



## 订单环比提升明显，Q4 或迎交付拐点

### —— 智明达点评报告

2024年10月25日

- **事件：**公司发布 24 年三季报，前三季度公司实现营业收入 2.09 亿元，同比下降 47.71%；归母净利润亏损 915.68 万元，由盈转亏。
- **24Q3 下游需求尚未回暖：**24 年前三季度公司实现营业收入 2.09 亿元，同比下降 47.71%；归母净利润亏损 915.68 万元，上年同期盈利 6164.17 万元，由盈转亏。公司前三季度期间费用率 21.9%，研发费用率 33.2%，分别同比增长 9.7pct 和 13.9pct，或因收入大幅下降同时固定投入无法快速缩减所致。
  - **需求侧尚未回暖：**24Q3 营收 0.49 亿元 (YoY-47.4%，QoQ-55.5%)，归母净利润-0.11 亿元 (YoY-150.7%，QoQ-184.7%)。公司业绩同比和环比皆呈现大幅减少态势，主要受行业环境影响，多型号订单延后，导致交付量大幅减少，但公司预计弹载主力型号订单会随近期型号任务进行在年内陆续释放，2025 年公司弹载产品多款新型号也将批产放量，需求回暖在即。
  - **毛利率持续提升：**前三季度公司毛利率 49.7%，同比上涨 4.6pct。Q3 毛利率 48.9%，同比上涨 2.4pct。毛利率改善得益于 1) 供应链优化使原材料成本降低；2) 产品结构变化，弹载产品占比下降使得毛利率有所上升。预计随着国内原材料价格继续下降，以及星载和无人机项目比重的不断增加，未来公司毛利率有望保持在 45%-50% 范围。
  - **现金流改善：**公司季末存货余额 3.15 亿，较期初增长 40.6%，或因交付减少所致。应收票据及账款 7.23 亿元，较期初减少 12.0%。公司收款情况向好，经营活动现金流净额 0.31 亿元，相较期初增长 427%。
- **募投项目达到可使用状态，产能有望提升：**截至 2024 年 9 月 30 日，公司“嵌入式计算机扩能项目”募集资金使用进度 95.5%，已达到预定可使用状态并投入使用。当前产能尚在爬坡中，我们认为，项目达产后有望有效提升现有产能，完善生产流程和工艺，缩短交付时间。
- **公司核心订单饱满，新领域开拓助力可持续发展。**公司已成功实现元器件、原材料、软件操作系统等各方向全面自主可控，并在多个型号设备中实现批量应用。公司 Q3 订单环比提升明显，Q4 或迎来交付拐点。此外，公司当前已有多个新研项目，开拓商业航天、低空无人机等新领域，助力公司可持续发展。
- **低空经济+商业航天，公司有望充分受益：**据民航局数据，2025 年我国低空经济市场规模将达 1.5 万亿元，到 2035 年有望达 3.5 万亿元。公司无人机嵌入式计算机产品占营收比重较小，成长空间巨大。商业航天方面，公司星载产品主要用于星网和小卫星的电子信息系统、主电子对抗、通信、遥控遥测等。目前公司产品交付量相对星网和小卫星计划数差距较大，未来或成公司业务亮点。
- **投资建议：**预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.17/0.93/1.33 亿元，EPS 分别为 0.15/0.83/1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 179/33/23 倍。虽然公司 2024 年业绩大概率承压，但 2025 年作为十四五最后一年，军备采购有望放量，叠加公司当前订单已有环比提升趋势，我们认为公司有望迎来交付拐点，2025 业绩或取得较大增长，因此维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**下游行业需求波动的风险；客户延迟验收的风险；募投项目进度不及预期的风险；市场竞争和军品审价导致毛利率下降的风险。

## 智明达 (688636.SH)

**推荐** 维持评级

### 分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩森

☎：010-80927657

✉：huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

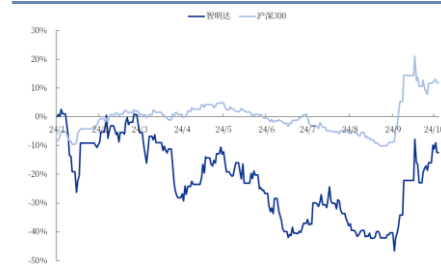
### 市场数据

2024-10-27

股票代码	688636.SH
A 股收盘价(元)	27.62
总股本(亿股)	1.13
总市值(亿元)	31.12
实际流通 A 股(亿股)	1.13
流通 A 股市值(亿元)	31.07

