

研究所：

证券分析师：

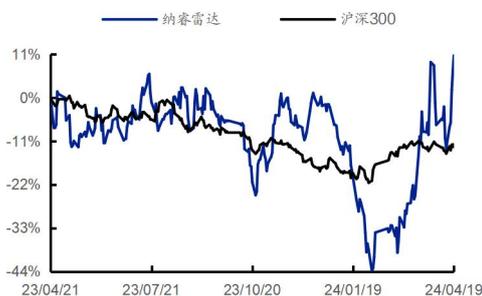
罗琨 S0350522110003

luok@ghzq.com.cn

## 交付节奏影响 2023 收入确认，纳贤扩产 2024 静待业务释放

### ——纳睿雷达（688522）2023 年度&2024Q1 业绩报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/19

表现	1M	3M	12M
纳睿雷达	22.9%	39.2%	13.0%
沪深 300	-1.0%	8.3%	-14.1%

市场数据

2024/04/19

当前价格(元)	63.10
52 周价格区间(元)	29.55-67.63
总市值(百万)	9,759.48
流通市值(百万)	3,819.54
总股本(万股)	15,466.68
流通股本(万股)	6,053.16
日均成交额(百万)	431.80
近一月换手(%)	124.12

相关报告

《纳睿雷达（688522）事件点评：广东省新一轮天气雷达招标已开启首批 35 台，传统主业+低空经济主题持续共振（推荐）\*中小盘\*罗琨》——2024-04-07

《纳睿雷达（688522）事件点评：发布新型 C 波段相控阵雷达，看好气象/水利/机场领域拓展加速（推荐）\*中小盘\*罗琨》——2023-11-21

事件：

- 纳睿雷达于 2024 年 4 月 19 日发布 2023 年年度报告和 2024 年一季度报告，2023 年公司实现营业收入 2.12 亿元 (yoy+1.18%)；取得扣非归母净利润 6212.05 万元 (yoy-27.46%)。2024Q1 公司实现营业收入 3148.78 万元 (yoy-10.34%)；取得扣非归母净利润 335.07 万元 (yoy-56.10%)。

投资要点：

- 交付节奏影响 2023 年收入确认，毛利率基本维持稳定。（1）收入方面：2023 年公司主营业务收入 2.12 亿元 (yoy+1.18%)，其中雷达精细化探测系统收入 1.93 亿元，雷达整机销量 29 台，我们认为主要因客户交付节奏延缓了 2023 年收入确认节奏；2024Q1 公司实现营业收入 3148.78 万元，公司收入明显呈季节性、一季度收入基数相对较小且为传统业务淡季。（2）盈利能力：2023 年公司雷达系统单价约 664.32 万元/套，因行业竞争加剧被动降价同比-11%；但高毛利率基本维持稳定，2023 年公司毛利率 76.30%，同比下降 4.52pcts，其中公司境外业务毛利率达 89.98%相对较高、对应收入体量为 1086.02 万元；2024Q1 毛利率达 80.84%，整体盈利能力基本稳定。
- 公司持续加大研发拓新提升核心竞争力。期间费用方面，2023 年/2024Q1 公司销售费用占比营收分别为 13.22%/15.78%、管理费用占比营收分别为 13.67%/18.41%，2023 年公司上市、同时积极开拓新市场导致费用上升明显；公司持续加大研发投入，2023 年研发费用 5718.48 万元 (yoy+35.27%)，2024Q1 研发费用 1907.62 万元 (yoy+34.02%)，研发项目主要投入的方向包括公司正积极研发拓展的“全极化数字有源相控阵 C 波段雷达”、“全极化相控阵 S 波段雷达”等产品，业务布局逐步从气象领域向水利、机场空管等领域延伸；2023 年公司在职工 232 人 (yoy+14%)，其中研发人员 124 人 (yoy+12%)，占比 53%。公司根据行业需求积极招贤扩产：截至 2024 年 4 月 21 日公司官网新增招聘计划超 150 人，且公司租

《纳睿雷达（688522）2023 年三季报点评：万亿  
国债支持灾后重建，水利相控阵雷达建设有望提速  
（推荐）\*中小盘\*罗琨》——2023-10-29

赁厂房有望于 2024Q2 正式投产。

- **账面资金充足、募投项目有序推进，因客户财政资金支付影响公司应收账款周转天数较高。**2024Q1 公司账面货币资金 16.37 亿元，账面资金充足；主要原因为 2023 年 3 月公司上市募集资金 18.05 亿元，截至 2023 年 12 月 31 日余额为 16.24 亿元，其中已投入募投项目 6,555.40 万元、产生利息收入 3548.46 万元；截至 2023 年底公司募投项目全极化有源相控阵雷达产业化项目和雷达研发创新中心项目分别完成 5.96%/9.62%，募投项目有序推进；公司计划用 6 亿元闲置募集资金购买安全性高、流动性好的投资产品进行现金管理。计提减值损失方面：因收入增加带来应收账款余额增加，2023 年公司应收账款账面余额为 2.94 亿元，其中坏账准备为 4351.55 万元；因公司业务运作模式受客户财政资金支付安排的影响，客户的回款速度有所减缓，2023 年应收账款周转天数达 344.21 天，2023 年公司计提信用减值损失 2401.53 万元（yoy+142.58%）。
- **气象/水利雷达招标景气度高，发改委推进万亿国债建设开工提升雷达交付节奏信心。**行业需求向好：气象方面广东于 2024 年 1 月公示了广东省内二期 69 台 X 波段双极化相控阵天气雷达建设目标，并于 2024 年 4 月 3 日公告了拟采购 35 部 X 波段双极化相控阵天气雷达的招标计划；水利方面包括但不限于北京、湖南、山东、广西等地区开启水利工程招标推动测雨雷达建设，其中北京、天津、广西大藤峡合计约 8000 万元价值量的水利雷达招标已完成、且纳睿雷达均为第一中标候选人；2024 年 4 月 17 日发改委推进万亿国债项目建设，计划 6 月底前开工。我们认为，发改委推进万亿国债建设开工或将提升客户的雷达交付节奏。
- **低空经济建设有望加密相控阵雷达部署需求，纳睿雷达为“低空经济”储备技术拓展公司新成长方向。**2024 年 4 月 12 日广东珠海市第九届委员会第七次全体会议上表示珠海市低空空域商业运营通道规划初步方案现已形成，包括低空飞行起降点规划、低空空域规划以及低空航线通道规划三方面内容，依托 5G 通信、北斗系统及低空相控阵雷达等多维技术的综合应用，实现对珠海全域低空飞行器的实时精准定位，构建“可计算”“可运营”城市空域；珠海计划 2035 年全面建成“天空之城”。2023 年 11 月 16 日珠海市成立国内首个低空经济产业联盟，珠海市领导为低空经济产业联盟理事长单位（纳睿雷达）授牌。公司自主研发的全极化多功能相控阵雷达致力于解决空管气象预警、“低慢小”飞行器监测预警、航空器主动探测识别和追踪等问题，为“低空经济”储备技术。相较于气象探测，低空立体交通建设或将加密雷达部署，驱动的雷达监测感知建设需求。
- **盈利预测和投资评级：**根据行业发展现状，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入为 5.84/9.90/13.88 亿元，同比增速分别为 175%/70%/40%，归母净利润分别为 2.33/4.33/6.47 亿元，同比增速分别为 268%/86%/49%。对应 2024-2026 年 PE 分别为 42/23/15 倍，公司未来有望持续受益于 X 波段、C 波段双偏振有源

相控阵雷达在气象领域渗透率的加速提升及产品技术迭代，同时在水利、民航、防务、低空经济等新领域有望形成突破；公司核心技术壁垒深厚，我们认为具备长期成长潜力，维持“买入”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧造成高毛利率难以维持；低空经济发展不及预期；募投项目进度或经营成果不及预期；经营业绩存在季节性波动；产品被验收及公司收入确认节奏不及预期；应收款项回款节奏不及预期；资产减值准备与信用减值准备增高风险；中小市值股票面临流动性风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	212	584	990	1388
增长率(%)	1	175	70	40
归母净利润（百万元）	63	233	433	647
增长率(%)	-40	268	86	49
摊薄每股收益（元）	0.41	1.51	2.80	4.18
ROE(%)	3	10	15	18
P/E	129.05	41.93	22.55	15.08
P/B	3.92	4.03	3.42	2.79
P/S	40.39	16.72	9.86	7.03
EV/EBITDA	125.08	24.81	12.91	8.32

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：纳睿雷达盈利预测表

证券代码:	688522				股价:	63.10				投资评级:	买入				日期:	2024/04/19			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	3%	10%	15%	18%	EPS	0.43	1.51	2.80	4.18										
毛利率	76%	78%	79%	80%	BVPS	14.17	15.67	18.47	22.66										
期间费率	10%	14%	12%	10%	<b>估值</b>														
销售净利率	30%	40%	44%	47%	P/E	129.05	41.93	22.55	15.08										
<b>成长能力</b>					P/B	3.92	4.03	3.42	2.79										
收入增长率	1%	175%	70%	40%	P/S	40.39	16.72	9.86	7.03										
利润增长率	-40%	268%	86%	49%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.09	0.22	0.31	0.36	营业收入	212	584	990	1388										
应收账款周转率	0.85	1.36	1.23	1.16	营业成本	50	128	204	273										
存货周转率	1.71	3.73	5.60	7.14	营业税金及附加	1	4	6	8										
<b>偿债能力</b>					销售费用	28	58	79	83										
资产负债率	7%	9%	9%	9%	管理费用	29	47	59	69										
流动比	15.40	10.94	9.45	9.38	财务费用	-36	-24	-18	-7										
速动比	14.04	9.81	8.34	8.19	其他费用/(-收入)	57	88	129	167										
					营业利润	66	256	476	712										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	0	0	0	0										
现金及现金等价物	1735	1742	1516	1375	利润总额	66	256	476	711										
应收款项	250	430	804	1200	所得税费用	2	23	43	64										
存货净额	125	156	177	194	净利润	63	233	433	647										
其他流动资产	70	97	136	186	少数股东损益	0	0	0	0										
<b>流动资产合计</b>	<b>2179</b>	<b>2425</b>	<b>2633</b>	<b>2955</b>	归属于母公司净利润	63	233	433	647										
固定资产	69	127	409	740															
在建工程	28	37	37	67	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	77	77	77	78	经营活动现金流	-8	133	179	416										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	63	233	433	647										
<b>资产总计</b>	<b>2354</b>	<b>2667</b>	<b>3156</b>	<b>3840</b>	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	60	60	60	60	折旧摊销	22	31	70	141										
应付款项	43	64	84	83	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-125	-167	-387	-463										
其他流动负债	38	98	135	172	投资活动现金流	-52	-123	-403	-553										
<b>流动负债合计</b>	<b>142</b>	<b>222</b>	<b>279</b>	<b>315</b>	资本支出	-52	-98	-353	-503										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	21	21	21	21	其他	0	-25	-50	-50										
<b>长期负债合计</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	筹资活动现金流	1570	-3	-3	-3										
<b>负债合计</b>	<b>162</b>	<b>242</b>	<b>299</b>	<b>336</b>	债务融资	1680	-3	-3	-3										
股本	155	155	155	155	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	2191	2424	2857	3504	其它	-110	0	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2354</b>	<b>2667</b>	<b>3156</b>	<b>3840</b>	现金净增加额	1510	7	-226	-141										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【北交所&新兴成长组小组介绍】

罗琨，现任国海中小盘分析师，毕业于香港浸会大学经济学硕士、湖南大学会计学本科，5年证券从业经验，曾任财信证券资管投资部投资经理、研究发展中心机械研究员、宏观策略总监。

## 【分析师承诺】

罗琨，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。