



中信证券研究部



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



苗丰
电子分析师
S1010519120001



联系人：陈卓

核心观点

公司于 2020 年 7 月 3 日发布《2020 年限制性股票激励计划（草案）》，计划向 110 名员工授予 550 万股限制性股票，占总股本比例为 1.24%。公司高度重视核心业务/技术员工激励，鼓励员工与公司共同成长，更有利于长远发展，坚定看好公司未来成长，维持“买入”评级。

■ 公司计划授予核心员工 1.24% 股权，授予价格折价 36% 更显实惠。公司于 2020 年 7 月 3 日发布《2020 年限制性股票激励计划（草案）》，本次计划以定向增发形式向激励对象授予 550 万股限制性股票（首次授予部分占比 80%），占公司总股本的 1.24%。本次授予价格为 20.0 元/股，与 IPO 价格相同，对应当日收盘价 55.96 元/股的 36%，员工购买成本较低，可充分享受与公司共同成长的实惠，激励效果明显。需要注意的是，本次采取的是第二类限制性股票方案，归属期为授予日起 18 个月后的 4 年，每年归属比例为 25%，激励对象无需提前出资，在进入归属期并满足获益条件后可以 20 元/股的价格获得公司股票。

■ 重点激励核心业务/技术骨干，为后续发展保驾护航。公司本次激励计划首次授予的对象共计 110 人，占总员工的比例为 12.8%，且全部为中层管理人员、技术骨干及业务骨干，覆盖范围广泛且针对性强，有助于公司与核心技术/业务人员进行绑定，为公司后续发展保驾护航。此外公司还预留 20% 的限制性股票授予预留激励对象，这种设计有利于调动未被纳入首次授予名单的员工积极性，并为后续引进更多优秀人才打下基础，激励效果更佳。

■ 解锁条件相对稳健，公司处于高速发展期有望超额完成目标。根据公司业绩考核目标测算，公司 2020~2024 年营业收入目标分别不低于 8.9/11.0/13.0/15.1/17.1 亿元（基于 2019 年的营收增速分别为 30%/60%/90%/120%/150%）。公司目前正处于高速发展期，2020 年疫情防控催生红外测温需求，公司提供整机、机芯及探测，预计全年人体测温业务增量营收在 4~5 亿元。向后看，1) 军品业务：公司前期中标项目陆续进入大批量供货期，公司目前在手订单充沛，2) 泛安防业务：公司已拓展海康威视、大华股份、商汤科技、旷视科技等重点客户，目前安防厂商看好人体测温常态化需求，正积极推动红外技术与传统安防设备融合，如红外摄像头、测温安检门等，助力公司持续性高增长；3) 户外业务：海外市场空间广阔，公司凭借高性价比持续提升份额，2020 年受疫情影响下游需求释放节奏有所放缓，明年起公司户外业务有望重回高增长。整体看，公司正处于高速发展期，有望超额完成目标。

■ 本次计划对业绩影响有限，更应关注激励方案实施后的正向效应。实施本次股权激励计划的费用将按归属的比例摊销，并直接从管理/研发费用中扣除，会影响当期经常性损益。据公司测算，2020~24 年首次授予部分的费用分别为 0.35/0.66/0.35/0.18/0.06 亿元（合计 1.59 亿元）。需要注意的是，公司正处于高速成长期，实施股权激励更有利于公司未来发展，具体来说，公司正沿着 FLIR 的发展道路前行，一方面基于红外技术积极拓展车载、消防等下游，另一方面沿着电磁波谱进军红外相近赛道，如微波、太赫兹、激光等，公司通过股权激励吸引更多人才助力新业务加速落地，我们坚定看好公司未来发展。

■ 风险因素：行业竞争加剧；红外测温需求下滑；海外需求不及预期等。

■ 投资建议：在防疫趋势下红外产业正加速普及，公司疫情期间积极供应相关产品，在红外测温成标配时有望凭借性能及成本双重优势持续保持领先地位。我们上调公司 2020~2022 年 EPS 预测为 0.88/1.22/1.65 元（原预测为 0.82/1.15/1.55 元）。我们看好公司龙头地位和长期成长性，给予 2021 年 PE=58 倍，对应目标价 70.76 元，维持“买入”评级。

睿创微纳	688002
评级	买入（维持）
当前价	55.96 元
总股本	445 百万股
流通股本	55 百万股
52 周最高/最低价	72.15/30.93 元
近 1 月绝对涨幅	10.46%
近 6 月绝对涨幅	32.81%
近 12 月绝对涨幅	162.24%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	384.10	684.66	1,379.74	2,080.03	2,999.21
营业收入增长率	147%	78%	102%	51%	44%
净利润(百万元)	125.17	202.07	392.48	543.20	732.05
净利润增长率	95%	61%	94%	38%	35%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.28	0.45	0.88	1.22	1.65
毛利率%	60.1%	50.4%	57.6%	58.1%	56.8%
净资产收益率 ROE%	12.44%	8.63%	14.46%	16.88%	18.79%
每股净资产 (元)	2.26	5.26	6.10	7.23	8.75
PE	199	123	63	46	34
PB	25	11	9	8	6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 3 日收盘价

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	384	685	1,380	2,080	2,999	货币资金	455	1,494	1,705	3,191	4,950
营业成本	153	339	584	872	1,295	存货	246	294	438	610	777
毛利率	60%	50%	58%	58%	57%	应收账款	157	176	524	770	1,080
营业税金及附加	3	5	12	17	24	其他流动资产	25	106	131	157	197
销售费用	14	23	46	67	93	流动资产	883	2,070	2,798	4,728	7,004
销售费用率	4%	3%	3%	3%	3%	固定资产	216	253	526	628	737
管理费用	21	38	88	154	210	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	5%	6%	6%	7%	7%	无形资产	50	72	80	92	105
研发费用	65	111	226	339	486	其他长期资产	41	148	192	316	446
研发费用率	17%	16%	16%	16%	16%	非流动资产	308	474	799	1,036	1,289
财务费用	1	(27)	(24)	3	40	资产总计	1,191	2,544	3,597	5,763	8,294
财务费用率	0.21%	-3.88%	-1.72%	0.13%	1.33%	短期借款	0	1	495	1,967	3,656
投资收益	2	0	1	1	1	应付账款	88	83	223	348	443
营业利润	133	215	454	631	853	其他流动负债	41	51	98	163	232
营业利润率	34.66%	31.35%	32.88%	30.34%	28.45%	流动负债	128	135	816	2,478	4,330
营业外收入	0	8	8	8	8	长期借款	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0	其他长期负债	57	67	67	67	67
利润总额	133	223	462	639	861	非流动性负债	57	67	67	67	67
所得税	8	21	69	96	129	负债合计	185	202	882	2,545	4,397
所得税率	5.97%	9.26%	15.00%	15.00%	15.00%	股本	385	445	445	445	445
少数股东损益	0	0	0	0	0	资本公积	487	1,561	1,561	1,561	1,561
归属于母公司股东的净利润	125	202	392	543	732	归属于母公司所有者权益合计	1,006	2,342	2,714	3,218	3,896
净利率	32.59%	29.51%	28.45%	26.12%	24.41%	少数股东权益	0	1	1	1	1
						股东权益合计	1,006	2,343	2,715	3,219	3,896
						负债股东权益总计	1,191	2,544	3,597	5,763	8,294

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	133	223	462	639	861
所得税支出	-8	-21	-69	-96	-129
折旧和摊销	15	29	47	58	70
营运资金的变化	-111	-75	-330	-253	-353
其他经营现金流	7	3	-29	-2	35
经营现金流合计	36	159	82	346	484
资本支出	-110	-129	-334	-249	-260
投资收益	2	0	1	1	1
其他投资现金流	0	-138	-35	-43	-61
投资现金流合计	-108	-267	-367	-290	-319
发行股票	520	1,141	0	0	0
负债变化	60	1	493	1,472	1,689
股息支出	0	-20	-20	-39	-54
其他融资现金流	-111	11	24	-3	-40
融资现金流合计	469	1,132	497	1,430	1,595
现金及现金等价物净增加额	397	1,024	211	1,486	1,760

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	146.66%	78.25%	101.52%	50.76%	44.19%
营业利润增长率	107.92%	61.24%	111.36%	39.09%	35.22%
净利润增长率	94.51%	61.44%	94.23%	38.40%	34.77%
毛利率	60.07%	50.42%	57.64%	58.08%	56.81%
EBITDA Margin	38.75%	31.99%	35.17%	33.66%	32.39%
净利率	32.59%	29.51%	28.45%	26.12%	24.41%
净资产收益率	12.44%	8.63%	14.46%	16.88%	18.79%
总资产收益率	10.51%	7.94%	10.91%	9.42%	8.83%
资产负债率	15.55%	7.93%	24.53%	44.16%	53.02%
所得税率	5.97%	9.26%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	0.00%	10.13%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。