

中信证券研究部



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



付宸硕
首席军工分析师
S1010520080005



联系人：夏胤磊

核心观点

Teledyne 拟以 80 亿美金估值收购全球红外龙头 FLIR，溢价接近 40%。本次收购彰显产业发展趋势：龙头公司持续进行行业整合，通过掌握多元感知技术不断打开其成长天花板。睿创微纳作为本土非制冷红外芯片龙头，有望借鉴海外龙头发展经验：一方面积极拓展红外技术的应用场景，另一方面沿着光学频谱持续拓宽赛道。坚定看好公司未来发展，维持“买入”评级。

强强联合：全球红外龙头 FLIR 将被 Teledyne 溢价收购。 2021 年 1 月 4 日，国际知名分析仪表公司 Teledyne 宣布计划以 80 亿美金（50%现金+50%股票）收购全球红外龙头 FLIR。与 FLIR 2020 年 12 月 31 日起前 30 交易日市值加权均值相比，本次收购估值溢价接近 40%，基于 Bloomberg 一致预期测算，收购价格对应 FLIR 2021 年 PE 接近 36 倍。Teledyne 与 FLIR 两家公司商业模式较为接近，都是基于传感器技术为客户提供传感器、整机和系统解决方案等多类型产品，但从技术和下游角度具备互补性：**1）技术：**FLIR 掌握的传感器技术以非制冷红外技术为主，部分涉及制冷型红外、激光、微波等技术；而 Teledyne 掌握了 X 射线、紫外线、可见光、制冷型红外传感技术等，从波长光谱角度分布在 FLIR 的两侧（参见图 1），对应的半导体材料也存在差异，**2）下游：**FLIR 涉及国防、工业、汽车等多个领域，而 Teledyne 在航空航天领域优势显著。收购完成后预计新公司将继续为全球客户群中提供独特互补的传感技术端到端产品组合。

他山之石：多元感知布局是传感器龙头成长必行之路。复盘红外龙头 FLIR 的成长历程，公司自 1978 年成立以来深耕红外赛道，通过内生+外延并举的方式逐步成为全球红外龙头，其下游可以分为工业（建筑、机械、汽车、消防等）、国防（航空机载、单兵、边海防等）、商业（安防、交通、户外等），2019 年营收占比分别为 41%/38%/21%。需要注意的是，FLIR 在多个行业的红外技术应用上处于引领地位，以汽车为例，FLIR 已为奔驰、宝马、东风等品牌部分车型提供车载红外夜视仪已实现夜间辅助驾驶功能，亚马孙旗下 ZOOX 发布的首款自动驾驶汽车也搭载 FLIR 提供的红外夜视仪以提升安全性。在发展过程中，FLIR 将企业愿景设立为“世界第六感”，除深耕红外主业同时，FLIR 还积极研发光谱上与红外相邻的技术，目前已掌握激光、雷达、可见光等多种感知技术，并成长为一家收入体量~20 亿美金，利润体量 2~3 亿美金的龙头厂商。本次 Teledyne 与 FLIR 合并进一步彰显海外大厂的成长思路：持续行业整合以掌握多元感知技术（光谱全覆盖），在为客户提供智能感知解决方案同时，不断打开其成长天花板。

聚焦睿创：持续受益红外应用场景增加+非红外业务拓展，成长空间广阔。睿创微纳是国内非制冷红外产业龙头，目前在国家特种需求、安防、户外运动等多个市场占据较高地位。展望未来，公司有望借鉴海外龙头发展经验，复制 FLIR 成长路径：**1）横向：**积极开拓工业测温以及车联网、消防、物联网等红外下游应用市场；**2）纵向：**沿着电磁波谱进军红外相近赛道，如微波、太赫兹、激光等。我们认为，随着新场景和新技术落地，公司有望在 5~10 年维度内实现跨越式增长：对标 FLIR 预计公司仍有 10 倍成长空间。

睿创微纳	688002
评级	买入（维持）
当前价	122.30 元
总股本	445 百万股
流通股本	230 百万股
52 周最高/最低价	98.27/30.93 元
近 1 月绝对涨幅	22.14%
近 6 月绝对涨幅	21.90%
近 12 月绝对涨幅	79.59%

■ **风险因素：**工业测温等新业务拓展不及预期；市场竞争加剧等。

■ **投资建议：**看好未来 3~5 年维度内红外热成像技术在国家特种需求、户外、安消防、汽车电子领域实现渗透率加速提升，我们维持公司 2020~2022 年 EPS 预测为 1.30/1.71/2.68 元，当前股价对应 2020~22 年 PE 为 94/71/46 倍，我们看好公司龙头地位和长期成长性，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	384.10	684.66	1,501.00	2,077.90	3,190.08
营业收入增长率	147%	78%	119%	38%	54%
净利润(百万元)	125.17	202.07	577.27	763.12	1,191.08
净利润增长率	95%	61%	186%	32%	56%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.28	0.45	1.30	1.71	2.68
毛利率%	60.1%	50.4%	64.0%	63.4%	63.2%
净资产收益率 ROE%	12.44%	8.63%	19.91%	21.17%	25.24%
每股净资产（元）	2.26	5.26	6.51	8.10	10.60
PE	435	269	94	71	46
PB	54	23	19	15	12

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

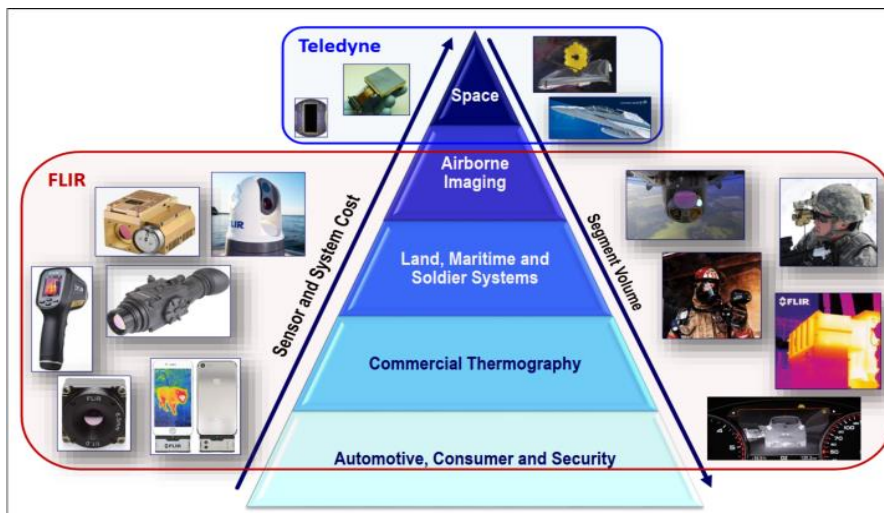
注：股价为 2020 年 1 月 5 日收盘价

图 1: Teledyne 与 FLIR 在传感器技术上具有互补性



资料来源: Teledyne 公司公告

图 2: Teledyne 与 FLIR 在下游应用上具有互补性



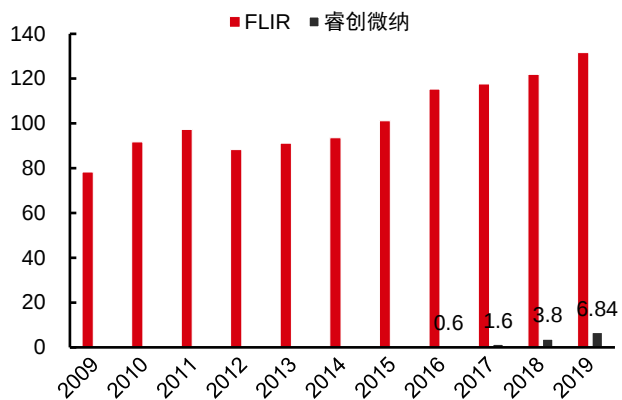
资料来源: Teledyne 公司公告

图 3: FLIR 业务布局情况



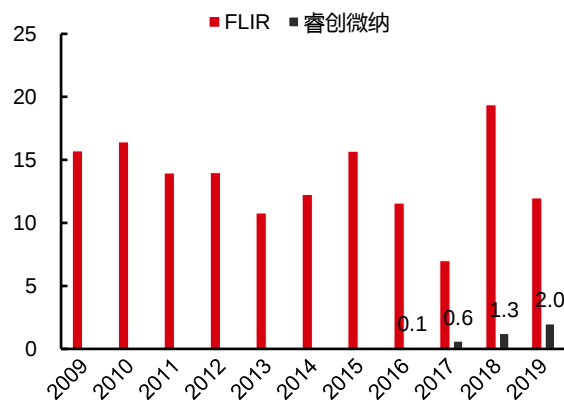
资料来源: FLIR 官网, 中信证券研究部

图 4：FLIR 与睿创微纳营收对比（单位：亿元人民币）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：FLIR 与睿创微纳净利润对比（单位：亿元人民币）



资料来源：Wind，中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	384	685	1,501	2,078	3,190
营业成本	153	339	540	761	1,174
毛利率	60%	50%	64%	63%	63%
营业税金及附加	3	5	11	16	23
销售费用	14	23	41	52	73
营业费用率	4%	3%	3%	3%	2%
管理费用	21	38	74	121	150
管理费用率	5%	6%	5%	6%	5%
财务费用	1	(27)	(25)	(8)	16
财务费用率	0.21%	-3.88%	-1.70%	-0.41%	0.51%
投资收益	2	0	1	1	1
营业利润	133	215	671	890	1,393
营业利润率	34.66%	31.35%	44.71%	42.82%	43.68%
营业外收入	0	8	8	8	8
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	133	223	679	898	1,401
所得税	8	21	102	135	210
所得税率	5.97%	9.26%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	125	202	577	763	1,191
净利率	32.59%	29.51%	38.46%	36.73%	37.34%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	455	1,494	1,855	3,187	5,265
存货	246	294	405	532	704
应收账款	157	176	570	769	1,148
其他流动资产	25	106	127	148	187
流动资产	883	2,070	2,958	4,636	7,305
固定资产	216	253	526	628	737
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	50	72	80	92	105
其他长期资产	41	148	192	316	446
非流动资产	308	474	799	1,036	1,289
资产总计	1,191	2,544	3,756	5,672	8,595
短期借款	0	1	492	1,552	3,204
应付账款	88	83	206	304	401
其他流动负债	41	51	92	145	203
流动负债	128	135	790	2,000	3,808
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	57	67	67	67	67
非流动性负债	57	67	67	67	67
负债合计	185	202	857	2,067	3,875
股本	385	445	445	445	445
资本公积	487	1,561	1,561	1,561	1,561
归属于母公司所有者权益合计	1,006	2,342	2,899	3,604	4,719
少数股东权益	0	1	1	1	1
股东权益合计	1,006	2,343	2,899	3,605	4,720
负债股东权益总计	1,191	2,544	3,756	5,672	8,595

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	133	223	679	898	1,401
所得税支出	-8	-21	-102	-135	-210
折旧和摊销	15	29	47	58	70
营运资金的变化	-111	-75	-362	-196	-435
其他经营现金流	7	3	-30	-13	12
经营现金流合计	36	159	233	612	838
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	490	1,060	1,652
股息支出	0	-20	-20	-58	-76
其他融资现金流	-111	11	25	8	-16
融资现金流合计	469	1,132	495	1,011	1,559
现金及现金等价物净增加额	397	1,024	361	1,333	2,078

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%	119.23%	38.43%	53.52%
营业利润增长率	107.92%	61.24%	212.65%	32.59%	56.60%
净利润增长率	94.51%	61.44%	185.68%	32.19%	56.08%
毛利率	60.07%	50.42%	64.00%	63.40%	63.20%
EBITDA Margin	38.75%	31.99%	46.70%	45.61%	46.65%
净利率	32.59%	29.51%	38.46%	36.73%	37.34%
净资产收益率	12.44%	8.63%	19.91%	21.17%	25.24%
总资产收益率	10.51%	7.94%	15.37%	13.45%	13.86%
资产负债率	15.55%	7.93%	22.82%	36.44%	45.09%
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会员）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) 024/12/2020。

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）受澳大利亚证券和投资委员会监管，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 2021 版权所有。保留一切权利。