

中航证券研究所
 首席分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 邮箱：zhangchao@avicsec.com
 分析师：宋博
 证券执业证书号：S0640520090001

智明达（688636.SH）2021 年年报点评：机载、弹载带动业绩增长，积极布局第二条产业曲线

行业分类：国防军工

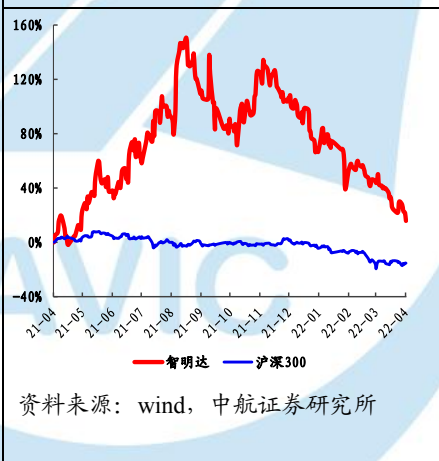
2022 年 4 月 17 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.15)	82.22
目标价格	120.00

基础数据（2022.4.15）

上证指数	3211.24
总股本（百万股）	50.34
流通 A 股（百万股）	28.99
资产负债率（2021）	31.81%
ROE（摊薄）（2021）	12.58%
PE（TTM）	65.51
PB（LF）	4.67

公司近一年与沪深 300 走势对比图



- **事件：**公司 2021 年营业收入 4.49 亿（+38.43%），归母净利润 1.12 亿（+30.30%），扣非归母净利润 1.01 亿（+20.49%），毛利率 61.08%（-1.72pcts），净利率 24.81%（-1.55pcts）。

➤ 投资要点：

- **机载、弹载业务增长迅猛，带动业绩高速发展**

成都智明达电子股份有限公司成立于 2002 年，深耕嵌入式计算机领域 20 余年，于 2021 年在科创板上市。公司主要为军工客户提供应用于机载、弹载、舰载、车载等领域的定制化嵌入式计算机产品、解决方案以及专业的一体化服务。

报告期内，公司营业收入 4.49 亿元（+38.43%），主要系“十四五”开局之年全面推进武器装备现代化建设，2021 年军费支出达到 13553.43 亿，增速高达 6.8%，其中优化武器装备规模结构和发展新型武器装备是军费重点投向，政策的支持，带动行业景气度提升，下游需求旺盛，公司抓住发展机遇，积极开拓市场，获得了 167 个研发新项目，较上年增长 45%，同时报告期末在手订单达到 5.17 亿元（含口头订单），同比增长 29.57%。归母净利润 1.12 亿元（+30.30%），扣非归母净利润 1.01 亿元（+20.49%），剔除报告期内因股权激励而支付股份的 2616 万元费用后，归母净利润 1.34 亿元（+56.28%），**增速大幅超越营收增速**。毛利率 61.08%（-1.72pcts），虽有小幅下降，但仍保持在较高水平，主要系公司产品以定制化为主，毛利率较高。净利率 24.81%（-1.55pcts），略有下降，主要系报告期内公司除了支付股权激励费用，扩大经营规模、增加员工数量，销售产品结构变化等，导致营业成本增幅加大。

业务方面，公司所构建的嵌入式计算机模块和解决方案，主要应用于机载、弹载、舰载、车载和其他领域，其中机载、弹载分别占据 66.62%和 14.30%的营收份额。**报告期内机载和弹载领域发展迅猛，弹载产品营业收入 0.64 亿元，同比增速达到了 138.46%**，我们认为主要系导弹具有消耗性的特点，在近年来地缘政治不稳定的扰动下，军队继续加强练兵备战和实战化演习以备不时之需，从而带动导弹需求量增加，为公司产品销售带来机会，同时也为公司收入结构优化提供了新的发力点；机载产品营业收入 2.99 亿元，同比增长 56.50%，我们认为主要系公司的机载产品主要应用于军机的航电系统，而航电系统是军机中价值量最高的部分，在“十四五”政策指引下，军机换装列装提速，带动公司产品销量和营收双重增长。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传真：010-59562637

● **整体费用率小幅提升，公司高度重视研发投入**

费用端来看，公司期间费用率为 38.83% (+4.53pcts)，主要由**管理费用和研发费用增加**所致。其中研发费用率 21.06% (+3.75pcts)，除了支付股权激励费用外，主要系公司持续增加研发投入，一方面大力扩充研发队伍，报告期内增加 65 名研发人员，增幅达到 28.51%，另一方面为了吸引和留住人才，研发员工薪酬较上年同期上涨 40.84%，研发薪酬合计占研发费用比例高达 69.51%；若不考虑计入的 1206.82 万元股权支付费用，则研发费用率为 18.37% (+1.06pcts)，小幅提升，研发投入保持在较为稳定的水平。我们认为作为技术型企业，公司未来仍会持续加大研发费用的投入，其中研发人员增长率预计在 20% 左右。

