

## 公司研究

## 拓宽微波业务产业布局，收购凸显协同效应

## ——睿创微纳（688002.SH）跟踪报告之二

## 买入（维持）

当前价：78.46元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

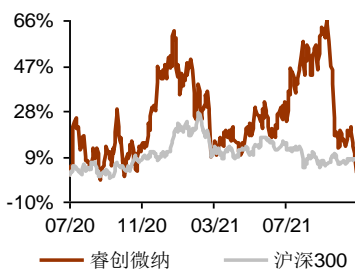
021-52523849

kailiu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.45
总市值(亿元):	349
一年最低/最高(元):	75.81/129.48
近3月换手率:	100.63%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.05	-22.67	-12.22
绝对	-10.54	-31.51	2.70

资料来源：Wind

## 要点

**事件：**近期，公司与深圳市信熹聚芯投资合伙企业共同收购无锡华测电子系统有限公司 71.87%的股权，对应的交易对价为 3.59 亿元，本次交易事项已经公司第二届董事会第二十二次会议审议通过。其中公司以自有资金 2.81 亿元收购无锡华测电子 56.25%的股权，信熹聚芯以 0.78 亿元收购无锡华测电子 15.62%的股权。

## 点评：

**标的公司深耕微波行业，产品广覆微波系列产品。**标的公司无锡华测电子主要致力于微波电子产品的研发和生产，产品涉及微波前端、微波固态功放、微波频率综合系统、微波收发组件（T/R 组件），以及通信、导航、遥感领域系统级微波电子产品等，主要客户为国内雷达研制生产单位等。无锡华测电子自 2006 年成立以来，深耕微波行业十余年，技术和产品积累深厚，有稳定的客户基础和持续的订单需求，受益于国防建设的拉动，具备持续稳健发展的潜力。标的公司 2018/2019/2020 年总营收分别为 1.87/2.45/1.32 亿元，净利润分别为 1295/2450/913 万元。

**收购提升标的公司经营效率，持续释放发展潜力。**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。标的公司近期还陆续收到其他订货需求，受益于自身的深厚积累以及微波行业的旺盛需求，标的公司订单充足，未来发展潜力较大。同时，标的公司当前的盈利能力与同行业其他企业相比有一定的差距，本次交易完成后标的公司纳入上市公司体内，公司将派出管理团队参与标的公司的日常经营管理，提升标的公司的经营效率，提高标的公司的盈利能力。标的公司于 2016 年 8 月完成了前次股权转让，估值为人民币 4.5 亿元。本次收购的 100%股权对应的估值对价为 5.0 亿元，对应 2019 和 2020 年 P/E 约为 20x 和 55x。

**拓宽微波业务产业布局，收购凸显协同效应。**公司横向进入微波领域，经过早期的布局和团队搭建，目前已形成完整的研发团队，完成了 Ku 系列化微波 T/R 组件、馈电网络、波导裂缝天线、波控电源等组件及分机、微波安防雷达整机的研制。但作为新进入者，公司在微波领域的技术、产品和客户积累尚浅；标的公司作为一家在微波领域深耕十余年的企业，有稳定的客户基础和持续的订单需求。本次交易将进一步完善和提升公司的产业发展布局，进一步促进公司的业务布局和产业协同。

**战略合作国内唯一机/弹载雷达研究所，再次提升标的公司未来价值。**同时，公司与标的公司原第一大股东中国航空工业集团公司雷华电子技术研究所签订了战略合作协议，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。雷华研究所成立于 1970 年，是集机载雷达与航空电子设备技术研究、产品研制、生产、试验和服务为一体的科技先导型研究所，是我国唯一的机/弹载雷达专业研究所，目前承担着国家近百项前沿技术研究、型号研制及产品交付任务，满足各类军民现用役飞机及新一代飞行器的机载雷达和航空电子装备需求。公司与雷华研究所的战略合作将极大提升标的公司未来价值。

**盈利预测、估值与评级：**公司作为国内非制冷红外芯片领军企业，我们看好未来5年内红外热成像技术在汽车电子、特种需求、安防等多方面进一步推动应用落地和渗透率提升，同时公司微波业务布局已见雏形，增长潜力巨大。由于20年疫情原因造成的民品业务高基数，因此21年民品业务增速不及预期，考虑到未来全球疫情趋缓，也下修22年民品业务增速，我们预测公司2021~2022年净利润为6.70/10.15（原预测为8.17和10.73亿元，分别下修18.0%和5.4%），新增2023年净利润预测为13.03亿元，目前市值对应PE为52X/34X/27X，受益于红外热成像技术的渗透率持续提升，仍维持“买入”评级。

