

## 疫情及新设分支机构导致 22 年利润端承压

### 核心观点

**事件:** 公司发布 22 年年报, 2022 年全年实现营收 1.50 亿元 (+4.22%), 归母净利润-0.25 亿元 (-1451.47%)。公司发布 23 年一季报, 实现营收 0.28 亿元 (+103.66%), 归母净利-0.07 亿元。

- **仿真业务同比实现高增, 毛利率下降、费用率提升影响利润端表现。** 分业务看, 2022 年公司仿真系统实现营收 0.91 亿 (+454.91%), 毛利率 14.82% (-11.04pct); 光电测试设备营收-0.07 亿元 (-189.15%), 毛利率-139.05% (-178.74pct); 光学制导系统营收 0.36 亿元 (-41.44%), 毛利率 67.58% (+2.74pct); 激光对抗系统 0.01 亿元 (-91.91%), 毛利率-5.62% (-6.85pct)。公司综合毛利率为 26.13% (-21.59pct), 主要为研发产品占比较高所致, 研发产品技术含量高、研制周期长, 疫情下项目的交付、验收都受到了影响。期间费用率增加 6.75pct 至 61.06%, 其中管理费用增加较多, 主要系新设子公司及分支机构逐步发挥运营职能、人才引进功能导致相关费用增加所致。22 年公司克服不利因素实现了收入的正增长, 但毛利率的下降和费用率的增长拖累了利润端的表现。
- **一季度收入同比增长 103.66%, 在建工程快速增加。** 一季度公司收入同比实现大幅增长, 利润端减亏 213 万元, 为 23 年开了好头。同时期末在建工程达 1.16 亿元, 较去年同期增长 30.36%, 说明新产能建设在有序推进。我们认为随着项目验收的恢复, 费用控制的优化, 23 年公司利润端表现有望迎来改善。
- **公司积极调整产品结构, 完善战略布局, 为后续发展蓄力。** 2022 年公司产品结构发生变化, 对收入确认节奏、产品盈利能力都产生了一定影响。未来公司将争取模拟仿真方向的技改类项目与批量生产的型号任务占比相当, 不断拓展参研的制导型号种类。同时, 公司新设江苏睿晟子公司、武汉办事处, 进一步完善了以哈尔滨为中心, 辐射至北京、洛阳、南京、武汉、西安、深圳等地的全国性业务布局, 为公司未来经营战略目标的实现和持续发展积蓄强劲动能。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 22 年年报情况, 调整 23-24 年 eps 为 0.17、0.66 元(原为 0.64、0.95 元), 新增 25 年 eps 为 1.14 元。考虑到公司 24 年以后的净利润规模更能反映经营情况, 因此参考可比公司 24 年估值水平, 同时根据公司较快的增速给予 25% 估值溢价, 对应 39 倍 PE, 目标价 25.74 元, 维持买入评级。

### 风险提示

制导订单低于预期; 仿真毛利率修复不及预期; 业绩不达预期或对估值产生负面影响

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	144	150	266	417	583
同比增长(%)	15.9%	4.2%	77.2%	56.9%	39.8%
营业利润(百万元)	(3)	(36)	15	73	128
同比增长(%)	-109.3%	-1310.9%	140.2%	399.9%	77.1%
归属母公司净利润(百万元)	2	(25)	17	66	114
同比增长(%)	-92.5%	-1451.5%	167.1%	301.3%	72.3%
每股收益(元)	0.02	(0.25)	0.17	0.66	1.14
毛利率(%)	47.7%	26.1%	33.9%	39.2%	40.4%
净利率(%)	1.3%	-16.5%	6.2%	15.9%	19.6%
净资产收益率(%)	0.1%	-2.0%	1.4%	5.3%	8.5%
市盈率	1,295.5	(95.9)	142.8	35.6	20.7
市净率	1.9	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入 (维持)

股价 (2023 年 04 月 28 日)	23.65 元
目标价格	25.74 元
52 周最高价/最低价	30.99/18.69 元
总股本/流通 A 股 (万股)	10,000/5,535
A 股市值 (百万元)	2,365
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023 年 05 月 05 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.37	-13.39	-1.24	26.13
相对表现	-1.28	-14.13	2.41	23.38
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



### 证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860510120021
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520070002
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860522080002

### 联系人

宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

### 相关报告

Q2 环比实现扭亏, 下半年业绩将继续好转	2022-08-22
Q2 同比加速增长, 利润端弹性大	2021-08-14

## 附录

由于公司所在地及核心客户所在地疫情影响，公司各板块营业收入的增长速度比此前预期的要慢、同时各地新设子公司及分支机构导致期间费用率较预期偏高，因此公司近年来利润端压力较大。根据22年年报数据，考虑到疫情影响消退后仿真业务收入确认加速以及光学制导和激光对抗订单的下达，我们调整公司23、24年每股收益为0.17、0.66元(原为0.64、0.95元)，具体调整如下：

### 盈利预测变动分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
<b>分产品盈利预测</b>					
<b>光学测试</b>					
销售收入	14	18	10	12	14
变动幅度			-26.49%	-32.15%	
毛利率	67%	67%	40%	40%	40%
变动幅度			-27.67%	-27.67%	
<b>光学制导</b>					
销售收入	113	162	74	148	224
变动幅度			-34.31%	-8.92%	
毛利率	65%	65%	63%	64%	64%
变动幅度			-1.99%	-1.38%	
<b>光学仿真</b>					
销售收入	154	200	131	184	252
变动幅度			-14.55%	-7.66%	
毛利率	55%	55%	17%	20%	21%
变动幅度			-38.04%	-34.94%	
<b>激光对抗</b>					
销售收入	12	16	10	20	30
变动幅度			-18.75%	24.99%	
毛利率	36%	36%	25%	45%	45%
变动幅度			-11.47%	8.53%	
<b>民用</b>					
销售收入	86	107	35	47	56
变动幅度			-59.67%	-56.45%	
毛利率	40%	40%	31%	31%	31%
变动幅度			-8.42%	-8.42%	
<b>其他</b>					
销售收入	9	9	6	6	6
变动幅度			-33.29%	-33.29%	
毛利率	56%	56%	71%	71%	71%
变动幅度			14.43%	14.43%	
<b>销售收入合计</b>	<b>387</b>	<b>512</b>	<b>266</b>	<b>417</b>	<b>583</b>
<b>变动幅度</b>			<b>-31.31%</b>	<b>-18.56%</b>	
<b>综合毛利率</b>	<b>54%</b>	<b>55%</b>	<b>34%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>
<b>变动幅度</b>			<b>-20.39%</b>	<b>-15.57%</b>	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

**主要财务数据变动分析表**

人民币百万元 (标注除外)	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入	387	512	266	417	583
变动幅度			<b>-31.31%</b>	<b>-18.56%</b>	
营业利润	75	112	15	73	128
变动幅度			<b>-80.69%</b>	<b>-35.11%</b>	
归属母公司净利润	64	95	17	66	114
变动幅度			<b>-74.17%</b>	<b>-30.15%</b>	
每股收益(元)	0.64	0.95	0.17	0.66	1.14
变动幅度			<b>-74.17%</b>	<b>-30.15%</b>	
毛利率(%)	54%	55%	34%	39%	40%
变动幅度			<b>-20.39%</b>	<b>-15.57%</b>	
销售费用率(%)	9%	8%	7%	5%	4%
变动幅度			<b>-1.61%</b>	<b>-3.13%</b>	
管理费用率(%)	18%	16%	16%	13%	10%
变动幅度			<b>-1.77%</b>	<b>-3.78%</b>	
研发费用率(%)	13%	11%	14%	10%	8%
变动幅度			<b>1.57%</b>	<b>-1.49%</b>	
财务费用率(%)	6%	8%	-1%	0%	2%
变动幅度			<b>-6.56%</b>	<b>-7.19%</b>	
净利率(%)	17%	19%	6%	16%	20%
变动幅度			<b>-10.35%</b>	<b>-2.65%</b>	

**表 1：新光光电可比公司估值**

公司	代码	最新价格 (元) 2023/5/4	每股收益(元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
久之洋	300516	34.87	0.46	0.52	0.60	0.68	76.45	66.78	58.12	51.45
	业绩增速			14.49%	14.90%	12.97%				
睿创微纳	688002	51.41	0.70	1.16	1.63	1.93	73.38	44.40	31.50	26.65
	业绩增速			65.27%	40.97%	18.20%				
菲利华	300395	48.22	0.95	1.32	1.77	2.22	50.91	36.48	27.30	21.70
	业绩增速			39.58%	33.59%	25.85%				
高德红外	002414	11.08	0.15	0.27	0.36	0.46	72.51	40.54	30.79	24.28
	业绩增速			78.86%	31.69%	26.79%				
	调整后平均						72.95	42.54	31.35	25.24

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	353	319	156	83	117	营业收入	144	150	266	417	583
应收票据、账款及款项融资	183	193	339	531	743	营业成本	75	111	175	253	347
预付账款	36	23	37	59	82	营业税金及附加	3	3	5	8	11
存货	129	124	192	277	379	营业费用	17	19	20	21	23
其他	436	409	429	449	471	管理费用及研发费用	72	82	81	94	104
<b>流动资产合计</b>	<b>1,137</b>	<b>1,068</b>	<b>1,153</b>	<b>1,399</b>	<b>1,791</b>	财务费用	(11)	(9)	(2)	2	11
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	16	8	5	6	6
固定资产	92	100	153	177	186	公允价值变动收益	(0)	(0)	0	0	0
在建工程	79	112	66	43	32	投资净收益	11	11	13	15	19
无形资产	23	22	21	21	20	其他	15	17	20	25	29
其他	44	55	54	54	54	<b>营业利润</b>	<b>(3)</b>	<b>(36)</b>	<b>15</b>	<b>73</b>	<b>128</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>239</b>	<b>289</b>	<b>294</b>	<b>295</b>	<b>292</b>	营业外收入	0	0	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>1,376</b>	<b>1,357</b>	<b>1,447</b>	<b>1,694</b>	<b>2,083</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	99	281	<b>利润总额</b>	<b>(2)</b>	<b>(36)</b>	<b>18</b>	<b>76</b>	<b>132</b>
应付票据及应付账款	37	49	69	99	136	所得税	(3)	(9)	2	11	18
其他	66	73	115	167	224	<b>净利润</b>	<b>1</b>	<b>(27)</b>	<b>15</b>	<b>65</b>	<b>113</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>103</b>	<b>122</b>	<b>184</b>	<b>365</b>	<b>641</b>	少数股东损益	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2</b>	<b>(25)</b>	<b>17</b>	<b>66</b>	<b>114</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.02	-0.25	0.17	0.66	1.14
其他	36	39	39	39	39						
<b>非流动负债合计</b>	<b>36</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>140</b>	<b>161</b>	<b>223</b>	<b>404</b>	<b>680</b>		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	6	4	3	2	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	100	100	100	100	100	营业收入	15.9%	4.2%	77.2%	56.9%	39.8%
资本公积	1,030	1,016	1,029	1,029	1,029	营业利润	-109.3%	-1310.9%	140.2%	399.9%	77.1%
留存收益	100	76	92	159	273	归属于母公司净利润	-92.5%	-1451.5%	167.1%	301.3%	72.3%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,237</b>	<b>1,196</b>	<b>1,224</b>	<b>1,290</b>	<b>1,403</b>	毛利率	47.7%	26.1%	33.9%	39.2%	40.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,376</b>	<b>1,357</b>	<b>1,447</b>	<b>1,694</b>	<b>2,083</b>	净利率	1.3%	-16.5%	6.2%	15.9%	19.6%
						ROE	0.1%	-2.0%	1.4%	5.3%	8.5%
						ROIC	0.4%	-2.8%	0.9%	4.9%	7.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	10.1%	11.9%	15.4%	23.9%	32.6%
净利润	1	(27)	15	65	113	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	11.8%
折旧摊销	14	10	15	19	23	流动比率	10.99	8.76	6.28	3.83	2.79
财务费用	(11)	(9)	(2)	2	11	速动比率	9.73	7.72	5.21	3.05	2.19
投资损失	(11)	(11)	(13)	(15)	(19)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(49)	43	(188)	(239)	(268)	应收账款周转率	0.9	0.9	1.2	1.1	1.1
其它	33	0	1	2	3	存货周转率	0.7	0.9	1.1	1.1	1.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>(22)</b>	<b>6</b>	<b>(171)</b>	<b>(166)</b>	<b>(136)</b>	总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
资本支出	(44)	(46)	(20)	(20)	(20)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	(1)	0	0	0	每股收益	0.02	-0.25	0.17	0.66	1.14
其他	(136)	22	13	16	19	每股经营现金流	-0.22	0.06	-1.71	-1.66	-1.36
<b>投资活动现金流</b>	<b>(180)</b>	<b>(25)</b>	<b>(7)</b>	<b>(4)</b>	<b>(1)</b>	每股净资产	12.31	11.92	12.22	12.88	14.02
债权融资	1	(1)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	7	(15)	14	0	0	市盈率	1,295.5	-95.9	142.8	35.6	20.7
其他	(38)	(0)	2	97	171	市净率	1.9	2.0	1.9	1.8	1.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(30)</b>	<b>(16)</b>	<b>16</b>	<b>97</b>	<b>171</b>	EV/EBITDA	1,675.3	-45.5	60.1	17.4	10.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-123.0	-35.9	134.1	21.9	11.7
<b>现金净增加额</b>	<b>(231)</b>	<b>(35)</b>	<b>(162)</b>	<b>(73)</b>	<b>33</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。