管理费用率 10.77% (+1.57pcts)，主要系公司扩大经营规模，员工数量增加 107 人，叠加薪酬调整和股权激励费用支付，导致管理费用较去年增加 62.03%；销售费用率 6.61% (+0.08pcts)，主要系公司市场拓展力度加大，随着订单的激增，售后服务所产生的费用也相应增加；财务费用率 0.40% (-0.86pcts)，下降幅度明显，主要系报告期内公司归还了银行贷款，利息支出减少。

● **营运能力向好，经营现金流充沛**

资产负债看，2021 年公司应收账款 3.01 亿，较 2020 年末提升 50.83%，主要系销售收入增加；存货 2.38 亿元，同比提升 108.59%，由于销售订单增加，公司积极组织备货和生产，以应对下游需求的快速增长，我们认为另一方面原因是公司原材料已实现自主可控，自主研发生产带来库存的增加；公司目前没有出现过坏账情况，虽然由于行业特征回款周期较长，但随着国家政策的落实，回款趋势向好，资产负债率 31.81% (-6.53pcts)，整体资产质量呈现良好发展态势。

现金流量端来看，公司经营活动现金流 0.67 亿 (+135.13%)，主要得利于公司营业收入增加，收到货款增加，同时现金回款率较上年同期有所提高。

● **突破原有产业布局，产品增长态势横向扩散**

从产品和解决方案层面看，公司在武器装备中提供包括数据采集、信号处理、数据处理、通讯交换、接口控制、图像图形处理、大容量存储、高可靠电源多类型产品和链条式解决方案。在持续开拓市场的努力下，除了之前在营业收入中占比较高的接口控制和数据处理产品，**图形图像和高速存储业务量也逐渐成长起来，为公司创造新的利润点。**

在业务层面，公司在**机载、弹载和车载**方面均参与了多种重点型号的研制，并提供多种嵌入式计算机解决方案，分别为 100 多种、40 多种和 30 多种，由此看出公司在已布局领域强大的研发能力；在舰载领域也参与了重点型号并提供了多种嵌入式计算机解决方案。除了已经全面覆盖的应用场景，公司将力争突破星载嵌入式计算机市场，提高市场占有率。

● **增资铭科思微，促进产业链协同发展，为公司提供第二条增长曲线**

报告期内，公司与成都铭科思微电子技术有限责任公司达成投资协议，以自有资金，向其增资 17765 万元，增资后持股 34.99%。截止至报告期末，公司已向铭科思微出资 6460 万元，剩余待出资金额 11305 万元。铭科思微以半导体集成电路研发为核心，专注模拟芯片设计和解决方案。拥有 10 项专利权（包括实用新型）、12 项著作权和 10 项集成电路布图设计专有权，在多项核心技术加持下铭科思微能够根据客户需求提供定制化服务，具备自主可控的设计研发能力。

通过此次合作，双方优势互补，实现共赢。对于铭科思微来说，依托公司在军工领域成熟的市场渠道和良好的客户资源，有助于其进一步扩大市场份额，增强竞争力。

对于公司来说：

- ① 铭科思微从原来的模拟转换芯片供应商转变为合作商角色，保证了公司供应链的稳定；
- ② 借助铭科思微在芯片领域定制化能力，有助于公司的技术积累，同时能够更好的协助公司响应客户需求；
- ③ 在如今大国博弈的背景下，我国企业不断受到国外的制裁，发展国产化替代时不我待。在国家政策推动下，结合铭科思微在 ADC 领域的丰富经验，提升公司在芯片领域自主可控能力，

加速公司的国产替代进程。

- ④ 芯片作为嵌入式计算机的重要元器件，未来在专用和民用两大领域均有广阔的空间和应用市场，在放量后，将会成为公司的第二条增长曲线。公司已在公告中披露了，到 2023 年铭科思微达到盈亏平衡的时候，公司会收购 51% 的股权。整体来说本次收购是公司在产业线上的一个重要的布局。

● 实施股权激励计划，增强凝聚力

基于对公司业绩增长的信心，同时为了调动核心员工的积极性，将员工利益与公司绑定，完善公司人才激励体系，助力公司长远发展，公司于 2021 年 7 月 9 日公告，以当日为首次及预留限制性股票的授予日，合计向 96 名激励对象授予 103.95 万股限制性股票，授予价格为 34.50 元/股。其中，第一类限制性股票向 8 人授予 33.56 万股，已于同年 9 月完成登记；首次授予第二类限制性股票向 88 人授予 69.19 万股，预留授予第二类限制性股票 1.20 万股。