### 相对沪深 300 表现图

2024-10-27



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

### 相关研究

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	6.63	4.30	6.32	8.02
收入增长率 (%)	22.58	-35.08	46.76	26.99
归母净利润 (亿元)	0.96	0.17	0.93	1.33
净利润增速 (%)	27.73	-81.89	435.12	42.96
毛利率 (%)	43.56	48.50	46.00	44.30
摊薄 EPS (元)	0.85	0.15	0.83	1.18
PE	32.33	178.51	33.36	23.33
PB	2.86	2.79	2.60	2.38
PS	4.69	7.23	4.93	3.88

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表2: 公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11.64	11.89	13.56	16.16
现金	1.07	4.58	8.15	13.24
应收账款	6.67	4.16	6.07	7.57
其它应收款	0.07	0.03	0.05	0.07
预付账款	0.02	0.02	0.03	0.03
存货	2.24	2.11	2.99	3.75
其他	1.57	0.99	-3.73	-8.51
非流动资产	3.69	3.35	3.42	3.17
长期投资	0.88	0.88	0.88	0.88
固定资产	1.76	2.24	2.24	2.33
无形资产	0.05	-0.30	-0.69	-1.13
其他	1.00	0.53	0.99	1.09
资产总计	15.34	15.24	16.98	19.33
流动负债	3.31	2.91	3.67	4.81
短期借款	0.44	0.53	0.65	0.73
应付账款	1.46	1.17	1.66	2.16
其他	1.42	1.22	1.37	1.92
非流动负债	1.16	1.15	1.35	1.45
长期借款	0.89	0.89	0.89	0.89
其他	0.27	0.26	0.46	0.56
负债合计	4.47	4.07	5.03	6.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	10.86	11.17	11.95	13.07
负债和股东权益	15.34	15.24	16.98	19.33

现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	0.06	3.09	4.11	5.60
净利润	0.96	0.17	0.93	1.33
折旧摊销	0.22	0.64	0.68	0.80
财务费用	0.03	0.05	0.05	0.06
投资损失	-0.12	-0.08	-0.11	-0.14
营运资金变动	-1.21	2.23	2.41	3.28
其它	0.18	0.09	0.16	0.27
投资活动现金流	-1.19	-0.16	-0.65	-0.42
资本支出	-0.84	-0.96	-0.76	-0.56
长期投资	-0.35	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.80	0.11	0.14
筹资活动现金流	1.07	0.57	0.11	-0.10
短期借款	-0.04	0.10	0.11	0.08
长期借款	0.79	0.00	0.00	0.00
其他	0.32	0.47	-0.01	-0.18
现金净增加额	-0.06	3.50	3.58	5.09

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6.63	4.30	6.32	8.02
营业成本	3.74	2.22	3.41	4.47
营业税金及附加	0.05	0.04	0.05	0.06
营业费用	0.37	0.41	0.38	0.48
管理费用	0.50	0.56	0.69	0.72
财务费用	0.03	0.05	-0.03	-0.08
资产减值损失	-0.11	-0.01	-0.04	-0.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.12	0.08	0.11	0.14
营业利润	0.90	0.19	0.96	1.36
营业外收入	0.08	-0.01	-0.01	-0.01
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.98	0.18	0.95	1.35
所得税	0.01	0.00	0.01	0.02
净利润	0.96	0.17	0.93	1.33
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	0.96	0.17	0.93	1.33
EBITDA	1.03	0.87	1.59	2.08
EPS (元)	0.85	0.15	0.83	1.18

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22.58%	-35.08%	46.76%	26.99%
营业利润	22.69%	-79.24%	411.86%	42.51%
归属母公司净利润	27.73%	-81.89%	435.12%	42.96%
毛利率	43.56%	48.50%	46.00%	44.30%
净利率	14.52%	4.05%	14.77%	16.63%
ROE	8.86%	1.56%	7.81%	10.21%
ROIC	6.48%	1.75%	6.35%	8.14%
资产负债率	29.16%	26.68%	29.60%	32.40%
净负债比率	3.16%	-23.95%	-49.67%	-82.97%
流动比率	3.51	4.08	3.69	3.36
速动比率	2.83	3.35	4.23	4.65
总资产周转率	0.44	0.28	0.39	0.44
应收账款周转率	1.18	0.79	1.23	1.18
应付账款周转率	2.58	1.69	2.42	2.34
每股收益	0.85	0.15	0.83	1.18
每股经营现金	0.05	2.75	3.65	4.97
每股净资产	9.64	9.92	10.61	11.60
P/E	32.33	178.51	33.36	23.33
P/B	2.86	2.79	2.60	2.38
EV/EBITDA	48.02	32.81	15.84	9.77
PS	4.69	7.23	4.93	3.88

资料来源: 中国银河证券研究院预测

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良：**制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 10 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森：**军工行业分析师。证券从业 4 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn