

逐步突破多维感知领域；低空和工业需求持续旺盛

2025年04月15日

➤ **事件：**公司发布 2024 年年报，全年实现营收 43.2 亿元，YOY +21.3%；归母净利润 5.7 亿元，YOY +14.8%；扣非净利润 5.1 亿元，YOY +16.9%。**业绩符合市场预期。**2024 年，公司持续研发投入和新产品开发，加强开拓市场，红外热成像业务保持稳定增长。

➤ **4Q24 营收同比增长 30%；资产减值损失影响利润。**1) **单季度：**公司 4Q24 实现营收 11.7 亿元，YOY +30.1%，规模为单季度历史新高；归母净利润 0.9 亿元，YOY -21.4%。4Q24 营收快速增长，但归母净利润同比下滑的主要原因是公司资产减值损失同比增加 61.4%。2) **利润率：**2024 年毛利率同比提升 0.2ppt 至 50.3%；净利率同比下滑 1.6ppt 至 10.2%。公司盈利能力总体稳定。

➤ **低空/工业等需求旺盛；红外热成像业务保持快速增长。**2024 年，分产品看，公司：1) **红外热成像业务：**实现营收 39.1 亿元，YOY +30.0%，主要受益于国内低空经济、工业测温与视觉感知等领域的旺盛需求；毛利率同比提升 1.16ppt 至 53.7%。2) **微波射频业务：**实现营收 2.9 亿元，YOY -29.1%，主要受老客户需求下滑，新客户需求还未释放，及老产品降价等因素综合影响；毛利率同比下滑 10.85ppt 至 17.9%。**分地区看，公司：**1) **境内：**实现营收 32.3 亿元，YOY +56.7%，红外热成像业务需求旺盛，增速较快；占总营收 75%，毛利率同比提升 4.33ppt 至 50.7%；2) **境外：**实现营收 10.3 亿元，YOY -27.3%，占总营收 24%，毛利率同比下滑 2.34ppt 至 51.2%。境外业务主要受公司业务调整及市场竞争加剧等多因素影响，营收同比下滑。

➤ **费用率同比减少；存货跌价准备影响利润。**2024 年公司期间费用率同比减少 2.3ppt 至 35.0%，其中，销售费用率同比减少 1.0ppt 至 5.0%；管理费用率同比减少 2.1ppt 至 8.9%；研发费用率同比增加 0.7ppt 至 19.9%。**截至 2024 年末，公司：**1) 应收账款及票据 15.0 亿元，较年初增加 10.2%。2024 年，公司因制裁计提和核销 1.1 亿元坏账损失。2) 存货 17.4 亿元，较年初增加 12.1%，其中原材料及自制半成品占比较高，分别是 30%/29%。2024 年，公司计提存货跌价准备 1.70 亿元。2024 年，公司确认股份支付费用 1.56 亿元。上述科目一定程度上均影响了利润。

➤ **投资建议：**公司已形成红外业务为主，微波、激光等多维感知领域逐步突破的新格局，赋能工业制造、应急安全、智能汽车、户外消费、低空经济、卫星通信等领域，发展新质生产力。我们预计，公司 2025~2027 年归母净利润分别是 7.33 亿元、8.97 亿元、10.92 亿元，当前股价对应 2025~2027 年 PE 分别是 34x/28x/23x。**我们考虑到公司在红外领域全产业链的布局及在国内外市场持续开拓的能力，“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**行业竞争加剧、产品价格波动、国际形势变化等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,316	5,248	6,303	7,565
增长率 (%)	21.3	21.6	20.1	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	569	733	897	1,092
增长率 (%)	14.8	28.8	22.5	21.7
每股收益 (元)	1.25	1.61	1.97	2.40
PE	44	34	28	23
PB	4.6	4.1	3.6	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 04 月 15 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

54.82 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

分析师 冯鑫

执业证书：S0100524090003

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1.睿创微纳 (688002.SH) 2023 年三季度点评：3Q23 利润增长 85%；持续构筑微波射频竞争力-2023/10/23

2.睿创微纳 (688002.SH) 2023 年中报点评：1H23 业绩增长 129%；精确制导提供成长新动力-2023/08/09

3.睿创微纳 (688002.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：1Q23 利润大增 471%；红外龙头形成发展新格局-2023/04/28

目录

1 深耕红外、微波、激光等多维感知领域	3
1.1 发展历程：十余年匠心打磨成就红外热成像领航先锋	3
1.2 股权结构：董事长马宏系实控人，持股 15.28%	4
1.3 主营业务：掌握红外、微波、激光核心技术	4
1.4 财务分析：持续开拓市场；毛利率保持较高水平	5
2 盈利预测与投资建议	8
2.1 业务拆分与盈利预测	8
2.2 估值分析与投资建议	9
3 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 深耕红外、微波、激光等多维感知领域

