

首次覆盖
投资评级 优于大市

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

股票数据

02月09日收盘价(元)	35.19
52周股价波动(元)	20.90-44.89
总股本/流通A股(百万股)	180/180
总市值/流通市值(百万元)	6334/6334

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.0	-9.6	11.6
相对涨幅(%)	0.6	-1.2	15.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张恒晖

Email: zhx10170@htsec.com

证书: S0850517110002

分析师: 张高艳

Tel: 0755-82900489

Email: zgy13106@htsec.com

证书: S0850520060001

联系人: 刘砚菲

Tel: 021-2321-4129

Email: lyf13079@htsec.com

投资要点:

- 专精特新“小巨人”，细分赛道隐形冠军。**公司成立于2001年，其前身是华中光电技术研究所（七一七所）红外、激光传感器等单机配套的事业部，并于2016年登陆创业板。公司业务领域涵盖红外热像仪及以红外成像为核心的系统集成光电产品、激光类产品、光学元件及膜系镀制、星体跟踪器等四大业务板块，产品广泛应用于海洋监察、维权执法、安防监控、森林防火监控、水上交通安全监管和救助、搜索救援、工业检测、检验检疫以及辅助驾驶等领域，2021年公司被认定为“湖北省第五批支柱产业细分领域隐形冠军示范企业”。2018/2019/2020/2021Q1-3公司分别实现营收4.67/5.73/7.23/5.05亿元，实现归母净利润0.46/0.62/0.68/0.47亿元，2021Q1-3归母净利润同比增长96.52%。
- 以七一七所光电技术为桨，乘中国船舶破浪前行。**公司的第一大股东七一七所控股58.25%，有着六十余年光电技术积累，主要承担光电技术的应用基础研究和大型、特种光电系统的研发设计和生产等任务，是国家骨干科研机构和光电技术的主要研究中心。中国船舶集团有限公司通过七一七所间接控制公司。中船集团将持续推进产业结构优化重组、科技创新体系重塑、上市公司整合融合等深层次改革工作。2022年是“十四五”规划深化之年、国企改革三年行动收官之年，作为中船集团旗下光电子产业板块，久之洋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，也是集团和华中光电技术研究所相关产业整合的重要平台，公司将充分利用上市平台实现技术与资本市场融合。
- 精于红外激光产业，通过并购构建新的盈利点。**公司以国防装备建设为使命，精准于红外激光产业研究。红外热像技术在民品领域快速普及，在军品领域广泛应用，根据公司2020年报援引第三方机构测算我国军用红外市场的市场总容量或达300亿元以上。我国激光测距仪行业起步较晚，在政策鼓励及市场需求的刺激下国内激光测距仪市场发展迅速。近年来公司主营业务收入呈增长趋势，此外公司通过对产业链上下游进行并购扩大产业化规模，进一步拓宽专业领域。2018年12月公司收购七一七全资子公司武汉华中天经通视科技有限公司培育的光学星体跟踪器业务所涉及的资产组，2017年该业务净利润率达40%。目前公司相关产品覆盖多种航行应用平台，市场占有率国内领先。2018/2019/2020公司星体跟踪器业务扣非净利润分别为1691.29/2249.95/3126.13万元，构建了新的盈利点，增厚公司业绩。
- 盈利预测及投资评级。**(1) PE估值法，我们预计公司2021-2023年EPS为0.51、0.57、0.64元/股，结合可比公司估值给予公司2022年65-70倍PE，对应合理价值区间为37.04-39.89元/股；(2) PS估值法，我们预计公司2021-2023年每股销售收入分别为4.40、4.86、5.38元，结合可比公司估值给予公司2022年7.6-8.1倍PS估值，对应合理价值区间为36.95-39.38元/股。综合上述估值方法，我们给予公司36.95-39.89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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	573	723	793	875	969
(+/-)YoY(%)	13.4%	26.2%	9.7%	10.4%	10.7%
净利润(百万元)	62	68	92	103	115
(+/-)YoY(%)	-0.6%	9.4%	34.8%	11.6%	12.3%
全面摊薄EPS(元)	0.35	0.38	0.51	0.57	0.64
毛利率(%)	30.4%	26.6%	27.8%	27.9%	28.1%
净资产收益率(%)	5.8%	6.0%	7.5%	7.7%	8.0%

资料来源: 公司年报(2019A-2020A), 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

● 主要盈利预测假设。

1) 红外热成像仪: 红外领域市场竞争激烈, 我们预计红外热成像仪营收将保持稳定, 综合毛利略有下降, 2021-2023 年收入增速为 8%/ 8%/ 8%, 毛利率 24.00%/ 23.90%/ 23.80%。

