

中无人机(688297)

报告日期: 2023年08月13日

# 大型固定翼长航时无人机领军企业，翼龙打造“中国制造”名片

## ——中无人机深度报告

### 投资要点

#### 大型固定翼长航时无人机领军企业，受无人机军贸业务拉动业绩高速增长

- 1) 公司是大型固定翼长航时无人机领军企业。2022年6月于上交所科创板挂牌上市。公司专注于大型固定翼长航时无人机系统成体系、多场景、全寿命的整体解决方案，主要产品为翼龙系列无人机系统。
- 2) 依托成飞集团优质平台，公司的翼龙系列无人机系统已成为“中国制造”的一张名片，产品及其相关技术多次获得国家级奖项。翼龙系列无人机系统已出口“一带一路”沿线多个国家，是我国军贸无人机出口的主力型号。
- 3) 受无人机军贸拉动，公司业绩快速增长。2019-2022年公司营业收入由2.5亿元增至27.7亿元，复合增速为123%；归母净利润由-0.1亿元增加至3.7亿元。

#### 军用无人机内需市场尚处于起步阶段，工业级无人机市场空间广阔

- 1) 内需：无人机持续受到政策促进。假设我国军用无人机采购费对标美国国防预算比例约0.4%，预计2023年我国军用无人机市场需求约60亿元；到十四五末期，我国军用无人机市场年规模有望超百亿。
- 2) 外贸：根据 SIPRI 数据，中国 2010-2020 年全球军用无人机市场规模占比为 17%，排名第三。中国在中高端察打一体无人机较美国、以色列性价比高。
- 3) 民用：根据 Frost&Sullivan 数据，中国工业无人机市场规模在 2024 年将达到 3208 亿元，预计 2020-2024 年复合增速为 56%。

#### 公司无人机技术实力强劲，翼龙系列无人机军贸市占率国内领先

- 1) 无人机技术实力强劲：公司积累并掌握 18 项核心技术，近半数自主研发。公司拥有已授权专利 46 项。22 年末公司研发人员共 190 人，同比增加 132%。
- 2) 募集资金投入无人机业务：主要包括无人机系统研制及产业化项目、技术与研发能力提升项目。在现有产品基础上，开展翼龙-2 发展型、翼龙-1E 等三型无人机系统研制，实现无人机系统产品谱系化发展。
- 3) 无人机军贸市占率国内领先：根据 SIPRI 统计，2010 年至 2020 年间，翼龙系列无人机军贸出口订单累计数量位列国内第一。另据 2021 年 5 月美国航空周刊报道，翼龙系列无人机在全球察打一体无人机中市占率位居全球第二。

#### 盈利预测与投资建议

预计 2023-2025 年公司归母净利润 5.05、6.55、8.01 亿元，同比增长 37%、30%、22%，EPS 为 0.75、0.97、1.19 元，PE 为 64、49、40 倍。考虑到公司在大型固定翼长航时无人机系统产品力和市场优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示

- 1) 国内军品订单需求不及预期；2) 军贸出口订单不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2773	3674	4650	5622
(+/-) (%)	12%	32%	27%	21%
归母净利润	370	505	655	801
(+/-) (%)	25%	37%	30%	22%
每股收益(元)	0.55	0.75	0.97	1.19
P/E	87	64	49	40
P/B	5.6	5.2	4.7	4.2
ROE	10.7%	8.4%	10.0%	11.1%

资料来源：浙商证券研究所

### 投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁  
执业证书号：S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君  
执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理：陈晨  
chenchen05@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥47.75
总市值(百万元)	32,231.25
总股本(百万股)	675.00

### 股票走势图



### 相关报告

## 投资案件

### ● 核心逻辑

公司是国内无人机领军企业，专注于大型固定翼长航时无人机系统，军民用市场双驱动。

### ● 超预期逻辑

**1、市场预期：**1) 无人机军贸订单持续性较弱；2) 无人机民用市场需求有限；3) 中大型高空长航时无人机行业竞争激烈。

**2、我们预期：**1) 无人机军贸订单仍为公司主要业绩驱动来源；2) 工业级无人机市场需求旺盛；3) 公司专注于大型高空长航时无人机，具备技术和市场优势。

#### 3、驱动因素：

**1) 军用无人机装备需求旺盛：**未来战争向“信息化、无人化、智能化”发展，军用无人机装备在世界范围内迅速扩散，将成为未来武器装备重点采购方向。

**2) 工业级无人机市场快速增长：**随着技术逐渐成熟，叠加政府政策支持，民用无人机下游应用区域逐渐打开，包括农业植保、电力巡检、航拍测绘、警用安防等。

**3) 公司产品力不断提升：**聚焦无人机系统新技术、新应用、新发展方向，创新平台基础技术研发。瞄准载荷多样化、动力远程化，实现产品谱系化和系列化发展。

### ● 检验与催化

**1、检验的指标：**1) 公司大额预付款、合同负债披露；2) 民用无人机订单披露。

**2、可能的催化：**1) 国际安全局势动荡加速军贸无人机采购；2) 军民用无人装备政策支持；3) 十四五中期调整计划落地。

### ● 研究价值

**1) 与众不同的认识：**市场担心十四五期间国内无人机采购费用增速不及预期。

我们认为：无人机是未来战争关键一环，当前我国军用无人机装备处于起步阶段。我们预计十四五期间我国军用无人机采购费用有望快速增加。

**2) 与前不同的认识：**一定程度低估我国工业级无人机市场需求。

我们认为：工业级无人机应用场景不断延拓丰富，我国市场需求将快速增长。公司创新无人机使用方案，为中小客户解决采购资金问题，拓展下游使用方。

### ● 盈利预测与估值

预计 2023-2025 年公司归母净利润 5.05、6.55、8.01 亿元，同比增长 37%、30%、22%，EPS 为 0.75、0.97、1.19 元，PE 为 64、49、40 倍。

考虑到公司在大型固定翼长航时无人机系统的产品力和市场优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

1) 国内军品订单需求不及预期；2) 军贸出口不及预期。

## 正文目录

<b>1 中无人机：大型固定翼长航时无人机系统领军企业</b>	<b>6</b>
1.1 依托成飞集团优质平台，2022 年科创板上市	6
1.2 聚焦大型固定翼长航时无人机，翼龙系列无人机享誉在外	7
1.3 无人机业务受军贸拉动，2019-2022 年营收复合增速 123%	9
<b>2 军民用无人机市场空间广阔，内需+外贸双驱动</b>	<b>12</b>
2.1 无人机作为新型航空器，市场前景广阔	12
2.2 察打一体无人机，现代化战争重要力量	13
2.3 军用市场受益政策支持，内需+外贸双驱动	14
2.4 民用市场应用逐步挖掘，工业级无人机市场需求旺盛	17
<b>3 公司技术实力强劲，无人机军贸市占率国内领先</b>	<b>19</b>
3.1 公司研发团队屡获殊荣，突破核心技术壁垒	19
3.2 聚焦无人机核心业务，内销+军贸驱动公司业绩增长	21
3.3 公司产品性能优异，军贸市占率国内第一	21
3.4 同业对比：公司专注大型固定翼长航时无人机系统	22
<b>4 盈利预测与估值模型</b>	<b>24</b>
4.1 盈利预测：未来三年归母净利润复合增速 29%	24
4.2 投资建议：公司 2023-2025 年 PE 为 64、49、40 倍	24
<b>5 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 公司成立于 2007 年, 同年翼龙无人机首飞; 2022 年于上交所科创板上市 .....	6
图 2: 公司实际控制人为航空工业集团, .....	6
图 3: 翼龙-1 是国内第一型实现出口的察打一体无人机 .....	7
图 4: 翼龙-1D 是国内第一架全复材多用途大型无人机 .....	7
图 5: 翼龙-2 是我国第一型国产涡桨动力大型无人机 .....	8
图 6: 翼龙-2 无人机成功完成我国首次大型无人机应急通信演练 .....	8
图 7: 翼龙-2 成为首次完成人工影响天气作业的大型无人机 .....	8
图 8: 无人机系统及相关产品营收占比逐年提升 .....	9
图 9: 无人机系统及相关产品业务占公司毛利的 85% 以上 .....	9
图 10: 2019-2022 年公司营业收入复合增速为 123% .....	9
图 11: 归母净利润由 2019 年-0.1 亿元增加至 2022 年 3.7 亿元 .....	9
图 12: 2022 年公司的毛利率为 24.26%、净利率为 13.35% .....	10
图 13: 2019-2022 年公司期间费用率持续下降 .....	10
图 14: 公司关联销售额占营收比例保持在 85% 以上 .....	10
图 15: 公司关联采购、接受劳务金额占采购总额比例逐步下降 .....	10
图 16: 公司经营活动现金流逐渐充裕, 2022 年筹资活动现金流达到 41.95 亿元 .....	11
图 17: 2022 年应收票据及应收账款为 11.71 亿元 .....	11
图 18: 2022 年预收款项和合同负债为 7.99 亿元 .....	11
图 19: 无人机系统包括飞行平台、动力装置、航电系统、任务载荷系统、航电系统、综合保障系统 .....	12
图 20: 无人机按用途可分为军用无人机和民用无人机 .....	12
图 21: 我国察打一体无人机主要包括中无人机的“翼龙”、航天彩虹的“彩虹”、腾盾科创的“双尾蝎”系列无人机等 .....	14
图 22: 预计 2032 年全球军用无人机市场规模将达到 164 亿美元 .....	16
图 23: 2010-2020 年中国无人机军贸全球市占率约 17% .....	16
图 24: 亚洲区域无人机市场增速居于首位 .....	16
图 25: 美国无人机系统采购费用占国防预算比例为 0.3%-0.4% .....	16
图 26: 2023 年中国国防预算约 15537 亿元, 同比增长 7.2% .....	16
图 27: 2020 年中国工业无人机应用领域中地理测绘占比 29% .....	18
图 28: 预计 2024 年工业无人机市场规模超 3000 亿 .....	18
图 29: 公司研发费用逐年提升, 2022 年研发费用为 1.89 亿元 .....	19
图 30: 2022 年公司内销金额增速达 40% .....	21
图 31: 2019-2022 年, 公司无人机军贸业务占比达 85% 以上 .....	21
图 32: 2021 年, 翼龙-2 占公司营业收入比例达 71% .....	21
图 33: 2021 年翼龙-2 占公司营业收入比例达 71% .....	21
图 34: 2018-2022 年航天彩虹收入高于中无人机 .....	22
图 35: 2021-2022 年中无人机归母净利润高于航天彩虹 .....	22
图 36: 2020-2022 年中无人机无人机业务收入高于航天彩虹 .....	23
图 37: 2022 年航天彩虹无人机业务毛利率为 23.62% .....	23
图 38: 2022 年航天彩虹毛利率 20.97%、中无人机 24.26% .....	23
图 39: 2022 年航天彩虹净利率 8.11%、中无人机 13.35% .....	23
图 40: 公司上市以来 PE 估值中枢为 106 倍 .....	25
表 1: 大型固定翼无人机适用于侦察坚实、火力打击与反潜巡弋等作战领域 .....	7

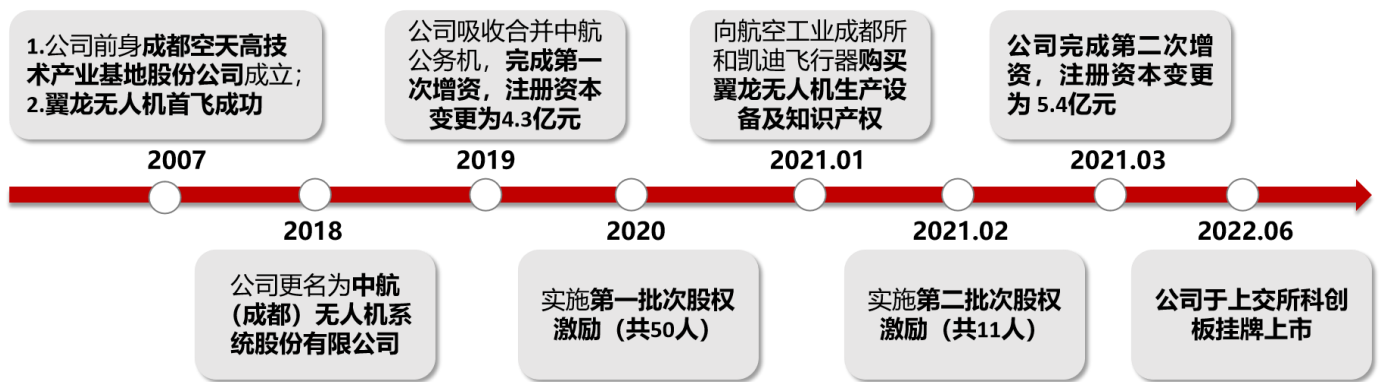
表 2: 翼龙系列无人机主要性能参数, 翼龙-2 大部分性能参数优于翼龙-1、翼龙-1D.....	8
表 3: 军用无人机相比在载人机载隐蔽性、成本、人员伤亡方面具备较大优势 .....	13
表 4: 无人机系统作战五大发展方向: 体系协同、高度智能、超长航时、空天融合、全频隐身.....	14
表 5: 近年来中国持续部署军用无人机发展战略.....	15
表 6: 中国军费支出占 GDP 比例为 1.6%, 低于对比国家平均水平 2.8%.....	17
表 7: 工业级无人机应用领域包括农业植保、电力巡检、航拍测绘、警用安防、环境监测等.....	17
表 8: 研发团队获得国家级、部级奖项累计 41 人次 .....	19
表 9: 公司积累了 6 大类 18 项核心技术, 其中自主研发占一半.....	20
表 10: 公司募集资金投入无人机业务, 强化核心竞争力 .....	20
表 11: 公司翼龙-1 无人机与美国 MQ-1 捕食者无人机性能相当.....	22
表 12: 预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 36.74、46.50、56.22 亿元, 同比增长 33%、27%、21%.....	24
表 13: 可比公司 2023-2025 年平均 PE 估值分别为 45、30、23 倍, 中无人机对应 PE 为 64、49、40 倍.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	27

## 1 中无人机：大型固定翼长航时无人机系统领军企业

### 1.1 依托成飞集团优质平台，2022 年科创板上市

公司深耕无人机行业十五年，已发展为我国军用无人机龙头企业。2007年8月，公司的前身成都空天高技术产业基地股份公司成立；同年，公司研制生产的翼龙无人机首飞成功。2018年12月，公司更名为中航（成都）无人机系统股份有限公司（简称中无人机）。2019年12月，公司吸收合并中航公务机，完成第一次增资，注册资本变更为4.3亿元。2020年3月，实施第一批股权激励（共50人）。2021年1月，公司向航空工业成都所和凯迪飞行器购买部分翼龙系列无人机生产设备及相关知识产权。2021年2月，实施第二批股权激励（共11人）。2021年3月，公司完成第二次增资，注册资本变更为5.4亿元。2022年6月，公司于上交所科创板挂牌上市。

图1：公司成立于2007年，同年翼龙无人机首飞；2022年于上交所科创板上市



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

航空工业集团为公司的实际控制人，直接持有并通过航空工业成飞、航空工业成都所、中航技、航空工业产业基金、航证科创间接持有公司股份，合计控制公司 53.85%股份。航空工业成飞、成都所系公司主要控股股东。成都颐同人、成都泰萃为公司员工持股平台，累计持有 6.37%股份。

图2：公司实际控制人为航空工业集团，



资料来源：Wind，浙商证券研究所，截止2023年7月27日



## 1.2 聚焦大型固定翼长航时无人机，翼龙系列无人机享誉在外

公司是国内大型固定翼长航时无人机系统的领军企业。主营业务分为无人机系统及相关产品、无人机技术服务。无人机系统及相关产品由无人机、地面站、任务载荷及综合保障系统组成。公司核心产品是翼龙系列无人机，具备长航时、全自主多种控制模式、多种复合侦察手段、多种载荷武器集成、精确侦察与打击能力和全面灵活的支持保障能力。

国际市场上，翼龙系列无人机系统已出口“一带一路”沿线多个国家，是我国军贸无人机出口的主力机型，已累计完成数万架次的起落及十余万小时的飞行，其优越性能和成熟度经历了高强度实战检验并取得卓越战绩，为“中国制造”赢得了国际声誉。

表1：大型固定翼无人机适用于侦察坚实、火力打击与反潜巡弋等作战领域

作战领域	优势与特色	代表机型
侦察监视	能够匹配军用中远程侦察监视任务对长航程、长航时及稳定的飞行性能的基本要求	翼龙系列无人机、捕食者无人机、全球鹰无人机、安卡无人机、苍鹭无人机
火力打击	较小型无人机可以加装更多武器，相较无人战斗机具有长航时优势；此外，大型固定翼长航时无人机可实现察打一体化	翼龙系列无人机、MQ-9 死神无人机、苍鹭 TP 无人机、Bayraktar TB-2 无人机
反潜巡逻	对潜艇等水下目标实施搜索和攻击，同时亦可灵活安排集群或与其他系统的协同作战、自主作战、搜攻一体等多样化作战方式	MQ-9B 海上卫士无人机

资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

翼龙-1 是国内第一型实现军贸出口的中空长航时察打一体大型无人机，具有全自主起飞降落和巡航飞行能力、空地协同能力及地面接力控制能力，能够在复杂环境条件下长时间飞行和执行任务。翼龙-1D 是国内第一型全复材多用途大型无人机系统，具备较强的内部装载及外挂能力，适合军民领域多场景应用，已通过国家主管部门军贸科研项目验收。

图3：翼龙-1 是国内第一型实现出口的察打一体无人机



资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

图4：翼龙-1D 是国内第一架全复材多用途大型无人机



资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

翼龙-2 是国内第一型实现军贸出口的涡桨动力大型无人机，具有先进的气动布局、机体结构、机载系统。大功率动力系统提高了飞行性能、载荷装载能力、多传感器综合能力、武器挂载能力和控制能力，具备多任务拓展性，满足复杂使用环境下的多种任务需求。

图5：翼龙-2 是我国第一型国产涡桨动力大型无人机



资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

表2：翼龙系列无人机主要性能参数，翼龙-2 大部分性能参数优于翼龙-1、翼龙-1D

	翼龙-1	翼龙-1D	翼龙-2
翼展/米	14	17.6	20.7
最大起飞重量/千克	1200	1600	4200
最大飞行高度/米	7000	8500	9000
最大飞行速度/千米/小时	280	280	370
最大续航时间/小时	24	35	28

