

➤ **事件：**公司 2023 年 4 月 24 日发布了 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 5.4 亿元，YoY+20.4%；归母净利润 0.75 亿元，YoY-32.4%。同时公司发布了 2023 年一季报，23Q1 年实现营收 0.68 亿元，YoY-32.2%；归母净利润-0.01 亿元，上年同期为 0.09 亿元。**公司 22 年业绩符合预期。23Q1 收入减少主要是部分已交付产品的合同尚未签订导致。**我们综合点评如下：

➤ **原材料价格上涨、费用增加等多因素影响短期业绩。**1) 公司 4Q22 实现营收 2.0 亿元，YoY+12.2%；归母净利润 0.31 亿元，YoY-28.8%，业绩同比有所下降。4Q22 毛利率同比减少 12.62ppt 至 46.4%；净利率同比减少 9.07ppt 至 15.75%。**22 年业绩下降主要有 4 点原因：**1) 受原材料价格上涨、销售结构、国产化等因素影响，毛利率有所下降；2) 人员规模增加，薪酬福利及摊销各项费用有较大幅度上涨；3) 受联营公司经营亏损影响，公司投资亏损增加；4) 现金回款较去年减少，票据回款增加，导致计提信用减值损失增加。

➤ **弹载产品大幅增长；在手订单较为充裕。分产品看，公司：**1) 机载产品收入 3.2 亿元，YoY+5.7%，占总收入比例降低 8.11ppt 至 58.5%，毛利率减少 6.90ppt 至 54.3%；2) 弹载产品收入 1.2 亿元，YoY+93.5%，占总收入比例增加 8.69ppt 至 23.0%，毛利率同比减少 11.38ppt 至 43.5%；**弹载产品收入占比提升较多，或有望成为公司发展新动力。****订单方面，**截至 22 年底，公司在手订单 4.95 亿元（含口头订单），同比下降 4.26%。截至 23Q1 末，公司在手订单 6.04 亿元（含口头订单），同比增长 19.6%。2022 年，公司新研项目 205 个，同比增长 23%，公司新研项目不断增长，或说明下游需求较好。

➤ **优化 21 及 22 年股权激励方案；完善人才长效激励机制。**2023 年 4 月 24 日，公司披露了 21 及 22 年股权激励方案修订公告，修改后方案是：**1) 21 年股权激励方案：**以 20 年为基数，23 年净利润或收入增长率不低于 100%。**2) 22 年股权激励方案：**以 21 年为基数，23~25 年净利润增长率不低于 30%/50%/70%或营收增长率不低于 45%/70%/95%。公司基于行业及公司现阶段发展重点等因素考虑，增添了针对收入的考核要求，完善人才长效激励机制。

➤ **投资建议：**公司是特种嵌入式计算机行业的民企龙头，受益于“十四五”装备信息化、智能化发展，公司有望实现快速发展。受原材料国产化、人员规模上涨致费用增加等多因素影响，公司业绩短期承压，但中长期持续看好公司发展。根据下游需求节奏变化，我们调整公司 2023~2025 年归母净利润分别为 1.65 亿元、2.45 亿元、3.53 亿元，当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 26x/17x/12x。**我们给予公司 2023 年 30 倍的 PE，2023 年 EPS 为 3.27 元/股，对应目标价 98.10 元，维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、原材料价格和利润率变化风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	541	756	1047	1429
增长率 (%)	20.3	39.8	38.6	36.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	75	165	245	353
增长率 (%)	-32.4	118.8	48.3	44.4
每股收益 (元)	1.49	3.27	4.84	6.99
PE	57	26	17	12
PB	4.3	3.8	3.1	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
84.52 元
目标价：
98.10 元

分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

相关研究

1.智明达 (688636.SH) 2022 年业绩预告点评：业绩短期波动不改基本面向好，当前配置价值凸显-2023/02/02

2.智明达 (688636.SH) 2022 年三季报点评：多因素影响短期业绩；在手订单充裕看好长期发展-2022/10/25

3.智明达 (688636.SH) 2022 年中报点评：1H22 收入同比增长 55%；下游需求加速释放-2022/08/29

4.智明达 (688636.SH) 首次覆盖报告：信息化系列#1：多领域拓展成长性好；高研发民企龙头潜力大-2022/08/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	541	756	1047	1429
营业成本	260	368	527	727
营业税金及附加	5	7	9	12
销售费用	29	34	47	63
管理费用	46	54	72	94
研发费用	114	145	181	227
EBIT	88	174	250	359
财务费用	0	-1	-1	-1
资产减值损失	-7	-2	-2	-2
投资收益	-14	-3	0	0
营业利润	73	169	249	357
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	73	169	249	357
所得税	-2	5	4	4
净利润	75	165	245	353
归属于母公司净利润	75	165	245	353
EBITDA	104	214	303	422

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	118	157	200	325
应收账款及票据	638	818	1052	1486
预付款项	4	5	7	9
存货	335	435	555	675
其他流动资产	28	30	32	35
流动资产合计	1122	1445	1845	2531
长期股权投资	164	164	164	164
固定资产	192	238	277	301
无形资产	6	6	7	8
非流动资产合计	385	421	446	454
资产合计	1507	1865	2291	2985
短期借款	48	48	48	48
应付账款及票据	295	444	555	808
其他流动负债	151	208	291	392
流动负债合计	494	700	894	1247
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	31	31	31	31
负债合计	524	730	924	1278
股本	50	50	50	50
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	982	1135	1367	1707
负债和股东权益合计	1507	1865	2291	2985

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.35	39.77	38.55	36.38
EBIT 增长率	-28.67	98.22	43.42	43.52
净利润增长率	-32.40	118.84	48.26	44.40
盈利能力 (%)				
毛利率	51.95	51.29	49.71	49.12
净利率	13.94	21.82	23.35	24.72
总资产收益率 ROA	5.00	8.84	10.68	11.83
净资产收益率 ROE	7.67	14.54	17.90	20.69
偿债能力				
流动比率	2.27	2.06	2.06	2.03
速动比率	1.54	1.40	1.41	1.46
现金比率	0.24	0.22	0.22	0.26
资产负债率 (%)	34.80	39.16	40.35	42.81
经营效率				
应收账款周转天数	252.74	252.74	232.52	232.52
存货周转天数	397.19	377.33	339.59	305.64
总资产周转率	0.39	0.45	0.50	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	1.49	3.27	4.84	6.99
每股净资产	19.45	22.47	27.06	33.81
每股经营现金流	-2.10	2.59	2.65	4.15
每股股利	0.25	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	57	26	17	12
PB	4.3	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	39.91	19.20	13.42	9.34
股息收益率 (%)	0.30	0.30	0.30	0.30

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	75	165	245	353
折旧和摊销	16	40	53	63
营运资金变动	-234	-83	-170	-213
经营活动现金流	-106	131	134	209
资本开支	-38	-73	-76	-69
投资	90	0	0	0
投资活动现金流	53	-79	-78	-71
股权募资	9	0	0	0
债务募资	9	0	0	0
筹资活动现金流	-3	-13	-13	-13
现金净流量	-56	39	43	125

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026