

睿创微纳 (688002)

证券研究报告

2021年10月08日

收购华测电子股权，携手航空工业集团雷达所，微波业务或支撑公司第二成长曲线

事件:公司以自有资金 28,126.52 万元收购标的公司无锡华测电子系统有限公司 56.253% 的股权。

● 收购华测电子 56.253% 股权，微波领域竞争力或显著提升

公司以自有资金 2.81 亿元收购标的公司无锡华测电子系统有限公司 56.253% 股权，华测电子主要致力于微波电子产品的研发和生产，主要客户为国内雷达研制生产单位等。标的公司近日与某一主要客户签订了一份微波收发组件产品的订货合同，交付周期为 2022-2024 年，并且还陆续收到其他订货需求，表明公司订单充足。随着标的公司纳入上市公司体内，公司将派驻优秀管理团队，标的公司经营效率及盈利能力有望显著提升，公司在微波领域竞争力可期。

● 携手航空工业集团研究所，微波业务有望支撑公司第二成长曲线，同时公司红外业务在航空产品中应用或出现加速

公司与标的公司华测电子原第一大股东航空工业雷华研究所（简称雷达所）签订战略合作协议，双方将共同支持标的公司的发展，将标的公司打造为国内微波与射频行业的重要企业。雷达所成立于 1970 年，是我国唯一机/弹载雷达专业研究所，未来公司有望借助与雷达所的战略合作快速拓展微波业务，助力公司第二成长曲线，同时或推动公司其他探测技术产品在航空领域应用。

● 我国非制冷红外探测器领先者，军民协同发展将迎来景气周期

公司在非制冷红外领域拥有技术优势，近年来技术迭代加速。公司于 21H1 完成 8 微米、1920x1080 大面阵非制冷红外探测器完成工程验证；推出第二款 10 微米、640x512 中面阵非制冷红外探测器；制冷型在长波、中波领域均有突破，特别是中波制冷探测器率先完成 100% 全国国产化，未来有望快速出货。公司坚持军民品协同发展，军品业务有望在“十四五”期间持续高速增长，随着技术迭代成本下降，民品下游应用有望实现突破。

① 军用领域：红外热成像被应用于军事侦察、监视和制导等方面，在武器装备中得到广泛应用。目前，红外产品在美国、法国等国家军队普及率较高，西方国家对红外成像采取严格的技术封锁及产品禁运政策，近年来我国红外热像仪军事领域应用处于快速提升阶段，单兵、坦克装甲车辆、舰船、军机和红外制导武器等在内的红外装备市场将迎来快速发展阶段，根据北京欧立信咨询中心预测，我国军用红外市场总容量超 300 亿元。

② 民用领域：随着红外成像产品成本及价格降低，民用领域逐步广泛，主要应用领域包括安防监控、个人消费、辅助驾驶、消防及警用、工业监测、人体体温监测、电力监测、医疗检疫等。国际民用红外热成像行业将迎来市场需求的快速增长期，据 Yole 预测，2024 年非制冷民用红外市场规模将达 44.24 亿美元，预计未来将有更多新兴市场需求成为红外成像市场新的增长极。

盈利预测与评级: 公司作为国内非制冷红外芯片领军企业，军品业务有望充分受益于十四五终端产品高速发展需求，作为上游企业排产有望快速提升；民品端户外产品有望持续高速增长，新兴领域静待成本下降推动应用场景突破；持续布局微波业务，或开启第二成长曲线。基于全年审慎预测以及对于未来公司快速成长预期，我们将 21 年归母净利润由 7.69 下调至 6.96 亿元，22-23 年为 11.63/16.55 亿元，对应 EPS 为 1.56/2.61/3.72 元，对应 PE 为 56.10/33.57/23.59x，维持“买入”评级。

风险提示: 截至公告日公司尚未取得华测电子股权，若交割条件无法达成，本次交易存在中止可能；华测电子经营发展低于预期；军品订单增速放缓；海外业务受汇率影响

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	684.66	1,561.44	2,131.29	3,324.00	4,522.61
增长率(%)	78.25	128.06	36.49	55.96	36.06
EBITDA(百万元)	306.54	986.12	780.03	1,310.05	1,868.44
净利润(百万元)	202.07	584.20	695.62	1,162.60	1,654.50
增长率(%)	61.44	189.12	19.07	67.13	42.31
EPS(元/股)	0.45	1.31	1.56	2.61	3.72
市盈率(P/E)	193.14	66.80	56.10	33.57	23.59
市净率(P/B)	16.66	13.33	10.91	8.43	6.36
市销率(P/S)	57.00	24.99	18.31	11.74	8.63
EV/EBITDA	49.96	48.54	47.72	28.07	19.20

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	87.7 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	445.00
流通 A 股股本(百万股)	231.13
A 股总市值(百万元)	39,026.50
流通 A 股市值(百万元)	20,269.98
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	15.65
一年内最高/最低(元)	129.48/75.81

