

智明达（688636）

2025 年三季报点评：军品嵌入式计算赛道订单放量、盈利兑现的关键爬升期

增持（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	663.00	437.93	682.44	913.23	1,203.33
同比	22.58	(33.95)	55.83	33.82	31.77
归母净利润（百万元）	96.26	19.45	111.17	141.77	164.56
同比	27.73	(79.79)	471.42	27.53	16.07
EPS-最新摊薄（元/股）	0.57	0.12	0.66	0.85	0.98
P/E（现价&最新摊薄）	65.08	321.99	56.35	44.18	38.07

事件：公司发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 5.12 亿元，同比去年+145.16%；归母净利润 8198.71 万元，同比去年+995.37%。

投资要点

■ **盈利质量显著改善，利润结构趋于健康。**截至 2025 年前三季度，智明达实现营业总收入 5.12 亿元，同比增长 145.16%；归母净利润达 0.82 亿元，同比大幅增长 995.37%，成功扭转 2024 年同期亏损局面。业绩强劲反弹主要源于订单交付节奏加快及高毛利产品占比提升。公司销售毛利率为 47.98%，虽较 2024 年同期的 49.74%略有回落，但仍处高位，显示核心业务盈利能力稳健；销售净利率由负转正至 16.03%，反映成本控制与运营效率同步优化。费用端结构合理：研发费用 0.72 亿元，同比微降 7.28%；管理费用 0.35 亿元，同比增长 29.38%；销售费用 0.18 亿元，同比下降 10.87%。整体来看，利润增长并非依赖非经常性损益，扣非归母净利润 0.78 亿元，同比增长 661.58%，盈利质量高、可持续性较强。

■ **资产结构稳健优化，负债水平可控，运营效率有所提升。**截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 35.79%（总负债 6.53 亿元/总资产 18.24 亿元），较 2024 年同期的 27.50%有所上升，但仍处于安全区间，整体杠杆水平合理。有息负债方面，短期借款增至 1.21 亿元（同比大增 552.88%），而一年内到期的非流动负债降至 0.00 亿元（同比减少 99.03%），长期借款已清零，显示公司主动调整债务结构，以短期融资支持运营，但需关注短期偿债压力。应收账款为 9.74 亿元，同比增长 43.84%，虽随营收扩张而上升，但应收票据及应收账款合计占营收比重可控，回款风险整体可控。

■ **现金流与利润匹配良好，自由现金流支撑内生增长能力。**2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为-0.29 亿元，虽净流出，但考虑到净利润 0.82 亿元，利润现金含量暂时为负，主要受应收账款增加及存货备货影响，属业务扩张期的正常现象。投资活动现金流量净额为-0.18 亿元，其中购建固定资产等支付现金 0.13 亿元，同比减少 75.91%，显示资本开支审慎。综合来看，尽管经营现金流短期承压，但与高增长营收及利润趋势一致，现金流结构健康，业绩真实性强，具备可持续发展基础。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.11/1.42/1.65 亿元，对应 PE 分别为 56/44/38 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**1) 商誉减值风险；2) 原材料价格上涨风险；3) 业绩承诺无法完成风险；4) 行业政策调整风险。

2025 年 10 月 27 日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

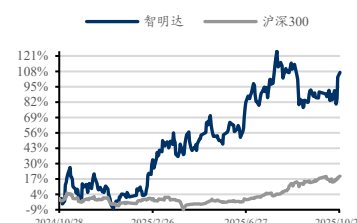
xumu@dwzq.com.cn

证券分析师 高正泰

执业证书：S0600525060001

gaozht@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.37
一年最低/最高价	24.37/47.49
市净率(倍)	5.35
流通 A 股市值(百万元)	6,264.24
总市值(百万元)	6,264.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.99
资产负债率(% ,LF)	35.79
总股本(百万股)	167.63
流通 A 股(百万股)	167.63

相关研究

《智明达(688636): 2025 年中报点评：业绩大幅回暖，利润同比增速超 20 倍》

2025-07-27

《智明达(688636): 2024 年报点评：下游多型号订单恢复，看好今年为业绩拐点》

2025-04-27

智明达三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,125	1,395	1,715	1,970	营业总收入	438	682	913	1,203
货币资金及交易性金融资产	58	74	191	204	营业成本(含金融类)	242	384	506	652
经营性应收款项	835	982	1,141	1,292	税金及附加	4	6	8	10
存货	229	326	376	457	销售费用	24	35	49	63
合同资产	0	0	0	0	管理费用	45	60	82	107
其他流动资产	3	12	8	17	研发费用	99	130	183	277
非流动资产	404	437	497	536	财务费用	3	2	4	4
长期股权投资	82	82	82	82	加:其他收益	22	32	44	57
固定资产及使用权资产	288	319	374	409	投资净收益	(7)	1	(7)	(4)
在建工程	0	2	5	8	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	7	8	10	11	减值损失	(21)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	16	98	119	142
其他非流动资产	26	26	26	26	营业外净收支	0	2	1	1
资产总计	1,529	1,832	2,212	2,506	利润总额	16	100	120	143
流动负债	392	535	723	803	减:所得税	(4)	(11)	(22)	(21)
短期借款及一年内到期的非流动负债	81	80	80	79	净利润	19	111	142	165
经营性应付款项	263	390	552	610	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	14	16	24	29	归属母公司净利润	19	111	142	165
其他流动负债	34	49	67	84	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.12	0.66	0.85	0.98
非流动负债	33	83	133	183	EBIT	26	99	130	151
长期借款	8	8	8	8	EBITDA	48	132	171	198
应付债券	0	50	100	150	毛利率(%)	44.84	43.66	44.62	45.78
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	4.44	16.29	15.52	13.68
其他非流动负债	25	25	25	25	收入增长率(%)	(33.95)	55.83	33.82	31.77
负债合计	424	617	856	985	归母净利润增长率(%)	(79.79)	471.42	27.53	16.07
归属母公司股东权益	1,105	1,215	1,357	1,521					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,105	1,215	1,357	1,521					
负债和股东权益	1,529	1,832	2,212	2,506					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	62	35	177	60	每股净资产(元)	9.81	7.25	8.09	9.07
投资活动现金流	(62)	(64)	(106)	(89)	最新发行在外股份(百万股)	168	168	168	168
筹资活动现金流	(49)	45	45	42	ROIC(%)	2.64	8.70	10.63	10.51
现金净增加额	(50)	16	117	14	ROE-摊薄(%)	1.76	9.15	10.45	10.82
折旧和摊销	22	33	40	47	资产负债率(%)	27.75	33.70	38.68	39.31
资本开支	(62)	(65)	(98)	(85)	P/E(现价&最新股本摊薄)	321.99	56.35	44.18	38.07
营运资本变动	(7)	(109)	(16)	(161)	P/B(现价)	3.81	5.16	4.62	4.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>