第一类限制性股票和第二类限制性股票的激励计划是以 2020 年净利润为基础，考核期为 2021-2023 年三个会计年度，以净利润增长率为考核指标，考核期内净利润增长率分别不低于 40%、70% 和 100% 方可分别享受解禁授予股份和归属股票的权力；预留的第二类限制性股票也是以 2020 年净利润为基础，但考核期为 2022-2023 年两个会计年度，考核期内净利润增长率分别不低于 70% 和 100%。

从目前来看，公司 2021 年归母净利润 1.12 亿元，2020 年归母净利润 0.86 亿元，同比增长 30.30%；扣除 2021 年因支付股权激励而产生的 2616 万元后，归母净利润为 1.34 亿元，归母净利润增长率为 56.28%。根据公告，2022 年将分摊股权激励所产生的剩余费用中约 3888 万元的金额，分摊比例较前一年增长 45.26%，导致期间费用将进一步提升，归母净利润可能会有所下降。

● 募资项目落地后，助力公司营收再上台阶

公司于 2021 年首次公开发行股票募集资金，主要用于三个项目的投资需要，分别为嵌入式计算机扩能项目、研发中心技术改造项目和补充流动资金。其中嵌入式计算机扩能项目预计于 2023 年底完成，落地后在公司扩大规模的情况下，能够提供充足的空间支撑设备和生产线的增加，满足日益增加的需求，提高公司生产能力，减少外协，提高生产效率；研发中心技术改造项目预计于 2022 年 6 月底落地，建成后配套设备的完善，助力夯实研发能力，增强公司的自主研发能力和产品创新能力，提高公司市场竞争力和综合实力。

➤ 投资建议：

我们认为，公司未来仍会保持稳定的增长趋势，原因可以拆分为以下几个方面：

- ① 全球嵌入式系统行业的增长，增加了对先进优良嵌入式设备的需求。在我国，推动军队信息化建设以及实现武器装备的自主可控是国防建设的重点方向，而嵌入式计算机作为武器装备中智能化、信息化和现代化的代表，将受益于行业发展的黄金时代；
- ② 公司业务与军工集团高度绑定，下游需求饱满，公司订单量增加。随着军机结构升级和更新换代，将带动公司机载产品需求的提升；同时在全球局势的不确定性加剧的情况下，一方面促使我国军队加强练兵备战和实战化演习，另一方面带动军贸市场的发展，均催生了对具有精确制导与打击能力的导弹需求，公司弹载市场业务量未来也将持续提升；
- ③ 公司增资铭科思微，布局 ADC 芯片业务，有助于公司未来解决原材料供应问题，加速国产替代进程，同时由于军民通用性，可助力公司未来向民用领域发展。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 6.11 亿、7.81 亿和 9.63 亿，归母净利润分别为 1.34 亿、1.75 亿、2.25 亿（2021 年股权激励产生的费用，除在本年度已计提部分，其余费用将在 2022-2024 年进行分摊，计提金额分别为 3888 万元、1512 万元和 443 万元），EPS 分别

为 2.67 元、3.47 元、4.47 元，公司 4 月 15 日收盘价 82.22 元，对应 2022-2024 年 PE 为 30.85，23.70 倍，18.41 倍。基于公司所处行业以及未来发展前景，我们给予“买入”评级，目标价 120.00 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 45.03 倍、34.59 倍、26.88 倍。

- **风险提示：**核心原材料采购风险，产品研发及交付不及预期风险，应收账款占比过高及回款周期长的风险，规模扩张导致的管理风险，股东解禁减持风险，市场开拓不及预期风险，下游需求不及预期，行业景气度不及预期。

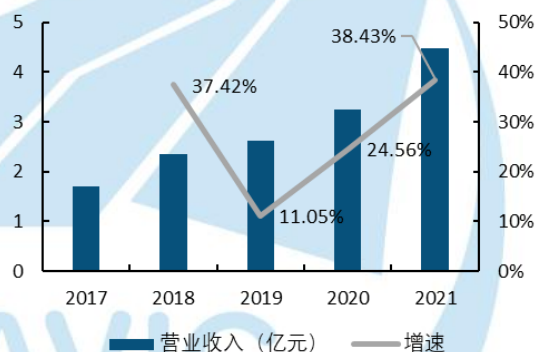
➤ **盈利预测：**

单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	449.42	610.72	780.50	962.75
增长率	38.43%	35.89%	27.80%	23.35%
归属母公司股东净利润	111.51	134.14	174.65	224.75
增长率	30.30%	20.29%	30.20%	28.69%
每股收益 (EPS)	2.22	2.67	3.47	4.47