资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

**公司为客户提供应用与技术服务。**翼龙无人机已实现了人工影响天气、气象监测、应急救援等领域的成功应用，并提供各种载荷验证的试验飞行服务，开发了翼龙-2人工增雨型、翼龙-2气象型和翼龙-2应急救援型多个应用型号。公司为用户提供全寿命周期的持续保障服务，为用户学员提供无人机系统操作与维护培训服务。

图6：翼龙-2 无人机成功完成我国首次大型无人机应急通信演练



资料来源：央视新闻，浙商证券研究所

图7：翼龙-2 成为首次完成人工影响天气作业的大型无人机

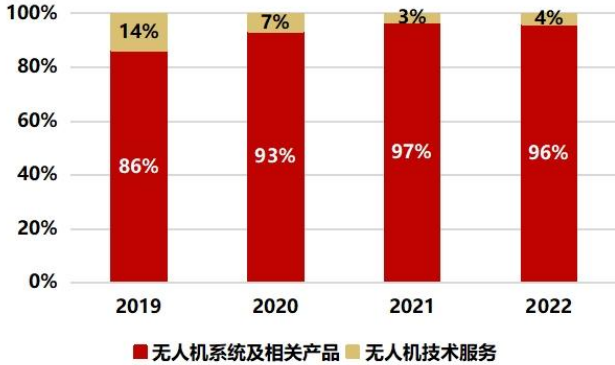


资料来源：央视新闻，浙商证券研究所



无人机系统及相关产品是公司的核心业务。2019-2022年，无人机系统及相关产品在主营业务占比由86%升至96%。近三年，无人机系统及相关产品业务占公司毛利的85%以上，是带动公司业绩增长的主要动力。

图8：无人机系统及相关产品营收占比逐年提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：无人机系统及相关产品业务占公司毛利的85%以上

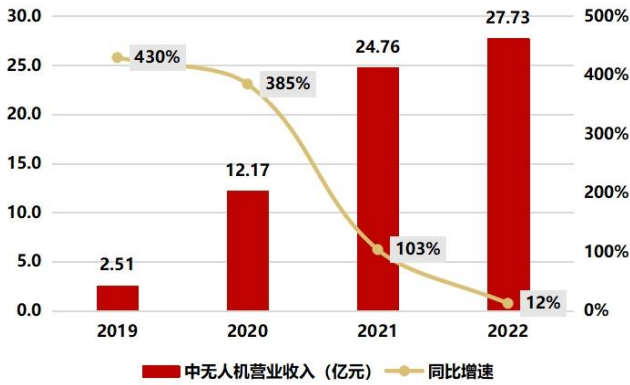


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.3 无人机业务受军贸拉动，2019-2022年营收复合增速123%

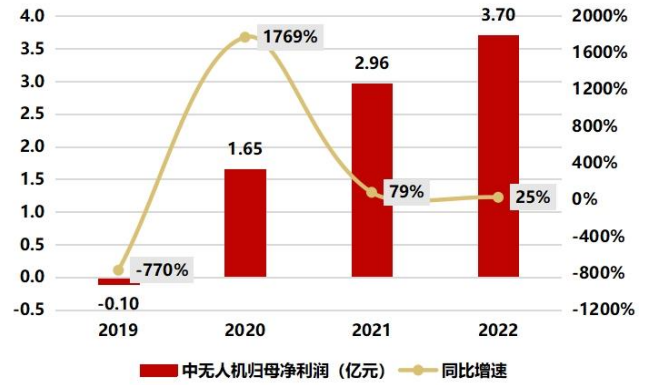
公司研制生产的军用无人机系统主要通过军贸方式实现对外销售。在受无人机军贸订单拉动，公司业绩快速增长。2019年，公司在提供无人机技术服务的基础上，开始独立对外销售翼龙无人机系统。2019-2022年，公司营业收入由2.5亿元增至27.7亿元，复合增速为123%；归母净利润由-0.1亿元增加至3.7亿元。

图10：2019-2022年公司营业收入复合增速为123%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：归母净利润由2019年-0.1亿元增加至2022年3.7亿元

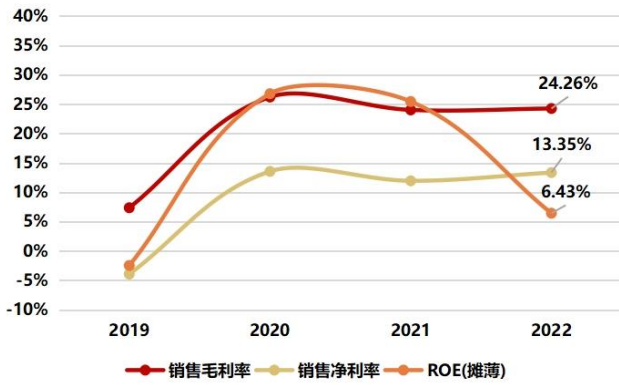


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2022年公司的毛利率为24.26%、净利率为13.35%，较2019年大幅提升。2019年，公司的毛利率和净利率较低，主要由于公司的翼龙-2产品为占领最终用户B国市场而采取竞争性价格策略；2021年的毛利率和净利率略低于2020年，是因为公司对翼龙-2产品的最终用户D国采取竞争性价格策略导致销售价格较低。

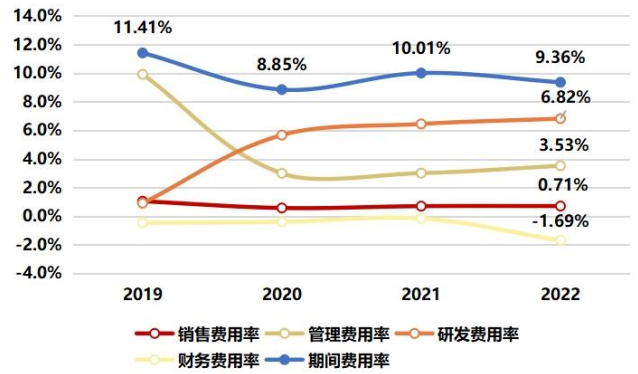
2019-2022年公司期间费用率持续下降。其中，管理费用率由9.92%降低至3.53%，尽管公司的折旧与摊销、职工薪酬等费用增加，并在2020年和2021年对核心员工实施了股权激励，导致管理费用持续增加，但是随着公司营业收入快速增加，管理费用率大幅下降。公司持续在研发进行投入，研发费用率由0.91%增加至6.82%。

图12：2022年公司的毛利率为24.26%、净利率为13.35%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2019-2022年公司期间费用率持续下降

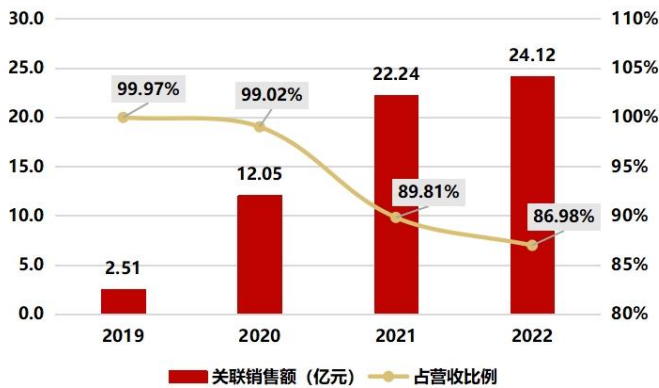


资料来源：Wind，浙商证券研究所

**关联销售方面**，受军品出口专营制度、历史基础、业务领域等因素影响，公司关联销售额占比高。公司主要通过中航技签署销售合同并实现产品销售。2019-2022年关联销售额占营业收入的比例分别为99.97%、99.02%、89.81%和86.98%。

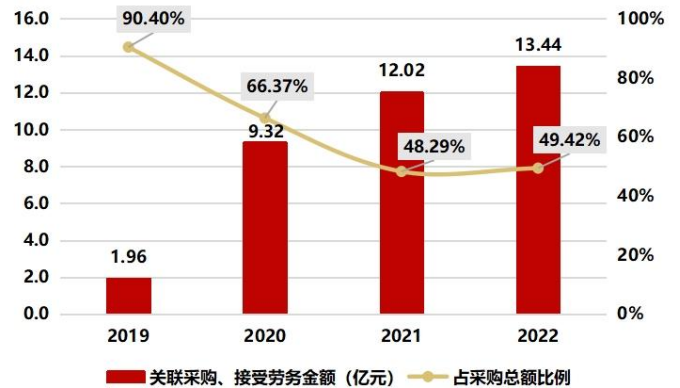
**关联采购方面**，2019-2022年公司从关联方采购商品、接受劳务金额占采购总额的比例分别为90.40%、66.37%、48.29%和49.42%。公司自2019年开始销售无人机系统产品，从确保产品按时交付等角度出发，2019年向航空工业成都所采购无人机总装所需的部分原材料占比较高，从而导致2019年关联采购比例显著高于其他各期；2020年、2021年公司无人机系统实现规模化生产和销售，关联采购金额占比下降。

图14：公司关联销售额占营收比例保持在85%以上



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

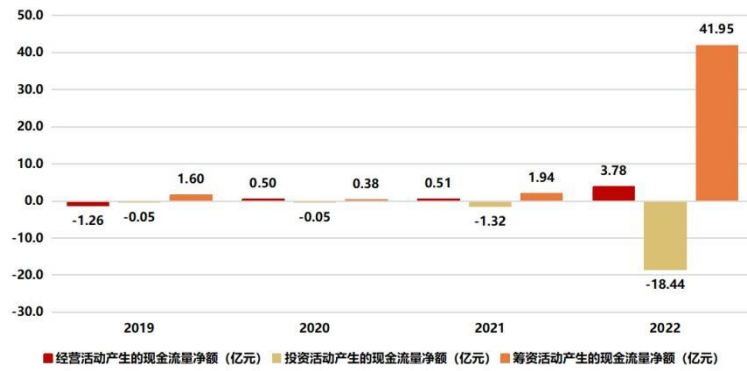
图15：公司关联采购、接受劳务金额占采购总额比例逐步下降



资料来源：公司公告，证券研究所

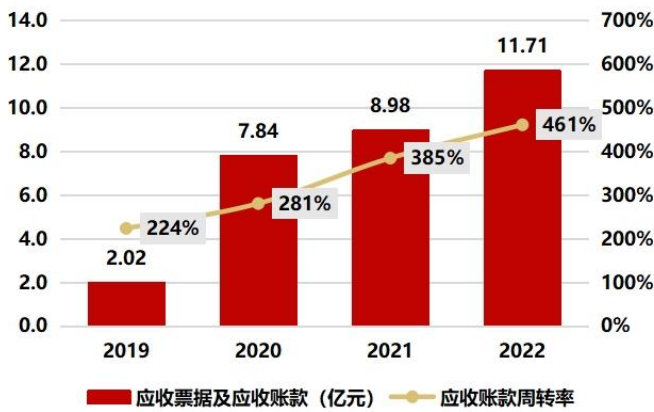
**2019-2022年，公司现金流逐渐充裕，应收票据及应收账款逐年增加。**1) 2019-2022年经营活动现金流由-1.26亿元增加至3.78亿元，主要是产品销售额增长，公司加大回款力度；2) 公司应收账款及应收票据金额逐年增长，2022年达11.71亿元；3) 公司应收账款周转率同步提升，2022年达461%；4) 2022年预收款项和合同负债达7.99亿元，同比增长78%，或反映公司下游需求旺盛。

图16：公司经营活动现金流逐渐充裕，2022年筹资活动现金流达到41.95亿元



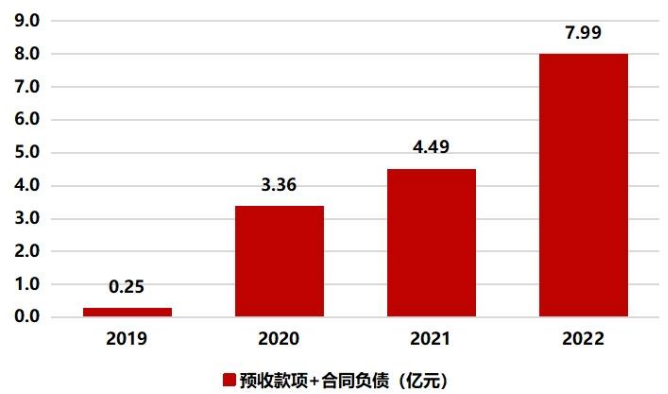
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17：2022年应收票据及应收账款为11.71亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18：2022年预收款项和合同负债为7.99亿元



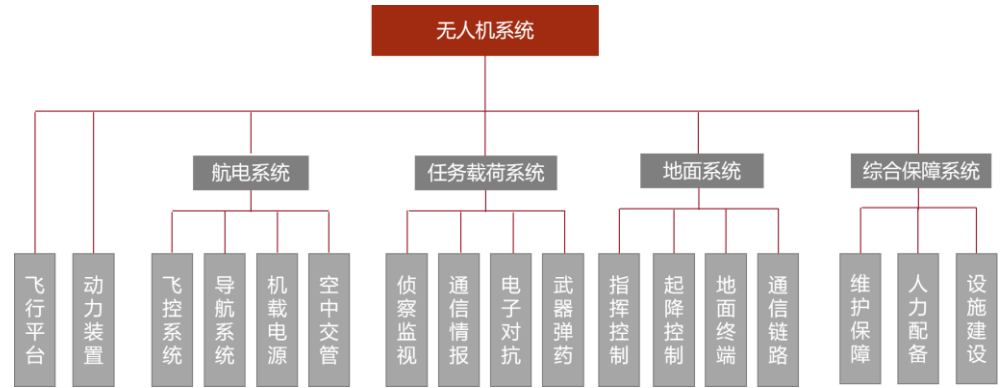
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2 军民用无人机市场空间广阔，内需+外贸双驱动

### 2.1 无人机作为新型航空器，市场前景广阔

无人机是指没有驾驶人员、可携带任务载荷、可重复使用、以无线电遥控或者自身程序控制为主的新型航空器。相比传统的载人飞机，无人机具有体积小质量轻、造价便宜、编组灵活、对作战环境要求低等优点，在反恐战争、纳卡战争、俄乌冲突等实战中展现出了巨大的军事价值，已经成为 21 世纪陆战、海战、空战舞台的重要角色。根据《无人机系统概论》，无人机系统由飞行平台、动力装置、航电系统、任务载荷系统、地面系统、综合保障系统等组成，其中飞行平台是无人机系统中的主体。

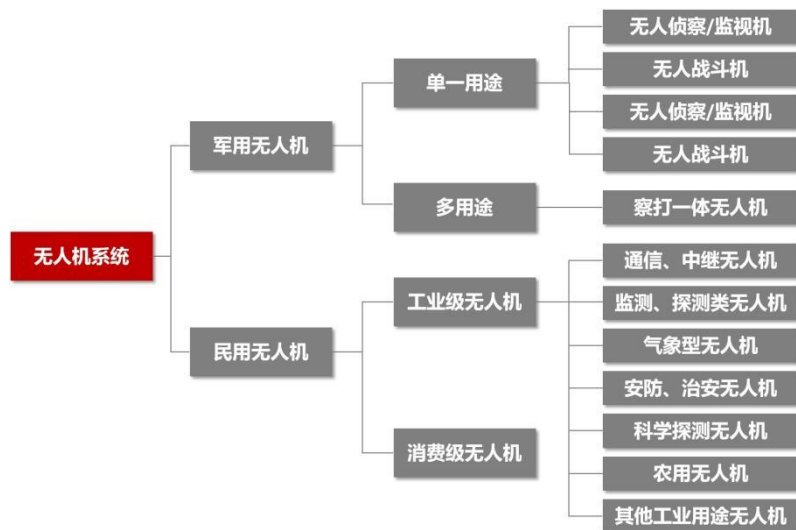
图19：无人机系统包括飞行平台、动力装置、航电系统、任务载荷系统、地面系统、综合保障系统



资料来源：《无人机系统概论》、浙商证券研究所

按照无人机用途划分，可分为军用无人机和民用无人机。1) 军用无人机按照作战用途可以分为单用途无人机和多用途无人机，单用途无人机按照任务又可以划分侦察机、战斗机、电子干扰机、通信中继无人机等，多用途无人机主要指察打一体无人机。2) 民用无人机可分为工业级无人机和消费级无人机，工业级无人机可在气象、监测、农用、通信、治安管理等多个领域应用，消费无人机主要用于航拍等娱乐消费领域。

图20：无人机按用途可分为军用无人机和民用无人机



资料来源：中无人机招股书、浙商证券研究所

世界主要军事强国高度重视体系化推进新域新质作战力量建设，并将其作为夺取智能化高端战争主导权的重要抓手。世界各国军队面临的作战场景复杂多样，单一的侦察机、侦察卫星系统难以满足侦察需求，并且随着各国愈发重视人员伤亡、有人飞机的生存环境越来越差，各国军队急需有效完成高风险性任务、人员零伤亡、高重复利用率的装备。

军用无人机相比载人机在隐蔽性、造价成本、平台适应性、飞行环境适应性、人员伤亡、续航时间等方面具备较大优势。军用无人机由于不需要考虑飞行员影响因素，在设计上可以完全为任务导向，速度、高度、航程、机动性、续航时间均可以突破人的生理极限。自从早在越南战争首次应用到战争后，在阿富汗战争、海湾战争、俄乌战争均表现出色，受到军方青睐。

表3：军用无人机相比在载人机载隐蔽性、成本、人员伤亡方面具备较大优势

性能	军用无人机	载人机
隐蔽性	体积、重量、雷达反射小	暴露率高
飞行员身体限制	无飞行员身体因素限制，可以完成倒飞、急转弯、超加速升降等大机动飞行	受到飞行员身体、心理因素限制
飞行环境适应性	适应恶劣环境，更适合高危性任务	受飞行员限制环境适应性差
人员伤亡	零人员伤亡	有人员伤亡
成本	装配配置较低，生产成本低数万到数十万美元	武器数量多功能，研发周期长，成本高昂
平台适应性	起飞降落更加灵活，平台适应性高	受跑道场地限制

