

2023年10月12日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 睿创微纳 (688002)

### 2023年中报点评：净利润+129%，红外主业持续发力，微波新业务高速增长

#### 报告摘要

◆ 事件：公司8月8日公告，2023年上半年公司实现营收（17.84亿元，+64.16%），归母净利润（2.58亿元，+129.03%），扣非归母净利润（2.30亿元，+131.20%），毛利率（49.79%，+2.60pcts），净利率（13.47%，+3.24pcts），基本每股收益（0.58元/股，+128.10%）。

◆ 受益于境内多个特种装备项目交付节奏正常化以及海外市场开拓等积极因素，公司红外主业高速增长，微波等新业务齐头并进

2023年上半年公司营收（17.84亿元，+64.16%）和归母净利润（2.58亿元，+129.03%）均实现高速增长；就单季度来看，2023年第二季度实现营收（9.94亿元，同比+54.83%，环比+25.82%），归母净利润（1.76亿元同比+79.59%，环比+114.63%），单季度公司收入和业绩整体均呈现高速增长，我们认为主要系红外热成像和微波射频两大主营业务收入大幅增长所致，公司整体毛利率（49.79%，+2.60pcts）和净利率（13.47%，+3.24pcts）均出现提升，盈利能力有所恢复。

国内外市场拓展方面，公司实现境内主营业务收入（11.03亿元，+100.99%，占总营收63.04%），主要系特种装备领域多个延期项目转入正常交付阶段，多个精确制导新项目顺利转产并进入批量交付阶段，需求较好；境外实现主营业务收入（6.47亿元，+21.88%，占总营收36.96%），我们预计公司仍将继续加大海外市场的拓展。

费用方面，报告期内，公司期间费用（5.81亿元，+49.31%），期间费用率（32.58%，-3.24pcts），其中管理费用（1.71亿元，+81.04%）和管理费用率（9.59%，+0.89pcts）有所提升，同时研发投入费用（3.04亿元，+29.65%）与研发人员（1141人，+17.87%）均出现快速增长。

其他财务数据方面，报告期内公司存货（16.38亿元，+14.01%，较期初增加9.5%）有所增加，主要系业务规模增长所致；同时公司合同负债（1.41

投资评级

买入

维持评级

2023年10月11日

收盘价(元):

47.53

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	447.30
总市值(百万)	21,260.36
流通股本(百万股)	447.30
流通市值(百万)	21,260.36
12月最高/最低价(元)	54.10/35.69
资产负债率(%)	40.75
每股净资产(元)	9.62
市盈率(TTM)	46.37
市净率(PB)	4.94
净资产收益率(%)	5.68

#### 股价走势图



#### 作者

王菁菁 分析师  
SAC执业证书: S0640518090001  
联系电话: 010-59219570  
邮箱: wangjj@avicsec.com

王宏涛 分析师  
SAC执业证书: S0640520110001  
联系电话: 010-59562525  
邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师  
SAC执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

亿元, +36.73%) 快速增长, 我们认为反映出公司在手业务订单增加, 公司正积极备货。

相关研究报告

◆ 公司以红外业务为主, 微波、激光等多维感知领域逐步突破新格局, 有力支撑公司持续快速发展

公司已掌握集成电路设计、MEMS 传感器设计及制造、封装测试、机芯图像算法开发、系统集成等非制冷红外成像全产业链核心技术及生产工艺, 覆盖芯片、探测器、机芯模组以及整机产品。公司成功研发出世界第一款像元间距 8 $\mu$ m、面阵规模 1920 $\times$ 1080 的大面阵非制冷红外探测器, 提出行业第一个红外真彩转换算法并建立了第一个红外开源平台, 夯实了公司在非制冷红外领域国内领先, 国际先进的技术地位。

报告期内, 公司红外热成像业务实现收入 (14.78 亿元, +61.18%), 占总营业收入 82.86% (-1.53pcts), 毛利率 52.79%, 公司不断拓展红外产品系列, 推动产品小型化、轻量化, 降低成本, 提高性能。布局车载红外领域, 未来将围绕红外热成像等智能驾驶时代的主要传感器, 在产品端和市场端持续深耕和拓展。

我国军用红外市场潜力较大。根据 Maxtech International 及北京欧立信咨询中心预测, 2023 年全球防务红外市场规模将达到 107.95 亿美元。根据北京欧立信咨询中心预测, 我国特种装备类红外市场的市场总容量达 300 亿元以上。与国际市场相比, 我国的防务红外市场由于底子薄, 仍处在大力追赶阶段。近年来红外热像仪在我国防务领域的应用处于快速提升阶段, 包括单兵、坦克装甲车辆、舰船、飞机和红外制导武器在内的红外装备市场将迎来快速发展阶段。国内特种装备类红外热像仪市场属于朝阳行业, 行业渗透率较低, 未来发展空间广阔。

民用方面, 根据 Yole 统计, 预计 2024 年全球非制冷民用红外市场规模将达到 44.24 亿美元, 国内红外成像产品价格将伴随应用的普及逐步降低, 市场对于红外热像仪的需求将日趋旺盛。

报告期内, 公司微波射频业务实现收入 (2.44 亿元, +64.86%), 占总营业收入 13.66% (+0.08pcts), 毛利率 34.63%, 公司继续推进从核心芯片到组件、子系统的全链条技术和产品研制, 研发各环节均取得显著进展。硅基毫米波集成电路方面, 公司已完成由国家某部委及某央企集团专项资金支持的卫星互联网宽带终端中频芯片的设计, 正在进行首轮流片。

公司在微波领域已建立完整产业链, 以 T/R 组件、相控阵子系统及雷达整机切入微波领域, 并在底层的微波半导体方面持续建设核心竞争力。同时, 公司着重建设微波半导体团队和业务能力, 重点打造化合物半导体单片

微波芯片和硅基毫米波芯片核心技术和拳头产品。2022 年公司中标发改委某射频芯片项目，助力国家卫星通信产业发展，应用于相控阵雷达、卫星通信领域的微波毫米波 T/R 组件及相控阵天线技术已经进入量产阶段。

激光业务方面，重点聚焦于激光感知技术及产品研发，致力于构建系列化激光测距、激光雷达产品的研发制造能力，产品广泛用于无人机、户外手持观测、光电转台等多个领域，已开始批量交付；并开展系列化激光雷达产品的研制迭代，主要面向车载自动辅助驾驶、无人车及机器人等应用。

◆ **设立控股子公司，推进微波领域业务进程**

8 月 8 日，基于公司战略规划考虑，为推进公司在微波半导体与射频电子系统领域的发展，公司披露与烟台纵芯共同出资人民币 1000 万元设立睿思微，其中公司出资 600 万元（占注册资本比例 60%），烟台纵芯出资 400 万元（占注册资本比例 40%）。微波半导体及微波组件、相控阵天线、雷达整机需求景气，市场空间广阔，行业正处在国内市场需求增长、技术快速演进以及国产化替代的阶段。我们认为，本次设立控股子公司，是公司进一步完善和提升产业发展布局的新进展和重要举措，对公司业务布局和产业协同具有一定的促进作用，微波业务有望持续增长，成为公司未来重要的利润增长点。

◆ **公司发行可转债 15.65 亿元，助力公司深耕主业，进一步巩固和提升公司业绩和行业地位**

公司 2022 年披露向不特定对象发行可转债，募资 15.65 亿元，用于红外热成像整机项目、艾睿光电红外热成像整机项目、合肥英睿红外热成像终端产品项目、智能光电传感器研发中试平台以及补充流动资金。公司可转债转股价格为 39.92 元/股。

本次募投项目将进一步提升公司红外热成像终端产品市场竞争力，提升红外、激光、微波等新型智能光电传感器技术及产品研究，有利于促进产业链上下游协作配套，积极探索设计、制造等环节更紧密的合作模式，进一步巩固和提升公司在光电领域的市场地位。

图表 1：可转债募集资金拟用于项目情况

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）	实施主体	建设期/预计项目收入
1	红外热成像整机项目	110,000.00	75,409.06	-	
1.1	艾睿光电红外热成像整机项目	80,000.00	61,909.06	艾睿光电	36 个月 预计达产年销售收入 30.5 亿元
1.2	合肥英睿红外热成像终端产品项目	30,000.00	13,500.00	合肥英睿	36 个月

