

中无人机 (688297)

证券研究报告
2024年08月02日

大型固定翼长航时无人机系统领军企业，国内外业务双轮驱动

● 大型固定翼长航时无人机系统领军企业，翼龙系列享誉全球

大型无人机系统龙头，航空工业集团旗下无人机上市平台。公司全称中航(成都)无人机系统股份有限公司，于2022年上市。公司主要从事无人机系统的设计研发、生产制造、销售和服务，深耕国内外两个市场，持续丰富无人机的应用场景及解决方案，是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提供商。在无人机系统方面：公司主要产品为翼龙系列大型固定翼长航时无人机系统，由无人机平台、地面站、任务载荷及综合保障系统组成。公司聚焦大型固定翼长航时无人机系统，以拓展市场应用为基础，实现产品谱系化发展，目前产品已发展了翼龙-1、翼龙-1D、翼龙-1E、翼龙-2、翼龙-2D、翼龙-2H、翼龙-3等无人机平台，具备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。翼龙系列无人机系统已在国内外多个用户、多种场景得到大量实践应用。在无人机技术服务方面：公司持续深耕无人机技术服务市场，为客户的应用需求提供专业飞行服务，实现了人工影响天气作业、气象探测、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。

● 军用无人机市场需求稳步提升，察打一体成为未来重要方向

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。自美军在阿富汗战场上首次运用“捕食者”无人机携带武器实施精确打击后，各国纷纷追求发展和运用察打一体无人机，快速发现和清除战场时敏目标，将打击链周期缩短至分钟级。近年来军用无人机需求不断扩大，全球军用无人机市场规模逐年增长。根据蒂尔集团的报告，2019年-2028年全球军用无人机年产值(含采购)逐年增长，到2028年产值预计达到147.98亿美元，年产值(含采购)复合增长率约5.36%。

● 国内国际双循环，军民业务共同发展

公司积极打造国内国际双循环相互促进的新发展格局。在国际市场：翼龙系列无人机系统已出口多个国家。翼龙系列无人机已累计完成数万架次的起落及十余万小时的飞行，并经历了高强度实战检验并取得卓越战绩，未来有望在国际市场打开新局面。在国内市场：公司将支撑一流军队建设、强军首责作为公司发展的主要方向，未来或受益于我军的建设发展。在民品端：公司围绕我国气象探测需求研制“海燕”气探系列无人机(翼龙-2、翼龙-10)，公司面对我国应急通信需求，在应急管理部牵引下成功研制翼龙-2应急型。在国家重大需求，统筹气象、大应急等重点领域产业发展和升级的背景下，民用无人机迎来了重大的发展战略机遇期。

盈利预测与评级：我们预测公司2024-2026分别实现营业收入29.36、36.76、47.43亿元，归母净利润3.28、4.23、5.56亿元，对应PE为68.10、52.86、40.23倍。参考2024年可比公司PE，并考虑未来无人机相较于有人装备或为主要发展方向，我们认为公司2024年72-78x为相对合理的PE估值区间，对应目标价格区间35.03-37.95元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：产品价格与成本波动风险、下游需求不及预期、公司市场开拓不利风险、测算具有主观性、外部国际局势变化风险、公司研发生产不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,773.10	2,663.96	2,935.65	3,675.66	4,743.18
增长率(%)	12.01	(3.94)	10.20	25.21	29.04
EBITDA(百万元)	625.76	452.86	275.55	346.16	487.10
归属母公司净利润(百万元)	370.10	302.57	328.40	423.07	555.87
增长率(%)	25.14	(18.24)	8.54	28.83	31.39
EPS(元/股)	0.55	0.45	0.49	0.63	0.82
市盈率(P/E)	60.42	73.91	68.10	52.86	40.23
市净率(P/B)	3.88	3.83	3.68	3.51	3.31
市销率(P/S)	8.06	8.39	7.62	6.08	4.71
EV/EBITDA	43.39	46.61	61.90	49.73	34.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/航空装备 II
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	33.13元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	675.00
流通A股股本(百万股)	271.62
A股总市值(百万元)	22,362.75
流通A股市值(百万元)	8,998.83
每股净资产(元)	8.63
资产负债率(%)	19.46
一年内最高/最低(元)	49.79/26.46

作者

王泽宇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523070002	wangzeyu@tfzq.com
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	zhuye@tfzq.com
杨英杰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090001	yangyingjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 大型固定翼长航时无人机领军企业.....	3
2. 军用无人机市场持续增长，察打一体或为未来重要方向.....	6
3. 盈利预测与投资建议.....	7
4. 风险提示.....	8
4.1. 产品价格与成本波动风险.....	8
4.2 下游需求不及预期.....	8
4.3 公司市场拓展不利风险.....	9
4.4 测算具有主观性.....	9
4.5 外部国际局势变化风险.....	9
4.6 公司研发生产不及预期.....	9

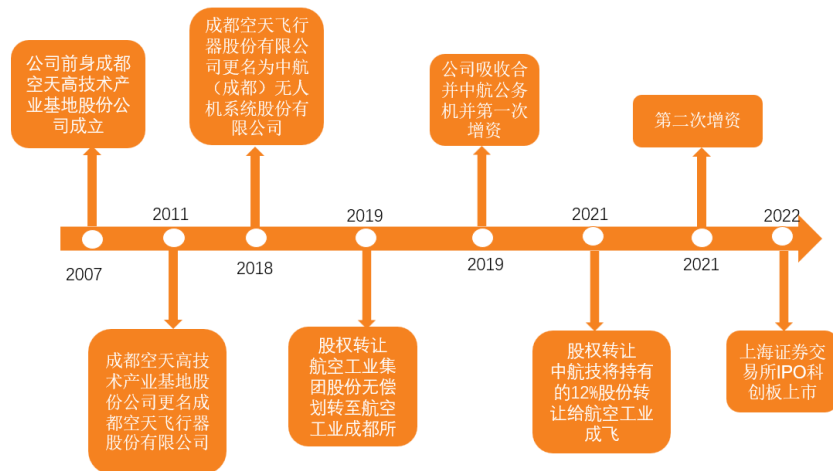
图表目录

图 1：发展历程.....	3
图 2：公司股权架构图（截至 2024 年 7 月 26 日）.....	4
图 3：营业收入（单位：亿元）.....	5
图 4：归母净利润（单位：亿元）.....	5
图 5：期间费用（单位：亿元）.....	5
图 6：期间费用率（单位：%）.....	5
图 7：利润率（单位：%）.....	6
图 8：应收账款、存款、固定资产（单位：亿元）.....	6
图 9：全球军用无人机市场规模（亿美元）.....	6
图 10：2010-2020 全球无人机市场区域分布.....	7
图 11：2010-2021 中国军用无人机出口型号数量占比.....	7
表 1：公司核心技术.....	3
表 2：公司各业务收入、毛利拆分（单位：亿元）.....	7
表 3：可比公司 PE 预测（Wind 一致预期，数据截止日期 2024/08/01）.....	8

1. 大型固定翼长航时无人机领军企业

大型无人机系统龙头，航空工业集团旗下无人机上市平台。公司全称中航(成都)无人机系统股份有限公司，曾用名成都空天飞行器股份有限公司，2018 年更名为中航(成都)无人机系统股份有限公司。公司主要从事无人机系统的设计研发、生产制造、销售和服务，深耕国内国外两个市场，持续丰富无人机的应用场景及解决方案，是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提供商，是国内大型固定翼长航时无人机系统的领军企业公司，公司翼龙系列无人机系统已成为“中国制造”的一张名片。

图 1：发展历程



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司聚焦无人机产业发展，发力无人机系统及服务领域。以市场需求牵引推动科技创新，瞄准“平台、应用、智能、协同”四个方向，构建开放敏捷的研发能力体系，全面增强产品核心竞争力；大力提高上市公司质量，形成制度化、规范化、流程化的运营管理体系，不断提升公司治理水平。**在无人机系统方面**，公司主要产品为翼龙系列大型固定翼长航时无人机系统，由无人机平台、地面站、任务载荷及综合保障系统组成。公司聚焦大型固定翼长航时无人机系统，以拓展市场应用为基础，实现产品谱系化发展，目前产品已发展了翼龙-1、翼龙-1D、翼龙-1E、翼龙-2、翼龙-2D、翼龙-2H、翼龙-3 等无人机平台，具备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。翼龙系列无人机系统已在国内外多个用户、多种场景得到大量实践应用。**在无人机技术服务方面**，公司持续深耕无人机技术服务市场，为客户的应用需求提供专业飞行服务，实现了人工影响天气作业、气象探测、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。

公司积极打造国内国际双循环相互促进的新发展格局。在国际市场：翼龙系列无人机系统已出口多个国家。翼龙系列无人机已累计完成数万架次的起落及十余万小时的飞行，并经历了高强度实战检验并取得卓越战绩，未来有望在国际市场打开新局面。在国内市场：公司将支撑一流军队建设、强军首责作为公司发展的主要方向，未来或受益于我军的建设发展。在民品端：公司围绕我国气象探测需求研制“海燕”气探系列无人机（翼龙-2，翼龙-10），公司面对我国应急通信需求，在应急管理部牵引下成功研制翼龙-2 应急型。在国家重大需求，统筹大气象、大应急等重点领域产业发展和升级的背景下，民用无人机迎来了重大的发展战略机遇期。**在核心技术方面**：公司专注于无人机系统的设计研发、生产制造、销售和服务，致力于以先进的产品和技术推动我国无人机产业的发展。公司高度重视产品技术的研发工作，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 25 项核心技术。

表 1：公司核心技术

序号	技术名称
----	------

一、大型固定翼长航时无人机平台设计技术

- 1 大型固定翼长航时无人机总体设计技术
- 2 大型固定翼长航时无人机结构设计技术
- 3 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
- 4 大型固定翼长航时无人机防除冰技术

二、大型固定翼长航时无人机系统设计综合技术

- 5 大型固定翼长航时无人机飞机管理系统综合设计技术
- 6 大型固定翼长航时无人机任务系统综合设计技术
- 7 任务载荷快速集成技术
- 8 “机-站-链”系统综合设计及试验技术
- 9 先进动力系统综合性能设计技术
- 10 无人机 TSN 网络信息交互技术
- 11 模块化敏捷吊舱技术
- 12 先进的电静液作动技术（EHA）
- 13 无人机精确油量测量技术

三、无人机智能自主与智能指控技术

- 14 无人机智能飞控及导航技术
- 15 智能目标识别与跟踪技术
- 16 无人机故障诊断技术
- 17 先进无人机三级指控体系技术
- 18 无人机图像智能处理技术

四、无人机制造集成综合技术

- 19 基于 MBD 的数字化工艺设计技术
- 20 无人机智能化生产管控技术

五、无人机测试技术

- 21 无人机生产全机智能测试技术
- 22 无人机试飞测试技术

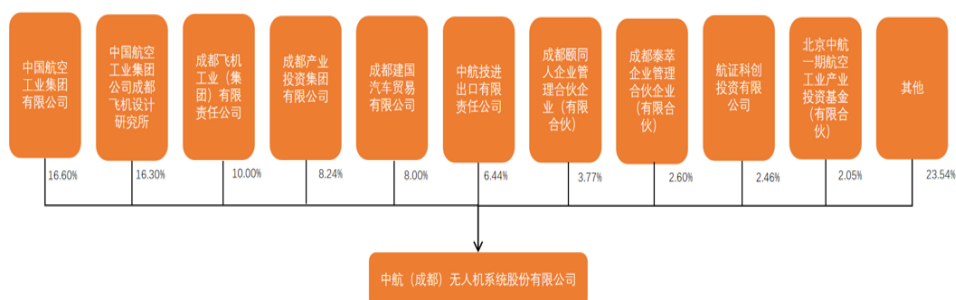
六、无人机体系化保障技术

- 23 无人机远程保障技术
- 24 长寿命低成本保障技术
- 25 大型无人机便捷包装运输技术

资料来源：中无人机 2023 年年度报告、天风证券研究所

深化国企改革，股份调整优化资源。2023 年 7 月 26 日成都飞机工业有限责任公司将持有的中无人机 16.41% 的股份无偿划转至中国航空工业集团有限公司。航空工业集团直接持有中无人机 16.60% 股份，航空工业成飞仍持有中无人机 10.00% 股份。航空工业成飞仍为公司的控股股东，航空工业集团仍为公司的实际控制人。

