



行业景气上行，高基数下 Q2 仍有望实现稳健增长

睿创微纳 (688002.SH) 跟踪点评 | 2021.6.23

中信证券研究部

核心观点



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



付宸硕
首席军工分析师
S1010520080005



联系人：夏胤磊

短期来看，受特种装备等下游景气度持续上行推动，高基数背景下公司 21Q2 仍有望实现较好增长；中长期来看，红外技术应用不断拓展，叠加激光、微波等新技术渐次落地，公司未来成长空间广阔，维持“买入”评级。

■ 短期：特种装备/户外运动需求处于高景气状态，看好公司 21Q2 实现稳健增长。 公司布局的非制冷红外产品主要应用于特种装备、户外运动、安防、人体测温、工业测温等场景。随着后疫情时代到来，2020 年收入占比 20% 以上的人体测温需求逐步减弱，但与此同时，特种装备、户外运动需求持续旺盛，且公司积极布局的工业测温业务逐步起量对冲人体测温需求的下滑。展望 21Q2，特种装备需求释放节奏有望加快，同时公司积极拓展北美和澳洲市场也加速了户外业务的成长速度，因此在去年同期高基数的背景下我们仍看好公司今年 Q2 实现稳健增长，仍维持 35%~40% 的全年收入增长预测。

■ 中期：下游应用持续拓展，非制冷红外业务仍有广阔成长空间。 过去非制冷红外技术发展痛点在于高成本，随着以睿创微纳为首的本土公司积极推动技术进步，叠加近几年来终端需求放量带动生产端良率提升，整体来看非制冷红外产品成本正以每年 10~20% 的节奏快速下探，并推动新的应用持续落地，如消防、汽车、数字化转型等领域。在汽车领域，公司已发布多款汽车热成像夜视仪，如 Asens E 系列、双光融合 Spike-B 系列、经济型汽车热像仪 IR-Pilot 等，分辨率涵盖 640*512、384*288、256*192，满足不同应用场景需求，未来有望应用于夜间辅助驾驶和无人驾驶领域。在数字化转型领域，非制冷红外作为可见光的重要补充，被海康威视、大华股份、华为等技术广泛应用于农业、建筑、城市治理等数字化转型领域，以智慧养殖为例，客户可基于 3D 和红外热成像技术，通过目标识别、分割技术在线测量猪的体温、体重，从而实现猪的健康生长在线监测。整体来看，红外技术的应用场景正不断打开，睿创微纳作为龙头在技术、成本等方面具备领先优势，有望深度受益于行业空间扩张趋势。

■ 长期：激光、微波、制冷红外等新技术逐步落地，公司有望成长为平台型公司。 在深耕非制冷红外主业同时，公司沿着电磁波谱进军红外相近赛道，如微波、太赫兹、激光等：a) 制冷型红外：15 μm 640×512 长波二类超晶格制冷型红外焦平面探测器芯片已研制成功，与碲镉汞技术路线相比公司布局的二类超晶格技术难度大但突破后具有成本优势；b) 太赫兹：公司推出国内第一款阵列规模达到 640*512 的探测器，c) 激光：公司已完成人眼安全钕玻璃激光器系列产品和人眼安全激光测距机系列产品研制并量产，d) 雷达：非制冷红外全景雷达产品、制冷红外全景雷达产品设计并量产，e) 微波：已完成了 Ku 波段 T/R 组件、馈电网络、波导裂缝天线、波控电源等组件及分机的研制。此外，公司还成立控股子公司齐芯半导体（持股比例 52%），负责建设化合物半导体及 MEMS 工艺平台，其中：1) 化合物半导体芯片工艺线面向半导体激光器、光电探测器、微波器件以及功率器件；2) MEMS 工艺线面向高端光学 MEMS 器件、RF MEMS 器件和惯性 MEMS 传感器等。我们认为中长期公司将成为平台型公司，通过技术和客户资源的延展不断开启新的成长曲线。

■ 风险因素：工业测温等新业务拓展不及预期；市场竞争加剧；等。

■ 投资建议：看好未来 3~5 年维度内红外热成像技术在国家特种需求、户外、安防、汽车电子领域渗透率加速提升，我们小幅上调公司 2021~2023 年 EPS 预测至 1.76/2.74/4.14 元（原预测为 1.75/2.71/4.08 元）。我们看好公司龙头地位和长期成长性，基于 2021 年 70 倍 PE 给予目标价 123 元，维持“买入”评

睿创微纳	688002
评级	买入 (维持)
当前价	96.12 元
目标价	123.00 元
总股本	445 百万股
流通股本	229 百万股
总市值	428 亿元
近三月日均成交额	249 百万元
52 周最高/最低价	122.3/50.15 元
近 1 月绝对涨幅	1.13%
近 6 月绝对涨幅	-11.67%
近 12 月绝对涨幅	95.20%

级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	685	1,561	2,166	3,350	4,781
营业收入增长率 YoY	78.2%	128.1%	38.7%	54.7%	42.7%
净利润(百万元)	202	584	785	1,219	1,841
净利润增长率 YoY	61.4%	189.1%	34.4%	55.2%	51.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.45	1.31	1.76	2.74	4.14
毛利率	50.4%	62.8%	60.0%	60.0%	60.0%
净资产收益率 ROE	8.6%	19.9%	21.5%	25.3%	28.1%
每股净资产 (元)	5.26	6.58	8.21	10.82	14.71
PE	211.7	73.4	54.5	35.1	23.2
PB	18.3	14.6	11.7	8.9	6.5
PS	62.5	27.4	19.8	12.8	8.9
EV/EBITDA	190.3	59.2	46.5	29.2	19.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 6 月 22 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	685	1,561	2,166	3,350	4,781
营业成本	339	581	866	1,340	1,913
毛利率	50.4%	62.8%	60.0%	60.0%	60.0%
税金及附加	5	7	15	21	28
销售费用	23	46	61	87	105
销售费用率	3.3%	3.0%	2.8%	2.6%	2.2%
管理费用	38	64	130	171	196
管理费用率	5.6%	4.1%	6.0%	5.1%	4.1%
财务费用	(27)	9	(4)	28	36
研发费用	111	228	267	392	512
研发费用率	16.2%	14.6%	12.4%	11.7%	10.7%
财务费用率	-3.9%	0.6%	-0.2%	0.8%	0.8%
投资收益	0	53	18	24	32
EBITDA	225	723	921	1,467	2,191
营业利润率	31.35%	42.67%	39.80%	40.45%	43.05%
营业利润	215	666	862	1,355	2,059
营业外收入	8	4	4	5	4
营业外支出	0	3	1	1	2
利润总额	223	668	865	1,359	2,061
所得税	21	83	80	140	220
所得税率	9.3%	12.4%	9.2%	10.3%	10.7%
少数股东损益	0	0	0	0	1
归属于母公司股东的净利润	202	584	785	1,219	1,841
净利率	29.5%	37.4%	36.3%	36.4%	38.5%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,494	1,243	3,005	4,874	5,800
存货	294	713	1,065	1,482	2,272
应收账款	115	322	433	641	953
其他流动资产	167	275	427	548	791
流动资产	2,070	2,554	4,929	7,546	9,815
固定资产	253	442	581	701	757
长期股权投资	0	23	23	23	23
无形资产	72	138	138	138	138
其他长期资产	148	387	423	470	522
非流动资产	474	991	1,165	1,333	1,440
资产总计	2,544	3,545	6,095	8,879	11,255
短期借款	1	50	1,787	3,206	3,465
应付账款	75	229	335	448	711
其他流动负债	59	224	209	297	422
流动负债	135	503	2,330	3,950	4,597
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	67	112	112	112	112
非流动性负债	67	112	112	112	112
负债合计	202	615	2,442	4,061	4,709
股本	445	445	445	445	445
资本公积	1,561	1,584	1,584	1,584	1,584
归属于母公司所有者权益合计	2,342	2,929	3,652	4,816	6,544
少数股东权益	1	1	1	2	3
股东权益合计	2,343	2,930	3,653	4,817	6,547
负债股东权益总计	2,544	3,545	6,095	8,879	11,255

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	202	585	785	1,219	1,842
折旧和摊销	29	47	61	80	94
营运资金的变化	-75	-491	-537	-557	-953
其他经营现金流	3	23	-10	15	2
经营现金流合计	159	164	300	757	985
资本支出	-129	-487	-200	-200	-150
投资收益	0	53	18	24	32
其他投资现金流	-138	-23	-36	-48	-51
投资现金流合计	-267	-458	-217	-224	-170
权益变化	1,141	0	0	0	0
负债变化	0	49	1,737	1,419	259
股利支出	0	-20	-62	-54	-113
其他融资现金流	-9	-1	4	-28	-36
融资现金流合计	1,132	27	1,679	1,336	110
现金及现金等价物净增加额	1,024	-267	1,761	1,870	926

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	78.2%	128.1%	38.7%	54.7%	42.7%
营业利润	61.2%	210.4%	29.4%	57.2%	51.9%
净利润	61.4%	189.1%	34.4%	55.2%	51.1%
利润率 (%)					
毛利率	50.4%	62.8%	60.0%	60.0%	60.0%
EBITDA Margin	32.9%	46.3%	42.5%	43.8%	45.8%
净利率	29.5%	37.4%	36.3%	36.4%	38.5%
回报率 (%)					
净资产收益率	8.6%	19.9%	21.5%	25.3%	28.1%
总资产收益率	7.9%	16.5%	12.9%	13.7%	16.4%
其他 (%)					
资产负债率	7.9%	17.3%	40.1%	45.7%	41.8%
所得税率	9.3%	12.4%	9.2%	10.3%	10.7%
股利支付率	10.1%	10.7%	6.9%	9.2%	8.9%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编制的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。