2) 激光测距仪: 我们预计 2021-2023 年激光测距仪收入增速 30%/ 30%/ 30%, 毛利率 42.00%/ 41.00%/ 40.00%。

3) 光学系统: 我们预计 2021-2023 年光学系统业务收入增速 15%/20%/ 20%, 毛利率 50.00%/ 49.00%/ 48.00%。

4) 贸易及其他: 我们预计 2021-2023 年贸易及其他业务收入增速 5%/5%/ 5%, 毛利率 30.00%/ 30.00%/ 30.00%。

表 1 公司主营产品收入预测

	2020	2021E	2022E	2023E
红外热像仪				
营业收入 (百万元)	611.41	660.32	713.15	770.20
YoY (%)	28.90%	8.00%	8.00%	8.00%
营业成本 (百万元)	469.17	501.85	542.71	586.89
毛利率 (%)	23.27%	24.00%	23.90%	23.80%
激光测距仪				
营业收入 (百万元)	31.78	41.31	53.71	69.82
YoY (%)	17.75%	30.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	--	23.96	31.69	41.89
毛利率 (%)	--	42.00%	41.00%	40.00%
光学系统				
营业收入 (百万元)	74.07	85.18	102.22	122.66
YoY (%)	17.63%	15.00%	20.00%	20.00%
营业成本 (百万元)	30.72	42.59	52.13	63.78
毛利率 (%)	58.53%	50.00%	49.00%	48.00%
贸易及其他				
营业收入 (百万元)	5.49	5.76	6.05	6.36
YoY (%)	-34.80%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	-	4.04	4.24	4.45
毛利率 (%)	-	30.00%	30.00%	30.00%
总营业收入 (百万元)	722.75	792.58	875.13	969.04
YoY (%)	-9.77%	9.66%	10.41%	10.73%
总营业成本 (百万元)	530.36	572.43	630.76	697.02
综合毛利率 (%)	26.62%	27.78%	27.92%	28.07%

资料来源: 公司 2020 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
002414.SZ	高德红外	510.61	0.63	0.59	0.75	66.41	37.19	28.84	12.41	9.63
002214.SZ	大立科技	94.32	0.86	0.74	1.03	32.33	21.34	15.31	8.17	6.02
688002.SH	睿创微纳	286.14	1.31	1.54	2.40	84.55	41.67	26.80	14.23	9.57
600150.SH	中国船舶	981.25	0.07	0.14	0.35	258.72	153.00	62.83	1.58	1.38
600343.SH	航天动力	71.99	0.04	0.06	0.14	225.58	189.58	80.86	5.01	4.07
均值						133.52	88.56	42.93	8.28	6.14

资料来源: wind, 海通证券研究所
收盘价为 2022 年 2 月 9 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	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	723	793	875	969
每股收益	0.38	0.51	0.57	0.64	营业成本	530	572	631	697
每股净资产	6.29	6.80	7.37	8.01	毛利率%	26.6%	27.8%	27.9%	28.1%
每股经营现金流	1.52	-0.29	1.05	0.42	营业税金及附加	7	8	9	10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	17	19	21	22
P/E	92.96	68.95	61.76	55.01	营业费用率%	2.3%	2.5%	2.4%	2.3%
P/B	5.59	5.17	4.77	4.39	管理费用	32	36	39	42
P/S	8.76	7.99	7.24	6.54	管理费用率%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%
EV/EBITDA	52.44	42.75	37.31	33.25	EBIT	67	96	107	120
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	26.6%	27.8%	27.9%	28.1%	资产减值损失	-11	0	0	0
净利润率	9.4%	11.6%	11.7%	11.9%	投资收益	2	2	3	3
净资产收益率	6.0%	7.5%	7.7%	8.0%	营业利润	71	96	107	120
资产回报率	4.5%	5.9%	6.0%	6.3%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	5.7%	7.3%	7.7%	8.0%	利润总额	71	96	107	120
盈利增长 (%)					EBITDA	97	137	154	173
营业收入增长率	26.2%	9.7%	10.4%	10.7%	所得税	3	4	4	5
EBIT 增长率	1.5%	43.6%	11.6%	12.3%	有效所得税率%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润增长率	9.4%	34.8%	11.6%	12.3%	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	68	92	103	115
资产负债率	24.4%	21.9%	22.4%	21.5%					
流动比率	3.27	3.60	3.53	3.69	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
速动比率	2.38	2.48	2.47	2.53	货币资金	581	500	580	586
现金比率	1.59	1.46	1.51	1.48	应收账款及应收票据	280	337	356	403
经营效率指标					存货	298	367	380	433
应收账款周转天数	43.01	60.85	51.93	56.39	其它流动资产	36	28	37	37
存货周转天数	205.33	234.21	219.77	226.99	流动资产合计	1194	1233	1352	1460
总资产周转率	0.48	0.51	0.51	0.53	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.58	2.57	2.64	2.77	固定资产	280	309	332	349
					在建工程	2	2	2	2
					无形资产	9	10	12	13
					非流动资产合计	304	334	359	378
					资产总计	1498	1567	1711	1837
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	短期借款	0	40	0	0
净利润	68	92	103	115	应付票据及应付账款	280	216	285	289
少数股东损益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	42	42	47	53	其它流动负债	85	87	98	106
非经营收益	-4	-2	-3	-3	流动负债合计	366	342	384	395
营运资金变动	167	-183	42	-90	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	273	-51	189	75	其它长期负债	0	0	0	0
资产	-19	-72	-72	-72	非流动负债合计	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	负债总计	366	342	384	395
其他	2	2	3	3	实收资本	180	180	180	180
投资活动现金流	-17	-69	-70	-69	归属于母公司所有者权益	1133	1224	1327	1442
债权募资	0	40	-40	0	少数股东权益	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	负债和所有者权益合计	1498	1567	1711	1837
其他	-13	0	0	0					
融资活动现金流	-13	40	-40	0					
现金净流量	244	-81	80	6					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 09 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张恒晖 军工行业
张高艳 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,振芯科技,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
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。