b>贸易及其他</b>				
营业收入 (百万元)	41.38	43.45	45.62	47.90
YoY (%)	653.73%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	34.02	34.76	36.50	38.32
毛利率 (%)	17.79%	20.00%	20.00%	20.00%
总营业收入 (百万元)	729.10	807.91	891.38	989.65
YoY (%)	0.88%	10.81%	10.33%	11.02%
总营业成本 (百万元)	530.39	581.45	636.70	701.18
综合毛利率 (%)	27.25%	28.03%	28.57%	29.15%

资料来源: 公司 2021 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)	
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021E	2022E
600150.SH	中国船舶	772.84	0.07	0.14	0.35	258.72	120.50	49.48	1.29	1.16
600343.SH	航天动力	62.54	0.04	0.06	0.14	225.58	164.71	70.25	--	--
002214.SZ	大立科技	81.02	0.86	0.74	1.03	32.33	18.33	13.15	--	--
002414.SZ	高德红外	400.09	0.63	0.59	0.75	66.41	29.14	22.59	10.06	7.96
688002.SH	睿创微纳	200.52	1.31	1.54	2.40	84.55	29.20	18.78	11.26	7.27
<b>均值</b>			0.58	0.61	0.93	133.52	72.38	34.85	7.54	5.46

资料来源: wind, 海通证券研究所

收盘价为 2022 年 3 月 31 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>729</b>	<b>808</b>	<b>891</b>	<b>990</b>
每股收益	0.43	0.53	0.61	0.71	营业成本	530	581	637	701
每股净资产	6.62	7.15	7.76	8.47	毛利率%	27.3%	28.0%	28.6%	29.1%
每股经营现金流	-0.25	0.87	0.29	0.73	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%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	15	19	20	23
P/E	67.28	55.39	47.81	41.04	营业费用率%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
P/B	4.41	4.08	3.76	3.45	管理费用	41	40	45	49
P/S	7.21	6.50	5.89	5.31	管理费用率%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	175.86	38.15	33.33	28.51	EBIT	0	99	114	133
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-8	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.3%	28.0%	28.6%	29.1%	资产减值损失	-19	0	0	0
净利润率	10.7%	11.7%	12.3%	12.9%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	6.6%	7.4%	7.9%	8.4%	<b>营业利润</b>	<b>77</b>	<b>99</b>	<b>114</b>	<b>133</b>
资产回报率	5.1%	5.7%	6.1%	6.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	0.0%	7.4%	7.9%	8.4%	<b>利润总额</b>	<b>77</b>	<b>99</b>	<b>114</b>	<b>133</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	34	122	140	161
营业收入增长率	0.9%	10.8%	10.3%	11.0%	所得税	-1	4	5	5
EBIT 增长率	—	—	15.9%	16.5%	有效所得税率%	-1.0%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润增长率	14.6%	21.5%	15.9%	16.5%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>78</b>	<b>95</b>	<b>110</b>	<b>128</b>
资产负债率	21.9%	22.8%	22.7%	23.0%					
流动比率	3.65	3.50	3.53	3.50	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	2.70	2.58	2.60	2.58	货币资金	478	584	585	665
现金比率	1.43	1.53	1.43	1.46	应收账款及应收票据	416	387	468	497
<b>经营效率指标</b>					存货	308	332	366	402
应收账款周转天数	74.70	58.85	66.78	62.82	其它流动资产	16	29	25	31
存货周转天数	211.64	208.49	210.06	209.27	流动资产合计	1219	1332	1445	1595
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	2.70	2.75	2.85	固定资产	273	300	325	348
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	9	10	10	11
					非流动资产合计	308	336	361	385
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1526</b>	<b>1668</b>	<b>1806</b>	<b>1980</b>
净利润	78	95	110	128	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	324	364	396
非现金支出	57	24	26	28	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3	0	0	0	其它流动负债	23	57	45	60
营运资金变动	-177	39	-83	-24	流动负债合计	334	381	409	455
<b>经营活动现金流</b>	<b>-45</b>	<b>157</b>	<b>52</b>	<b>131</b>	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	<b>负债总计</b>	<b>334</b>	<b>381</b>	<b>409</b>	<b>455</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-42</b>	<b>-52</b>	<b>-51</b>	<b>-51</b>	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	1287	1397	1525
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-19	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1526</b>	<b>1668</b>	<b>1806</b>	<b>1980</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-106</b>	<b>106</b>	<b>1</b>	<b>80</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 31 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,中航西飞,洪都航空,久之洋,航天电器,中航重机,爱乐达,湘电股份,振华科技,西部超导,中航高科,睿创微纳

### 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。