					预计达产年销售收入 6 亿元
2	智能光电传感器研发中试平台	90,000.00	40,000.00	齐新半导体	24 个月 预计达产年销售收入 9.25 亿元
3	补充流动资金	41,060.02	41,060.02	睿创微纳	
合计		241,060.02	156,469.08		

资料来源：公司公告，中航证券研究所整理

### ◆ 公司推出多次限制性股票激励计划，彰显凝聚力和成长信心

公司 2023 年 4 月颁布 2022 年限制性股票激励计划，本次激励的首次拟授予激励对象：董事、高级管理人员、核心技术人员等 131 人限制性股票 1816 万股，约占总股本 4.07%，本次授予为 20.00 元/股。股权激励将进一步完善公司法人治理结构，建立健全公司长效激励约束机制，有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，有效地将股东、公司和团队三方利益结合，确保公司发展战略和经营目标实现。

图表 2：2022 限制性股票激励业绩考核

归属期		业绩考核目标
首次授予的限制性股票	第一个归属期	2022 年主营业务收入较 2021 年增长 20%
	第二个归属期	2023 年主营业务收入较 2021 年增长 40%
	第三个归属期	2024 年主营业务收入较 2021 年增长 60%
	第四个归属期	2025 年主营业务收入较 2021 年增长 80%

资料来源：公司公告，中航证券研究所整理

图表 3：公司推出多次限制性股票激励情况

序号	股权激励	对象/人数	数量/占比	授予价格
1	2020 年限制性股票激励计划	首次授予中层管理人员、技术骨干、业务骨干，110 人	首次授予 442.50 万股（占总股本 0.99%），预留 107.50 万股（占总股本 0.24%）。	19.86 元/股
2	2022 年限制性股票激励计划	首次授予董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员、技术和业务骨干，131 人	首次授予 1716 万股（占总股本 4.07%），预留 100 万股（占总股本 0.22%）。	20 元/股

资料来源：公司公告，中航证券研究所整理

### ◆ 投资建议

我们认为，1) 公司是国内为数不多具备红外探测器芯片自主研发能力并实现量产的公司之一，且收入规模在各红外上市公司中位居前列；

2) 近年来红外热像仪在我国防务领域的应用处于快速提升阶段，包括单兵、坦克装甲车辆、舰船、飞机和红外制导武器在内的红外装备市场将迎来快速发展阶段，助推公司业务收入规模实现“水涨船高”；

3) 公司在微波领域准备充分，已建立完整产业链，以 T/R 组件、相控阵子系统及雷达整机切入微波领域，同时在底层的微波半导体方面持续建设核心竞争力，在人才储备、市场拓展和资金安排等均有所布局和筹划。随着国防信息化建设的持续推进，5G/6G 及卫星通信等基础设施建设的稳步发展，以及汽车等终端应用智能化发展的持续迭代，微波行业需求将有长足的广阔发展空间。

4) 公司可转债募资 15.65 亿元，提升红外、激光、微波等新型智能光电传感器技术及产品研究，有利于促进产业链上下游协作配套，积极探索设计、制造等环节更紧密的合作模式，进一步巩固和提升公司在光电领域的市场地位。

5) 已开展多期员工激励，有效地将股东、公司和团队三方利益结合，确保公司发展战略和经营目标实现。

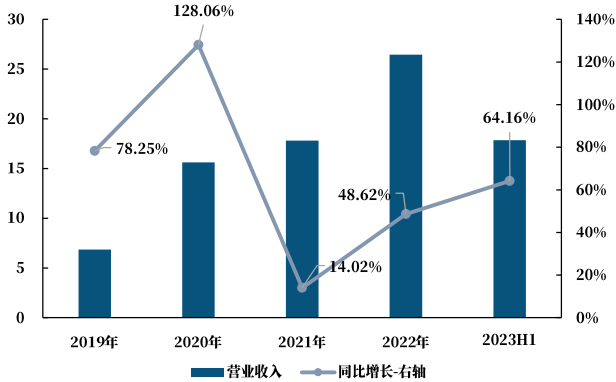
基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 36.46 亿元、47.51 亿元和 58.05 亿元，归母净利润分别为 5.04 亿元、7.01 亿元及 8.72 亿元，EPS 分别为 1.13 元、1.57 元、1.95 元。基于公司所处行业地位以及未来的发展前景，我们维持“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

