

单季度业绩增速转正， 盈利能力趋势承压

核心观点：

- **事件** 公司发布半年度报告，2023年上半年营业总收入3.06亿元，同比增长12.89%；归母净利润0.40亿元，同比减少18.92%。
- **营收实现快速增长，毛利率持续承压。** 2023H1公司经营态势平稳，下游需求增长，订单增加，营收3.06亿元（YOY+12.9%），Q2单季营收增长快速，达到2.37亿（YOY+39.7%）。2023H1公司归母净利润0.40亿（YOY-18.92%），Q2单季业绩0.42亿（YOY+1.8%），增速实现转正。
 - 公司23H1净利润同比下行，毛利率承压。公司产品因国产化要求较高，毛利率受产品结构和代次变化略有波动，叠加需求方产品审价等因素影响，23H1毛利率44.8%，同比减少9.8pct，呈现连续多季度下行，并有望逐步企稳。
 - 公司23H1期间费用率（含研发）31.5%，同比下降0.9pct，费用控制效果良好，其中管理费用率和研发费用率分别为25.8%和19.3%，分别下降1.1pct和0.8pct，销售费用率5.4%，上行0.6pct。
 - 经营性现金流同比增加65.4%，主因回款情况转好以及政府补助金额较同期增加。
- **公司核心订单饱满，新领域开拓助力可持续发展。** 公司已成功实现元器件、原材料、软件操作系统等各方向全面自主可控，并在多个型号设备中实现批量应用。在手订单5.3亿元（含口头订单），占22年营收的98%，同比增长14.7%，订单饱满助力持续发展。
- **拟发行可转债，产能布局积极。** 当前公司产能利用率较高，随着获得新研项目数量和在手订单快速增长，产能亟待扩大。虽然IPO募投项目2023年底投产，但依然落后于需求。因此，公司拟发行4.11亿可转债，用于嵌入式计算机扩产、研发中心升级和补流。扩产项目24年投产，27年达产，达产后预计年增收入5.62亿元，净利润0.86亿元。我们认为，随着下游飞机、导弹等重点领域的快速发展和装备智能化程度的提升，重点型号列装和改造需求增长将有效拉动公司产能释放。
- **转让铭科思部分股权，增加投资收益约0.25亿。** 公司2021对外投资铭科思，切入数模转换芯片领域，近期公司拟降低持股至20.6%，预计增加投资收益约2,481.86万元。铭科思专注高速、高精度ADC设计开发，助力公司推进原材料国产化，降低转换成本；同时，在公司下游市场资源及口碑的带动下，铭科思取得快速发展，23H1收入2111.1万元，同比增长118.1%，协同效应明显。此外，铭科思经营向好，随着收入规模持续扩大，未来业绩有望由负转正，且不排除独立上市可能，公司将充分受益。
- **投资建议：** 预计公司2023年至2025年归母净利润分别为1.16/1.42/1.76亿，未来三年业绩复合增速32.5%，EPS为1.54/1.89/2.33元，当前股价对应PE为33x/27x/22x。持续覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：** 军品订单不及预期和产品价格波动的风险。

智明达（688636.SH）

推荐 维持评级

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

市场数据

2023/8/17

A股收盘价（元）	48.38
A股一年内最高价（元）	109.39
A股一年内最低价（元）	43.00
上证指数	3163.74
市盈率（2023）	32.9
总股本（万股）	7524.25
实际流通A股（万股）	4467.74
限售的流通A股（万股）	3056.51
流通A股市值（亿元）	21.61

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

表 1 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(单位:百万元)	540.87	664.07	838.07	1,009.87
同比	20.35%	22.78%	26.20%	20.50%
净利润(单位:百万元)	75.38	116.20	141.85	175.50
同比	-32.40%	54.15%	22.07%	23.73%
EPS(单位:元)	1.50	1.54	1.89	2.33
P/E	33.8	32.9	26.9	21.8

资料来源:公司公告、中国银河证券研究院

表 2 可比公司估值

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002049.SZ	紫光国微	87.43	3.10	4.05	5.32	6.78	28.22	21.58	16.43	12.89
300474.SZ	景嘉微	70.37	0.64	0.89	1.26	1.66	109.95	78.82	55.81	42.42
603712.SH	七一二	27.47	1.00	1.26	1.65	2.12	27.47	21.86	16.65	12.96
688636.SH	智明达	50.78	1.50	1.54	1.89	2.33	33.80	32.88	26.94	21.77
平均值(剔除公司)			55.22	40.75	29.63	22.76				

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业9年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015年加入银河证券。曾获2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森 军工行业分析师。证券从业4年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021年加入银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn