

睿创微纳（688002）2019 年报点评： 十年耕耘，锋芒初显

行业分类：国防军工

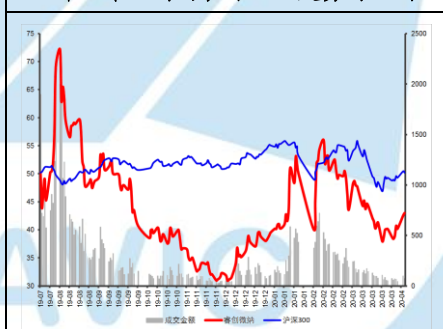
2020 年 04 月 08 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.04.08)	42.97
目标价格	53.32

基础数据 (2020.04.08)

上证指数	2815.37
总股本(亿股)	4.45
流通 A 股(亿股)	0.55
资产负债率	7.93%
ROE	12.07%
PE (TTM)	94.63
PB (LF)	8.16

上市以来公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

➤ **事件：**公司 4 月 8 日披露 2019 年年报，报告期内，公司实现营业收入 6.85 亿元，同比增长 78.25%；实现归母净利润 2.02 亿元，同比增长 61.44%；实现归母扣非净利润 1.76 亿元，同比增长 56.18%；基本每股收益 0.49 元，同比增长 32.30%。

➤ 投资要点：

- **报告期公司加强开拓市场扩大销售，业绩增长超预期。**公司是一家专业从事非制冷红外热成像与 MEMS 传感技术开发的集成电路芯片企业，致力于专用集成电路、MEMS 传感器及红外成像产品的设计与制造。报告期内，公司主要产品为探测器、机芯和整机，其中由于公司对探测器和机芯进行降价销售，使得探测器和机芯销量分别较上年同比增长 100.21% 和 24.10%；但营收方面，探测器和机芯分别实现营收 2.48 亿元（+55.77%）和 8826.64 万元（-18.21%），我们认为机芯收入增长下滑的原因主要是受军品客户项目进度影响所致。整机产品方面，销量同比增长 170.59%，营收为 3.29 亿元（+192.23%），我们认为主要为公司大幅拓展了整机外销市场所致。毛利率方面，公司为了让利客户、占领更大市场，对探测器和机芯进行降价销售，导致探测器及机芯毛利率下滑至 58.58%（-9.53pcts）和 66.37%（-11.08pcts），同时毛利率较低的整机产品销售收入占比的提升，多因素共同导致了公司毛利率整体下降至 50.42%（-9.65pcts）。库存方面，公司探测器库存上涨 83.05%，由于探测器库存除销售外可用于机芯和整机，公司 2019 年让利抢占市场，同时结合整机增速较大，我们预计 2020 年公司在为今年产品数量的增长做备货。报告期内，公司子公司艾睿光电主要承担军用红外热像产品的生产销售，整体业绩表现亮眼，实现净利润 1.01 亿元（+12.42%），贡献利润较大，占公司归母净利的 50%。
- **公司以核心部件配套的优质产品性能及量产能力优势，陆续承担多个军品型号项目的配套研制，客户稳定性较高。**2020 年 3 月，公司与客户签订某型号军品配套的非制冷红外焦平面探测器订货合同，合同金额 1.94 亿元，系客户对以前年度研制定型的军品型号产品的再次订货。本次订单金额分别占 2018 年和 2019 年营收的 50.38%、28.34%。我们判断十三五末订单的集中落地可以增加公司 2020 年的业绩，促使公司收入保持稳定增长。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

在民品方面，公司户外热像仪市场占有率持续扩大，不断完善红外测温产品系列，积极探索在 AIOT 和汽车红外夜视的应用和推广。

- **公司保持较高研发投入强度，加紧新产品开发。**公司保持对研发的投入强度，全年研发费用 1.11 亿元，占营业收入的 16.22%。2019 年 8 月 2 日，公司发布了《关于新产品研发进展的公告》，成功研发 1280×1024 像元间距 10μm 非制冷红外焦平面探测器，是继美国 DRS 之后，作为全球第二家对外发布 10μm 非制冷探测器产品的公司，更小像元中心距的焦平面探测器可提供更清晰细腻红外图像，满足大视场、远距离的应用场景需求，适用于边界安防、国土防卫、航空航天等高端应用场景，进一步丰富公司核心技术储备，增强公司核心竞争力。
- **疫情催生红外测温需求，短期销量或增。**本次新冠疫情突发，举国之力战“疫”，精确红外测温设备需求激增。目前，产品测温模组和人体体温快速精准筛查红外热像仪已经应用到广州白云机场、成都（东站、北站）、武汉（协和医院）等疫情筛查一线中，其他城市在陆续安装中。公司系列产品春节期间正常供应，将助力高效精准监测和有效遏制新型冠状病毒感染的肺炎疫情蔓延。目前，新冠疫情在全球快速蔓延，海外红外测温需求短期内亦将迎来迅速增长。公司近年海外销量激增，不断加大海外布局，相信后续有望积极对全球防疫有所助力。

