

存货较年初增长 19%；Q2 毛利率水平有所提升

2024 年 08 月 15 日

➤ **事件：**公司 2024 年 8 月 14 日发布了 2024 年中报，1H24 年实现营收 1.6 亿元，YoY-47.8%；归母净利润 170 万元，YoY-95.8%；扣非归母净利润-127 万元，上年同期为 0.3 亿元。公司业绩下降主要是因为受行业环境影响，多型号订单延后，报告期内新增订单不及预期，导致交付减少。我们综合点评如下：

➤ **Q2 毛利率水平有所提升。**单季度看，公司 2Q24 实现营收 1.1 亿元，同比减少 53.4%，环比增长 125.5%；归母净利润 0.1 亿元，同比减少 69.1%，环比改善明显（1Q24 为-0.1 亿元）。**利润率方面**，2Q24 毛利率同比增加 8.69ppt 至 51.5%；净利率同比减少 5.90ppt 至 11.6%。2024 年上半年综合毛利率同比增加 5.23ppt 至 50.0%，净利率同比减少 12.09ppt 至 1.1%。此前公司毛利率下降主要受销售结构变化、产品降价以及国产化率提高等多种因素影响，但我们观察到公司 23Q2~24Q2 连续五个季度毛利率分别为 43%、46%、41%、47%、52%，毛利率水平已经整体稳定在一定区间。

➤ **持续重视技术研发，24H1 新研项目数同比增长 18%至 120 个。**费用方面，24H1 公司期间费用率为 55.1%，同比增加 23.59ppt。其中：**1）**销售费用率 8.5%，同比增加 3.04ppt；**2）**管理费用率 12.3%，同比增加 5.87ppt；**3）**财务费用率 1.1%，同比增加 0.80ppt；**4）**研发费用率 33.2%，同比增加 13.88ppt；研发费用 0.5 亿元，同比减少 10.3%。主要有 2 点原因：一是受材料成本及领料管控影响，研发领料同比减少；二是研发人员较去年同期人数减少，员工薪酬减少。**研发项目方面**，公司依托新技术、国产化、低成本等优势，在 2024 年上半年获得新项目 120 个，较上年同期增加 17.65%。同时在下一代航电总线、超高速板间互联总线、图像感知与智能处理、惯导信号采集与处理等多个技术方向上取得持续性进步。

➤ **存货较年初增长 19%，或说明需求仍在增长。**截至 2Q24 末，公司：**1）**应收账款及票据 7.6 亿元，较年初减少了 7.4%，主要是应收票据到期承兑；**2）**存货 2.7 亿元，较年初增长了 18.7%。公司 Q2 收入同比下降但存货较年初增加，或反应下游需求较旺盛；**3）**货币资金 0.2 亿元，较年初减少了 80.3%，主要是支付生产厂房等款项以及归还了部分借款；**4）**经营活动净现金流为-0.02 亿元，上年同期为-0.55 亿元，主要是应收票据到期承兑同比年同期有所增加。

➤ **投资建议：**公司是特种嵌入式计算机行业的民企龙头，深耕机载、弹载领域多年，同时加强在低空经济和商业卫星相关领域布局，已成功参与无人机飞控系统和航电组网系统以及商业卫星数据链、商业火箭的配套。根据下游需求节奏变化，我们调整公司 2024~2026 年归母净利润为 1.12 亿元、1.52 亿元、2.04 亿元，当前股价对应 2024~2026 年 PE 为 23x/17x/12x，**维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；合同签订不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	663	717	967	1,285
增长率 (%)	22.6	8.2	34.8	32.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	96	112	152	204
增长率 (%)	27.7	16.3	35.4	34.6
每股收益 (元)	0.86	1.00	1.35	1.82
PE	26	23	17	12
PB	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.53 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

分析师 赵博轩

执业证书：S0100524040001

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

- 智明达 (688636.SH) 2024 年一季报点评：存货较年初增长 14%；毛利率水平已趋稳定-2024/04/17
- 智明达 (688636.SH) 2023 年年报点评：4Q23 收入同比增长 35%；加强卫星等新兴领域布局-2024/03/29
- 智明达 (688636.SH) 事件点评：新增 1.3 亿大订单需求旺盛；项目储备丰富看好未来发展-2023/12/22
- 智明达 (688636.SH) 2023 年三季报点评：3Q23 收入同比增长 25%；需求改善明显-2023/10/26
- 智明达 (688636.SH) 2023 年中报点评：2Q23 收入同比增长 40%；持续关注需求变化-2023/08/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	663	717	967	1,285
营业成本	374	408	560	756
营业税金及附加	5	6	8	11
销售费用	37	38	51	67
管理费用	50	49	70	91
研发费用	123	125	162	204
EBIT	81	118	154	207
财务费用	3	-1	-1	-1
资产减值损失	-11	-2	-2	-2
投资收益	12	-3	0	0
营业利润	90	114	153	206
营业外收支	8	-0	0	0
利润总额	98	114	153	206
所得税	1	2	1	2
净利润	96	112	152	204
归属于母公司净利润	96	112	152	204
EBITDA	103	180	226	292

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	107	153	207	272
应收账款及票据	822	822	913	988
预付款项	2	2	2	3
存货	224	274	305	422
其他流动资产	10	15	18	25
流动资产合计	1,164	1,266	1,445	1,710
长期股权投资	88	88	88	88
固定资产	176	276	307	325
无形资产	5	7	8	9
非流动资产合计	369	471	505	528
资产合计	1,534	1,738	1,950	2,238
短期借款	44	99	99	99
应付账款及票据	227	283	347	429
其他流动负债	61	66	86	111
流动负债合计	331	447	532	639
长期借款	89	89	89	89
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	116	116	116	116
负债合计	447	563	647	755
股本	75	112	112	112
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,086	1,175	1,303	1,483
负债和股东权益合计	1,534	1,738	1,950	2,238

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.58	8.19	34.85	32.81
EBIT 增长率	-8.09	46.40	30.34	34.61
净利润增长率	27.73	16.32	35.35	34.60
盈利能力 (%)				
毛利率	43.56	43.10	42.07	41.16
净利率	14.52	15.61	15.67	15.88
总资产收益率 ROA	6.28	6.44	7.77	9.11
净资产收益率 ROE	8.86	9.53	11.63	13.75
偿债能力				
流动比率	3.51	2.83	2.72	2.68
速动比率	2.83	2.21	2.14	2.01
现金比率	0.32	0.34	0.39	0.43
资产负债率 (%)	29.16	32.40	33.20	33.72
经营效率				
应收账款周转天数	305.67	345.41	271.15	216.92
存货周转天数	268.90	220.50	187.42	174.30
总资产周转率	0.44	0.44	0.52	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.86	1.00	1.35	1.82
每股净资产	9.69	10.48	11.63	13.24
每股经营现金流	0.05	1.62	1.63	1.74
每股股利	0.21	0.21	0.21	0.21
估值分析				
PE	26	23	17	12
PB	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	25.40	14.50	11.55	8.96
股息收益率 (%)	0.93	0.93	0.93	0.93

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	96	112	152	204
折旧和摊销	22	62	72	84
营运资金变动	-121	-1	-47	-98
经营活动现金流	6	181	183	196
资本开支	-84	-163	-104	-105
投资	-35	0	0	0
投资活动现金流	-119	-167	-106	-106
股权募资	2	0	0	0
债务募资	115	55	0	0
筹资活动现金流	107	31	-24	-24
现金净流量	-6	46	53	66

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026