资料来源：《军用无人机发展现状和趋势》、《美军无人机发展现状及趋势》、《大中型察打一体无人机系统设计综合技术》、浙商证券研究所

## 2.2 察打一体无人机，现代化战争重要力量

察打一体无人机是指集长航时侦察和精确打击于一体的无人机，由于其信息化程度更高，能够更加适应作战节奏快、智能化的现代战争。

察打一体无人机由中空长航时无人机发展而来，美国通用原子航空公司的 MQ-1B “捕食者”为全球第一代察打一体无人机。察打一体无人机侦察时间长、范围广、模式多样化，能够在战场上迅速获得目标情报，同时可以利用其携带的任务载荷完成对目标的精确打击。

目前美国察打一体无人机主要包括通用原子公司“捕食者 MQ-1”、“死神 MQ-9”，诺斯罗普格鲁曼公司“猎人 MQ-5B”、“火力侦察兵 MQ-8”，克雷托斯公司“女武神 XQ-58A”等。我国察打一体无人机主要包括中无人机的“翼龙”系列无人机、航天彩虹的“彩虹”系列无人机、腾盾科创的“双尾蝎”系列无人机等。



图21: 我国察打一体无人机主要包括中无人机的“翼龙”、航天彩虹的“彩虹”、腾盾科创的“双尾蝎”系列无人机等



资料来源：百度百科、浙商证券研究所

未来战争向“信息化、无人化、智能化”发展，军用无人机装备在世界范围内迅速扩散，将成为未来武器装备重点采购方向。无人机系统及其作战运用未来主要有体系协同、高度智能、超长航时、空天融合、全频隐身五大方向。

表4: 无人机系统作战五大发展方向：体系协同、高度智能、超长航时、空天融合、全频隐身

未来发展方向	介绍
体系协同	各种功能、层次的无人机与其他作战系统连接成为 <b>功能互补、协同作战</b> 的有机整体
高度智能	世界各国正通过研制高度自动化和智能化的无人机控制系统、 <b>智能化武器弹药和新型智能材料</b> 来提高无人机智能化程度，高度自主智能已成为无人机未来发展的一个重要趋势。
超长航时	长航时无人机可弥补卫星在跟踪移动目标和提供实时情报方面的诸多限制，可实现长时广域大范围的情报动态获取， <b>提供比卫星更详细的情报，可侦收到弱、低功率信息，并可作为移动通信中继，将通信扩展到卫星无法接收或被干扰的区域。</b>
空天融合	研制跨域飞行、突破现有飞行器概念的空天型飞行器， <b>可以使飞行器既具备航天器的特性，又具有航空飞行的特点，从而大大拓展其任务能力。</b>
全频隐身	采用与飞机外形完全融合的简单进气道、扁平狭缝状固定尾喷管、无尾布局等设计技术， <b>有效减小无人机的雷达截面积，提高无人机的隐身性。</b> 同时,采用新型隐身材料开展结构和蒙皮研制，并开展平台射频设备降噪设计。

资料来源：《大中型察打一体无人机系统综合设计技术》、浙商证券研究所

### 2.3 军用市场受益政策支持，内需+外贸双驱动

无人机作为装备智能化、无人化、远程化的重要一环，持续受到政策促进。

1) 2016年中央军委发布《军队建设发展“十三五”规划纲要》，提出要在2020年信息化建设取得重大建设；2) 2017年国务院发布《新一代人工智能发展规划》，提出支撑无人系统应用和产业发展，并将无人机列入规划中；3) 2018年航空工业发布《无人机系统发展白皮书（2018）》，到2025年将高端突破、体系完备、能力要素健全的无人机系统装备体系；4) 2019年国务院发布《新时代中国国防白皮书》，提出推动军事化信息化高速发展，打造智能化国防军队；5) 2022年10月国务院发布《二十大报告》，将加快无人智能作战力量发展。政策频繁提出实现武器的远程化、智能化、无人化，为国防装备未来发展方向做出指引，将有效促进无人机相关技术的突破和军用无人机产业的快速发展。

表5：近年来中国持续部署军用无人机发展战略

发布时间	发布单位	文件名称	文件内容
2016年5月	中央军委	《军队建设发展“十三五”规划纲要》	2020年，军队要如期实现国防和军队现代化建设“三步走”发展战略第二步目标，基本完成国防和军队改革目标任务， <b>基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系</b>
2017年7月	国务院	《新一代人工智能发展规划》	重点突破自主无人系统计算架构、复杂动态场景感知与理解、实时精准定位、面向复杂环境的适应性智能导航等共性技术，无人机自主控制以及汽车、船舶和轨道交通自动驾驶等智能技术，服务机器人、特种机器人等核心技术， <b>支撑无人系统应用和产业发展。</b>
2017年10月	国务院	《十九大报告》	适应世界新军事革命发展趋势和国家安全需求，提高建设质量和效益，确保到二〇二〇年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升。同国家现代化进程相一致，全面推进军事理论现代化、军队组织形态现代化、 <b>军事人员现代化、武器装备现代化</b>
2018年11月	航空工业	《无人机系统发展白皮书（2018）》	到2025年，航空工业将 <b>建立高端突破、体系完备、能力要素健全的无人机系统装备体系</b> ，建成核心能力突出、产品谱系完备、全面开放融合、具备国际竞争力的无人机系统产业体系；到2035年，在无人机关键技术产品领域达到世界一流水平，具备引领无人机产业发展的自主创新能力，满足建设世界一流军队的需要，同时要在国际防务市场具有突出的竞争优势和一流的品牌影响力
2019年7月	国务院	《新时代中国国防白皮书》	按照空天一体、攻防兼备的战略要求，加快实现国土防空型向攻防兼备型转变， <b>提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力</b> ，努力建设一支强大的现代化空军。
2021年3月	国务院	《十四五规划和2035年远景目标纲要》	完善三位一体新型军事人才培养体系，锻造高素质专业化新型军事人才方阵。 <b>加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展</b> ，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。
2022年10月	国务院	《二十大报告》	打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重， <b>加快无人智能作战力量发展</b> ，统筹网络信息体系建设运用。优化联合作战指挥体系

资料来源：国务院、国防部、解放军报、浙商证券研究所

### 全球军用无人机市场规模不断上升，我国无人机军贸出口势头向好。

1) 根据蒂尔集团报告预测数据，2023-2032年全球军用无人机市场规模持续保持增长，2032年全球军用无人机规模达到164亿美元，年复合增长率约为3.44%。

2) 根据 SIPRI 数据，2010~2020年中国无人机军贸市场份额合计占比约17%，位居全球第三，其中主要出口机型为“彩虹”和“翼龙”型号无人机。预计未来我国无人机军贸市场份额有望进一步上升。目前世界范围内具有无人机完整产业链的国家仅有以色列、美国、中国。

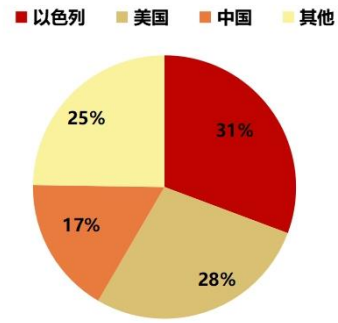
3) 根据 Drone Industry Insights 数据，2022年全球无人机市场增速前三的地区分别为亚洲、北美、欧洲，增速分别为11.9%、8.1%和6.8%，亚洲无人机市场持续保持高景气。

图22： 预计 2032 年全球军用无人机市场规模将达到 164 亿美元



资料来源：蒂尔集团、浙商证券研究所

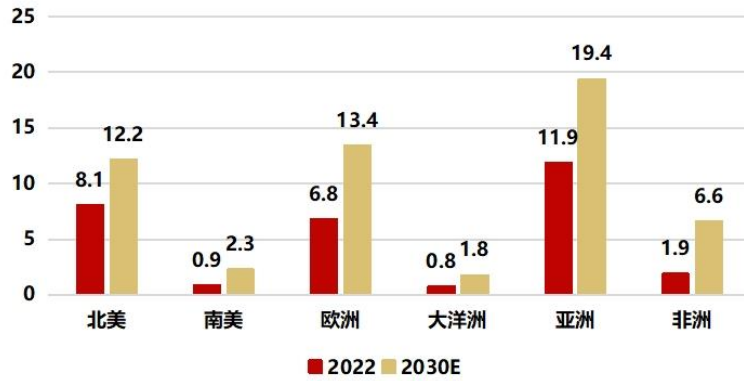
图23： 2010-2020 年中国无人机军贸全球市占率约 17%



资料来源：SIPRI、浙商证券研究所

图24： 亚洲区域无人机市场增速居于首位

无人机市场增速 (%)