**风险提示：**红外成像技术市场需求下降；新业务不及预期；交割条件无法达成，交易可能终止。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	684.66	1,561.44	1,992.00	3,019.50	3,833.01
营业收入增长率	78.25%	128.06%	27.57%	51.58%	26.94%
净利润（百万元）	202.07	584.20	669.94	1,015.49	1,303.01
净利润增长率	61.44%	189.12%	14.68%	51.58%	28.31%
EPS（元）	0.45	1.31	1.51	2.28	2.93
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.63%	19.95%	18.94%	22.57%	22.70%
P/E	173	60	52	34	27
P/B	14.9	11.9	9.9	7.8	6.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-22

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	685	1,561	1,992	3,020	3,833
营业成本	339	581	873	1,334	1,703
折旧和摊销	26	40	35	48	63
税金及附加	5	7	12	15	19
销售费用	23	46	64	88	111
管理费用	38	64	82	112	142
研发费用	111	228	319	423	517
财务费用	-27	9	-34	-42	-50
投资收益	0	53	1	0	0
营业利润	215	666	744	1,135	1,464
利润总额	223	668	749	1,135	1,464
所得税	21	83	79	119	161
净利润	202	585	670	1,015	1,303
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	202	584	670	1,015	1,303
EPS(元)	0.45	1.31	1.51	2.28	2.93

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	159	164	922	958	1,340
净利润	202	584	670	1,015	1,303
折旧摊销	26	40	35	48	63
净营运资金增加	264	729	-50	466	298
其他	-332	-1,190	267	-572	-324
投资活动产生现金流	-267	-458	-180	-235	-210
净资本支出	-129	-487	-170	-210	-210
长期投资变化	0	23	-38	0	0
其他资产变化	-138	6	28	-25	0
融资活动现金流	1,132	27	-69	8	5
股本变化	60	0	0	0	0
债务净变化	1	49	-50	0	0
无息负债变化	15	365	84	172	119
净现金流	1,024	-275	673	731	1,136

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	50.4%	62.8%	56.2%	55.8%	55.6%
EBITDA 率	32.2%	48.2%	36.0%	38.8%	39.0%
EBIT 率	28.0%	45.2%	34.2%	37.2%	37.3%
税前净利润率	32.5%	42.8%	37.6%	37.6%	38.2%
归母净利润率	29.5%	37.4%	33.6%	33.6%	34.0%
ROA	7.9%	16.5%	16.0%	19.1%	19.5%
ROE (摊薄)	8.6%	19.9%	18.9%	22.6%	22.7%
经营性 ROIC	16.0%	28.2%	27.1%	35.1%	38.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	8%	17%	15%	15%	14%
流动比率	15.34	5.08	5.62	5.75	6.53
速动比率	13.16	3.66	4.55	4.84	5.73
归母权益/有息债务	1628.60	58.58	-	-	-
有形资产/有息债务	1696.41	66.55	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,544	3,545	4,186	5,320	6,680
货币资金	1,494	1,243	1,916	2,648	3,783
交易性金融资产	0	36	0	0	0
应收账款	115	322	359	462	517
应收票据	61	154	100	91	77
其他应收款 (合计)	2	15	6	6	6
存货	294	713	586	632	641
其他流动资产	75	19	41	92	133
流动资产合计	2,070	2,554	3,060	3,998	5,208
其他权益工具	36	107	107	107	107
长期股权投资	0	23	61	61	61
固定资产	253	442	558	710	847
在建工程	4	85	86	87	88
无形资产	72	138	148	153	158
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	75	116	125	125	125
非流动资产合计	474	991	1,126	1,322	1,472
总负债	202	615	648	820	939
短期借款	1	50	0	0	0
应付账款	75	229	218	294	341
应付票据	8	42	17	27	34
预收账款	15	0	40	60	77
其他流动负债	0	7	12	22	30
流动负债合计	135	503	544	695	798
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	59	86	95	115	131
非流动负债合计	67	112	105	125	141
股东权益	2,343	2,930	3,537	4,499	5,741
股本	445	445	445	445	445
公积金	1,583	1,635	1,702	1,803	1,806
未分配利润	314	849	1,389	2,250	3,489
归属母公司权益	2,342	2,929	3,536	4,498	5,740
少数股东权益	1	1	1	1	1

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.33%	2.96%	3.20%	2.90%	2.90%
管理费用率	5.58%	4.09%	4.10%	3.70%	3.70%
财务费用率	-3.88%	0.60%	-1.72%	-1.38%	-1.31%
研发费用率	16.22%	14.62%	16.00%	14.00%	13.50%
所得税率	9%	12%	11%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.05	0.14	0.12	0.14	0.15
每股经营现金流	0.36	0.37	2.07	2.15	3.01
每股净资产	5.26	6.58	7.95	10.11	12.90
每股销售收入	1.54	3.51	4.48	6.79	8.61

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	173	60	52	34	27
PB	14.9	11.9	9.9	7.8	6.1
EV/EBITDA	155.0	45.9	47.1	28.5	21.8
股息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE