

2023年05月03日

# 23Q1 业绩高增，拐点明确

## 睿创微纳(688002)

评级:	买入	股票代码:	688002
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	54.3/33.2
目标价格:		总市值(亿)	231.30
最新收盘价:	51.71	自由流通市值(亿)	231.30
		自由流通股数(百万)	447.30

### 事件概述

公司披露 2022 年年报及 2023 年一季报，22 年实现营收 26.45 亿元 (+48.62%)，归母净利 3.13 亿元 (-32.05%)，扣非净利 2.49 亿元 (同比-38.95%)。23Q1 实现营收 7.90 亿元 (+77.45%)，归母净利 8159.69 万元 (同比+471.33%)，扣非净利 7558.76 万元 (同比+746.31%)。

### 分析判断:

#### ▶ 22Q4 军品恢复，订单需求持续

公司 22Q4、23Q1 分别实现净利润 1.31、0.82 亿元，同比分别+12.68%、+471.33%，自 21Q1 以来首次同比回正。据 2022 年年报，第四季度部分既有项目进入批量交付且订单需求持续到 2023 年；多款重点精确制导项目进入批产准备，第四季度完成首批交付，2023 年转入正式批产阶段。特种设备多个项目参与客户竞标，制冷产品线方向公司配合某重点客户进入新应用领域，未来将持续发力该重点方向。

从财报看，公司 2022 年底合同负债达 2.14 亿元，较期初大幅提升 234.7%，印证公司订单需求恢复。利润端，公司毛利率、净利率存在一定下滑，主要系产品结构变化、激励费用摊销所致，我们认为，随着高毛利军品交付加速，其营收占比回升，公司盈利能力有望修复。

#### ▶ 境外收入持续高增，受益产品渗透率及市场份额双重提升

2022 年公司继续加大海外市场拓展，市占率、认可度持续不断提高，境外收入 13.28 亿元，同比 +78.47%。公司海外销售主要为户外运动产品，户外狩猎对于红外热成像整机的需求量较大，从而带动公司境外收入持续高增长。同时，公司境外业务存在产品渗透率及市场份额双重提升的逻辑。近年来，国内红外热像仪产品技术突飞猛进，成本优势明显，在全球市场的占有率持续提升。根据 Yole，2020 年国内产品全球市场占有率占比已达 44%，相较 2019 年提升了 29%；预计到 2025 年，中国红外热像仪在全球红外市场份额将达到 64%。其中，公司 2020 年全球市占率达 10%，排名第五。同时，前期公司海外客户以欧洲地区市场为主，2020 年开始在北美等其他地区进行业务布局，而 2021 年美国注册猎人共 1,520 万人，北美地区户外热成像产品出货量占比达 21%，未来市场空间仍然较大。

#### ▶ 微波业务增长亮眼，无锡华测成长可期

在微波领域，公司建立了完整产业链，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。基于上述布局思路，公司于 2018 年设立全资子公司成都英飞睿，涉足相控阵天线子系统及地面监视雷达整机等微波业务；于 2021 年收购无锡华测 56.253% 的股权，布局 T/R 组件业务。报告期内，两家公司继续稳步推进模块、组件、整机业务，研发成果和市场开拓均取得了显著进展。无锡华测业务快速恢复，产能持续提升，圆满完成全年研发和 T/R 组件生产交付任务，22 年营收 3.42 亿元，两年复合增速 60.9%；净利润 2593.9 万元，两年复合增速 64.0%。

## ► 完成民用车载布局，打造发展新增长点

在车载领域，公司已实现从芯片探测器、模组到系统产品全产业链布局，产品涵盖单红外、双光融合、双红外等类型，分辨率做到 256、384、640、1280 及 1920 的全覆盖，车型涵盖乘用车、商用车及特种应用工程车辆等不同车辆类型。2022 年，公司发布了国内首款通过 AEC-Q100 车规级认证的红外热成像芯片，将广泛满足汽车智能驾驶、自动驾驶、智能座舱等领域的应用需求。车载红外领域获得了包括比亚迪、滴滴在内的多家企业定点项目；和图森未来、智加科技等知名自动驾驶公司构建深入合作关系。公司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。

据 2022 年年报，公司车载红外热成像产品研发项目已结题，累计投入 2950 万元，主要应用于民用车辆夜视系统，提高车辆驾驶安全系数。公司采用自主研发高性能非制冷红外探测器，整机成像清晰，功耗低，可靠性高，目标识别率高，已达到国内领先水平。

