

业绩现拐点，增长动能强劲

—— 智明达点评报告

2025 年 4 月 29 日

- **事件：**公司发布 24 年年报及 25 年一季报，公司 24 年实现营业收入 4.38 亿，同比下降 34.0%，归母净利润 0.19 亿，同比下降 79.8%；25Q1 营业收入 0.81 亿，同比增长 64.7%，实现归母净利润 0.08 亿，同比增长 174.8%。
- **业绩显著改善，增长动能强劲：**公司 24 年实现营业收入 4.38 亿 (YoY-34.0%)，归母净利润 0.19 亿 (YoY-79.8%)，主要系受行业环境影响，多型号订单延后、24 年新增订单不及预期，导致交付减少。
 - **利润降幅远超收入降幅，主因费用率上行以及信用减值增长：**1) 毛利率提升至 44.8%，较上年增加 1.3pct，主要受益于成本控制和产品结构调整。期间费用率 39.0%，同比增长 6.9pct，其中管理费用率和研发费用率分别为 10.2% 和 22.6%，分别上涨 2.6pct 和 4.0pct。2) 因应收账款坏账损失增长，公司信用减值损失 -0.18 亿，YoY+79.9%。
 - **分业务，**公司弹载产品营收同比下降 80.2%，其他产品（含车载、舰载及其他）营收同比下降 21.4%，机载产品营收同比下降 14.4%。尽管整体收入下滑，但无人机与商业航天产品收入分别增长 88.5% 和 89.5%，显示新兴领域强劲增长势头。
 - **单季来看，**公司 25Q1 实现营业收入 0.81 亿 (YoY+64.7%，QoQ-64.8%)，归母净利润 0.08 亿 (YoY+174.8%，QoQ-70.9%)，业绩拐点已现，全年业绩较快增长可期。
- **公司核心订单饱满，2025 或迎来交付拐点。**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。根据公告，公司 2024 年在手订单（含口头）4.33 亿元，同比增长 6.65%；截至 25Q1，公司在手订单（含口头）7.5 亿，同比增长 174%，同比创历史新高。其中弹载类产品订单表现突出，增幅达 760%，机载类产品同比增长 139.7%，商业航天类产品同比增长 46.4%，无人机类产品同比增长 58.8%，其他类产品同比增长 65%；同时 AI 相关产品已小批量交付，预计 25 年可为公司创造显著收入增量。
- **低空经济+商业航天+AI，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。此外，公司持续加大在 AI 方向的投入，布局边缘侧重点领域嵌入式计算机 AI 产品，目前已涉及较多 AI 相关项目，产品领域包括弹载、机载、星载、地面等。随着行业智能化升级加速，公司有望凭借领先的 AI 技术储备，充分把握客户对智能化需求激增带来的市场机遇，实现业务的跨越式发展。
- **投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.25/1.68/2.15 亿元，EPS 分别为 1.11/1.50/1.91 元，当前股价对应 PE 分别为 37/27/21 倍。2025 年作为“十四五”收官年，军备补偿性采购有望持续，公司当前订单同比增幅明显，Q2 报表端较快增长值得期待，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**下游行业需求不及预期的风险；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

胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

市场数据

2025-4-28

股票代码	688636.SH
A 股收盘价(元)	40.72
总股本(亿股)	1.13
总市值(亿元)	45.84
实际流通 A 股(亿股)	1.13
流通 A 股市值(亿元)	45.81

相对沪深 300 表现图

2025-4-28



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

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	4.38	7.20	9.51	11.91
收入增长率（%）	-33.95	64.31	32.17	25.22
归母净利润（亿元）	0.19	1.25	1.68	2.15
净利润增速（%）	-79.79	543.62	34.54	27.41
毛利率（%）	44.84	47.20	46.00	45.60
摊薄 EPS（元）	0.17	1.11	1.50	1.91
PE	235.60	36.60	27.21	21.35
PB	4.15	4.07	3.96	3.83
PS	10.47	6.37	4.82	3.85

