

# 纳睿雷达 (688522.SH)

## 公司快报

### 订单高速增长，但项目推进及回款节奏暂时拖累短期业绩

#### 投资要点

- ◆ **事件内容:** 8月16日盘后，公司披露2024年中期报告，2024H1公司实现营业收入0.73亿元，同比增长0.84%；实现归母净利润0.06亿元，同比下降69.60%；实现扣非后归母净利润0.10亿元，同比下降43.31%。
- ◆ **2024年上半年公司新增订单同比高速增长，但同期收入基本持平，主要受招投标及交付验收节奏影响。**据公司中期报告披露，报告期内公司新增项目已签署合同金额约为5.4亿元，超过去年全年收入的两倍；但由于多数合同集中在5-6月份完成签署，且部分项目受甲方负责建设的雷达配套基础设施进展缓慢等因素影响，造成上半年交付、验收项目较少，导致公司24H1营业收入与去年同期基本持平，同比仅增长0.84%至0.73亿元。对比来看，24H1合同负债为0.64亿元，同比增长725.29%；公司24H1经营性现金流入为1.41亿元，同比增长63.87%；经营性现金流入的改善以及合同负债的较大增长，或能侧面印证公司年初以来订单需求向好、但业绩端或受招投标及交付验收节奏影响而暂时未能有明显体现。
- ◆ **高强度费用开支及账期回收放缓拖累当期净利润表现。**在公司24H1营业收入同比基本持平及毛利率同比有所增长情况下，公司24H1净利率同比减少18.75pct至8.09%，主要受预期需求保持高速增长背景下，公司维持较高的研发费用开支、以及应收账款、合同资产回款节奏放缓导致信用及资产减值损失增加的综合影响。1) 由于订单需求预期向好，公司保持高强度研发投入，24H1研发费用同比增长29.62%至0.37亿元，对应费率为50.44%、较去年同期增加11.2pct。2) 受账期回款放缓影响，本期新增减值损失较去年同期有所增长。具体来看，24H1应收账款账面余额为3.23亿元，相较期初余额增长9.99%，本期新增应收账款减值损失814.48万元，较去年同期多计提749.44万元；24H1合同资产账面余额为0.62亿元，相较期初余额增长13.30%，本期新增合同资产减值损失177.05万元，较去年同期多计提160.21万元。
- ◆ **气象雷达采购大订单落地，彰显公司产品在该领域的竞争力；年内气象领域招标需求或维持较好水平，公司有望受益。**公司公告4月中标“广东粤财金融租赁股份有限公司天气雷达设备采购项目”的35部X波段双极化相控阵天气雷达及其附属设施采购，中标金额为2.38亿元；气象领域大订单落地助力公司业绩进一步增长，同时彰显公司产品在该领域较强的竞争力。与此同时，今年以来，我国各地气象预警网络进入密集搭建，据中国招标投标公共服务平台及浙江气象局公示，包括广东、广西、浙江、云南等多地均陆续展开天气雷达招标。公司气象雷达已形成较强竞争优势，有望受益于气象领域较好需求。
- ◆ **公司测雨雷达自年初起陆续中标多个项目；近年来我国极端天气、水利灾害频发，防灾预警需求日益迫切。**根据中国招标投标公共服务平台，公司测雨雷达年初以来陆续中标多地雨水情监测项目，包括2月中标北京市水文站升级项目、4月中标广西大藤峡项目及天津市雨水情监测“三道防线”项目、6月中标山东省雨水情监测

国防军工 | 其他军工III

投资评级

**增持-A(首次)**

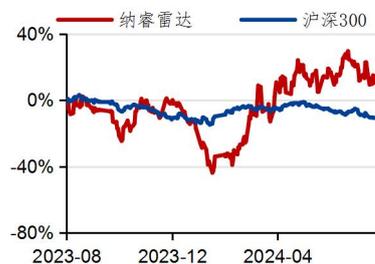
股价(2024-08-16)

42.25元

#### 交易数据

总市值(百万元)	9,148.54
流通市值(百万元)	3,580.44
总股本(百万股)	216.53
流通股本(百万股)	84.74
12个月价格区间	67.53/33.83

#### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.52	-5.07	13.25
绝对收益	-15.5	-14.11	1.67

分析师

李蕙

SAC执业证书编号: S0910519100001

lihui1@huajinsc.cn

报告联系人

曾晓婷

zengxiaoting@huajinsc.cn

#### 相关报告



项目等。近年来我国水利灾害频发，雨水情监测预警需求凸显，今年入汛以来，超80个国家气象站累计雨量打破同期最高纪录、多个水文站点出现超警甚至超保水位。水利灾害频发背景下，水利部于今年6月的新闻发布会上宣布将加快构建气象卫星和测雨雷达、雨量站、水文站组成的雨水情监测预报“三道防线”，公司或有望受益于下游需求增长。

◆ **公司7月推出应用于低空经济的Ku波段雷达，给出低空目标监测及气象探测一体化解决方案。**7月份，公司正式披露应用于低空领域的自研Ku波段双极化有源相控阵雷达“TDKFT0104型”新品，该产品可实现复杂城市环境下的低空目标探测及气象探测，包括对飞鸟、无人机等“低小慢目标”在5公里内的主动探测识别及跟踪定位，同时还可实现30公里以内的低空微气象监测。今年以来，我国低空经济发展加速；中央层面，“低空经济”在今年全国两会首次写入政府工作报告，四部门联合印发的相关方案提出到2030年通用航空装备形成万亿级市场规模；地方层面，多地推出低空经济发展行动方案，尤其在公司所在的广东省明确提出支持深圳、广州、珠海建设通用航空综合示范区、打造大湾区低空经济产业高地。公司为珠海高新区低空经济产业联盟理事长单位，依托Ku波段雷达产品，有望受益于低空经济产业逐步发展。

◆ **投资建议：**公司是国内独家采用微带贴片阵列天线技术的相控阵雷达厂商，具备技术稀缺性、产品性能达到国际先进。今明两年，气象雷达批量招标持续、叠加水利测雨预警雷达布设或将加速，公司有望受益；放长周期来看，公司在空管、低空经济、岸海、军工等领域已有布局，有望凭借先发优势在相应领域实现较好拓展。我们预计2024-2026年营业总收入分别为4.71亿元、8.71亿元、12.50亿元，同比增速分别为121.81%、84.79%、43.56%；对应归母净利润分别为1.94亿元、3.57亿元、5.09亿元，同比增速分别为206.02%、84.11%、42.77%；对应EPS分别为0.89元、1.65元、2.35元，对应PE分别为47.2x、25.7x、18.0x（以8月16日收盘价计算）。首次覆盖，给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**应收账款回收风险、存货跌价风险、下游招标不及预期的风险、其他应用领域尚待培育及开拓的风险、产品单一的风险、经营活动现金流量为负的风险等风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	210	212	471	871	1,250
YoY(%)	14.7	1.2	121.8	84.8	43.6
归母净利润(百万元)	106	63	194	357	509
YoY(%)	9.7	-40.3	206.0	84.1	42.8
毛利率(%)	80.8	76.3	77.1	76.8	76.6
EPS(摊薄/元)	0.49	0.29	0.89	1.65	2.35
ROE(%)	19.4	2.9	8.2	13.3	16.2
P/E(倍)	86.3	144.5	47.2	25.7	18.0
P/B(倍)	16.7	4.2	3.9	3.4	2.9
净利率(%)	50.5	29.8	41.1	40.9	40.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

**1、雷达精细化探测系统：**预计气象领域招标需求或保持旺盛，带动公司产品销售向好；同时，伴随水利、空管、低空经济等领域的逐渐开拓，公司雷达精细化探测系统销售收入有望持续增长。预计雷达精细化探测系统 2024-2026 年对应收入分别为 4.41 亿元、8.24 亿元、11.80 亿元，同比增速分别为 128.93%、86.88%、43.17%；对应毛利率分别为 77.80%、77.40%、77.20%。

**2、服务收入：**伴随公司雷达系统销售增长，对应的售后服务需求有所增加，带动服务收入增长，预计 2024-2026 年对应服务收入分别为 0.30 亿元、0.47 亿元、0.70 亿元，同比增速分别为 52.79%、54.52%、50.51%；对应毛利率分别为 66.78%、66.78%、66.78%。

我们预计 2024-2026 年营业总收入分别为 4.71 亿元、8.71 亿元、12.50 亿元，同比增速分别为 121.81%、84.79%、43.56%；对应总体毛利率分别为 77.09%、76.83%、76.61%。

表 1：收入成本拆分

业务收入（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	183.03	210.01	212.49	471.33	870.97	1250.37
yoy	39.41%	14.74%	1.18%	121.81%	84.79%	43.56%
毛利率（%）	80.28	80.82	76.3	77.09	76.83	76.61
其中：						
<b>1、雷达精细化探测系统</b>	<b>172.66</b>	<b>194.29</b>	<b>192.65</b>	<b>441.04</b>	<b>824.20</b>	<b>1180.00</b>
yoy	37.41%	12.53%	-0.84%	128.93%	86.88%	43.17%
毛利率（%）	81.54	80.27	77.29	77.80	77.40	77.20
<b>2、服务收入</b>	<b>8.33</b>	<b>15.59</b>	<b>19.79</b>	<b>30.24</b>	<b>46.72</b>	<b>70.32</b>
yoy	66.93%	87.15%	26.94%	52.79%	54.52%	50.51%
毛利率（%）	61.70	63.86	66.78	66.78	66.78	66.78
<b>3、其他</b>	<b>2.05</b>	<b>0.14</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>
yoy	215.38%	-93.17%	-64.29%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率（%）	-	-	-	90.00	90.00	90.00

资料来源：Wind、华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司专注于全极化有源相控阵雷达产品；根据主营产品的相似性，我们选取国睿科技、国博电子、四创电子、铖昌科技作为纳睿雷达的可比公司。2024-2026 年可比估值行业平均（剔除异常值/算术平均）分别为 35x、26x、21x，纳睿雷达估值分别为 47x、26x、18x。

表 2：可比公司估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			对应 PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600562.SH	国睿科技	161.57	0.59	0.71	0.84	22	18	15
600990.SH	四创电子	43.97	0.06	0.19	0.40	259	85	40
688375.SH	国博电子	236.98	1.16	1.47	1.78	34	27	22
001270.SZ	铖昌科技	65.10	0.65	0.92	1.28	48	34	25

行业平均	126.90	-	-	-	35	26	21
<b>688522.SH 纳睿雷达</b>	<b>91.49</b>	<b>0.89</b>	<b>1.65</b>	<b>2.35</b>	<b>47</b>	<b>26</b>	<b>18</b>

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期、纳睿雷达盈利预测来自华金证券研究所; 表中数据截至日期: 2024 年 8 月 16 日)

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	553	2179	2342	3014	4195	<b>营业收入</b>	210	212	471	871	1250
现金	225	1735	1254	1360	1952	营业成本	40	50	108	202	292
应收票据及应收账款	156	250	651	1014	1377	营业税金及附加	1	1	2	4	6
预付账款	3	10	19	33	41	营业费用	15	28	42	61	75
存货	100	125	356	542	759	管理费用	15	29	40	55	67
其他流动资产	69	60	62	64	66	研发费用	42	57	78	106	135
<b>非流动资产</b>	125	174	237	332	400	财务费用	-3	-36	-32	-6	26
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-12	-27	-42	-90	-133
固定资产	48	69	121	197	253	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	53	52	61	72	74	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	25	53	55	64	74	<b>营业利润</b>	117	66	201	369	527
<b>资产总计</b>	678	2354	2579	3346	4596	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	110	142	196	642	1426	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	60	60	60	424	1156	<b>利润总额</b>	117	66	201	369	527
应付票据及应付账款	19	43	89	158	200	所得税	11	2	7	13	18
其他流动负债	31	38	47	60	71	<b>税后利润</b>	106	63	194	357	509
<b>非流动负债</b>	22	21	21	21	21	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	106	63	194	357	509
其他非流动负债	22	21	21	21	21	EBITDA	131	38	180	382	581
<b>负债合计</b>	132	162	217	663	1447						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	116	155	217	217	217	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	182	1803	1741	1741	1741	<b>成长能力</b>					
留存收益	248	234	384	638	966	营业收入(%)	14.7	1.2	121.8	84.8	43.6
归属母公司股东权益	547	2191	2362	2683	3149	营业利润(%)	7.7	-43.8	204.5	84.1	42.8
<b>负债和股东权益</b>	678	2354	2579	3346	4596	归属于母公司净利润(%)	9.7	-40.3	206.0	84.1	42.8
						<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	80.8	76.3	77.1	76.8	76.6
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率(%)	50.5	29.8	41.1	40.9	40.7
<b>经营活动现金流</b>	34	-8	-403	-96	55	ROE(%)	19.4	2.9	8.2	13.3	16.2
净利润	106	63	194	357	509	ROIC(%)	16.7	0.7	6.3	10.7	11.8
折旧摊销	17	21	21	37	56	<b>偿债能力</b>					
财务费用	-3	-36	-32	-6	26	资产负债率(%)	19.4	6.9	8.4	19.8	31.5
投资损失	0	0	0	0	0	流动比率	5.0	15.4	12.0	4.7	2.9
营运资金变动	-111	-130	-586	-484	-536	速动比率	3.5	14.0	9.7	3.7	2.3
其他经营现金流	26	74	-0	-0	-0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-24	-52	-83	-133	-124	总资产周转率	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3
<b>筹资活动现金流</b>	56	1570	5	-29	-70	应收账款周转率	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0
						应付账款周转率	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>每股指标(元)</b>						<b>估值比率</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.29	0.89	1.65	2.35	P/E	86.3	144.5	47.2	25.7	18.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	-0.04	-1.86	-0.45	0.25	P/B	16.7	4.2	3.9	3.4	2.9
每股净资产(最新摊薄)	2.52	10.12	10.91	12.39	14.54	EV/EBITDA	68.6	198.7	44.1	21.5	14.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)