资料来源：DRONE INDUSTRY INSIGHTS、浙商证券研究所

中国国防预算稳步上升，有望推动中国军用无人机市场快速增长。

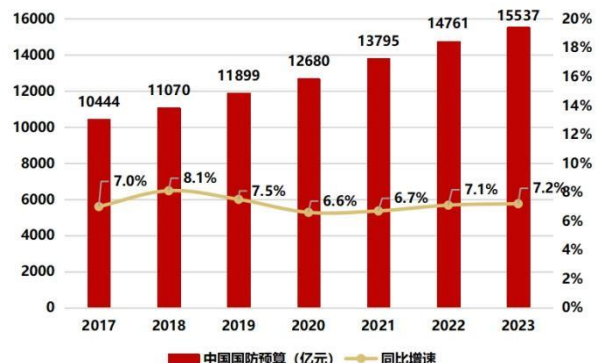
根据美国国防部数据，近年来美国无人机系统采购费用在经历 21、22 年低谷后，稳定在 30 亿美元左右，约占美国国防预算的 0.3%-0.4%。中国国防预算持续保持稳定增长，在 2022 年增速再次突破 7%，2023 年中国国防预算约 15537 亿元。我们假设中国无人机采购费用占国防预算比例对标美国按 0.4% 测算，预计 2023 年我国无人机采购费用约 62 亿元。

图25： 美国无人机系统采购费用占国防预算比例为 0.3%-0.4%



资料来源：美国国防部、浙商证券研究所

图26： 2023 年中国国防预算约 15537 亿元，同比增长 7.2%



资料来源：人民网、浙商证券研究所

表6: 中国军费支出占 GDP 比例为 1.6%，低于对比国家平均水平 2.8%

国家	军费支出/亿美元	占本国 GDP 比例
美国	876943.2	3.5%
中国	291958.4	1.6%
印度	81363.2	2.4%
俄罗斯	86373.1	4.1%
沙特阿拉伯	75013.3	7.4%
英国	68462.6	2.2%
德国	55759.8	1.4%
法国	53638.8	1.9%
日本	45992.1	1.1%
韩国	46365.4	2.7%
平均	168187.0	2.8%

资料来源: SIPRI、浙商证券研究所

## 2.4 民用市场应用逐步挖掘，工业级无人机市场需求旺盛

民用无人机应用场景逐步挖掘，工业级无人机市场有望快速增长。随着技术逐渐成熟，叠加政府政策支持，民用无人机下游应用区域逐渐打开。目前工业级无人机主要应用场景有农业植保、电力巡检、航拍测绘、警用安防、环境监测、铁路建设、灾害救援等，通过与大数据、云计算等技术结合，工业无人机已经从“垂直进步”走向“水平进步”。

表7: 工业级无人机应用领域包括农业植保、电力巡检、航拍测绘、警用安防、环境监测等

应用领域	特点
农业植保	无人驾驶小型直升机具有 <b>作业高度低，飘移少，可空中悬停，无需专用起降机场</b> ，旋翼产生的向下气流有助于增加雾流对作物的穿透性，防治效果高，远距离遥控操作，喷洒作业人员避免了暴露于农药的危险，提高了喷洒作业安全性等诸多优点。另外，电动无人直升机喷洒技术采用喷雾喷洒方式至少可以节约 50% 的农药使用量，节约 90% 的用水量，这将很大程度的降低资源成本。电动无人机与油动的相比，整体尺寸小，重量轻，折旧率更低、单位作业人工成本不高、易保养
电力巡检	相较于传统巡线方式 <b>大幅提高效率，安全性高，提供信息更加及时，监测信息实时传输能力</b> ，能适应复杂电力管网巡检外业中的特殊气象及地形环境
航拍测绘	无人机航拍测绘系统可以携带数码相机、数字彩色航摄相机等设备，以便快速获取地表信息，获取具有高分辨率的影像，进而获取更精准的数据。 <b>无人机系统可以利用所获得的信息生成 DEM、三维正射影像图、三维景观模型、三维地表模型等二维、三维可视化数据</b> ，这些数据都可以直接运用于各类环境下应用系统的开发和应用。
警用安防	在城市地区主要路口和重要路段，安防无人机也可以进行 <b>全方位高空视频采集，并长期保存，以便交警部门根据长期流量情况作出调整</b> ，比如重新设定路口信号灯配时，提高通行效率。可在发生火灾的现场中迅速发现热源获取现场信息，还可参与灭火工作。
环境监测	无人机遥感系统在 <b>环境应急突发事件中，可克服交通不利、情况危险等不利因素</b> ，快速赶到污染事故所在空域，查看事故现场、污染物排放情况和周围环境敏感点分布情况。还获取需要特殊保护区域的遥感影像，通过逐年影像的分析，可以清楚地了解到该区域内植物生态环境的动态演变情况。

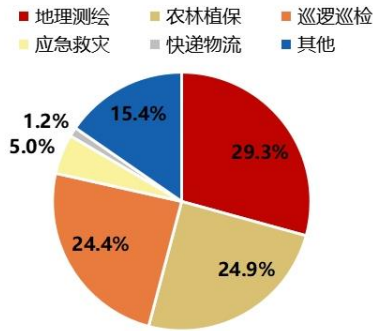
资料来源: 中商情报网、浙商证券研究所

根据中商情报网数据，2020 年中国工业无人机应用最广泛的领域是地理测绘，占比 29%，接下来是农林植保、巡逻巡检等领域。中国国土面积广袤，作为农业大国，伴随着城镇化的提高，工业无人机的需要也逐步拉高。此外中国正在大力发展智慧城市，工业无



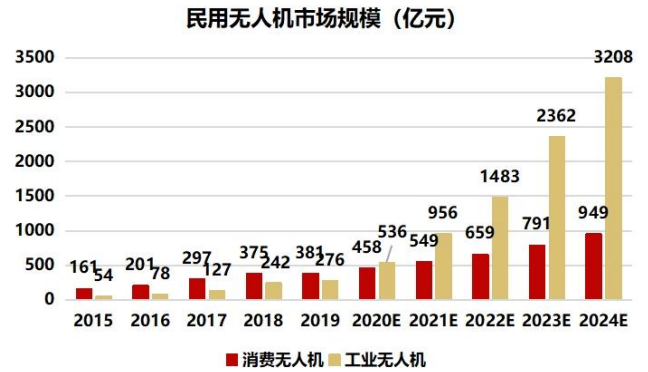
人机有望凭借其平台化、无人化、智能化特点提升城市管理水平。根据 Frost&Sullivan 数据，中国工业无人机市场规模在 2024 年将达到 3208 亿元，预计 2020-2024 年复合增速为 56%。

图27：2020年中国工业无人机应用领域中地理测绘占比29%



资料来源：中商情报网、浙商证券研究所

图28：预计2024年工业无人机市场规模超3000亿



资料来源：Frost&Sullivan、浙商证券研究所



### 3 公司技术实力强劲，无人机军贸市占率国内领先

#### 3.1 公司研发团队屡获殊荣，突破核心技术壁垒

公司高度重视技术研发工作，研发费用快速增长，研发团队屡获殊荣。2019-2022年，公司研发费用从0.02亿元增加1.89亿元，研发费用率从0.92%上升至6.82%。

图29：公司研发费用逐年提升，2022年研发费用为1.89亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司拥有国家百千万人才工程“有突出贡献专家”1人，享受国务院特殊津贴专家4名，研发团队多次获得国家级、省部级奖项。截至2022年末，公司研发人员共计190人，较2021年增加132%，占员工总数的比例为34%。

表8：研发团队获得国家级、部级奖项累计41人次

获奖名称	获奖等级	颁奖单位	获奖人次
国家技术发明奖	二等奖	国务院	1
国家科学技术进步奖	二等奖	国务院	5
国防科技进步奖	一等奖	国防科工局	10
国防科技进步奖	二等奖	国防科工局	11
国防科技进步奖	三等奖	国防科工局	14
	一等奖		25
航空工业集团科学技术奖	二等奖	航空工业集团	48
	三等奖		46

资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

公司积累并掌握18项核心技术，近半数为自主研发。公司目前已经在大型固定翼长航时无人机平台设计技术、大型固定翼长航时无人机系统设计综合技术、无人机智能自主与智能指控技术、无人机制造集成综合技术、无人机测试技术、无人机体系化保障技术等方面积累并掌握了18项核心技术

公司拥有已授权专利46项，其中发明专利26项（含国防专利11项），实用新型专利18项、外观专利2项。军用无人机系统融合了公司总体综合设计、气动布局优化设计、多余度全权限数字飞控技术、开放航电系统设计技术、智能自主与识别等技术，具备高度的

技术先进性。同时，公司突破了包括防除冰技术等民用领域多个关键技术，创新开展人工影响天气、应急通信等民用无人机市场应用。

表9：公司积累了6大类18项核心技术，其中自主研发占一半

技术分类	技术名称	技术来源
大型固定翼长航时无人机平台设计技术	大型固定翼长航时无人机总体设计技术	受让取得
	大型固定翼长航时无人机结构设计技术	受让取得
	大型固定翼长航时无人机轻质高效全复材结构设计与应用技术	受让取得
	大型固定翼长航时无人机防除冰技术	自主研发
大型固定翼长航时无人机系统设计综合技术	大型固定翼长航时无人机飞机管理系统综合设计技术	受让取得
	大型固定翼长航时无人机任务系统综合设计技术	受让取得
	任务载荷快速集成技术	自主研发
	“机-站-链”系统综合设计及试验技术	自主研发
无人机智能自主与智能指控技术	无人机智能飞控及导航技术	受让取得
	智能目标识别与跟踪技术	自主研发
无人机制造集成综合技术	无人机故障诊断技术	受让取得
	先进无人机三级指控体系技术	自主研发
	基于MBD的数字化工艺设计技术	自主研发
	无人机智能化生产管控技术	自主研发
无人机测试技术	无人机生产全机智能测试技术	受让取得
	无人机试飞测试技术	受让取得
无人机体系化保障技术	无人机远程保障技术	自主研发
	长寿命低成本保障技术	受让取得