➤ 投资建议

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 10.90 亿元、15.88 亿元和 22.21 亿元，归母净利润分别为 2.76 亿元、3.69 亿元、4.69 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.83 元、1.05 元，参考同行业上市公司，给予 2020 年公司 86 倍 PE 估值，对应目标价格 53.32 元，给予“买入”评级，分别对应 2020-2022 年预测收益的 86 倍、64 倍及 51 倍 PE。

● 风险提示：

- 实际控制人持股比例较低带来的控制权流失
- 公司技术与产品研发进程不及预期
- 主要客户集中度较高
- 宏观经济环境低迷

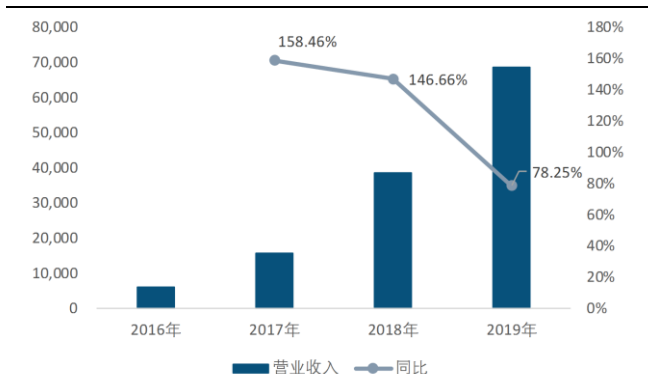
● 盈利预测：

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	684.66	1090.32	1588.26	2221.34
增长率 (%)	78.25%	59.25%	45.67%	39.86%
归属母公司股东净利润	202.07	276.24	369.32	468.80
增长率 (%)	61.44%	36.71%	33.70%	26.93%
每股收益 (EPS)	0.45	0.62	0.83	1.05

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

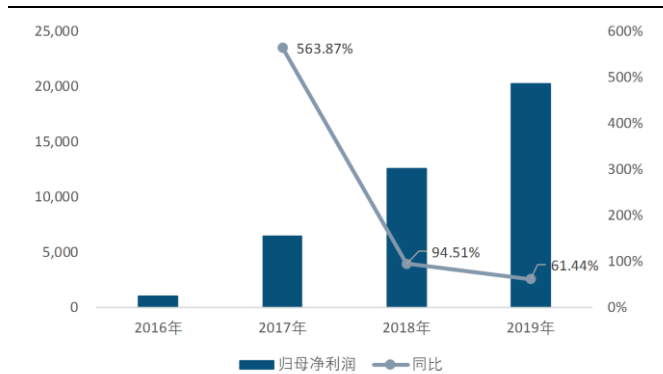
◆ 2016-2019 年公司年报主要财务数据

图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 万元; %)



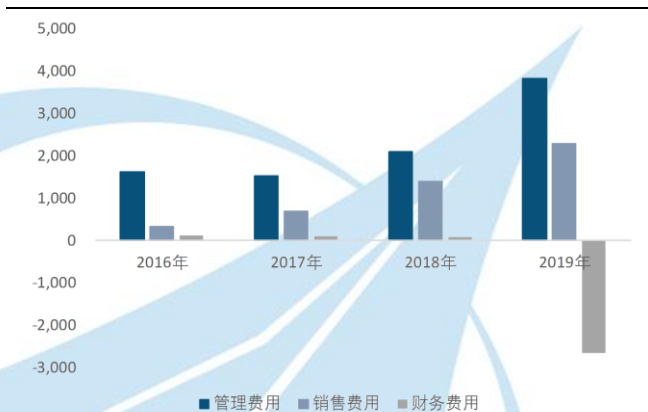
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 万元; %)



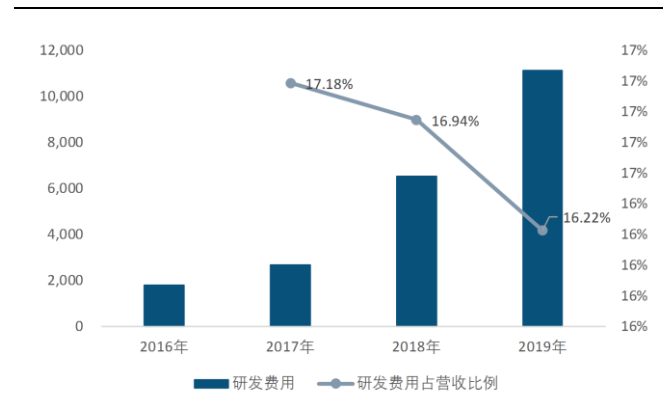
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 3: 公司年报三费情况 (单位: 万元)