数据来源：wind，中航证券研究所

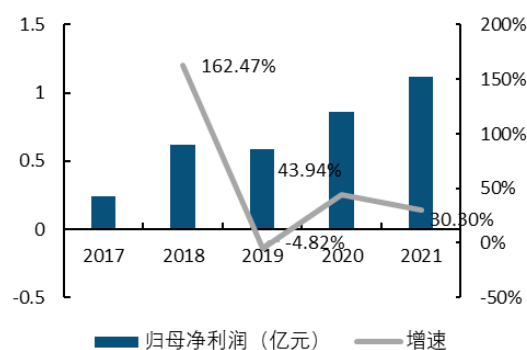
◆ **公司近 5 年主要财务数据**

图 1：近 5 年营业收入及增速（单位：亿元；%）



资料来源：wind，中航证券研究所

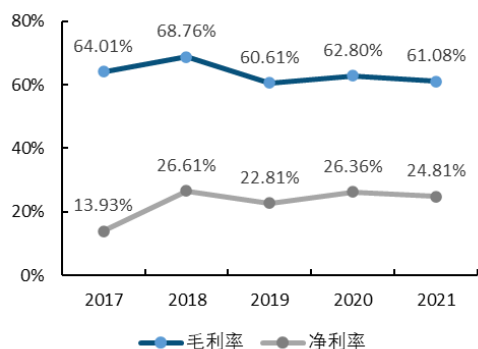
图 2：近 5 年归母净利润及增速（单位：亿元；%）



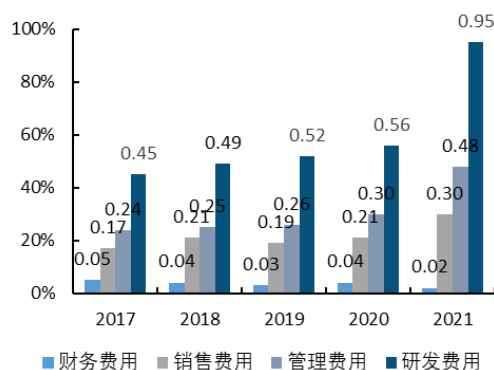
资料来源：wind，中航证券研究所

图 3：近 5 年毛利率及净利率（%）

图 4：公司近 5 年期间费用情况（单位：亿元）



资料来源: wind, 中航证券研究所



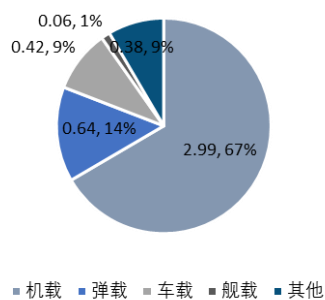
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 5: 近 5 年研发占营收占比 (单位: 亿元; %)

图 6: 公司 2021 年产品结构 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所



资料来源: wind, 中航证券研究所

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	449.42	610.72	780.50	962.75
营业成本	174.94	257.79	331.48	410.61
营业税金及附加	3.87	6.72	8.59	10.59
营业费用	29.69	41.22	45.04	51.99
管理费用	48.38	61.19	73.37	84.72
研发费用	94.64	114.51	145.10	168.96
财务费用	1.80	2.44	2.73	3.18
资产减值损失	-2.49	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.94	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-97.13	-2.35	-2.35	-2.35
营业利润	95.16	126.85	174.21	232.70
其他非经营损益	27.08	25.02	25.02	25.02
利润总额	122.24	124.49	171.85	230.34
所得税	-4.73	17.62	24.77	33.61
净利润	126.97	-99.47	-146.83	-205.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	111.51	134.14	174.65	224.75
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	169.36	258.66	315.83	401.91
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	423.67	583.09	752.56	1004.96
其他应收款 (合计)	0.65	1.25	0.77	0.65
存货	238.48	343.25	494.04	711.08
其他流动资产	104.66	540.41	701.30	928.44
长期股权投资	174.51	174.51	174.51	174.51
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	164.38	145.30	126.23	107.16
无形资产和开发支出	4.81	4.13	3.46	2.78
其他非流动资产	194.89	175.96	174.51	174.51
资产总计	1300.25	1707.56	2073.89	2619.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	389.60	469.36	497.58	625.30
长期借款	0.00	10.00	30.00	60.00
其他负债	24.05	-325.40	-304.20	-284.44
负债合计	413.65	497.32	545.54	703.26
股本	50.34	50.34	50.34	50.34
资本公积	517.89	527.44	534.81	542.18
留存收益	318.37	441.52	601.86	808.19
归属母公司股东权益	886.60	1019.30	1187.00	1400.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	886.60	1019.30	1187.00	1400.70
负债和股东权益合计	1300.25	1516.62	1732.54	2103.96
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	67.44	58.91	22.39	45.23
投资性现金净流量	-272.03	17.32	16.41	16.41
筹资性现金净流量	333.64	13.08	18.37	24.43
现金流量净额	129.06	89.31	57.17	86.08

数据来源：WIND，中航证券研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

宋博, SAC 执业证书号: S0640520090001, 北京航空航天大学硕士, 中航证券研究所军工分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。