

投资评级 优于大市 维持

中标某型号机载光电系统产品，下半年公司将全力保障型号产品交付

股票数据

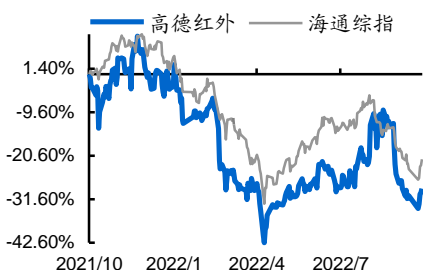
10月17日收盘价(元)	12.09
52周股价波动(元)	10.99-26.48
总股本/流通A股(百万股)	3285/2614
总市值/流通市值(百万元)	39718/31602

相关研究

《红外赛道领军企业，多元一体化民营军工集团》2022.05.19

《22Q1 净利+30.62%实现开门红，业绩有望持续兑现》2022.04.20

《型号产品收入持续增长，21 净利+11.00%》2022.04.08

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.7	-7.1	1.2
相对涨幅 (%)	-1.5	1.6	10.6

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

联系人:胡舜杰

Tel:(021)23154483

Email:hsj14606@htsec.com

投资要点:

- **事件:** 2022年10月12日,公司发布公告:公司于近日收到某型号机载光电系统产品《中标通知书》。
- **中标某型号机载光电系统产品,加大研发投入维持竞争优势。**公司在红外领域具备全产业链布局优势,技术实力领先,多品类红外核心器件实现国产化量产。近年来公司持续进行研发创新(2022H1 研发费用率 17.66%,同比+9.49pct),同时积极参与各J兵种型号产品竞标项目,在项目竞标中展现出显著的竞争优势,竞标成绩优异。本次中标的某型号机载光电系统产品,是公司传统优势光电系统产品在新型号项目上的竞标胜出,体现了公司在光电系统领域独特的创新竞争优势,并将在未来年度对公司业绩增长产生积极影响。
- **22H1 受疫情影响部分订单推迟,公司下半年将全力保障型号产品交付进度。**22H1,公司因客户采购计划推迟导致定型批产进度受到影响,上半年型号项目产品收入较21H1下降明显,同时受国际形势、疫情管控等因素综合影响,整体收入端同比下降 33.34%。公司多款型号产品在精确制导领域具明显优势,下半年将全力保障型号项目的交付及定型批产进度。完整装备系统总体领域,公司将积极推进第一个完整装备系统总体项目后续大批量订单的签署工作,并将完成第二个国内完整装备系统总体项目的预研工作。
- **积极开辟辅助驾驶等领域民品新应用,构造全新利润增长点。**公司在户外、工业监测、电力等领域不断推出新产品,并与汽车、无人机、手机等民用领域头部企业形成战略合作。9月3日,公司公告收到广汽埃安零部件开发试制通知书,本次合作是继公司红外辅助驾驶系统成功应用在东风“猛士科技”豪华电动越野车前装项目后,又一次在国内乘用车红外前装项目上完成定点,后续将按车厂节点要求随车型量产。目前国内几大乘用车厂商均已在自己的旗舰车型上规划红外辅助驾驶功能,我们认为未来红外传感器在自动驾驶领域应用前景广阔。
- **完成股份回购,彰显公司发展信心。**10月11日,公司公告完成股份回购事项。公司通过集中竞价交易方式,累计回购 2547 万股,占总股本 0.78%,支付总金额 3.01 亿元,本次回购股份将全部用于股权激励或员工持股计划。我们认为,本次回购有利于改善公司资本结构,彰显公司发展信心。
- **盈利预测和投资评级:**(1) PE 估值法,我们预计公司 2022-2023 年 eps 为 0.33、0.39 元/股,结合可比公司 PE 估值情况,并考虑公司红外龙头地位,给予公司 2023 年 30-35 倍 PE 估值,对应合理价值区间为 11.81-13.78 元;(2) PB 估值法,我们预计公司 2022-2023 年每股净资产分别为 2.82、3.12 元,结合可比公司估值给予公司 2023 年 3.7-4.2 倍 PB 估值,对应合理价值区间为 11.54-13.10 元。综合上述估值方法,我们给予公司 11.54-13.78 元的合理价值区间,维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**军品订单的波动性,民品拓展不及预期。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3334	3500	3417	4000	4695
(+/-)YoY(%)	103.5%	5.0%	-2.4%	17.1%	17.4%
净利润(百万元)	1001	1111	1086	1293	1545
(+/-)YoY(%)	353.6%	11.0%	-2.2%	19.1%	19.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.30	0.34	0.33	0.39	0.47
毛利率(%)	59.2%	55.9%	53.6%	54.1%	54.6%
净资产收益率(%)	23.0%	14.7%	11.7%	12.6%	13.5%

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
红外热成像仪				
营业收入 (百万元)	2614.99	2750.59	3300.70	3960.84
YoY (%)	-9.40%	5.19%	20.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	917.86	1100.23	1323.58	1592.26
毛利率 (%)	64.90%	60.00%	59.90%	59.80%
传统弹药及信息化弹药				
营业收入 (百万元)	802.94	615.00	645.75	678.04
YoY (%)	88.01%	-23.41%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	588.20	461.25	484.96	510.56
毛利率 (%)	26.74%	25.00%	24.90%	24.70%
其他业务				
营业收入 (百万元)	81.75	51.02	53.57	56.25
YoY (%)	303.12%	-37.60%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	36.34	25.51	26.78	28.12
毛利率 (%)	55.54%	50.00%	50.00%	50.00%
总营业收入 (百万元)	3333.52	3416.60	4000.02	4695.12
YoY (%)	4.98%	-2.37%	17.08%	17.38%
总营业成本 (百万元)	1360.03	1586.99	1835.32	2130.94
综合毛利率 (%)	59.20%	53.55%	54.12%	54.61%

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)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E	2023E
002415	海康威视	2951.65	1.81	1.91	2.30	29.07	16.37	13.63	2.71	3.26
688011	新光光电	24.25	0.02	0.44	0.64	1797.27	55.11	37.89	6.27	1.83
688002	睿创微纳	178.72	1.04	1.26	1.82	75.81	31.90	21.97	5.37	3.73
	均值		0.95	1.20	1.59	634.05	34.46	24.50	4.78	2.94

资料来源: wind, 海通证券研究所

收盘价为 2022 年 10 月 17 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	3500	3417	4000	4695
每股收益	0.34	0.33	0.39	0.47	营业成本	1542	1587	1835	2131
每股净资产	2.30	2.82	3.12	3.49	毛利率%	55.9%	53.6%	54.1%	54.6%
每股经营现金流	0.37	0.51	0.20	0.33	营业税金及附加	23	25	29	34
每股股利	0.20	0.09	0.10	0.10	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	88	96	112	131
P/E	35.75	36.57	30.71	25.71	营业费用率%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%
P/B	5.26	4.28	3.88	3.47	管理费用	212	205	236	272
P/S	8.11	11.62	9.93	8.46	管理费用率%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%
EV/EBITDA	42.17	27.46	23.23	19.40	EBIT	1146	1121	1339	1600
股息率%	1.7%	0.8%	0.8%	0.8%	财务费用	-4	-10	-8	-9
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
毛利率	55.9%	53.6%	54.1%	54.6%	资产减值损失	-61	0	0	0
净利润率	31.7%	31.8%	32.3%	32.9%	投资收益	11	10	12	14
净资产收益率	14.7%	11.7%	12.6%	13.5%	营业利润	1165	1131	1347	1609
资产回报率	12.0%	9.2%	10.3%	11.3%	营业外收支	-7	1	1	1
投资回报率	14.4%	10.9%	11.9%	12.7%	利润总额	1157	1132	1348	1610
盈利增长 (%)					EBITDA	1290	1284	1515	1785
营业收入增长率	5.0%	-2.4%	17.1%	17.4%	所得税	45	45	54	64
EBIT 增长率	8.3%	-2.2%	19.4%	19.5%	有效所得税率%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润增长率	11.0%	-2.2%	19.1%	19.5%	少数股东损益	1	1	1	1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1111	1086	1293	1545
资产负债率	18.0%	21.3%	17.8%	15.6%					
流动比率	4.70	4.02	4.88	5.70	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	3.48	3.27	3.92	4.56	货币资金	2483	5015	5088	5643
现金比率	1.71	2.18	2.52	2.94	应收账款及应收票据	2076	2013	2301	2573
经营效率指标					存货	1656	1565	1760	1985
应收账款周转天数	201.28	185.00	180.00	170.00	其它流动资产	614	677	710	749
存货周转天数	391.95	360.00	350.00	340.00	流动资产合计	6830	9270	9859	10949
总资产周转率	0.38	0.29	0.32	0.34	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.56	3.36	3.88	4.72	固定资产	983	1016	1031	994
					在建工程	199	283	353	395
					无形资产	412	432	452	472
					非流动资产合计	2430	2567	2672	2697
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	9259	11837	12531	13646
净利润	1111	1086	1293	1545	短期借款	0	500	500	500
少数股东损益	1	1	1	1	应付票据及应付账款	528	609	704	817
非现金支出	309	162	175	185	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	10	-2	4	2	其它流动负债	925	1197	816	602
营运资金变动	-224	444	-801	-636	流动负债合计	1453	2305	2020	1919
经营活动现金流	1207	1691	672	1097	长期借款	0	0	0	0
资产	-500	-299	-279	-209	其它长期负债	212	212	212	212
投资	-400	0	0	0	非流动负债合计	212	212	212	212
其他	19	10	12	14	负债总计	1665	2517	2232	2131
投资活动现金流	-882	-289	-267	-195	实收资本	2347	3285	3285	3285
债权募资	-880	500	0	0	归属于母公司所有者权益	7545	9269	10247	11462
股权募资	2526	939	0	0	少数股东权益	50	51	52	53
其他	-437	-309	-333	-348	负债和所有者权益合计	9259	11837	12531	13646
融资活动现金流	1209	1130	-333	-348					
现金净流量	1527	2532	73	555					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 17 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： 迈信林,中航光电,天奥电子,高德红外,泰豪科技,中航电测,中航西飞,洪都航空,广联航空,久之洋,雷科防务,中航重机,航亚科技,国博电子,中直股份,爱乐达,航宇科技,湘电股份,振华科技,派克新材,海兰信,中航高科,睿创微纳,航天彩虹,亚星锚链

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。