

## 交付延缓影响收入确认；利润率水平有所提升

2023 年 08 月 19 日

➤ **事件：**公司 2023 年 8 月 18 日发布了 2023 年中报，1H23 实现营收 11.9 亿元，YoY-28.2%；归母净利润 2.1 亿元，YoY-9.4%。公司 1H23 业绩低于市场预期，收入下降主要是上半年按合同约定交付的产品数量较上年同期有所减少导致。我们综合点评如下：

➤ **2Q23 业绩同比增长 47%；利润率水平有所提升。**单季度看，公司：1) 1Q23~2Q23 分别实现收入 4.8 亿元 (YoY-44.3%)、7.2 亿元 (YoY-10.9%)；1Q23~2Q23 分别实现归母净利润 0.6 亿元 (YoY-52.1%)、1.5 亿元 (YoY+47.3%)。2Q23 收入有所下降；但净利润同比增长 47.3%，环比提升明显；2) 2Q23 毛利率为 32.2%，同比增长 5.26ppt；净利率为 20.8%，同比增长 7.26ppt。2023 年上半年综合毛利率同比增长 5.86ppt 至 30.1%，净利率同比增长 3.70ppt 至 17.9%。

➤ **研发投入持续加大；新机型翼龙-3 等产品研制有序推进。**公司 2023 年上半年期间费用率为 9.9%，同比增长 1.59ppt。其中：1) 销售费用率 0.56%，同比增长 0.24ppt，主要是积极开拓市场，市场推广费用有所上升；2) 管理费用率 3.6%，同比增长 1.14ppt；3) 研发费用率 8.4%，同比减少 2.89ppt；研发费用 1.0 亿元，同比增长 9.5%，主要是公司推进研发进度，研发投入加大。报告期内，翼龙-1E 无人机、翼龙-2D 无人机、新型指挥控制站完成科研验证；翼龙-3 研制有序推进，为公司争夺国内外市场再添强将；4) 财务费用率-2.7%，上年同期为-0.02%；财务费用为-3223 万元，上年同期为-34 万元，主要是公司为提高募集资金使用效益，高效管理募集资金，利息收入有所增加导致。

➤ **货币资金较年初增长 49.8%；销售回款减少影响经营活动净现金流。**截至 2Q23 末，公司：1) 应收账款及票据 12.0 亿元，与年初基本持平；2) 货币资金 46.3 亿元，较年初增长 49.8%，主要是公司赎回本金保障型收益凭证导致；3) 存货 13.8 亿元，较年初减少 4.7%；4) 合同负债 3.6 亿元，较年初减少 54.6%，主要是部分预收款达到结算条件，已完成结转；5) 经营活动净现金流为-1642 万元（上年同期为 1640 万元），主要是本期销售回款较上年同期有所下降。

➤ **投资建议：**公司为我国大型无人机系统领军企业，航空工业集团目前唯一无人机上市平台。翼龙系列无人机在全球察打一体无人机市占率位居全球第二，用户遍及十余个国家。受益于“十四五”期间国内特种领域，以及海外军贸业务的不断发展，包括应急领域需求的不断增长，公司未来几年业绩有望继续增厚。公司短期收入承压，我们根据下游需求节奏变化，调整公司 2023~2025 年归母净利润为 4.71 亿元、6.52 亿元、9.10 亿元，对应 2023~2025 年 PE 为 69x/50x/35x。我们考虑到公司下游用户的需求增长和公司较强的壁垒，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；产品交付不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2773	3475	4806	6561
增长率 (%)	12.0	25.3	38.3	36.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	370	471	652	910
增长率 (%)	25.1	27.2	38.5	39.6
每股收益 (元)	0.55	0.70	0.97	1.35
PE	87	69	50	35
PB	5.6	5.4	5.0	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 18 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

47.80 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

**研究助理 冯鑫**

执业证书：S0100122090013

电话：021-80508460

邮箱：fengxin\_yj@mszq.com

### 相关研究

- 1.中无人机 (688297.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：22 年业绩同比增长 25%；研发投入持续加大-2023/05/09
- 2.中无人机 (688297.SH) 2022 年三季报点评：产品结构等因素影响短期收入；研发投入不断加大-2022/10/29
- 3.中无人机 (688297.SH) 2022 年中报点评：2Q22 业绩增长超 100%；研发投入持续加大-2022/08/18
- 4.中无人机 (688297.SH) 首次覆盖报告：无人机系列#1：“大国之翼”，我国稀缺无人机系统龙头-2022/07/03

**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	2773	3475	4806	6561
营业成本	2100	2597	3609	4925
营业税金及附加	14	17	23	32
销售费用	20	17	23	30
管理费用	98	110	145	194
研发费用	189	218	280	371
EBIT	352	516	726	1010
财务费用	-47	-4	-4	-4
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	7	16	21	27
营业利润	406	549	754	1044
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	405	549	754	1044
所得税	35	78	102	134
净利润	370	471	652	910
归属于母公司净利润	370	471	652	910
EBITDA	438	603	820	1111

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3090	3089	3051	3081
应收账款及票据	1171	1467	2130	3054
预付款项	26	32	45	61
存货	1453	1797	2622	3757
其他流动资产	1816	1833	1808	1810
流动资产合计	7556	8217	9656	11763
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	75	118	154	183
无形资产	72	88	104	120
非流动资产合计	237	297	349	394
资产合计	7793	8513	10004	12157
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1025	1494	2180	3124
其他流动负债	894	913	1303	1839
流动负债合计	1919	2407	3483	4963
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	117	117	117	117
非流动负债合计	117	117	117	117
负债合计	2036	2523	3600	5080
股本	675	675	675	675
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5757	5990	6404	7076
负债和股东权益合计	7793	8513	10004	12157

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	12.01	25.30	38.32	36.52
EBIT 增长率	5.17	46.57	40.79	39.08
净利润增长率	25.14	27.15	38.49	39.60
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	24.26	25.27	24.91	24.94
净利率	13.35	13.54	13.56	13.87
总资产收益率 ROA	4.75	5.53	6.51	7.48
净资产收益率 ROE	6.43	7.86	10.18	12.86
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.94	3.41	2.77	2.37
速动比率	3.16	2.64	2.01	1.60
现金比率	1.61	1.28	0.88	0.62
资产负债率 (%)	26.13	29.64	35.99	41.79
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	77.62	77.62	81.50	85.58
存货周转天数	252.56	252.56	265.19	278.45
总资产周转率	0.36	0.41	0.48	0.54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.55	0.70	0.97	1.35
每股净资产	8.53	8.87	9.49	10.48
每股经营现金流	0.56	0.53	0.48	0.57
每股股利	0.35	0.35	0.35	0.35
<b>估值分析</b>				
PE	87	69	50	35
PB	5.6	5.4	5.0	4.6
EV/EBITDA	66.79	48.55	35.72	26.34
股息收益率 (%)	0.74	0.74	0.74	0.74

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	370	471	652	910
折旧和摊销	86	87	94	101
营运资金变动	-77	-175	-400	-597
经营活动现金流	378	356	325	388
资本开支	-44	-136	-146	-146
投资	-1800	0	0	0
投资活动现金流	-1844	-120	-126	-120
股权募资	4210	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	4195	-238	-238	-238
现金净流量	2728	-2	-38	30

## 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