1.1 发展历程：十余年匠心打磨成就红外热成像领航先锋

红外热成像领军者；深耕红外、微波、激光等多维感知领域。公司于2009年成立；于2019年上市，系首批科创板上市企业。2021年，公司收购无锡华测布局微波领域；2024年发布全球首款6 μ m 640 \times 512非制冷红外探测器。经历十余年发展，公司已成为领先的、专业从事专用集成电路、特种芯片设计与制造技术开发的国家高新技术企业，深耕红外、微波、激光等多维感知领域，掌握多光谱传感研发的核心技术与AI算法研发等能力，为全球客户提供性能卓越的MEMS芯片、ASIC处理器芯片、红外热成像全产业链产品和激光、微波产品及光电系统，广泛应用于夜视观察、人工智能、卫星通信、自动驾驶、无人机载荷、机器视觉、智慧工业、公安消防、物联网、智能机器人、激光测距等领域。

图1：睿创微纳发展历程

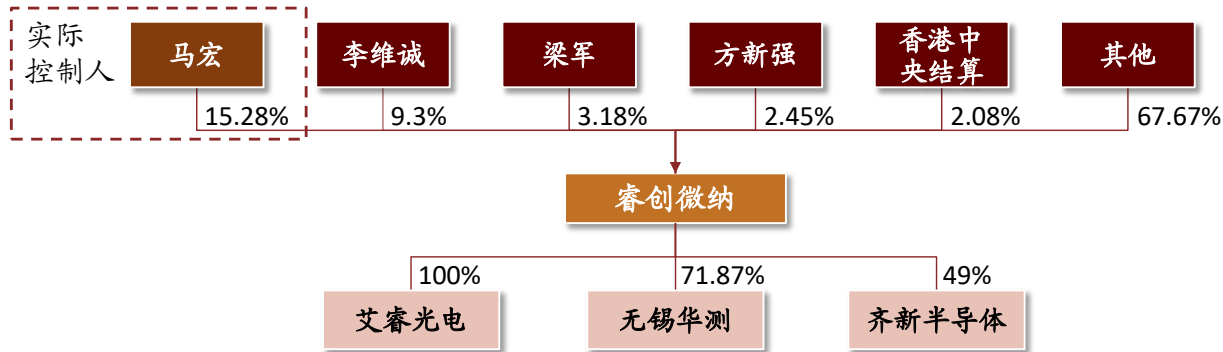
年份	重点事件
2009	•烟台睿创微纳技术有限公司注册成立，光电产业园规划用地300亩
2012	•发布384 \times 288 35 μ m非制冷红外焦平面探测器产品
2015	•发布1024 \times 768 14 μ m大面阵、高灵敏度、高分辨率非制冷红外焦平面探测器 •发布640 \times 512/384 \times 288 17 μ m高性能非制冷红外焦平面探测器产品
2016	•整体变更为股份有限公司
2018	•发布640 \times 512 17 μ m宽波段、大面阵、高灵敏非制冷太赫兹成像机芯 •发布12 μ m 1280 \times 1024数字输出陶瓷封装非制冷红外焦平面探测器
2019	•成为首批科创板上市企业 •发布10 μ m 1280 \times 1024氧化钒非制冷红外焦平面探测器
2020	•发布车规级自动驾驶红外热成像摄像头Asens M •制冷/非制冷热成像机芯实现全国产化方案
2021	•收购无锡华测56.253%股权
2022	•国内首家非制冷红外芯片通过AECQ车规级认证 •开启多维感知布局，发布自研短波红外探测器芯片、机芯及整机 •发布迄今最小2Km、3Km、8Km激光测距模块
2023	•发布迄今最小的户外热成像仪天眼X2 •发布15 μ m 640 \times 512 II类超晶格（T2SL）探测器 •发布15 μ m 1280 \times 1024/12.5 μ m 1024 \times 1 InGaAs短波红外探测器 •发布8 μ m 640 \times 512非制冷红外探测器
2024	•发布全球首款6 μ m 640 \times 512非制冷红外探测器 •发布全球首款内置64路移相器的8通道8波束模拟相控阵ABF芯片产品

资料来源：wind，公司官网，民生证券研究院

1.2 股权结构：董事长马宏系实控人，持股 15.28%

截至 2024 年 12 月 31 日，马宏持股 15.28%，2010 年 3 月~2025 年 2 月，任公司总经理；2015 年 4 月至今，任公司董事长，系公司实控人。