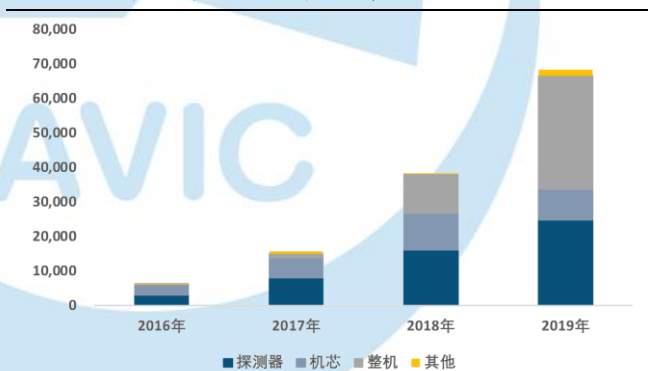
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 4: 公司年报研发支出及其占营收比例情况 (单位: 万元; %)



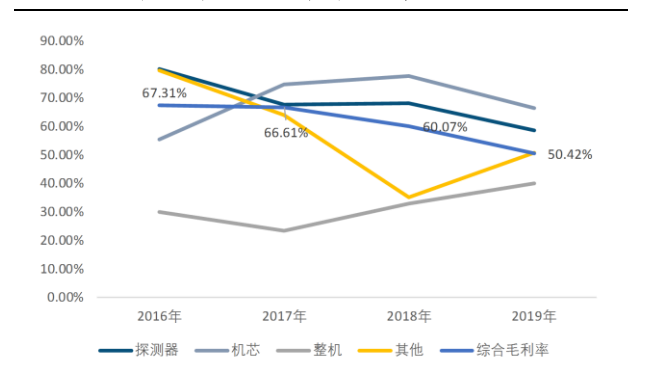
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 5: 公司年报各产品收入情况 (单位: 万元)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 6: 公司年报各产品毛利率情况 (单位: %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

附表：睿创微纳估值财务模型（单位：百万元）

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	684.66	1090.32	1588.26	2221.34	货币资金	1493.92	1881.28	2121.64	2473.21
营业成本	339.48	502.74	742.99	1105.78	应收和预付款项	207.47	389.67	582.63	873.31
营业税金及附加	4.68	3.60	4.61	11.11	存货	294.40	492.69	586.96	807.22
销售费用	22.80	30.53	51.46	77.75	其他流动资产	74.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	149.29	229.84	354.82	475.37	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-26.58	0.22	0.79	1.11	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.97	0.80	1.60	1.30	固定资产和在建工程	257.62	241.68	226.06	209.88
投资收益	0.28	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	72.12	69.59	67.26	65.01
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	144.09	156.30	165.96	176.43
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	2544.26	3231.21	3750.52	4605.06
营业利润	214.64	322.59	432.00	548.93	短期借款	1.44	180.00	280.00	380.00
其他非经营损益	8.07	2.40	2.50	2.60	应付和预收款项	132.19	352.50	394.75	671.84
利润总额	222.71	324.99	434.50	551.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	20.61	48.75	65.17	82.73	其他负债	68.07	79.91	87.64	96.30
净利润	202.10	276.24	369.32	468.80	负债合计	201.70	612.40	762.39	1148.13
少数股东损益	0.03	0.00	0.00	0.00	股本	445.00	445.00	445.00	445.00
归属母公司股东净利润	202.07	276.24	369.32	468.80	资本公积	1560.74	1560.74	1560.74	1560.74
现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	336.24	612.48	981.80	1450.60
经营活动现金流净额	159.14	216.72	151.56	263.65	归属母公司股东权益	2341.98	2618.22	2987.54	3456.34
投资活动现金流净额	-267.07	-19.70	-18.40	-18.98	少数股东权益	0.59	0.59	0.59	0.59
筹资活动现金流净额	1131.97	190.34	107.21	106.89	股东权益合计	2342.57	2618.81	2988.13	3456.93
现金流量净额	1024.03	387.36	240.36	351.56	负债和股东权益合计	2544.26	3231.21	3750.52	4605.06

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。
王菁菁, SAC 执业证书号: S0640518090001, 英国萨里大学理学硕士, 从事机械军工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。