

无人机出海龙头；24 年或将加大国内市场拓展

2024 年 03 月 16 日

➤ **事件：**公司于 3 月 14 日发布了 2023 年报，全年实现营收 26.6 亿元，YoY-3.9%；归母净利润 3.0 亿元，YoY-18.3%；扣非归母净利润 2.9 亿元，YoY-21.2%。2023 年业绩位于此前业绩快报数据范围内。

➤ **4Q23 收入同比大增 122%；全年毛利率水平有所下降。**1) 单季度看，公司：1) 4Q23 实现收入 13.5 亿元，同比增长 121.7%；归母净利润 0.6 亿元，同比增长 420.5%。公司四季度业绩表现较好。2) **盈利能力方面**，4Q23 毛利率同比减少 8.50ppt 至 8.3%，净利率同比增加 2.56ppt 至 4.4%。2023 年综合毛利率同比减少 5.31ppt 至 19.0%，净利率同比减少 1.99ppt 至 11.4%，利润率下降主要是本年交付产品结构不同致使成本结构发生变化，无人机系统及相关产品、无人机技术服务毛利率同比分别减少 5.98ppt、21.80ppt。

➤ **持续聚焦无人机主业；收入结构基本稳定，但主营成本构成出现变化。**分产品看，公司 2023 年：1) 无人机系统及相关产品营收 25.6 亿元，YoY-6.2%，占比总收入 96%，与 22 年占比基本相同；毛利率同比减少 5.98ppt 至 18.0%；2) 无人机技术服务收入 1.1 亿元，同比增长 136.4%，占比总收入 4%；毛利率同比减少 0.04ppt 至 42.0%。**成本构成方面**，公司无人机系统总装所需的各类原材料采取外购方式，因此无人机系统及相关产品成本构成以直接材料成本为主。公司 2023 年无人机系统及相关产品直接材料成本为 17.9 亿元，同比减少 3.8%，占比主营成本从 98.1%降至 97.2%；但直接人工、制造费用、其他直接成本变化较大，分别同比增长 62.3%、68.7%、34.1%，**主营成本构成发生变化主要是 2023 年公司无人机系统产品状态不同，相关生产试飞工作与上年存在差异等导致。**

➤ **费用管控能力提升；24 年或将加力拓展国内市场。**费用方面，公司 2023 年期间费用率为 7.2%，同比减少 2.12ppt。其中：1) 销售费用率 0.75%，同比增长 0.04ppt；2) 管理费用率 3.5%，同比减少 0.02ppt；3) 研发费用率 6.5%，同比减少 0.34ppt；研发费用 1.7 亿元，同比减少 8.7%，主要是受研制项目合同结算期间影响。**关联交易方面**，24 年预计关联采购额为 14 亿元，较 23 年实际发生额增长 62.3%，公司预测将增加投产；预计关联销售额为 10 亿，较 23 年实际发生额减少 45.9%，公司预计 24 年将加大国内市场拓展，关联销售比例下降；预计关联存款额由 7 亿上调至 20 亿。

➤ **投资建议：**公司为我国大型无人机系统领军企业，受益于装备出海以及国内特种领域需求的增长，叠加低空经济产业催化，公司未来几年有望实现快速发展。根据公司产品状态差异和需求结构变化，我们调整公司 2024~2026 年归母净利润为 4.17 亿元、5.70 亿元、7.62 亿元，对应 2024~2026 年 PE 为 63x/46x/34x，**维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；国内外市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2664	3602	4808	6338
增长率 (%)	-3.9	35.2	33.5	31.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	303	417	570	762
增长率 (%)	-18.3	37.9	36.6	33.7
每股收益 (元)	0.45	0.62	0.84	1.13
PE	87	63	46	34
PB	4.5	4.3	4.0	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 03 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

38.85 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1.中无人机 (688297.SH) 2023 年三季报点评：产品验收延期影响短期业绩；利润率水平有所提升-2023/10/30

2.中无人机 (688297.SH) 2023 年中报点评：交付延缓影响收入确认；利润率水平有所提升-2023/08/19

3.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

4.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

5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,664	3,602	4,808	6,338
营业成本	2,159	2,893	3,854	5,074
营业税金及附加	19	20	27	35
销售费用	20	26	32	41
管理费用	93	124	145	188
研发费用	173	222	255	309
EBIT	221	317	495	691
财务费用	-93	-90	-90	-90
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	14	22	27	34
营业利润	328	452	615	820
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	328	452	615	820
所得税	25	35	45	57
净利润	303	417	570	762
归属于母公司净利润	303	417	570	762
EBITDA	296	414	598	802

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,693	4,563	4,507	4,455
应收账款及票据	1,365	1,776	2,371	3,126
预付款项	15	20	27	36
存货	989	1,348	1,795	2,363
其他流动资产	13	37	11	14
流动资产合计	7,075	7,744	8,711	9,994
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	91	131	164	190
无形资产	25	55	84	114
非流动资产合计	287	346	398	443
资产合计	7,362	8,090	9,109	10,436
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,146	1,387	1,848	2,433
其他流动负债	244	433	586	791
流动负债合计	1,390	1,820	2,434	3,224
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	126	126	126	126
非流动负债合计	126	126	126	126
负债合计	1,516	1,946	2,560	3,350
股本	675	675	675	675
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,846	6,144	6,549	7,087
负债和股东权益合计	7,362	8,090	9,109	10,436

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.94	35.20	33.49	31.83
EBIT 增长率	-37.26	43.86	55.81	39.76
净利润增长率	-18.27	37.92	36.63	33.68
盈利能力 (%)				
毛利率	18.95	19.67	19.83	19.94
净利率	11.36	11.59	11.86	12.03
总资产收益率 ROA	4.11	5.16	6.26	7.30
净资产收益率 ROE	5.18	6.79	8.71	10.76
偿债能力				
流动比率	5.09	4.25	3.58	3.10
速动比率	4.37	3.49	2.83	2.36
现金比率	3.38	2.51	1.85	1.38
资产负债率 (%)	20.59	24.05	28.10	32.10
经营效率				
应收账款周转天数	187.08	180.00	180.00	180.00
存货周转天数	167.13	170.00	170.00	170.00
总资产周转率	0.36	0.45	0.53	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.62	0.84	1.13
每股净资产	8.66	9.10	9.70	10.50
每股经营现金流	0.17	0.18	0.35	0.44
每股股利	0.18	0.24	0.33	0.44
估值分析				
PE	87	63	46	34
PB	4.5	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA	72.90	52.54	36.44	27.24
股息收益率 (%)	0.45	0.62	0.85	1.13

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	303	417	570	762
折旧和摊销	76	96	104	111
营运资金变动	-244	-368	-410	-544
经营活动现金流	118	124	236	295
资本开支	-107	-155	-155	-155
投资	1,800	0	0	0
投资活动现金流	1,715	-134	-128	-121
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-240	-119	-165	-225
现金净流量	1,593	-130	-57	-51

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