图2：睿创微纳股权结构

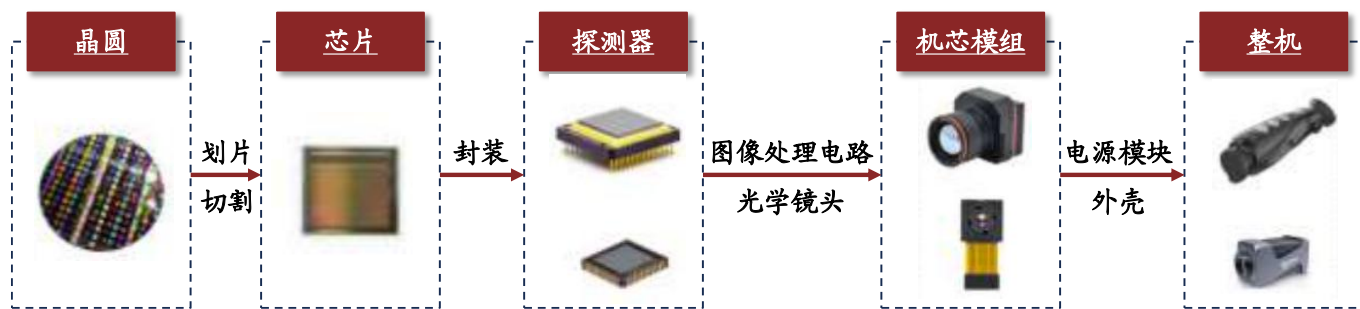


资料来源：wind，公司官网，民生证券研究院 注：数据统计截至 2024 年 12 月 31 日

1.3 主营业务：掌握红外、微波、激光核心技术

公司拥有红外、微波、激光三大核心技术。1) 红外：公司深耕长波、中波、短波红外技术，由 2015 年发布国内首款 17 μ m 640 \times 512 非制冷红外探测器发展至 2024 年发布全球首款 6 μ m 640 \times 512 非制冷红外探测器，公司技术进步从未止步。2) 微波：公司可为客户提供硅基及化合物基 MMIC 芯片、射频前端芯片与模块、T/R 组件产品以及微组装代工服务，同时可为有需要的客户提供相控阵天线等微系统及子系统产品和解决方案，产品可以广泛用于地面无线通信、卫星通信、民用低空及地面监视雷达等领域。3) 激光：公司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，掌握固体激光器、TOF 测距技术、高损伤阈值激光镀膜、3D 激光成像等核心技术。

图3：睿创微纳主要生产流程

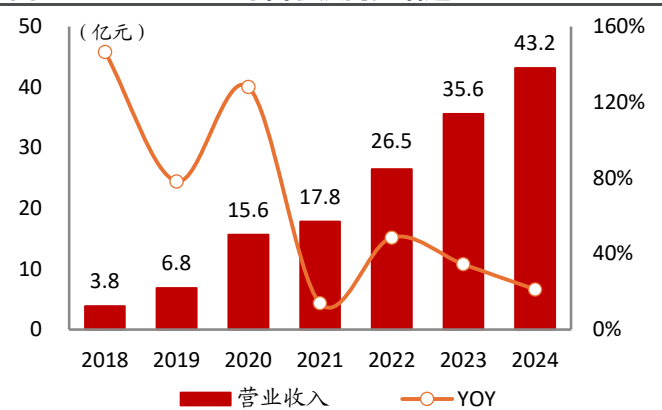


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 财务分析：持续开拓市场；毛利率保持较高水平

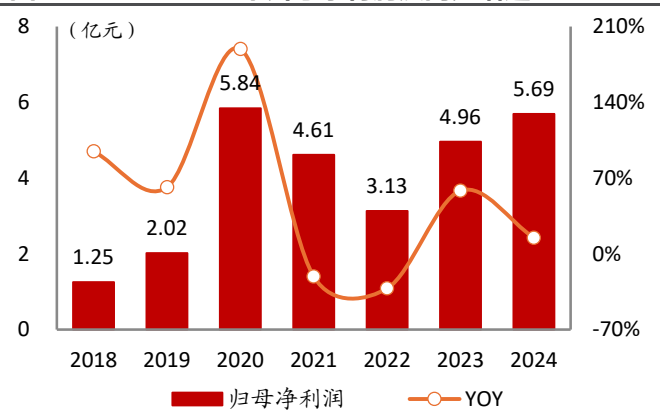
营收快速增长；利润有所波动。 1) **营收**：2018~2024 年，公司营收由 3.8 亿元快速增长至 43.2 亿元。2) **归母净利润**：2018~2024 年，公司归母净利润由 1.25 亿元增长至 5.69 亿元，CAGR=28.7%，其中，2020 年归母净利润同比快速增长 189%至 5.84 亿元，主要原因是公司营收、政府补助同比增加，以及随着业务规模增长、产品技术水平提升和产品结构调整，公司毛利率有所提升。2022 年归母净利润同比减少 32%至 3.13 亿元，公司产品结构变化等因素使毛利率下降；同时公司持续加大新业务的研发投入和新产品开发，加强开拓市场，实行股权激励，期间费用大幅增长。2023~2024 年归母净利润恢复增长，2024 年，公司计提存货跌价准备 1.70 亿元；确认股份支付费用 1.56 亿元，一定程度上均影响了利润。