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003
lilujing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《睿创微纳-半年报点评:20Q2 体温监测放量/本期研发费用高增影响业绩增速，坚定看好军民品协同发展路径》 2021-08-29
- 2 《睿创微纳-年报点评报告:期初高额存货持续扩张，公司持续处于高景气阶段》 2021-04-30
- 3 《睿创微纳-公司点评:归母净利润大增 192% 实现超预期增长，军工电子高景气周期持续兑现》 2021-01-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,493.92	1,243.41	1,621.16	2,043.31	2,926.66
应收票据及应收账款	176.19	476.73	579.37	787.54	1,072.27
预付账款	29.15	49.99	90.48	99.25	158.93
存货	294.40	713.23	830.14	1,329.42	1,833.22
其他	76.77	70.48	44.83	83.32	66.88
流动资产合计	2,070.43	2,553.84	3,165.98	4,342.83	6,057.97
长期股权投资	0.00	23.44	23.44	23.44	23.44
固定资产	253.44	442.46	484.78	532.61	570.74
在建工程	4.18	84.72	86.83	100.10	90.06
无形资产	72.12	137.96	134.01	130.05	126.10
其他	144.09	302.16	167.65	197.52	204.35
非流动资产合计	473.84	990.74	896.71	983.72	1,014.68
资产总计	2,544.26	3,544.58	4,062.69	5,326.55	7,072.65
短期借款	1.44	50.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	82.84	271.16	202.54	497.42	482.99
其他	50.66	182.04	204.39	110.59	357.59
流动负债合计	134.95	503.19	406.93	608.00	840.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	66.75	111.62	78.40	85.59	91.87
非流动负债合计	66.75	111.62	78.40	85.59	91.87
负债合计	201.70	614.81	485.32	693.59	932.44
少数股东权益	0.59	0.99	1.19	1.63	2.38
股本	445.00	445.00	445.00	445.00	445.00
资本公积	1,560.74	1,583.80	1,583.80	1,583.80	1,583.80
留存收益	1,896.98	2,483.78	3,131.18	4,186.33	5,692.83
其他	(1,560.74)	(1,583.80)	(1,583.80)	(1,583.80)	(1,583.80)
股东权益合计	2,342.57	2,929.77	3,577.37	4,632.96	6,140.21
负债和股东权益总计	2,544.26	3,544.58	4,062.69	5,326.55	7,072.65

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	202.10	584.60	695.62	1,162.60	1,654.50
折旧摊销	28.90	46.77	19.52	22.86	25.86
财务费用	0.05	1.30	(2.87)	(5.29)	(7.18)
投资损失	(0.28)	(52.69)	(18.46)	(18.46)	(18.46)
营运资金变动	(231.91)	(378.57)	(203.40)	(572.30)	(594.41)
其它	160.28	(37.55)	(23.82)	4.45	6.09
经营活动现金流	159.14	163.87	466.58	593.85	1,066.41
资本支出	75.89	354.30	93.22	72.81	43.72
长期投资	0.00	23.44	0.00	0.00	0.00
其他	(342.96)	(835.46)	(86.71)	(142.36)	(85.94)
投资活动现金流	(267.07)	(457.73)	6.51	(69.55)	(42.22)
债权融资	1.44	50.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,160.55	13.63	2.87	5.29	7.18
其他	(30.02)	(36.28)	(98.22)	(107.45)	(148.01)
筹资活动现金流	1,131.97	27.35	(95.35)	(102.16)	(140.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,024.03	(266.51)	377.75	422.15	883.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	684.66	1,561.44	2,131.29	3,324.00	4,522.61
营业成本	339.48	580.68	791.10	1,227.21	1,653.50
营业税金及附加	4.68	7.44	14.64	20.47	26.83
营业费用	22.80	46.22	63.94	109.69	149.25
管理费用	38.22	63.90	191.82	216.06	212.56
研发费用	111.07	228.35	311.17	498.60	678.39
财务费用	(26.58)	9.44	(2.87)	(5.29)	(7.18)
资产减值损失	(0.97)	(29.89)	(7.45)	(12.77)	(16.71)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(24.03)	4.00	5.34
投资净收益	0.28	52.69	18.46	18.46	18.46
其他	(18.97)	(63.70)	11.14	(44.92)	(47.59)
营业利润	214.64	666.32	763.38	1,292.48	1,849.75
营业外收入	8.13	3.94	4.03	5.37	4.44
营业外支出	0.07	2.64	0.90	1.20	1.58
利润总额	222.71	667.62	766.50	1,296.65	1,852.61
所得税	20.61	83.01	70.68	133.60	197.36
净利润	202.10	584.60	695.82	1,163.04	1,655.25
少数股东损益	0.03	0.40	0.20	0.44	0.75
归属于母公司净利润	202.07	584.20	695.62	1,162.60	1,654.50
每股收益(元)	0.45	1.31	1.56	2.61	3.72

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	78.25%	128.06%	36.49%	55.96%	36.06%
营业利润	61.24%	210.43%	14.57%	69.31%	43.12%
归属于母公司净利润	61.44%	189.12%	19.07%	67.13%	42.31%
获利能力					
毛利率	50.42%	62.81%	62.88%	63.08%	63.44%
净利率	29.51%	37.41%	32.64%	34.98%	36.58%
ROE	8.63%	19.95%	19.45%	25.10%	26.96%
ROIC	33.30%	83.82%	49.38%	64.99%	69.28%
偿债能力					
资产负债率	7.93%	17.35%	11.95%	13.02%	13.18%
净负债率	-63.71%	-40.73%	-45.32%	-44.10%	-47.66%
流动比率	15.34	5.08	7.78	7.14	7.21
速动比率	13.16	3.66	5.74	4.96	5.03
营运能力					
应收账款周转率	4.11	4.78	4.04	4.86	4.86
存货周转率	2.53	3.10	2.76	3.08	2.86
总资产周转率	0.37	0.51	0.56	0.71	0.73
每股指标(元)					
每股收益	0.45	1.31	1.56	2.61	3.72
每股经营现金流	0.36	0.37	1.05	1.33	2.40
每股净资产	5.26	6.58	8.04	10.41	13.79
估值比率					
市盈率	193.14	66.80	56.10	33.57	23.59
市净率	16.66	13.33	10.91	8.43	6.36
EV/EBITDA	49.96	48.54	47.72	28.07	19.20
EV/EBIT	54.55	50.61	48.95	28.57	19.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com