资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

2022年，公司开发行股票拟募集资金16.4亿元，投入无人机核心业务。募集资金投资项目为无人机系统研制及产业化项目、技术研究与研发能力提升项目和补充流动资金。聚焦核心业务，有利于提升公司的产品竞争力，强化公司的核心技术优势。

公司募集资金将用于无人机系统研制及产业化项目，占总募集资金的59%。在现有产品的基础上，完成翼龙-2发展型、翼龙-1E等三型翼龙发展型无人机系统研制，实现大型固定翼长航时无人机系统产品谱系化发展，并研制新一代的先进无人机指控系统，构建无人机远程指挥控制、情报数据体系，实现基于大数据的无人机智能处理能力；根据行业应用需求，研制翼龙应用拓展型无人机系统。

表10：公司募集资金投入无人机业务，强化核心竞争力

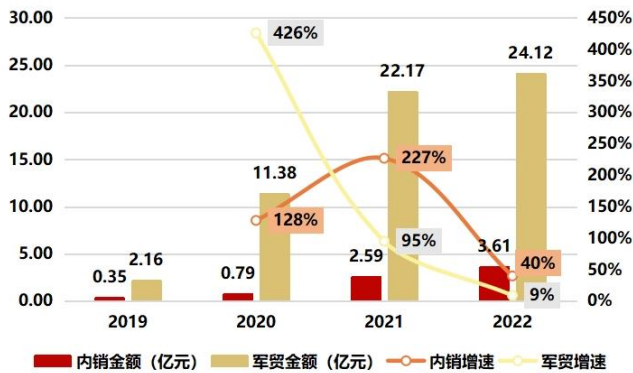
项目名称	实施主体	项目投资金额/亿元	拟投入募集资金金额/亿元
无人机系统研制及产业化项目	中无人机	14.82	9.71
技术研究与研发能力提升项目	中无人机	6.15	4.69
补充流动资金	中无人机	2.00	2.00
合计		22.97	16.40

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2 聚焦无人机核心业务，内销+军贸驱动公司业绩增长

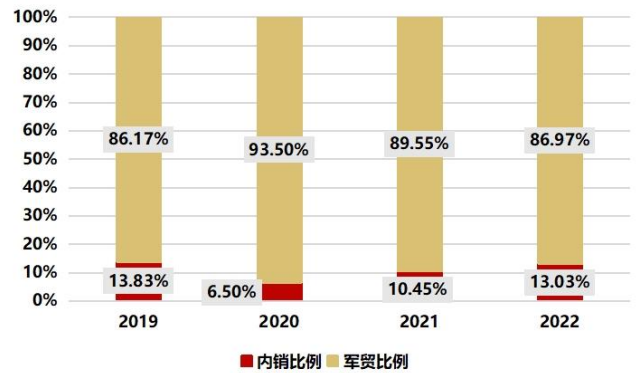
公司无人机产品以军贸市场为主，内销比例逐步提升。2019-2022年，公司无人机军贸业务占比达85%以上，为公司主要收入来源；无人机内销业务占比逐步提升，2022年内销占营收比例突破13%。

图30：2022年公司内销金额增速达40%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图31：2019-2022年，公司无人机军贸业务占比达85%以上



资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

公司主营业务毛利率稳步提升。2019-2022年，公司无人机系统及相关产品毛利率分别为9.47%、24.25%、23.09%和22.65%，毛利率水平有所波动，一方面是各年执行合同的销售价格不同而产生差异，另一方面是公司部分原材料的采购价格降低所致。2019年，公司无人机技术服务毛利率为负，主要是公司在2019年因开始生产销售无人机系统，由于人员费用增加等因素，导致分摊至无人机技术服务的成本相对较高。

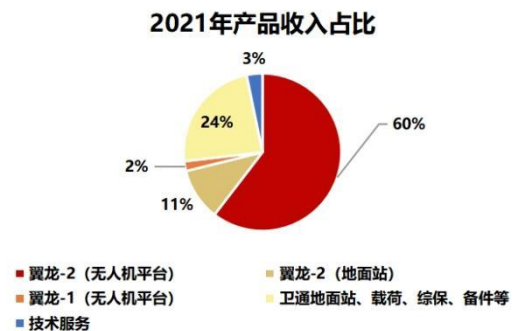
翼龙-2无人机系统是公司产品。根据招股说明书，2021年翼龙-2销售额占全年营业收入的71%。其中，翼龙-2无人机产品包括无人机平台和地面站两部分，营收占比分别为60%和11%。

图32：2021年，翼龙-2占公司营业收入比例达71%



资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

图33：2021年翼龙-2占公司营业收入比例达71%



资料来源：中无人机招股说明书，浙商证券研究所

### 3.3 公司产品性能优异，军贸市占率国内第一

公司产品性能接近甚至超过美国先进无人机。公司产品翼龙-1D无人机在最大起飞重量、最大飞行高度、最大飞行速度、最长续航时间等参数优于美国MQ-1B捕食者无人机。翼龙-2无人机性能接近美国MQ-9死神无人机。

表11: 公司翼龙-1 无人机与美国 MQ-1 捕食者无人机性能相当

主要参数	MQ-1B 捕食者	翼龙-1	翼龙-1D	彩虹-4	MQ-9A 死神	翼龙-2	彩虹-5
翼展/m	16.8	14	17.6	18	20	20.5	21
最大起飞重量/kg	1020	1200	1600	1330	4763	4200	3300
最大飞行高度/m	7620	7000	8500	7200	15240	9000	8000
最大飞行速度 km/h	216	280	280	230	444	370	290
最长续航时间/h	24	24	35	30	27	28	35

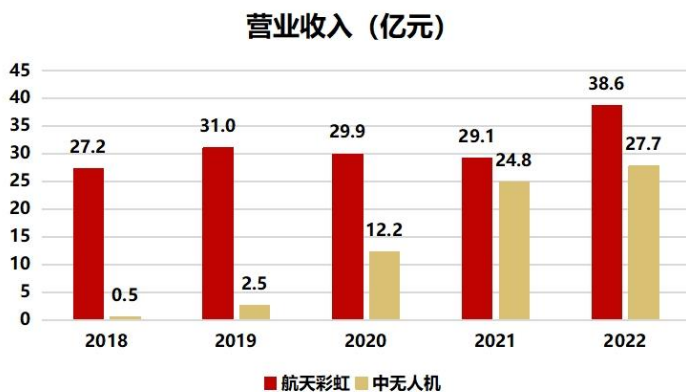
资料来源:《美军大中型察打一体无人机发展特点及趋势》、《中美无人机对比及其启示》、中无人机、航天彩虹、浙商证券研究所

2010-2020 年,翼龙系列无人机军贸出口订单累计数量位列国内第一。在国际市场,翼龙系列无人机系统已出口“一带一路”沿线多个国家。根据斯德哥尔摩国际和平研究所(SIPRI)统计,2010 年至 2020 年间,翼龙系列无人机军贸出口订单累计数量位列国内第一,另据 2021 年 5 月美国航空周刊(AVIATIONWEEK)报道,翼龙系列无人机在全球察打一体无人机中市占率位居全球第二,是我国军贸无人机出口的主力机型。

### 3.4 同业对比: 公司专注大型固定翼长航时无人机系统

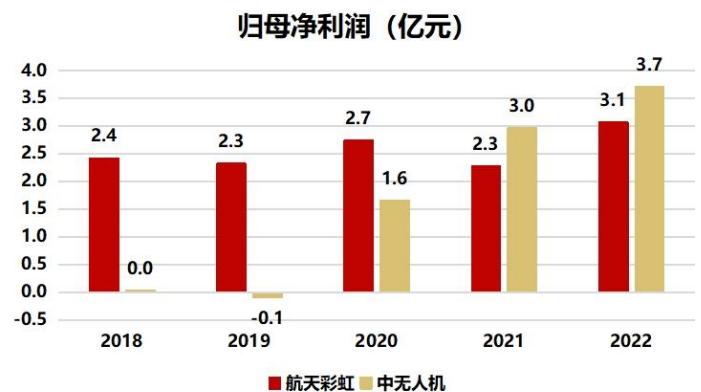
公司无人机业务专注于大型固定翼长航时无人机系统。中无人机和航天彩虹为我国主要的中大型固定翼长航时无人机供应商,两家公司无人机产品相似,我们对两家公司财务数据。