图4：2018~2024 年营收及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

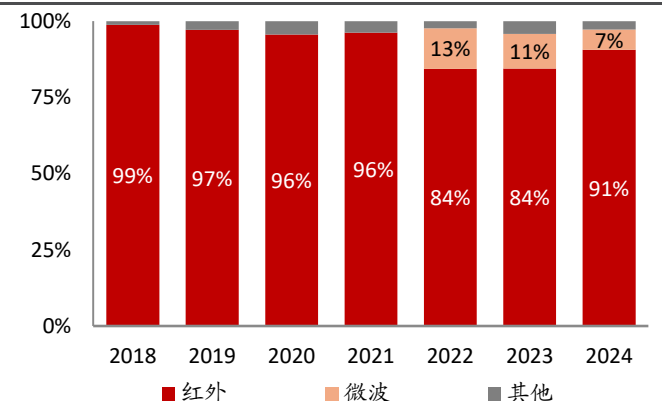
图5：2018~2024 年归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

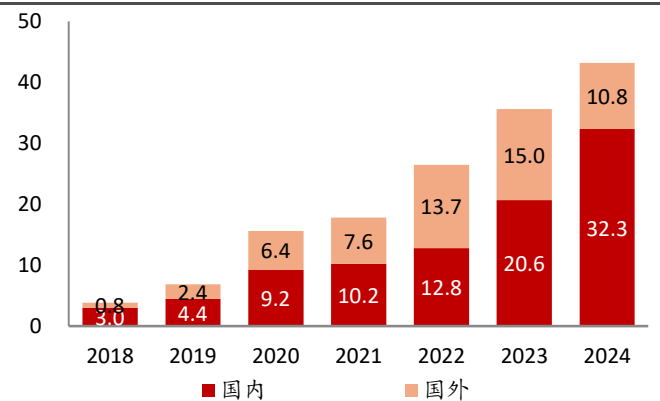
红外业务贡献主要营收；国外业务规模持续增长。 1) **分业务**：公司红外业务贡献主要营收，2021 年及之前占比在 95% 以上；2021 年公司收购无锡华测布局微波业务，2022~2024 年营收占比在 10% 左右。2) **分地区**：2018~2024 年，公司国外营收保持增长，其中，2024 年同比减少主要系公司业务调整及市场竞争加剧等多因素影响。

图6：2018~2024 年分业务营收占比



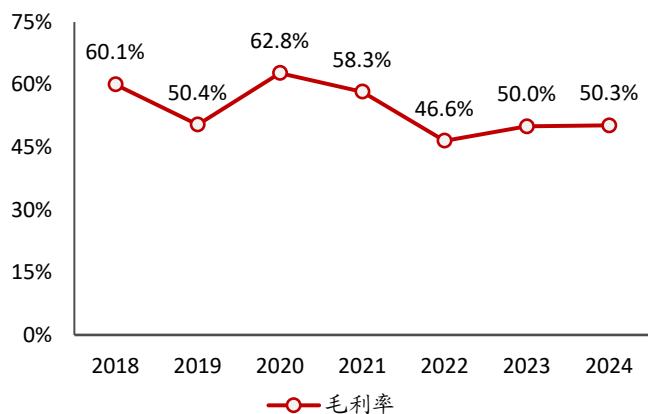
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2018~2024 年分地区营收

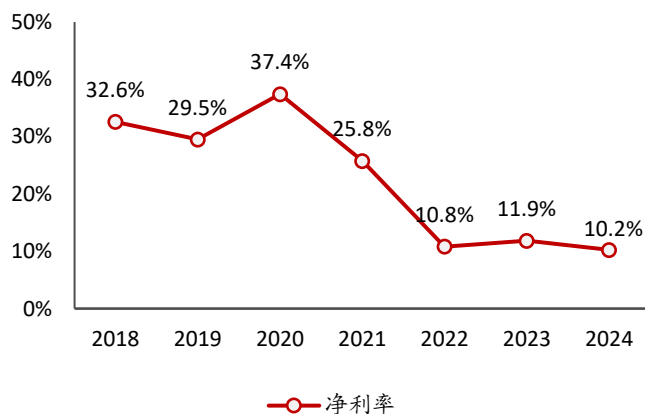


资料来源：wind，民生证券研究院

毛利率保持在较高水平；净利率波动系期间费用影响所致。1) 毛利率：2018~2024年，公司毛利率在46.6~62.8%区间波动，其中2022~2024年保持稳中有升的态势。**2) 净利率：**2018~2020年，公司净利率在29.5~37.4%区间波动；2021年，公司净利率同比大幅减少11.7ppt至25.8%；2022年进一步同比减少15.0ppt至10.8%；2023~2024年基本保持在10%左右的水平。2021年以来，公司净利率有所减少，主要系股份支付费用增加影响所致。