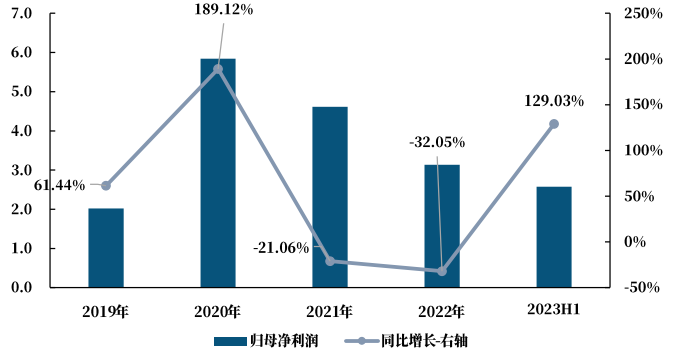
半导体材料供应链稳定性波动；下游应用需求不及预期；技术研发进展不及预期；技术人员流失。

财务数据与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2645.89	3645.77	4750.80	5805.00
增长率 (%)	48.62	37.79	30.31	22.19
归母净利润 (百万元)	313.37	503.81	701.27	872.14
增长率 (%)	-32.05	60.77	39.19	24.37
毛利率 (%)	46.58	49.49	50.05	50.34
每股收益 (元)	0.70	1.13	1.57	1.95
市盈率 PE	68.13	42.38	30.44	24.48
市净率 PB	5.39	4.85	4.25	3.69
净资产收益率 ROE (%)	7.91	11.44	13.98	15.08

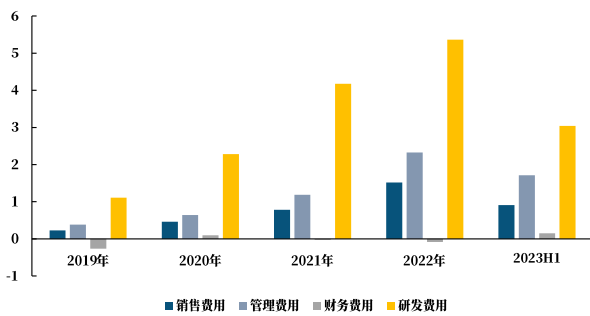
资料来源：iFind，中航证券研究所

**● 2019-2022 年年报及 2023 年中报公司主要财务数据**
**图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）**


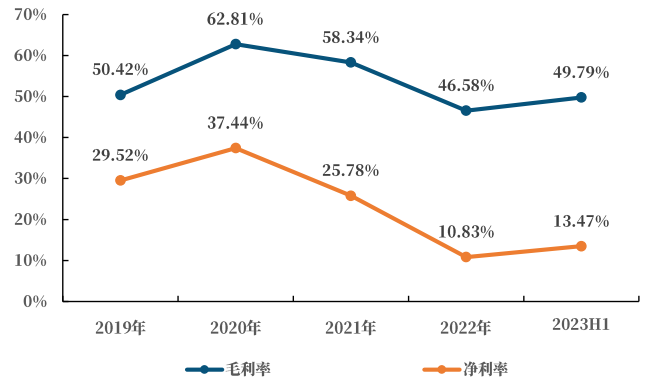
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）**


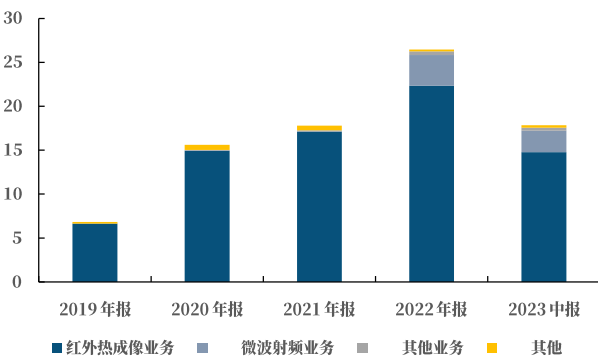
资料来源：iFind，中航证券研究所

**图3 公司期间费用情况（单位：亿元）**


资料来源：iFind，中航证券研究所

**图4 公司毛利率/净利率变化情况（单位：%）**


资料来源：iFind，中航证券研究所

**图5 公司分产品收入情况（单位：亿元）**


资料来源：iFind，中航证券研究所



**财务报表与财务指标**

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1780.29	2645.89	3645.77	4750.80	5805.00	货币资金	812.90	952.60	1458.31	1900.32	2322.00
营业成本	741.66	1413.44	1841.48	2373.03	2882.77	应收票据及账款	773.41	985.41	1351.58	1761.24	2152.06
税金及附加	9.74	11.28	17.62	22.96	28.06	预付账款	125.18	117.09	178.14	232.13	283.64
销售费用	78.40	151.65	185.93	213.79	261.23	其他应收款	17.07	15.18	30.29	39.48	48.24
管理费用	118.50	232.33	298.95	375.31	458.60	存货	1202.19	1496.14	1917.15	2470.55	3001.23
研发费用	417.77	536.41	729.15	950.16	1161.00	其他流动资产	57.67	69.94	85.57	111.50	136.25
财务费用	-2.66	-8.31	25.66	34.55	35.99	长期股权投资	82.12	128.94	135.95	142.95	149.95
资产减值损失	-17.78	-77.97	-71.21	-92.80	-113.39	固定资产	785.22	1327.65	1135.35	940.13	742.00
信用减值损失	-16.16	-12.28	-34.71	-45.23	-55.27	在建工程	217.74	111.67	93.06	74.45	55.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	180.51	231.92	193.27	154.62	115.96
投资收益	16.35	9.55	26.20	26.20	26.20	长期待摊费用	8.66	10.05	5.02	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	23.55	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	628.72	879.06	873.64	868.23	862.81
资产处置收益	0.06	0.02	0.03	0.03	0.03	资产总计	4891.40	6325.65	7457.33	8695.59	9869.98
其他收益	50.68	52.49	48.15	48.15	55.00	短期借款	145.00	420.37	768.16	954.89	951.91
营业利润	450.02	304.45	515.42	717.35	889.93	应付票据及账款	617.34	744.08	1120.70	1444.20	1754.42
营业外收入	3.63	1.72	3.10	3.10	4.00	其他流动负债	175.39	533.46	537.86	695.59	847.33
营业外支出	5.40	1.76	3.27	3.27	2.00	流动负债合计	937.73	1697.90	2426.73	3094.68	3553.66
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	4.18	94.47	71.84	49.93	28.79
利润总额	448.25	304.41	515.24	717.18	891.93	其他非流动负债	165.65	193.94	193.94	193.94	193.94
所得税	-10.71	17.88	-27.34	38.05	47.33	非流动负债合计	169.83	288.41	265.79	243.87	222.74
净利润	458.96	286.53	487.90	679.12	844.60	负债合计	1107.55	1986.31	2692.52	3338.55	3776.39
少数股东损益	-2.22	-26.84	-15.91	-22.14	-27.54	股本	445.00	446.02	447.69	447.69	447.69
归属母公司股东净利润	461.18	313.37	503.81	701.27	872.14	资本公积	1716.78	1905.15	1903.49	1903.49	1903.49
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	留存收益	1323.16	1610.71	2052.10	2666.47	3430.55
经营性现金净流量	212.90	494.72	253.34	383.37	575.05	归属母公司权益	3484.94	3961.89	4403.27	5017.65	5781.72
投资性现金净流量	-878.39	-903.88	15.28	15.28	14.80	少数股东权益	298.90	377.45	361.54	339.40	311.86
筹资性现金净流量	213.30	464.52	237.08	43.36	-168.17	股东权益合计	3783.84	4339.33	4764.81	5357.04	6093.58
现金流量净额	-457.13	68.01	505.71	442.01	421.68	负债和股东权益合计	4891.40	6325.65	7457.33	8695.59	9869.98

资料来源: iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

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。

### 行业的投资评级如下:

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。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 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, 再次申明, 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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637