

智明达（688636）

2023年中报点评：营收稳定增长，募投项目有望形成新的业务增量

成新的业务增量

报告摘要

◆ 事件：公司8月18日公告，2023H1营收（3.06亿元，+12.89%），归母净利润（0.40亿元，-18.92%），扣非归母净利润（0.30亿元，-36.07%），毛利率（44.77%，-9.83pcts），净利率（13.16%，-5.16pcts）。2023Q2营业收入（2.37亿元，+39.66%），归母净利润（0.42亿元，+1.80%）。

◆ 受营业成本提升影响，净利润下滑明显

2023H1，公司实现营收（3.06亿元，+12.89%）稳定增长，整体经营状态平稳；归母净利润（0.40亿元，-18.92%）、扣非归母净利润（0.30亿元，-36.07%）、毛利率（44.77%，-9.83pcts）与净利率（13.16%，-5.16pcts）均有不同程度的下滑，我们认为主要系销售产品结构、产品国产化率提高、需求方产品审价等多种因素所致。

单季度来看，公司2023Q2实现营收（2.37亿元，+39.66%）同比快速增长，归母净利润（0.42亿元，+1.80%）、扣非归母净利润（0.39亿元，-2.67%）基本持平，经营情况较一季度出现一定改善。

我们判断，公司正在加大拓展产品下游多应用领域的市场力度，而随着传统以及新兴下游需求的逐步释放，宏观环境逐渐改善，公司订单也有望恢复快速增长，下半年的收入增速与归母净利润增速均有进一步提升的空间，毛利率与净利率水平继续出现大幅度调整的可能性相对较小。

◆ 经营效率维持平稳，募投项目有望形成新的业务增量

费用方面，报告期内，公司三费费率（12.19%，-0.09pcts）维持平稳，管理费率（6.47%，-1.10pcts）下降较为明显，主要系股份支付费用减少所致；公司销售费用（0.17亿元，+27.64%），主要系计提的售后服务费增加所致。

现金流方面，经营活动产生的现金流量净额（-0.51亿元，+39.55%）同比增长，主要系本报告期收到的回款及政府补助金额较去年同期增加所

投资评级

买入

维持评级

2023年09月11日

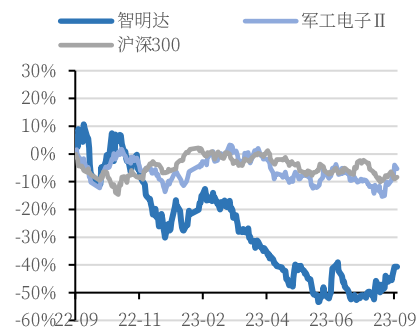
收盘价(元): 55.55

目标价(元): 70.00

公司基本数据

总股本(百万股)	75.24
总市值(百万)	4,179.72
流通股本(百万股)	44.68
流通市值(百万)	2,481.83
12月最高/最低价(元)	163.00/43.00
资产负债率(%)	31.89
每股净资产(元)	13.58
市盈率(TTM)	63.33
市净率(PB)	4.09
净资产收益率(%)	3.94

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

致。投资活动产生的现金流量净额（-0.56 亿元，-393.16%）大幅下降，主要系购买理财产品金额较上年同期减少所致；筹资活动产生的现金流量净额（0.70 亿元，+756.53%）大幅增长，主要系报告期内银行贷款增加所致。

其他财务数据方面，报告期末，公司存货（3.15 亿元，+4.51%）维持在较高水平，其中原材料增幅较大，由于公司主要采用以销定产的方式组织生产和采购且已计提足额存货，我们认为公司对下游市场需求快速增长充满信心，仍在加大备货力度。同时，随着公司业务规模扩大，应收账款（7.3 亿元，+33.65%）增长明显，我们认为尽管大额应收款项会一定程度上对公司带来一定的资金压力，但公司应收主要国家重点领域集团下属单位货款，客户信用良好，坏账概率较小。

◆ 原有募投项目持续推进，新募投项目募集资金 4.11 亿元,实施“研发中心升级建设项目”

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 and 补充流动资金，募集资金净额为 3.82 亿元。使用募集资金投入募投项目 2.43 亿元。其中，“研发中心技术改造项目”已建设达到预定可使用状态，嵌入式计算机扩产能项目累计投入进度 14.13%，预计 2023 年底能够达到预定可使用状态。嵌入式计算机扩产项目达产后，预计年净利润 0.77 亿元（占 2022 年净利润的 102.67%）；研发中心技术改造项目将进一步增强公司自主创新能力，提升公司核心竞争力。

另外，公司 2023 年 7 月 28 日公告，拟向不特定对象发行可转换公司债券的募集资金总额不超过 4.11 亿元，补足前次 IPO 募集资金未募足部分的同时，面向未来发展需求追加部分设备投资；通过本次募集资金实施“研发中心升级建设项目”，购置一批先进研发设备，用于满足我国未来先进重点领域装备的配套需求。据公司的初步测算，本项目建成后达产年可新增实现营业收入 5.60 亿元/年，净利润 0.86 亿元/年（分别占 2022 年全年收入的 103.51%与 114.67%），税后内部收益率 22.74%，税后静态投资回收期（含建设期）6.93 年，具备良好的经济效益。

我们认为，本次融资将有助于公司在优化资本结构的基础上，为未来中长期的发展奠定生产、研发条件，有利于增强公司综合竞争力、持续盈利能力和抗风险能力，构筑公司未来几年收入实现稳定增长的重要基础之一。

◆ 扩展产品品类，拓宽核心客户

2022 年中报点评：交付、在手订单数量大幅增长，剔除股权激励费用后业绩稳步增长 —
2022-08-23

公司深耕嵌入式计算机领域 20 余年，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，除了在营业收入中占比较高的接口控制和数据处理产品外，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，公司积极布局新兴领域，在无人机领域等成功列装，将力争突破星载嵌入式计算机市场，提高市场占有率。我们认为，公司业务对应市场板块高度景气，发展迅速，行业天花板仍在不断提高，将有利于支撑公司收入与归母净利润规模“水涨船高”，持续增长。

◆ 优化 2021 年、2022 年股权激励计划，发布 2023 年股票激励计划

①2021 年、2022 年股权激励优化，加入营收指标

2023 年 4 月 25 日，公司发布公告，因为受到外部经济环境变化的影响，公司当前经营环境较激励计划制定时发生了较大的变化，原激励计划中所设定的公司层面业绩考核指标的达成受外部环境影响较大，而之前激励计划考核指标单一，如果公司仍然坚持按照原来的业绩考核指标进行考核，势必将削弱原激励计划的激励性，不利于公司长远发展，故拟优化公司 2021 年激励计划、2022 年激励计划中有关 2023 年、2024 年以及 2025 年公司层面的业绩考核目标。

2021 年股权激励计划调整中，2023 年度以 2020 年净利润与营收为基数，以净利润增长率和营收增长率为考核指标，考核期内公司达成 2023 年净利润增长率不低于 100%或营收增长率不低于 100%。（“净利润”、“净利润增长率”指标均以归属于上市公司股东的净利润，并剔除公司全部在有效期内的股权激励计划及员工持股计划所涉及的股份支付费用影响的数值作为计算依据）

2022 年股权激励计划调整中，2021 年净利润与营收为基数，考核期为 2023-2025 年三个会计年度，以净利润增长率和营收增长率为考核指标，考核期内公司达成净利润增长率不低于 30%、50%、70%或营收增长率不低于 45%、70%、95%。根据股权激励方案，2023-2025 年股权激励摊销费用分别为 496.16 万元、334.05 万元、144.51 万元。

②2023 年股权激励情况

公司于 2023 年 5 月 16 日公告，拟向激励对象授予权益总计不超过 25.575 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.51%，本激励计划拟激励对象合计 84 人，约占公司 2023 年 3 月底在职员工总数的 14.61%，本激励计划股票的授予价格为 34.50 元/股。

本次激励计划授予的第二类限制性股票的公司层面考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，考核期内，需达成条件分别为以公司 2021 年净利润或营业收入为基数，增长率分别不低于 30%、50%、70%和 45%、70%、95%。根据股权激励方案，2023 年-2026 年股权激励摊销费用分别为 496.16 万元、334.05 万元、144.51 万元、38.26 万元。

我们认为，此次对于 2021 年、2022 年股权激励计划的优化及 2023 年新一轮的股票激励计划，体现了公司管理层的灵活性，适时的根据外部环境优化股权激励计划，将有助于公司提升员工凝聚力、团队稳定性，并有效激发管理团队的积极性，从而提高经营效率，对公司经营业绩和内在价值的长期提升带来积极影响。

◆ 投资建议

我们认为，公司在研项目和在手订单的数量可观，整体下游市场需求饱满，具体观点如下：

- ① 推动军队信息化建设以及实现武器装备的自主可控是我国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、信息化和现代化的基础，将受益于行业发展的黄金时代；
- ② 公司在研项目和在手订单的数量可观，行业地位稳固，整体下游配套市场需求饱满，研发人员数量快速增长，公司积极拓展产品下游应用领域，有望提高公司业务对应的市场天花板；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，公司相关配套装备市场业务量未来也将持续提升；
- ③ 优化 2021 年、2022 年股权激励计划，发布新一轮股权激励，调动核心员工的积极性，体现了对于公司稳定发展的信心；

- ④ 通过发行可转债募集资金实施“研发中心升级建设项目”，有助于公司在优化资本结构的基础上，为未来中长期的发展奠定生产、研发条件，有利于增强公司综合竞争力、持续盈利能力和抗风险能力。

基于以上观点，我们预测公司 2023、2024、2025 年归母净利润分别为 0.95 亿元、1.06 亿元、1.23 亿元，EPS 为 1.26 元、1.40 元、1.64 元，当前股价对应 PE 分别为 39.40 倍、35.28 倍、30.26 倍，维持买入评级。

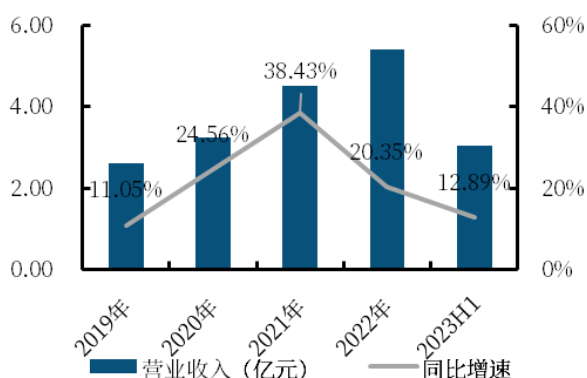
◆ 风险提示

宏观政策变化、海外市场疲软、技术研发不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

财务数据与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	540.87	649.38	788.04	966.84
增长率(%)	20.35%	20.06%	21.35%	22.69%
归属母公司股东净利润	75.38	94.57	105.61	123.12
增长率(%)	-32.40%	25.46%	11.67%	16.58%
每股收益 EPS(元)	1.00	1.26	1.40	1.64

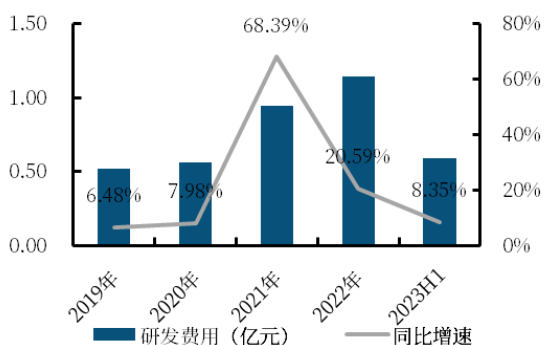
● 2019-2023 年公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速（单位：亿元；%）



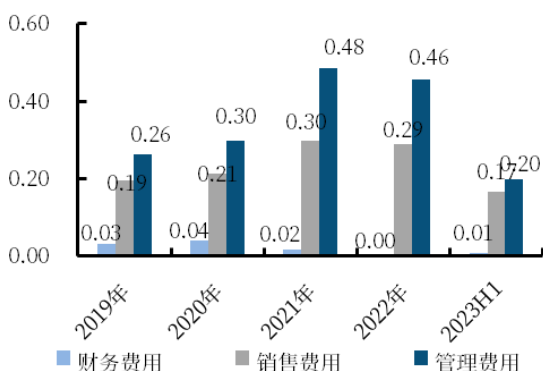
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司研发费用及同比增速（单位：亿元；%）



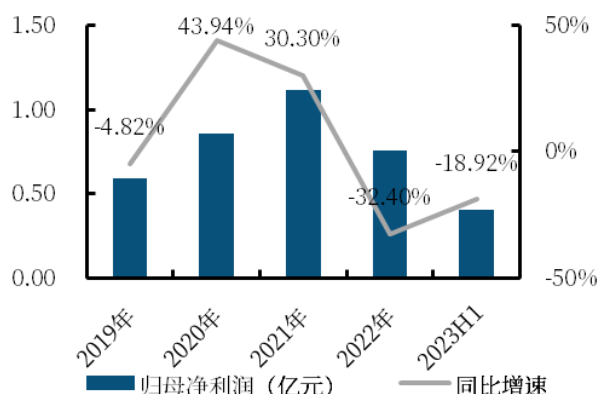
资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 公司三费变化情况（单位：亿元）



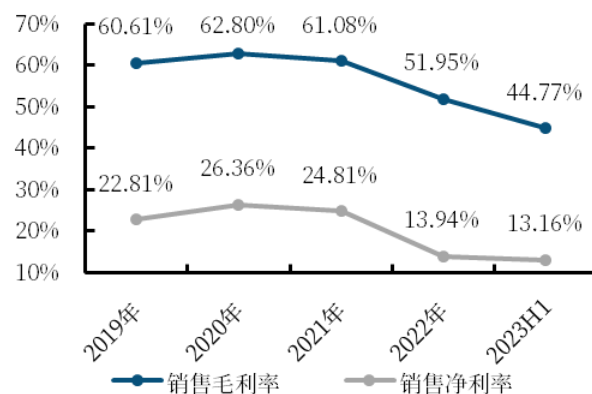
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速（单位：亿元；%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润表						
营业收入	324.67	449.42	540.87	649.38	788.04	966.84
减: 营业成本	120.77	174.94	259.91	312.06	378.69	464.61
税金及附加	2.63	3.87	4.72	5.66	6.87	8.43
主营业务利润	201.27	270.62	276.24	331.66	402.48	493.80
减: 销售费用	21.20	29.69	28.79	34.57	41.95	51.47
管理费用	29.86	48.38	45.62	54.77	66.46	81.54
研发费用	56.21	94.64	114.13	137.02	166.28	204.01
财务费用	4.10	1.80	0.45	6.15	12.70	17.31
经营性利润	89.90	96.10	87.25	99.15	115.08	139.47
加: 资产减值损失	-1.82	-2.49	-7.10	-5.25	-7.03	-9.71
信用减值损失	-8.37	1.01	-17.20	-11.98	-14.53	-17.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.05	-0.94	-13.99	-4.66	-4.66	-4.66
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.04	0.03	-0.00	0.02	0.02	0.02
其他收益	15.52	26.78	24.48	22.26	22.26	22.26
营业利润	95.32	120.50	73.43	99.54	111.14	129.54
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.05	0.01	0.08	0.05	0.05	0.05
减: 营业外支出	0.11	0.26	0.25	0.21	0.21	0.21
利润总额	95.25	120.25	73.26	99.39	110.98	129.38
减: 所得税	9.67	8.74	-2.12	4.81	5.37	6.26
净利润	85.58	111.51	75.38	94.57	105.61	123.12
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	85.58	111.51	75.38	94.57	105.61	123.12
资产负债表						
货币资金	40.30	169.36	117.64	64.94	78.80	96.68
交易性金融资产	40.00	90.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	169.20	120.46	178.71	242.35	294.10	360.82
应收账款	199.31	308.22	461.79	554.44	672.83	825.49
预付账款	1.50	1.07	3.53	2.93	3.56	4.37
其他应收款	0.70	1.52	1.79	1.91	2.32	2.85
存货	114.33	238.48	335.04	374.36	454.30	557.37
其他流动资产	3.43	7.06	23.55	15.11	18.34	22.50
长期股权投资	0.00	174.51	163.57	157.11	150.66	144.21
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	21.03	168.43	197.07	442.75	521.60	543.62
无形资产和开发支出	4.10	4.81	5.56	4.63	3.70	2.78
其他非流动资产	7.86	16.33	18.59	17.57	16.56	16.56
资产总计	601.78	1,300.25	1,506.83	1,878.12	2,216.78	2,577.26
短期借款	26.53	0.00	47.54	213.60	339.21	437.50
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	27.60	79.00	150.66	131.04	159.02	195.10
应付账款	92.46	153.39	144.81	228.80	277.66	340.66
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	0.95	0.39	0.26	0.92	1.12	1.38
其他应付款	26.07	156.83	147.61	174.78	212.10	260.22
长期借款	20.00	1.28	11.56	20.92	17.39	12.48
其他负债	37.10	22.76	21.97	37.64	41.58	46.67
负债合计	230.72	413.65	524.41	807.70	1,048.09	1,294.01
股本	37.50	50.34	50.50	75.24	75.24	75.24
资本公积	120.74	529.47	553.06	528.31	528.31	528.31
留存收益	212.82	306.80	378.87	466.87	565.14	679.70
归属母公司股东权益	371.06	886.60	982.42	1,070.42	1,168.69	1,283.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	371.06	886.60	982.42	1,070.42	1,168.69	1,283.25
负债和股东权益合计	601.78	1,300.25	1,506.83	1,878.12	2,216.78	2,577.26
投入资本(IC)	369.75	673.47	977.97	1,304.94	1,525.30	1,733.23
现金流量表						
经营性现金净流量	28.68	63.33	-110.37	83.64	80.85	99.40
投资性现金净流量	-37.57	-272.03	53.46	-299.03	-169.03	-149.03
筹资性现金净流量	-10.59	333.64	-3.45	162.69	102.05	67.51
现金流量净额	-19.48	124.94	-60.36	-52.70	13.87	17.88

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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、未来也将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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637