## 投资建议

公司是国内非制冷红外龙头，随着特种装备业务需求复苏、境外销售持续高增、微波业务贡献增量，公司中长期发展向好；短期看，疫情退坡，装备采购流程有序开展，叠加弹载产品需求爆发，公司 2023 年业绩有望快速反弹。考虑到军品交付节奏加速等原因，我们调整公司 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年预测，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 35.87/46.65/58.09 亿元（此前 2023、2024 年为 32.47、41.14 亿元），归母净利润 5.15、7.47、9.72 亿元（此前 2023、2024 年为 5.15、7.56 亿元），EPS 分别 1.15/1.67/2.17 元（此前 2023、2024 年为 1.15、1.70 元）。对应 2023 年 4 月 28 日 51.71 元/股收盘价，PE 分别为 45/31/24 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

核心客户订单波动风险；市场开拓不及预期风险；市场竞争加剧风险等。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,780	2,646	3,587	4,665	5,809
YoY (%)	14.0%	48.6%	35.6%	30.1%	24.5%
归母净利润(百万元)	461	313	515	747	972
YoY (%)	-21.1%	-32.0%	64.2%	45.1%	30.1%
毛利率 (%)	58.3%	46.6%	48.4%	48.3%	48.3%
每股收益 (元)	1.04	0.70	1.15	1.67	2.17
ROE	13.2%	7.9%	11.5%	14.3%	15.7%
市盈率	49.89	73.56	44.94	30.98	23.81

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

分析师：刘奕司

邮箱：liuys1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521070001

研究助理：林熹

邮箱：linxi2@hx168.com.cn

华西军工&电子联合覆盖

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,646	3,587	4,665	5,809	净利润	287	515	747	972
YoY (%)	48.6%	35.6%	30.1%	24.5%	折旧和摊销	143	200	232	252
营业成本	1,413	1,850	2,412	3,003	营运资金变动	-11	-453	-639	-480
营业税金及附加	11	14	21	29	经营活动现金流	501	295	370	730
销售费用	152	179	252	349	资本开支	-805	-360	-370	-380
管理费用	232	341	341	360	投资	-100	0	0	0
财务费用	-8	4	7	6	投资活动现金流	-904	-324	-323	-334
研发费用	536	717	910	1,133	股权募资	116	0	0	0
资产减值损失	-78	-22	-24	0	债务募资	405	61	89	0
投资收益	10	36	47	46	筹资活动现金流	465	34	59	-33
营业利润	304	548	794	1,034	现金净流量	74	5	105	364
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	304	548	794	1,034	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	18	33	48	62	<b>成长能力</b>				
净利润	287	515	747	972	营业收入增长率	48.6%	35.6%	30.1%	24.5%
归属于母公司净利润	313	515	747	972	净利润增长率	-32.0%	64.2%	45.1%	30.1%
YoY (%)	-32.0%	64.2%	45.1%	30.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.70	1.15	1.67	2.17	毛利率	46.6%	48.4%	48.3%	48.3%
					净利率	11.8%	14.3%	16.0%	16.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	5.0%	6.8%	8.6%	9.3%
货币资金	953	957	1,062	1,426	净资产收益率 ROE	7.9%	11.5%	14.3%	15.7%
预付款项	117	185	241	300	<b>偿债能力</b>				
存货	1,496	2,079	2,564	3,251	流动比率	2.14	1.94	2.05	2.05
其他流动资产	1,071	1,513	1,802	2,325	速动比率	<b>1.15</b>	<b>0.98</b>	<b>1.00</b>	<b>1.03</b>
流动资产合计	3,636	4,734	5,670	7,303	现金比率	0.56	0.39	0.38	0.40
长期股权投资	129	129	129	129	资产负债率	31.4%	36.0%	35.3%	36.9%
固定资产	1,313	1,418	1,493	1,541	<b>经营效率</b>				
无形资产	232	284	345	425	总资产周转率	0.47	0.52	0.57	0.61
非流动资产合计	2,689	2,849	2,987	3,115	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	6,326	7,583	8,658	10,418	每股收益	0.70	1.15	1.67	2.17
短期借款	420	481	571	571	每股净资产	8.88	10.01	11.68	13.85
应付账款及票据	744	1,311	1,368	1,969	每股经营现金流	1.12	0.66	0.83	1.63
其他流动负债	533	648	830	1,018	每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,698	2,441	2,769	3,558	<b>估值分析</b>				
长期借款	88	88	88	88	PE	73.56	44.94	30.98	23.81
其他长期负债	200	200	200	200	PB	4.19	5.17	4.43	3.73
非流动负债合计	288	288	288	288					
负债合计	1,986	2,729	3,057	3,846					
股本	446	446	446	446					
少数股东权益	377	377	377	377					
股东权益合计	4,339	4,854	5,601	6,572					
负债和股东权益合计	6,326	7,583	8,658	10,418					

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，11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行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

刘奕司：美国德克萨斯州立大学达拉斯分校工学硕士，模拟射频集成电路设计方向。曾就职于歌尔股份、紫光国微。21年加入华西证券。

林熹：华西证券研究所军工行业研究助理，伦敦国王学院会计硕士，2022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。

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。