

## 多因素影响短期业绩；无人机出口业务景气度延续

2024 年 03 月 31 日

**事件：**公司 3 月 29 日发布了 2023 年年报，全年实现营收 28.7 亿元，YoY-25.7%；归母净利润 1.5 亿元，YoY-50%；扣非归母净利润 1.3 亿元，YoY-51.1%。**公司业绩低于市场预期**，业绩下降主要是无人机国内收入减少、新材料业务需求和产品价格双下降、以及计提商誉减值和部分资产减值损失等多重因素共同导致。综合点评如下：

**Q4 业绩波动较大；无人机出口业务有所增长。**单季度看，公司：1) 4Q23 实现营收 11.5 亿元，YoY-33.9%；归母净利润 0.1 亿元，YoY-94.7%。2) 4Q23 毛利率同比减少 1.77ppt 至 25.4%；净利率同比减少 11.41ppt 至 1.2%。2023 年综合毛利率同比增长 3.66ppt 至 24.6%；净利率同比减少 2.62ppt 至 5.5%。公司毛利率增长或主要受益于无人机、光学膜业务的毛利率水平提升（分产品部分有具体数据）。**分产品看，公司：**1) 无人机及相关产品收入 16.7 亿元，同比减少 32.3%，占总收入的 58.4%；毛利率为 32.1%，同比增长 8.49ppt。无人机国内业务受客户产品鉴定和项目招标节点变化影响，收入下降导致利润贡献随之减少；无人机出口业务延续较高景气度，海外新签订单处于较高水平，收入有所增长；2) 背材膜及绝缘材料收入 6.5 亿元，同比减少 12.6%，占总收入的 22.6%；毛利率为 5.2%，同比减少 4.81ppt；3) 光学膜收入 4.0 亿元，同比减少 12.4%，占总收入的 14.0%；毛利率为 19.1%，同比增长 2.05ppt。

**存货/合同负债均有增长；24 年预计关联销售额较 23 年发生额增长 84%。****费用方面**，公司 2023 年期间费用率为 14.5%，同比增长 3.55ppt。其中：1) 销售费用率 1.2%，同比增长 0.11ppt；2) 管理费用率 9.2%，同比增长 2.4ppt；3) 研发费用率 4.6%，同比增长 0.35ppt；研发费用为 1.3 亿元，同比减少 19.6%；4) 财务费用率-0.6%，上年同期为-1.3%，主要是汇率波动造成汇兑损益变动。**截至 4Q23 末，公司：**1) 应收账款及票据 24.5 亿元，较年初增长 18%；2) 存货 10 亿元，较年初增长 25.6%；3) 合同负债 0.3 亿元，较年初增长 173.5%；4) 经营活动净现金流 3.9 亿元，同比减少 18%。**关联交易方面**，公司预计 2024 年关联销售及提供服务金额为 31 亿元，较 23 年实际发生额增长 84%；预计关联采购及接受服务金额为 5 亿元，较 23 年实际发生额增长 107%；预计每日最高存款限额与 2023 年同为 30 亿。

**投资建议：**公司是我国稀缺无人机系统及制导装备龙头企业，受益于无人机国内外市场需求的持续增长，以及低空经济利好政策催化，公司未来几年业绩有望不断提升。根据国内外市场需求节奏的变化，我们调整公司 2024~2026 年归母净利润为 3.81 亿元、5.08 亿元、6.77 亿元，当前股价对应 2024~2026 年 PE 为 44x/33x/25x。**维持“推荐”评级。**

**风险提示：**下游需求不及预期；利润率和价格变化风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,866	3,859	5,033	6,536
增长率 (%)	-25.7	34.6	30.4	29.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	153	381	508	677
增长率 (%)	-50.0	148.4	33.2	33.3
每股收益 (元)	0.15	0.38	0.51	0.68
PE	109	44	33	25
PB	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**16.75 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. 航天彩虹 (002389.SZ) 2023 年三季报点评：3Q23 业绩同比大增 65%；无人机业务持续高速发展-2023/10/30
2. 航天彩虹 (002389.SZ) 2023 年中报点评：扣非净利润同比大增 118%；无人机业务高速发展-2023/08/25
3. 航天彩虹 (002389.SZ) 2023 年一季报点评：扣非归母净利润同比增长 32%；无人机出口需求旺盛-2023/05/10
4. 航天彩虹 (002389.SZ) 2022 年年报点评：扣非归母净利润同比大增 55%；无人机业务需求旺盛-2023/03/30
5. 航天彩虹 (002389.SZ) 2022 年业绩预告点评：无人机业务发展迅速；上调关联销售或彰显旺盛需求-2023/02/01

## 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	2,866	3,859	5,033	6,536
营业成本	2,160	2,871	3,733	4,870
营业税金及附加	21	29	38	49
销售费用	34	46	54	69
管理费用	264	334	392	479
研发费用	133	174	213	263
EBIT	244	432	638	851
财务费用	-16	-56	-12	-15
资产减值损失	-108	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
营业利润	190	488	650	866
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	196	488	650	866
所得税	39	97	129	172
净利润	157	391	520	694
归属于母公司净利润	153	381	508	677
EBITDA	504	750	956	1,181

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,953	2,250	2,542	2,867
应收账款及票据	2,451	2,744	3,072	3,211
预付款项	127	169	220	287
存货	995	1,024	1,208	1,704
其他流动资产	777	694	838	932
流动资产合计	6,305	6,881	7,880	9,000
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,881	2,111	2,172	2,220
无形资产	1,211	1,124	1,033	938
非流动资产合计	4,334	4,248	4,155	4,044
资产合计	10,639	11,128	12,034	13,045
短期借款	265	265	265	265
应付账款及票据	1,659	1,736	2,045	2,256
其他流动负债	367	450	586	752
流动负债合计	2,292	2,451	2,896	3,272
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	144	144	144	144
非流动负债合计	144	144	144	144
负债合计	2,436	2,595	3,040	3,417
股本	996	996	996	996
少数股东权益	180	190	202	219
股东权益合计	8,202	8,533	8,994	9,628
负债和股东权益合计	10,639	11,128	12,034	13,045

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-25.70	34.63	30.42	29.86
EBIT 增长率	-20.71	76.62	47.71	33.48
净利润增长率	-49.96	148.43	33.21	33.31
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	24.63	25.59	25.82	25.48
净利率	5.35	9.88	10.09	10.36
总资产收益率 ROA	1.44	3.43	4.22	5.19
净资产收益率 ROE	1.91	4.57	5.78	7.20
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.75	2.81	2.72	2.75
速动比率	2.20	2.32	2.22	2.14
现金比率	0.85	0.92	0.88	0.88
资产负债率 (%)	22.90	23.32	25.27	26.19
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	270.59	232.71	195.47	162.24
存货周转天数	148.93	126.59	107.60	107.60
总资产周转率	0.28	0.35	0.43	0.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.15	0.38	0.51	0.68
每股净资产	8.05	8.37	8.82	9.44
每股经营现金流	0.39	0.60	0.59	0.62
每股股利	0.06	0.06	0.06	0.06
<b>估值分析</b>				
PE	109	44	33	25
PB	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	29.90	20.09	15.74	12.75
股息收益率 (%)	0.36	0.36	0.36	0.36

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	157	391	520	694
折旧和摊销	259	318	319	330
营运资金变动	-130	-120	-262	-419
经营活动现金流	388	599	588	615
资本开支	-323	-232	-225	-219
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-133	-232	-225	-219
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-15	0	0	0
筹资活动现金流	27	-70	-70	-70
现金净流量	283	296	292	325

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