图34: 2018-2022 年航天彩虹收入高于中无人机



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

图35: 2021-2022 年中无人机归母净利润高于航天彩虹



资料来源:公司公告、浙商证券研究所

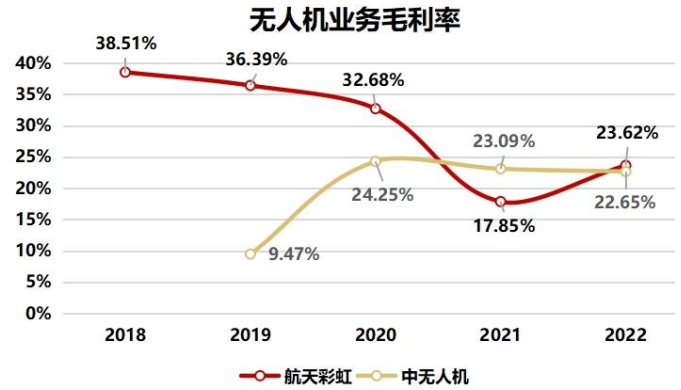
1) 营收和利润方面: 中无人机营收和利润从 2020 年开始快速增长,主要自 2020 年起,翼龙无人机系统全部由中无人机生产交付,盈利能力显著提升。2020-2022 年中无人机无人机业务收入高于航天彩虹。2022 年中无人机实现营收 27.7 亿元,归母净利润 3.7 亿元,其中无人机业务贡献营收 26.6 亿元。

图36：2020-2022年中无人机无人机业务收入高于航天彩虹



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图37：2022年航天彩虹无人机业务毛利率为23.62%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2) 利润率方面：总体毛利率，2020年-2022年，中无人机和航天彩虹维持在24%左右，航天彩虹2022年毛利率下降主要受膜业务毛利率下降影响。无人机业务毛利率，2019-2022年公司无人机业务毛利率水平有所波动，一方面是各年执行合同的销售价格不同而产生差异，另一方面是公司部分原材料的采购价格降低所致。航天彩虹在2021年出现大幅下滑，2022年逐步恢复至23.62%，与中无人机相近。净利率，2020年起中无人机受益于毛利率快速提高，净利率显著提高并高于航天彩虹。

图38：2022年航天彩虹毛利率20.97%、中无人机24.26%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图39：2022年航天彩虹净利率8.11%、中无人机13.35%



资料来源：Wind、浙商证券研究所



## 4 盈利预测与估值模型

### 4.1 盈利预测：未来三年归母净利润复合增速 29%

公司的主营业务包括无人机系统及相关产品、无人机技术服务业务。

1) **无人机系统及相关产品业务**，作为公司的核心主业，也是未来公司业绩增长的主要驱动力，2022 年该业务占营收比例达 96%。考虑到 2020-2022 年无人机及相关产品业务收入复合增速 2020-2022 年营收复合增速 51%，2023 年该业务景气度有望持续，我们预计未来三年该业务收入增速为 33%、27%、21%。

前期市场开拓采取竞争性价格策略等因素影响，无人机系统低毛利率较低，占领市场后公司议价能力增强，无人机产品价格有望提高，预计该业务的毛利率将提升。我们预估未来 3 年公司该板块业务的毛利率趋势向好，分别为 23.7%、24.3%、24.8%。

2) **无人机技术服务业务**，该业务主要来自于为客户的应用需求提供专业飞行服务，在 2022 年该业务营收占比为 4%。随着公司产品在人工影响天气、气象监测、应急救援等领域的成功应用，以及持续提供各种载荷验证的试验飞行服务，我们认为该业务将稳定发展。预计未来三年增速分别为 25%、20%、15%，无人机技术服务业务的毛利率将维持在 60% 左右。

表12：预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 36.74、46.50、56.22 亿元，同比增长 33%、27%、21%

业务		2022A	2023E	2024E	2025E
无人机系统及相关产品	营业收入/亿元	26.64	35.38	44.87	54.35
	YOY	11.20%	32.79%	26.81%	21.14%
	毛利率	22.65%	23.65%	24.34%	24.82%
无人机技术服务	营业收入/亿元	1.09	1.36	1.63	1.87
	YOY	36.27%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	63.78%	55.34%	59.35%	64.65%
合计	营业收入/亿元	27.73	36.74	46.50	56.22
	YOY	12.01%	32.48%	26.56%	20.93%
	毛利率	24.26%	25.09%	25.69%	26.15%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计 2023-2025 年公司营收 36.74、46.50、56.22 亿元，同比增长 33%、27%、21%；预计 2023-2025 年公司归母净利润 5.05、6.55、8.01 亿元，同比增长 37%、30%、22%。

### 4.2 投资建议：公司 2023-2025 年 PE 为 64、49、40 倍

根据公司业务发展规划和业务属性，我们选取航天彩虹、航天电子、纵横股份作为可比公司，3 家公司 2023-2025 年的平均 PE 估值分别为 45、30、23 倍，中无人机对应 PE 为 64、49、40 倍。

表13: 可比公司 2023-2025 年平均 PE 估值分别为 45、30、23 倍, 中无人机对应 PE 为 64、49、40 倍

代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB	PS
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	MRQ	TTM
002389.SZ	航天彩虹	207	4.37	5.92	7.45	47	35	28	2.6	5.7
600879.SH	航天电子	243	7.37	8.51	9.79	33	29	25	1.5	1.3
688070.SH	纵横股份	34	0.64	1.29	2.15	54	27	16	5.1	10.8
平均值		162	4.13	5.24	6.46	45	30	23	3.1	5.9
688297.SH	中无人机	322	5.05	6.55	8.01	64	49	40	5.5	13.5

注: 市值截止日期为 8 月 11 日, 除中无人机、航天彩虹外均为 Wind 一致预期  
资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

公司聚焦军用无人机业务, 产品性能接近甚至赶超美国同类型无人机产品, 无人机军贸市占率国内第一。考虑到公司在大型固定翼长航时无人机系统的产品力和市场优势, 是专注于无人机整机业务的稀缺标的, 结合上市以来估值中枢水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图40: 公司上市以来 PE 估值中枢为 106 倍



注: 估值中枢统计截止日期为 8 月 11 日  
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5 风险提示

### 1) 军品订单需求不及预期

军品订单需求与国防支出预算、军队采购计划等因素相关，我国各军种装备现代化均处于快速建设阶段，可能会因短期采购计划调整导致的军品订单不及预期。

### 2) 军贸出口订单不及预期

军贸出口受地缘政治、国际安全形势影响，存在因政策变更、出口国家采购需求调整等因素导致的军贸出口订单不及预期。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7556	8325	9248	10464
现金	3090	3777	3879	4045
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1171	1717	1890	2371
其它应收款	3	3	5	6
预付账款	26	15	23	34
存货	1453	1904	2391	2873
其他	1812	910	1061	1135
<b>非流动资产</b>	237	204	161	137
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	75	59	40	40
无形资产	72	61	34	10
在建工程	0	0	0	0
其他	91	85	86	87
<b>资产总计</b>	7793	8529	9408	10601
<b>流动负债</b>	1919	2225	2464	2909
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1025	1489	1700	2105
预收账款	0	0	0	0
其他	894	736	764	803
<b>非流动负债</b>	117	71	95	95
长期借款	0	0	0	0
其他	117	71	95	95
<b>负债合计</b>	2036	2296	2560	3003
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	5757	6233	6849	7598
<b>负债和股东权益</b>	7793	8529	9408	10601

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	378	687	103	197
净利润	370	505	655	801
折旧摊销	77	50	65	63
财务费用	(47)	(51)	(57)	(59)
投资损失	(7)	0	0	0
营运资金变动	(1491)	621	(119)	(157)
其它	1476	(438)	(439)	(450)
<b>投资活动现金流</b>	(1844)	(22)	(20)	(38)
资本支出	(39)	11	14	(4)
长期投资	0	0	0	0
其他	(1805)	(34)	(34)	(34)
<b>筹资活动现金流</b>	4195	22	18	7
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	4195	22	18	7
<b>现金净增加额</b>	2728	686	102	166

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2773	3674	4650	5622
营业成本	2100	2752	3455	4152
营业税金及附加	14	11	15	21
营业费用	20	24	32	39
管理费用	98	117	151	186
研发费用	189	232	303	368
财务费用	(47)	(51)	(57)	(59)
资产减值损失	9	33	32	36
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	7	0	0	0
其他经营收益	8	5	6	7
<b>营业利润</b>	406	562	725	886
营业外收支	(1)	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	405	561	725	886
所得税	35	56	70	85
<b>净利润</b>	370	505	655	801
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	370	505	655	801
EBITDA	436	560	732	890
EPS (最新摊薄)	0.55	0.75	0.97	1.19

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.01%	32.48%	26.56%	20.93%
营业利润	22.90%	38.32%	29.13%	22.25%
归属母公司净利润	25.14%	36.48%	29.66%	22.31%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.26%	25.09%	25.69%	26.15%
净利率	13.35%	13.75%	14.09%	14.25%
ROE	10.70%	8.43%	10.01%	11.09%
ROIC	5.62%	7.30%	8.72%	9.75%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.13%	26.92%	27.21%	28.33%
净负债比率	0.11%	0.09%	0.08%	0.07%
流动比率	3.94	3.74	3.75	3.60
速动比率	3.18	2.89	2.78	2.61
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.45	0.52	0.56
应收账款周转率	4.61	4.01	3.75	4.06
应付账款周转率	2.25	2.28	2.27	2.25
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.55	0.75	0.97	1.19
每股经营现金	0.56	1.02	0.15	0.29
每股净资产	8.53	9.23	10.15	11.26
<b>估值比率</b>				
P/E	87.09	63.81	49.21	40.24
P/B	5.60	5.17	4.71	4.24
EV/EBITDA	62.71	50.95	38.83	31.75

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>