

合同负债较年初增长 111%；持续关注需求变化

2023 年 10 月 29 日

➤ **事件：**公司 2023 年 10 月 27 日发布了 2023 年三季度报，2023 年前三季度实现营收 2.0 亿元，YoY+8.0%；归母净利润-0.2 亿元，上年同期为-0.1 亿元；扣非归母净利润-0.3 亿元，上年同期为-0.1 亿元。**公司业绩基本符合市场预期，业绩下降主要因为：1) 国内产品销售未达预期，海外重点项目交付周期较长等；2) 公司市场拓展力度加大，大鹏无人机制造基地全面建成转固、流动资金借款增加等造成期间费用增长较多。我们综合点评如下：**

➤ **3Q23 业绩承压，但毛利率水平有所回升。单季度看，公司：1) 3Q23 分别实现营收 0.6 亿元，YoY-18.7%；归母净利润-0.2 亿元，上年同期为-0.1 亿元。2) 3Q23 毛利率同比增长 4.80ppt 至 52.2%；净利率为-32.6%，上年同期为-10.5%。2023 年前三季度综合毛利率同比减少 3.10ppt 至 44.6%；净利率为-11.9%，上年同期为-4.7%。**

➤ **研发投入持续加大；合同负债较年初大增 111%。费用端，**公司 2023 年前三季度期间费用率为 61.8%，同比增长 7.19ppt。其中：**1) 销售费用率 32.3%，同比增长 4.38ppt；2) 管理费用率 15.4%，同比增长 0.88ppt；3) 研发费用率 13.2%，同比增加 0.53ppt；研发费用 0.3 亿元，同比增长 12.5%，主要是大载重无人机项目资本化研发投入增加导致；4) 财务费用率 0.8%，上年同期为-0.6%。****截至 3Q23 末，公司：1) 应收账款及票据 1.3 亿元，较年初增长 11.2%；2) 存货 1.8 亿元，较年初增长 39.8%，较 2Q23 末增长 21.4%；3) 合同负债 0.5 亿元，较年初增长 110.7%，较 2Q23 末增长 64.5%；4) 预付款 0.2 亿元，较年初增长 15.5%，较 2Q23 末增长 75.0%；5) 经营活动净现金流-0.8 亿元，上年同期为-1.0 亿元。**

➤ **2023 年前三季度订单同比增长 10%+；大鹏无人机制造基地已建成投用。****订单方面，**2023 年 1~9 月，公司国内订单同比有所下降，但海外、防务市场订单仍保持积极增长，订单总额同比实现 10%+ 的增长。截至 23Q3 末，公司在手订单储备充足，四季度将积极推进在手订单的交付，全力抓住无人值守系统、固定翼无人机等新产品在民用、防务、海外等市场蓬勃发展的销售机会。**募投项目方面，**公司“大鹏无人机制造基地项目”于 2023 年 4 月完成建设并投入使用，总产能折合标准机型 CW-007 无人机约 3700 架/年，产能得到较大提升。

➤ **投资建议：**公司为我国全谱系工业级无人机系统领军者，产品矩阵丰富，下游应用广泛。受益于国内外工业领域需求拉动，以及在军贸、国内特种领域的市场需求提速，公司未来业绩或有望持续攀升。根据下游需求节奏和交付节奏变化，我们调整公司 2023~2025 年归母净利润为 0.45 亿元、0.93 亿元、1.68 亿元，当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 68x/33x/18x。**维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**订单交付不及预期；竞争加剧引发利润率变化等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	287	414	600	866
增长率 (%)	14.8	44.2	44.8	44.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	-26	45	93	168
增长率 (%)	-14.2	272.7	106.0	80.3
每股收益 (元)	-0.30	0.52	1.06	1.92
PE	/	68	33	18
PB	4.6	4.3	3.8	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

35.03 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.纵横股份 (688070.SH) 2023 年中报点评：1H23 订单总额同比增长 48%；研发成果显著-2023/08/26

2.纵横股份 (688070.SH) 2023 年一季报点评：1Q23 营收增长 68%；三大应用市场协同发展-2023/05/05

3.纵横股份 (688070.SH) 2022 年年报点评：短期承压但有望走出底部；看好公司中长期发展-2023/04/16

4.纵横股份 (688070.SH) 2022 年三季报点评：三季报收入 50%增长；坚定看好公司长期发展-2022/10/27

5.纵横股份 (688070.SH) 2022 年中报点评：1H22 订单同比大增 75%；2Q22 单季度实现盈利-2022/08/17

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	287	414	600	866
营业成本	176	229	326	467
营业税金及附加	3	3	5	7
销售费用	79	79	94	116
管理费用	38	38	45	58
研发费用	26	33	42	54
EBIT	-34	32	88	165
财务费用	-0	1	1	1
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	4	1	2	3
营业利润	-29	42	104	187
营业外收支	-4	8	0	0
利润总额	-33	50	104	187
所得税	-6	5	10	19
净利润	-26	45	93	168
归属于母公司净利润	-26	45	93	168
EBITDA	-6	80	149	245

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	207	166	96	187
应收账款及票据	116	165	236	338
预付款项	13	16	23	33
存货	126	155	210	286
其他流动资产	96	97	105	116
流动资产合计	557	599	671	961
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	207	233	250	330
无形资产	20	25	30	36
非流动资产合计	392	453	582	618
资产合计	950	1,052	1,253	1,579
短期借款	50	50	50	50
应付账款及票据	135	176	246	347
其他流动负债	60	77	114	171
流动负债合计	245	302	410	568
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	32	32	32	32
负债合计	277	335	442	600
股本	88	88	88	88
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	672	718	811	979
负债和股东权益合计	950	1,052	1,253	1,579

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.77	44.23	44.82	44.38
EBIT 增长率	10.56	193.63	180.13	86.09
净利润增长率	-14.24	272.68	106.00	80.35
盈利能力 (%)				
毛利率	38.58	44.76	45.65	46.11
净利率	-9.17	10.92	15.53	19.40
总资产收益率 ROA	-2.76	4.30	7.44	10.64
净资产收益率 ROE	-3.91	6.32	11.53	17.21
偿债能力				
流动比率	2.27	1.98	1.64	1.69
速动比率	1.69	1.41	1.07	1.13
现金比率	0.85	0.55	0.23	0.33
资产负债率 (%)	29.21	31.81	35.29	38.01
经营效率				
应收账款周转天数	145.81	144.36	142.91	141.48
存货周转天数	260.89	247.84	235.45	223.68
总资产周转率	0.30	0.39	0.48	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	-0.30	0.52	1.06	1.92
每股净资产	7.65	8.17	9.23	11.15
每股经营现金流	-0.93	0.68	1.36	2.36
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	68	33	18
PB	4.6	4.3	3.8	3.1
EV/EBITDA	-485.23	37.12	20.43	12.04
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-26	45	93	168
折旧和摊销	28	49	60	81
营运资金变动	-84	-26	-34	-41
经营活动现金流	-81	60	119	206
资本开支	-110	-101	-190	-117
投资	25	0	0	0
投资活动现金流	-81	-100	-188	-114
股权募资	0	0	0	0
债务募资	53	0	0	0
筹资活动现金流	46	-2	-2	-2
现金净流量	-117	-41	-70	91

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