

风险充分释放，光电龙头公司前景光明

睿创微纳 (688002)

事件概述

公司 2021 年前三季度净利润同比下滑 8.84%，低于市场预期。受此影响，公司股价跌幅较大。围绕三季报和公司生产经营情况，我们特作如下分析判断。

分析判断：

► 收入稳定增长，费用大幅增加导致利润下滑。

前三季度公司分产品看红外探测器及机芯模组、红外热成像仪整机分别实现收入 6.55 亿元 (+14.67%) 和 5.29 亿元 (+15.50%)；分地区看境内和境外业务分别实现 7.28 亿元 (+11.83%) 和 4.56 亿元 (+20.55%)，在去年防疫产品收入高基数的前提下各产品和市场都取得了正增长，但各项费用同比增长较快，其中销售费用同比增长 136.39%、管理费用同比增长 36.19%，研发费用同比增长 67.11%，导致净利润出现下滑。

产品结构变化、加大研发投入等原因导致费用增长明显。去年防疫产品需求大且急导致公司销售费用较低，今年公司主要产品为非防疫类红外产品，且处于部分产品开拓市场的阶段例如工业测温，整机产品进一步推广等，导致销售费用增长较快；此外公司持续加大研发投入和新产品开发力度，扩大研发团队规模，导致研发费用增长较快。整体看公司在 2021 年扩大了管理、销售、研发团队，导致各项期间费用中人工成本增长，从而出现了收入增加但净利润下降的情况，抛开对短期业绩的影响公司各方面的投入都为后续持续增长、做大做强奠定了基础。

► 红外赛道前景光明，市场规模将持续扩大

红外设备本质上是将自然界温度信息加以识别和利用的高科技产品，在军用领域都有着十分广泛的应用场景。其中军品驱动逻辑为武器装备放量叠加信息化率提升带来的行业性红利，我国自 2015 年左右才逐步实现红外国产芯片的自主研发生产，装备数量和比例与欧美、以色列存在巨大差距，目前还远未达到我国军队应有的配备率水平；红外民品则为设备制造成本下降带来的工业级、消费级产品渗透率提升及应用场景扩大的逻辑，红外技术与当今科技发展方向的匹配度较高，尤其在人口红利消失和人工成本大幅上升的环境下用探测器代替人工是不可逆转的趋势，随着红外产品制造成本的进一步下探（通过良率提升、改进封装技术等凡是），很多领域将会使用红外设备对环境温度信息做更加充分的应用，例如工业中的设备探伤，检测、消防、汽车辅助驾驶等。

► 红外技术优势明显，补齐产品谱系打造第二成长曲

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	70.67
股票代码：	688002
52 周最高价/最低价：	129.48/66.87
总市值(亿)	314.48
自由流通市值(亿)	163.34
自由流通股数(百万)	231.13



分析师：陆洲
邮箱：luzhou@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520110001
联系电话：010-59775364

分析师：孙远峰
邮箱：sunyf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080005

研究助理：朱雨时
邮箱：zhuys@hx168.com.cn

华西军工&电子联合覆盖

相关研究

1. 【华西军工】睿创微纳 (688002)：研发投入赋能业绩增长，产能扩张应对市场爆发
2021.04.29
2. 【华西军工】睿创微纳 (688002)：非制冷红外领军者
2021.03.29

线

公司作为研发驱动型企业，传统非制冷红外探测器领域公司在像元间距、封装等方面领跑市场，2020 年公司还布局了制冷红外探测器，后续将补齐红外产品谱系。此外公司还沿无线电频谱进行拓展，发展了微波、激光、太赫兹等产品，不断丰富自身第二成长曲线，参考 Teledyne 收购 FLIR 我们认为拓展电磁波频谱的覆盖范围是光电类公司持续成长的必由之路，公司非红外产品将充分拔高公司上限并延伸公司成长期的时间维度。

► 收购无锡华测，进军军用微波领域

公司拟以自有资金收购无锡华测 56.25% 股权，无锡华测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。本次收购大大缩短了公司微波技术在相关军品中的应用进程，根据公司公告，目前无锡华测在手订单 9.25 亿元，为后续业绩增量提供了保障。

投资建议

公司防疫产品收入明显下滑，并加大研发投入和市场开拓力度，我们下调公司 2021-2023 年营收 23.05/32.51/42.52 亿元的预测至 18.96/28.03/39.32 亿元；下调净利润 7.80/11.09/14.60 亿元的预测至 6.01/9.68/13.74 亿元，对应 EPS 下调为 1.35/2.17/3.09 元，对应 2021 年 11 月 10 日 70.67 元/股收盘价，PE 分别为 52X/33X/23X。维持“买入”评级。我们认为，公司近期股价波动已充分反映了今年较悲观的业绩预期。从公司基本面和光电器件类龙头公司视角观察，公司当前已具备较好的投资性价比。

风险提示

公司军品主要系订单驱动，受军品采购政策和需求的影响，可能存在军品订单不及预期的风险；此外随着销售规模扩大，公司军品存在降价风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	685	1,561	1,896	2,803	3,932
YoY (%)	78.2%	128.1%	21.4%	47.9%	40.2%
归母净利润(百万元)	202	584	601	968	1,374
YoY (%)	61.4%	189.1%	2.9%	60.9%	42.0%
毛利率 (%)	50.4%	62.8%	60.6%	60.2%	59.9%
每股收益 (元)	0.45	1.31	1.35	2.17	3.09
ROE	8.6%	19.9%	16.9%	21.1%	22.8%
市盈率	155.63	53.83	52.29	32.50	22.89

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,561	1,896	2,803	3,932	净利润	585	601	968	1,374
YoY (%)	128.1%	21.4%	47.9%	40.2%	折旧和摊销	47	53	71	92
营业成本	581	748	1,116	1,575	营运资金变动	-465	-161	-519	-597
营业税金及附加	7	11	17	24	经营活动现金流	164	493	520	869
销售费用	46	76	87	122	资本开支	-487	-250	-195	-200
管理费用	64	171	154	157	投资	-5	0	0	0
财务费用	9	-19	-19	-17	投资活动现金流	-458	-250	-195	-200
资产减值损失	-30	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	53	0	0	0	债务募资	50	-50	0	41
营业利润	666	691	1,112	1,579	筹资活动现金流	27	-50	0	40
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	-275	193	325	710
利润总额	668	691	1,112	1,579	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	83	90	145	205	成长能力				
净利润	585	601	968	1,374	营业收入增长率	128.1%	21.4%	47.9%	40.2%
归属于母公司净利润	584	601	968	1,374	净利润增长率	189.1%	2.9%	60.9%	42.0%
YoY (%)	189.1%	2.9%	60.9%	42.0%	盈利能力				
每股收益	1.31	1.35	2.17	3.09	毛利率	62.8%	60.6%	60.2%	59.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	37.4%	31.7%	34.5%	34.9%
货币资金	1,243	1,436	1,761	2,471	总资产收益率 ROA	16.5%	14.4%	18.1%	19.2%
预付款项	50	64	96	135	净资产收益率 ROE	19.9%	16.9%	21.1%	22.8%
存货	713	819	1,223	1,726	偿债能力				
其他流动资产	547	627	878	1,244	流动比率	5.08	5.99	6.00	5.51
流动资产合计	2,554	2,946	3,958	5,576	速动比率	3.56	4.20	4.00	3.67
长期股权投资	23	23	23	23	现金比率	2.47	2.92	2.67	2.44
固定资产	442	527	558	578	资产负债率	17.3%	14.5%	14.4%	15.7%
无形资产	138	188	258	358	经营效率				
非流动资产合计	991	1,225	1,401	1,571	总资产周转率	0.44	0.45	0.52	0.55
资产合计	3,545	4,171	5,359	7,147	每股指标 (元)				
短期借款	50	0	0	41	每股收益	1.31	1.35	2.17	3.09
应付账款及票据	271	308	400	624	每股净资产	6.58	8.02	10.31	13.53
其他流动负债	182	184	259	346	每股经营现金流	0.37	1.11	1.17	1.95
流动负债合计	503	492	659	1,012	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	112	112	112	112	PE	53.83	52.29	32.50	22.89
非流动负债合计	112	112	112	112	PB	16.87	8.82	6.86	5.22
负债合计	615	603	771	1,123					
股本	445	445	445	445					
少数股东权益	1	1	1	1					
股东权益合计	2,930	3,568	4,588	6,024					
负债和股东权益合计	3,545	4,171	5,359	7,147					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年新财富上榜分析师（第3名），2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师（第5名），2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

朱雨时：华西证券研究所军工行业研究助理，电子科技大学学士、中央财经大学硕士，2020年加入华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。