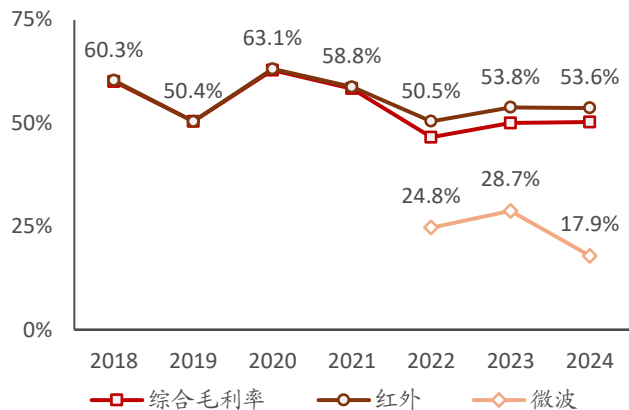
图8：2018~2024年毛利率


资料来源：wind，民生证券研究院

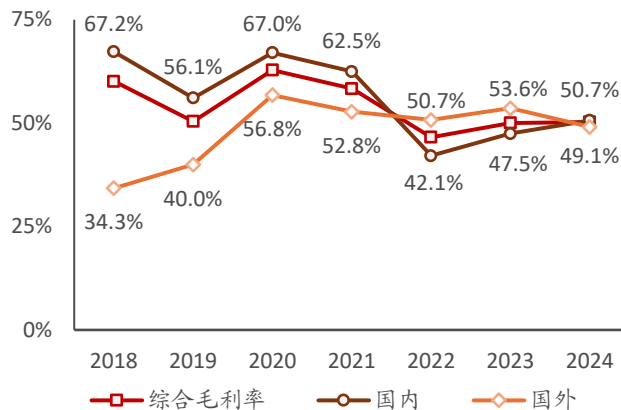
图9：2018~2024年净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

红外毛利率在50%以上；国外毛利率总体稳中有升。1) 分产品：2018~2024年，红外业务毛利率在50.4~63.1%区间波动，主要系产品结构变化影响。2022~2024年，微波业务毛利率在17.9~28.7%波动，其中，2024年毛利率同比下滑10.9ppt至17.9%，主要系受老客户需求下滑，新客户需求还未释放，及老产品降价等因素综合影响所致。**2) 分地区：**2018~2024年，国内毛利率在42.1~67.2%区间波动，主要系产品结构变化影响；国外毛利率由34.3%提升至50.7%，总体呈稳中有升态势。

图10：2018~2024年分业务毛利率


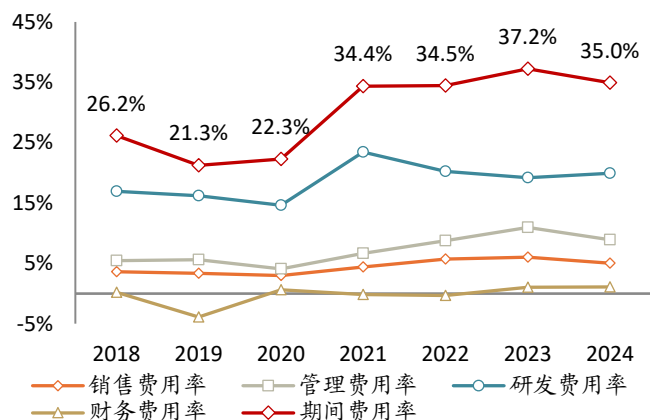
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2018~2024年分地区毛利率


资料来源：wind，民生证券研究院

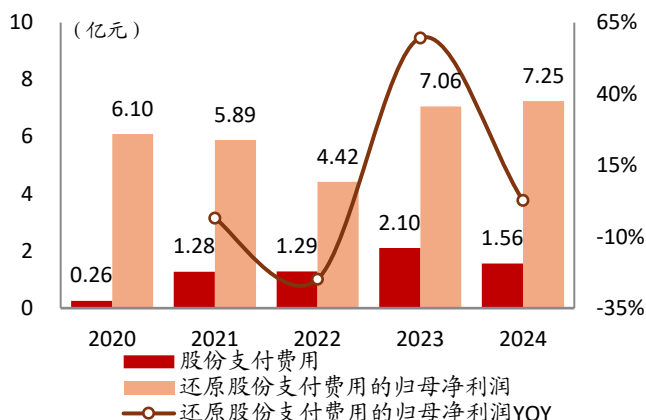
2021~2024 年股权激励费用影响净利润。2018~2024 年，公司期间费用率由 26.2%增加至 35.0%，主要系加大研发投入及股份支付费用增加影响所致。2021~2024 年，公司确认股权激励股份支付费用 1.28 亿元、1.29 亿元、2.10 亿元、1.56 亿元，一定程度上影响净利润。

图12：2018~2024 年期间费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

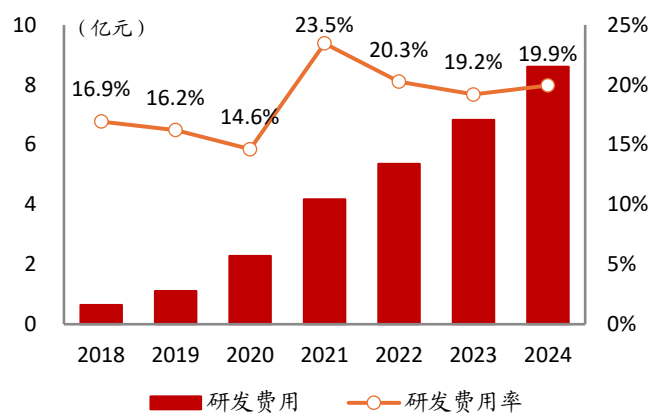
图13：2020~2024 年股份支付费用、还原后归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

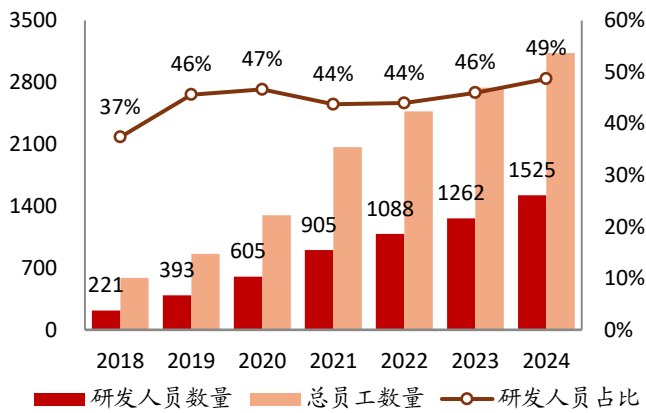
公司重视技术领先和提前布局，不断加大研发投入。研发方面，公司已形成一支高素质的研发团队，以实控人马宏为首，主要研发人员均为硕士及以上学历，技术领域包括半导体集成电路、MEMS 传感器、图像处理算法等，全面覆盖了公司技术和产品各个环节。截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 1525 人，占公司员工总数的 48.7%，研发团队稳定性强，核心技术人员自公司设立之初即加入公司，长期从事光电技术和产品的研发、工程及量产制造，具有丰富的行业经验。

图14：2018~2024 年研发费用及研发费用率



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2018~2024 年员工数量、研发人员数量及占比



资料来源：wind，民生证券研究院

2 盈利预测与投资建议

2.1 业务拆分与盈利预测

红外热成像业务：规模快速扩大，营收由 2018 年的 3.8 亿元增长至 2024 年的 39.1 亿元，CAGR=47.5%。公司持续开拓全球民用及消费市场，塑造全球红外领军品牌，系列化红外探测器、机芯模组和整机产品在户外消费、灾害预防、新能源、智能汽车等行业广泛应用。我们预计，公司红外热成像业务营收将在现有的较大规模的基础上，保持相对稳健的增长，2025~2027 年营收分别是 47.55 亿元、57.06 亿元、68.48 亿元，同比增速分别是 21.65%、20.00%、20.00%。红外热成像业务毛利率将保持在 50%的水平上，受产品结构变化影响有小幅波动，2025~2027 年分别是 52.91%、52.96%、52.96%。

微波射频业务：2022 年开始贡献营收；2024 年营收同比减少主要系老客户需求下滑，新客户需求还未释放，及老产品降价等因素综合影响。我们预计，随着特种行业需求恢复及公司在卫星等领域的拓展布局，微波射频业务将迎来恢复式增长，2025~2027 年营收分别是 3.73 亿元、4.77 亿元、5.98 亿元，同比增速分别是 30.00%、28.00%、25.20%。随着新客户需求（产品附加值较高）的释放，微波射频业务毛利率将恢复至 2023 年的水平，2025~2027 年分别是 28.50%、28.50%、28.50%。

表1：2018~2027E 公司营收（单位：百万元）及同比增速

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
红外热成像业务	379.65	665.34	1493.49	1713.12	2233.63	3006.26	3909.11	4755.31	5706.37	6847.64
同比增速		75.25%	124.47%	14.71%	30.38%	34.59%	30.03%	21.65%	20.00%	20.00%
微波射频业务					349.57	404.63	286.84	372.89	477.30	597.58
同比增速						15.75%	-29.11%	30.00%	28.00%	25.20%
其他业务	4.46	19.32	67.95	67.17	62.68	147.71	119.74	119.74	119.74	119.74
同比增速		333.21%	251.74%	-1.14%	-6.68%	135.64%	-18.93%	0.00%	0.00%	0.00%
总营收	384.10	684.66	1561.44	1780.29	2645.89	3558.60	4315.70	5247.95	6303.42	7564.97
同比增速		78.25%	128.06%	14.02%	48.62%	34.50%	21.28%	21.60%	20.11%	20.01%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表2：2018~2027E 公司毛利润（单位：百万元）及毛利率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
红外热成像业务	229.00	335.41	942.79	1006.66	1127.03	1617.45	2097.23	2515.96	3022.29	3626.75
同比增速	60.32%	50.41%	63.13%	58.76%	50.46%	53.80%	53.65%	52.91%	52.96%	52.96%
微波射频业务					86.52	116.29	51.32	106.27	136.03	170.31
同比增速					24.75%	28.74%	17.89%	28.50%	28.50%	28.50%
其他业务	1.75	9.76	37.97	31.97	18.90	46.34	20.31	22.93	22.93	22.93
同比增速	39.23%	50.53%	55.89%	47.59%	30.15%	31.37%	16.96%	19.15%	19.15%	19.15%
总营收	230.75	345.17	980.76	1038.62	1232.45	1780.08	2168.86	2645.16	3181.25	3819.99
同比增速	60.07%	50.42%	62.81%	58.34%	46.58%	50.02%	50.26%	50.40%	50.47%	50.50%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

2.2 估值分析与投资建议

公司产品主要竞争对手为国内外具备红外探测器自主研制能力的企业，包括 FLIR、ULIS、高德红外、国科天成等。我们选取国内上市公司高德红外与国科天成作为公司的可比公司：**1) 高德红外**：公司业务涵盖红外焦平面探测器芯片、红外热像整机及以红外热成像为核心的综合光电系统、完整装备系统总体、传统非致命性弹药及信息化弹药四大业务板块，产品广泛应用于国防、航空航天、工业检测、检验检测、安防监控、应急报警、汽车辅助驾驶、消费电子等领域。**2) 国科天成**：公司主要为客户提供制冷型红外机芯、整机、电路模块等红外产品，销售制冷型探测器、镜头等零部件，并接受客户委托提供红外成像等光电领域的研制开发服务，此外，公司还推出了以红外瞄具机芯及整机为代表的非制冷红外产品，主要面向户外狩猎、户外观测等对性价比和便携性要求较高的应用场景。上述公司的红外业务与睿创微纳的红外业务具备可比性。

公司已形成红外业务为主，微波、激光等多维感知领域逐步突破的新格局，赋能工业制造、应急安全、智能汽车、户外消费、低空经济、卫星通信等领域，发展新质生产力。我们预计，公司 2025~2026 年归母净利润分别是 7.33 亿元、8.97 亿元，当前股价对应 2025~2026 年 PE 分别是 34x/28x；可比公司 PE 均值分别是 48x/33x，公司估值低于可比公司均值。**我们考虑到公司在红外领域全产业链的布局及在国内外市场持续开拓的能力，维持“推荐”评级。**

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
002414.SZ	高德红外	7.55	-0.10	0.12	0.19	-	63	40
301571.SZ	国科天成	41.14	0.93	1.21	1.55	44	34	27
平均值						44	48	33
688002.SH	睿创微纳	54.82	1.25	1.61	1.97	44	34	28

资料来源：wind，民生证券研究院；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期；股价时间为 2025 年 04 月 15 日

3 风险提示

1) 行业竞争加剧。未来，随着同行业企业数量的增加、市场竞争的加剧，行业供求关系可能发生变化，整体利润率水平可能产生波动，进而对公司的主营业务毛利率造成不利影响。另外，若公司在产品结构、客户结构、成本管控等方面发生较大变化，可能导致公司产品单价和成本的波动，则公司将面临主营业务毛利率下降的风险。

2) 产品价格波动。公司部分特种装备产品的价格采取定价议价方式确定，对于定价议价尚未完成但已实际验收交付的产品，公司在符合收入确认条件时按照暂定价确认收入，待价格确定后签订补价协议或取得补价通知单时确认价格差异。由于定价议价周期和最终审定价格均存在不确定性，受此影响，尚未定价议价产品存在未来年度集中确认价差进而对公司盈利构成影响的风险。因此，公司存在因产品未完成定价议价而影响经营业绩的风险。