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）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11.25	12.60	14.65	17.50
现金	0.58	1.08	1.57	3.97
应收账款	6.81	6.52	7.14	7.34
其它应收款	0.01	0.02	0.13	0.17
预付账款	0.01	0.06	0.08	0.10
存货	2.29	3.06	3.44	3.39
其他	1.55	1.87	2.28	2.54
非流动资产	4.04	4.97	5.70	6.10
长期投资	0.82	0.85	0.88	0.88
固定资产	2.88	2.76	2.58	2.39
无形资产	0.07	0.16	0.25	0.23
其他	0.27	1.20	1.99	2.60
资产总计	15.29	17.56	20.34	23.60
流动负债	3.92	5.91	8.34	11.20
短期借款	0.45	2.45	4.45	6.95
应付账款	2.13	1.72	1.77	1.85
其他	1.33	1.74	2.12	2.40
非流动负债	0.33	0.37	0.42	0.42
长期借款	0.08	0.13	0.18	0.18
其他	0.25	0.24	0.24	0.24
负债合计	4.24	6.29	8.76	11.62
少数股东权益	0.00	0.01	0.01	0.03
归属母公司股东权益	11.05	11.27	11.57	11.95
负债和股东权益	15.29	17.56	20.34	23.60

现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0.62	0.84	1.05	2.52
净利润	0.19	1.26	1.69	2.16
折旧摊销	0.22	0.28	0.29	0.30
财务费用	0.03	0.04	0.10	0.17
投资损失	0.07	-0.04	-0.05	-0.06
营运资金变动	-0.07	-0.53	-0.82	0.08
其它	0.17	-0.18	-0.17	-0.12
投资活动现金流	-0.62	-1.31	-1.12	-0.69
资本支出	-0.62	-1.10	-0.92	-0.65
长期投资	0.00	-0.15	-0.15	-0.05
其他	0.00	-0.06	-0.05	0.01
筹资活动现金流	-0.49	0.97	0.56	0.57
短期借款	0.01	2.00	2.00	2.50
长期借款	-0.81	0.05	0.05	0.00
其他	0.30	-1.08	-1.49	-1.93
现金净增加额	-0.50	0.50	0.49	2.40

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4.38	7.20	9.51	11.91
营业成本	2.42	3.80	5.14	6.48
营业税金及附加	0.04	0.04	0.05	0.06
营业费用	0.24	0.30	0.38	0.44
管理费用	0.45	0.66	0.81	0.86
财务费用	0.03	0.04	0.09	0.14
资产减值损失	-0.03	-0.10	-0.15	-0.18
公允价值变动收益	0.00	0.15	0.17	0.18
投资净收益	-0.07	0.04	0.05	0.06
营业利润	0.16	1.32	1.82	2.32
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.16	1.32	1.82	2.32
所得税	-0.04	0.07	0.13	0.16
净利润	0.19	1.26	1.69	2.16
少数股东损益	0.00	0.01	0.01	0.01
归属母公司净利润	0.19	1.25	1.68	2.15
EBITDA	0.48	1.64	2.19	2.76
EPS（元）	0.17	1.11	1.50	1.91

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-33.95%	64.31%	32.17%	25.22%
营业利润	-82.70%	749.92%	37.43%	27.41%
归属母公司净利润	-79.79%	543.62%	34.54%	27.41%
毛利率	44.84%	47.20%	46.00%	45.60%
净利率	4.44%	17.40%	17.71%	18.02%
ROE	1.76%	11.11%	14.56%	17.96%
ROIC	2.68%	9.09%	10.70%	11.76%
资产负债率	27.75%	35.80%	43.06%	49.25%
净负债比率	2.82%	16.51%	29.53%	29.36%
流动比率	2.87	2.13	1.76	1.56
速动比率	2.28	1.60	1.33	1.25
总资产周转率	0.29	0.44	0.50	0.54
应收账款周转率	0.65	1.08	1.39	1.65
应付账款周转率	1.35	1.97	2.94	3.58
每股收益	0.17	1.11	1.50	1.91
每股经营现金	0.55	0.75	0.93	2.24
每股净资产	9.81	10.01	10.28	10.62
P/E	235.60	36.60	27.21	21.35
P/B	4.15	4.07	3.96	3.83
EV/EBITDA	66.72	29.13	22.45	17.90
PS	10.47	6.37	4.82	3.85

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 5 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

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

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

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn