

## 纳睿雷达 (688522)

证券研究报告  
2024年08月18日

订单交付错配致 24H1 业绩承压，民用相控阵雷达专家蓄势待发，拾级而上！

**事件：**公司发布 24 年半年度报告。24H1 实现营收 0.73 亿元，同比+0.84%；实现扣非归母净利润 957 万元，同比-43.31%。24Q2 公司实现营收 0.41 亿元，同比+11.43%，环比+31.13%；实现扣非归母净利润 622 万元，同比-32.76%，环比+85.65%。

**营收端：**24H1 营收增速承压，主要原因是 23 年订单较少叠加 24 年新增订单签署集中在 5-6 月，630 前交付及验收项目有限。展望前瞻订单指标，24H1 公司新增项目已签署合同约为 5.4 亿元，超公司 22 和 23 年营收总和。考虑到 23 年增发的超长期特别国债项目在今年第一批立项，叠加近期新增 1000 亿防汛抗洪专项贷款，我们预计公司 25 年订单仍保持旺盛。24H1 合同负债 6448 万元，同比+725.29%。

**利润端：**24H1 毛利率 78.8%，同比+5.51pct，创 21 年以来历史同期最高水平；24Q2 毛利率 77.24%，同比+11.02pct。24H1 净利润 588.91 万元，同比下滑 69.60%，主要原因主要是：1) 研发费用增加 839 万元，同比+29.62%；2) 公司向珠海市关爱协会捐赠现金 600 万元人民币；3) 应收款项回款稍缓从而坏账准备计提 824 万元。

**费用端：**24H1 公司研发/销售/管理费率分别为 50.44%/15.76%/17.82%，同比分别+11.2/-0.39/-3.95pct。24H1 公司加快研发 C/S/Ku 波段相控阵雷达，是我们认为研发费用大幅增加的重要因素，但储备的三个大单品有望在未来提供增长动能。24H1 新增订单大幅增长，销售及管理费用同比呈下降趋势，公司产品技术优势及规模优势开始凸显。

**现金流：**24Q2 经营性净现金流 4539.34 万元，同比+151.60%，经营现金流显著改善，考虑到公司业务 To G 属性，政府结算通常在年底展开，我们预计 24H2 经营性现金流改善会更加显著。

**成长驱动：**1) **气象雷达：**公司进一步巩固和提升市场份额；2) **水利测雨雷达：**水利部正积极推进“三道防线”建设，已建成并应用水利测雨雷达 20 部，正在建设 32 部，公司已累计中标北京、天津、广西、山东等共 18 台测雨雷达；3) **民航空管雷达：**公司在空管领域已与国内多个空管局签订观测试验合作协议，相关产品处于市场推广阶段；4) **低空雷达：**公司于 24 年 7 月发布 Ku 波段双极化有源相控阵雷达，拓宽了公司产品在低空经济等领域的应用场景。此外，公司加入了珠海高新区低空经济产业联盟并担任理事长单位，探索低空经济产业链协同合作；5) **防务雷达：**公司已通过武器装备质量管理体系认证，并与广东省军工集团达成《防务产品战略合作协议》，共同推进全极化有源相控阵雷达在防务领域的市场化应用。

公司产品扩张（从 X 波段拓展到 C/S/Ku 波段）+下游拓展（从气象拓展到水利/低空/民航空管/军工）逻辑持续演绎，短期订单与交付错配扰动不改公司核心成长逻辑！考虑到上半年交付较少但毛利率提升及销售、管理费用控制较好，我们调整 24/25/26 年交付目标为 70/125/160 台（原为 80/140/180 台），调整 24/25/26 年净利润为 2.44/5.87/8.26 亿元（前值为 2.77/5.50/7.44 亿），维持“买入”评级！

**风险提示：**原材料价格波动风险，行业竞争加剧风险，技术研发风险，经营风险，应收账款风险，政府补助变化风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	210.01	212.49	529.86	1,094.22	1,496.77
增长率(%)	14.74	1.18	149.35	106.51	36.79
EBITDA(百万元)	155.00	125.96	275.26	666.10	940.04
归属母公司净利润(百万元)	105.95	63.30	243.58	586.66	825.79
增长率(%)	9.66	(40.25)	284.79	140.85	40.76
EPS(元/股)	0.49	0.29	1.12	2.71	3.81
市盈率(P/E)	86.34	144.52	37.56	15.59	11.08
市净率(P/B)	16.73	4.17	3.77	3.23	2.68
市销率(P/S)	43.56	43.05	17.27	8.36	6.11
EV/EBITDA	0.00	54.63	28.42	12.88	8.76

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	国防军工/军工电子 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	42.25 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	216.53
流通 A 股股本(百万股)	84.74
A 股总市值(百万元)	9,148.54
流通 A 股市值(百万元)	3,580.44
每股净资产(元)	10.05
资产负债率(%)	9.27
一年内最高/最低(元)	73.50/29.55

## 作者

吴立 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

王泽宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523070002  
wangzeyu@tfzq.com

周新宇 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524070007  
zhouxinyu@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《纳睿雷达-公司点评:发布新型 Ku 波段双极化有源相控阵雷达，与大湾区低空经济共成长!》2024-07-07
- 《纳睿雷达-季报点评:23 及 24Q1 招兵买马费用前置，订单饱满有望迎发展提速!》2024-04-21
- 《纳睿雷达-首次覆盖报告:受益民用雷达市场多点扩容，国内相控阵雷达专家有望迎发展提速!》2023-12-09

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	224.92	1,734.88	1,367.21	656.53	955.92
应收票据及应收账款	156.15	250.20	487.02	1,174.41	1,231.40
预付账款	3.16	9.52	12.90	32.98	31.85
存货	99.61	124.53	346.14	638.50	646.32
其他	6.72	14.49	209.56	354.94	406.72
<b>流动资产合计</b>	<b>490.57</b>	<b>2,133.62</b>	<b>2,422.83</b>	<b>2,857.37</b>	<b>3,272.21</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	47.57	69.05	106.12	197.76	306.43
在建工程	10.71	28.48	39.39	79.76	95.90
无形资产	52.53	52.38	49.91	47.45	44.98
其他	14.66	24.41	17.60	16.90	18.50
<b>非流动资产合计</b>	<b>125.47</b>	<b>174.33</b>	<b>213.03</b>	<b>341.87</b>	<b>465.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>678.41</b>	<b>2,353.57</b>	<b>2,635.86</b>	<b>3,199.24</b>	<b>3,738.02</b>
短期借款	60.06	60.05	60.00	102.01	60.00
应付票据及应付账款	18.52	43.00	92.18	176.34	180.67
其他	26.49	30.01	37.49	64.79	63.29
<b>流动负债合计</b>	<b>105.08</b>	<b>133.06</b>	<b>189.67</b>	<b>343.14</b>	<b>303.95</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.84	20.59	22.34	21.59	21.51
<b>非流动负债合计</b>	<b>21.84</b>	<b>20.59</b>	<b>22.34</b>	<b>21.59</b>	<b>21.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>131.73</b>	<b>162.09</b>	<b>212.02</b>	<b>364.73</b>	<b>325.46</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	116.00	154.67	216.53	216.53	216.53
资本公积	182.44	1,802.60	1,802.60	1,802.60	1,802.60
留存收益	248.24	234.21	404.71	815.37	1,393.43
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>546.68</b>	<b>2,191.48</b>	<b>2,423.84</b>	<b>2,834.50</b>	<b>3,412.56</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>678.41</b>	<b>2,353.57</b>	<b>2,635.86</b>	<b>3,199.24</b>	<b>3,738.02</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	105.95	63.30	243.58	586.66	825.79
折旧摊销	17.12	20.55	24.48	30.46	37.66
财务费用	1.04	2.20	(40.00)	(45.00)	(50.00)
投资损失	0.00	0.00	(20.05)	(20.03)	(16.75)
营运资金变动	(105.57)	(141.02)	(556.82)	(1,033.48)	(113.75)
其它	15.87	46.57	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>34.41</b>	<b>(8.41)</b>	<b>(348.80)</b>	<b>(481.39)</b>	<b>682.94</b>
资本支出	27.59	58.92	68.24	160.75	160.08
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(51.54)	(110.45)	(114.57)	(301.32)	(304.14)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(23.95)</b>	<b>(51.53)</b>	<b>(46.32)</b>	<b>(140.57)</b>	<b>(144.05)</b>
债权融资	63.86	38.06	38.67	87.28	8.24
股权融资	(74.70)	1,635.63	(11.21)	(176.00)	(247.74)
其他	66.79	(103.78)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>55.95</b>	<b>1,569.91</b>	<b>27.46</b>	<b>(88.72)</b>	<b>(239.50)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>66.42</b>	<b>1,509.98</b>	<b>(367.66)</b>	<b>(710.68)</b>	<b>299.39</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>210.01</b>	<b>212.49</b>	<b>529.86</b>	<b>1,094.22</b>	<b>1,496.77</b>
营业成本	40.28	50.37	119.66	234.42	306.30
营业税金及附加	1.19	1.04	2.65	5.47	7.48
销售费用	15.37	28.10	33.12	32.83	44.90
管理费用	15.48	29.04	39.74	54.71	59.87
研发费用	42.28	57.18	105.97	153.19	194.58
财务费用	(3.48)	(36.31)	(40.00)	(45.00)	(50.00)
资产/信用减值损失	(11.57)	(27.46)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	20.05	20.03	16.75
其他	(6.73)	44.63	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>117.20</b>	<b>65.90</b>	<b>276.77</b>	<b>666.64</b>	<b>938.38</b>
营业外收入	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03
营业外支出	0.01	0.37	0.01	0.01	0.01
<b>利润总额</b>	<b>117.22</b>	<b>65.54</b>	<b>276.79</b>	<b>666.66</b>	<b>938.40</b>
所得税	11.26	2.24	33.22	80.00	112.61
<b>净利润</b>	<b>105.95</b>	<b>63.30</b>	<b>243.58</b>	<b>586.66</b>	<b>825.79</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>105.95</b>	<b>63.30</b>	<b>243.58</b>	<b>586.66</b>	<b>825.79</b>
每股收益(元)	0.49	0.29	1.12	2.71	3.81

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.74%	1.18%	149.35%	106.51%	36.79%
营业利润	7.67%	-43.77%	320.00%	140.86%	40.76%
归属于母公司净利润	9.66%	-40.25%	284.79%	140.85%	40.76%
<b>获利能力</b>					
毛利率	80.82%	76.30%	77.42%	78.58%	79.54%
净利率	50.45%	29.79%	45.97%	53.61%	55.17%
ROE	19.38%	2.89%	10.05%	20.70%	24.20%
ROIC	39.76%	7.75%	42.53%	49.77%	34.55%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.42%	6.89%	8.04%	11.40%	8.71%
净负债率	-29.91%	-76.28%	-53.86%	-19.49%	-26.19%
流动比率	5.03	15.40	12.77	8.33	10.77
速动比率	4.13	14.52	10.95	6.47	8.64
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.60	1.05	1.44	1.32	1.24
存货周转率	2.47	1.90	2.25	2.22	2.33
总资产周转率	0.35	0.14	0.21	0.38	0.43
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.49	0.29	1.12	2.71	3.81
每股经营现金流	0.16	-0.04	-1.61	-2.22	3.15
每股净资产	2.52	10.12	11.19	13.09	15.76
<b>估值比率</b>					
市盈率	86.34	144.52	37.56	15.59	11.08
市净率	16.73	4.17	3.77	3.23	2.68
EV/EBITDA	0.00	54.63	28.42	12.88	8.76
EV/EBIT	0.00	64.07	31.20	13.49	9.12

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com