3) 国际形势变化。公司出口产品主要销往欧洲和北美等地区，若未来我国与主要产品出口国贸易关系恶化、制裁升级、关税提高等，可能会对公司的经营业绩和财务状况产生一定的影响，使公司面临一定的贸易环境变化风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,316	5,248	6,303	7,565
营业成本	2,147	2,603	3,122	3,745
营业税金及附加	65	79	95	113
销售费用	218	257	309	371
管理费用	384	462	536	643
研发费用	861	945	1,116	1,339
EBIT	460	903	1,126	1,354
财务费用	47	47	53	56
资产减值损失	-137	-137	-137	-137
投资收益	33	33	33	33
营业利润	442	703	921	1,145
营业外收支	-14	-9	-9	-9
利润总额	428	694	912	1,136
所得税	-14	35	46	57
净利润	442	659	866	1,079
归属于母公司净利润	569	733	897	1,092
EBITDA	777	1,239	1,488	1,724

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,051	1,699	2,197	2,607
应收账款及票据	1,497	1,490	1,645	2,021
预付款项	182	221	238	257
存货	1,745	1,860	2,258	2,736
其他流动资产	308	309	312	316
流动资产合计	4,783	5,579	6,650	7,937
长期股权投资	184	202	222	244
固定资产	1,910	1,959	1,983	2,054
无形资产	224	238	252	267
非流动资产合计	4,024	4,066	4,134	4,268
资产合计	8,806	9,645	10,784	12,205
短期借款	135	145	145	145
应付账款及票据	1,071	1,320	1,595	1,927
其他流动负债	476	476	559	659
流动负债合计	1,682	1,941	2,299	2,731
长期借款	9	9	9	9
其他长期负债	1,585	1,585	1,585	1,585
非流动负债合计	1,594	1,594	1,594	1,594
负债合计	3,276	3,535	3,893	4,325
股本	455	455	455	455
少数股东权益	126	53	22	9
股东权益合计	5,530	6,110	6,891	7,880
负债和股东权益合计	8,806	9,645	10,784	12,205

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.28	21.60	20.11	20.01
EBIT 增长率	10.62	96.23	24.75	20.20
净利润增长率	14.76	28.76	22.45	21.72
盈利能力 (%)				
毛利率	50.26	50.40	50.47	50.50
净利润率	10.25	12.56	13.74	14.26
总资产收益率 ROA	6.46	7.60	8.32	8.95
净资产收益率 ROE	10.53	12.09	13.06	13.87
偿债能力				
流动比率	2.84	2.87	2.89	2.91
速动比率	1.69	1.80	1.80	1.81
现金比率	0.63	0.88	0.96	0.95
资产负债率 (%)	37.20	36.65	36.10	35.44
经营效率				
应收账款周转天数	111.45	100.30	90.27	91.17
存货周转天数	296.65	280.00	280.00	280.00
总资产周转率	0.49	0.54	0.58	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	1.25	1.61	1.97	2.40
每股净资产	11.88	13.31	15.10	17.30
每股经营现金流	0.99	2.36	2.17	2.16
每股股利	0.14	0.18	0.19	0.20
估值分析				
PE	44	34	28	23
PB	4.6	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	32.65	19.97	16.29	13.83
股息收益率 (%)	0.25	0.32	0.34	0.36

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	442	659	866	1,079
折旧和摊销	317	336	362	370
营运资金变动	-505	-206	-523	-752
经营活动现金流	450	1,073	989	981
资本开支	-442	-361	-410	-483
投资	-24	-22	-24	-26
投资活动现金流	-418	-355	-406	-481
股权募资	103	0	0	0
债务募资	-58	10	0	0
筹资活动现金流	-362	-71	-85	-90
现金净流量	-318	648	498	410

插图目录

图 1: 睿创微纳发展历程.....	3
图 2: 睿创微纳股权结构.....	4
图 3: 睿创微纳主要生产流程.....	4
图 4: 2018~2024 年营收及同比增速.....	5
图 5: 2018~2024 年归母净利润及同比增速.....	5
图 6: 2018~2024 年分业务营收占比.....	5
图 7: 2018~2024 年分地区营收.....	5
图 8: 2018~2024 年毛利率.....	6
图 9: 2018~2024 年净利率.....	6
图 10: 2018~2024 年分业务毛利率.....	6
图 11: 2018~2024 年分地区毛利率.....	6
图 12: 2018~2024 年期间费用率.....	7
图 13: 2020~2024 年股份支付费用、还原后归母净利润及同比增速.....	7
图 14: 2018~2024 年研发费用及研发费用率.....	7
图 15: 2018~2024 年员工数量、研发人员数量及占比.....	7

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 2018~2027E 公司营收 (单位: 百万元) 及同比增速.....	8
表 2: 2018~2027E 公司毛利润 (单位: 百万元) 及毛利率.....	9
表 3: 可比公司 PE 数据对比.....	9
公司财务报表数据预测汇总.....	11

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048