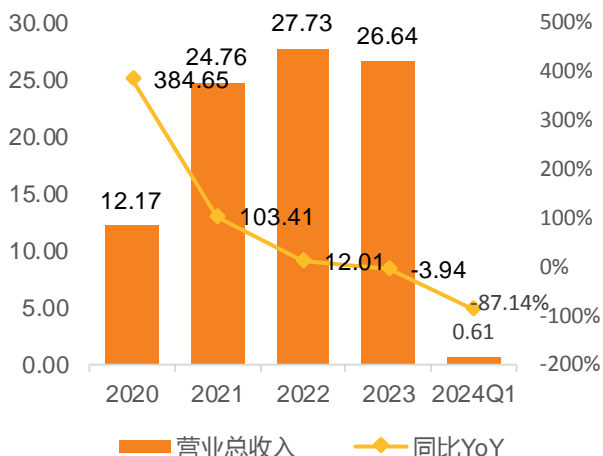
图 2：公司股权结构图（截至 2024 年 7 月 26 日）



资料来源：iFinD、天风证券研究所

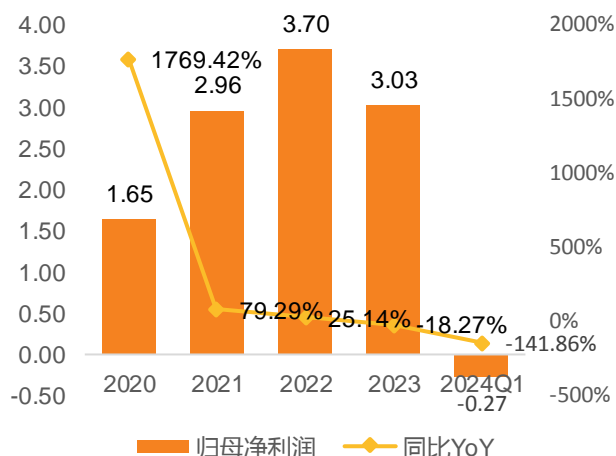
公司 2023 年主营业务保持平稳发展。2023 公司营业收入 26.64 亿元，同比-3.94%，主要是受市场需求影响，导致营业收入较上年同期略有下降；归母净利润 3.03 亿元，同比-18.27%；扣非归母净利润 2.9 亿元，同比-21.2%。2024Q1 公司营业收入 0.61 亿元，同比-87.14%，主要系按合同约定本期交付的产品数量较上年同期减少；归母净利润 -0.27 亿元，同比-141.86%，环比-145.00%；实现扣非归母净利润-0.36 亿元，同比-158.43%，环比-172.00%，主要系 2024Q1 营业收入同比下降。

图 3：营业收入（单位：亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

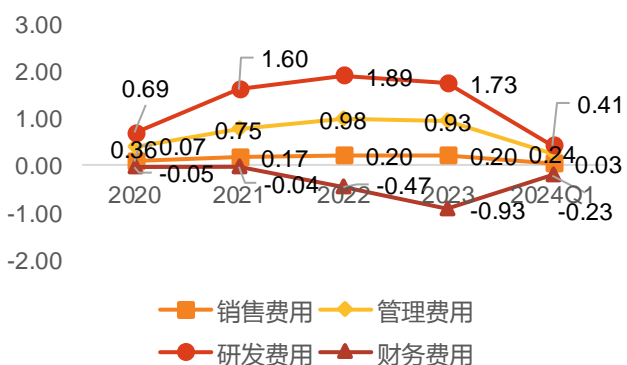
图 4：归母净利润（单位：亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

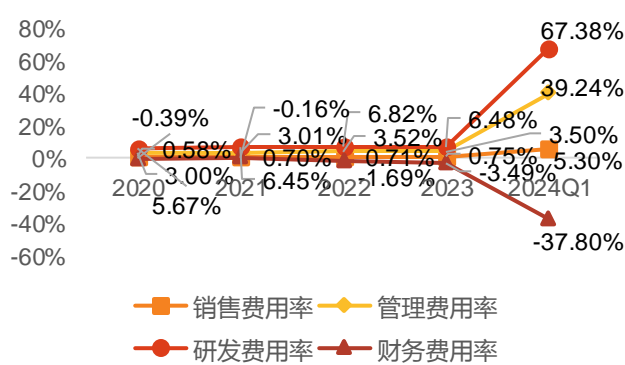
公司净利率基本稳定，毛利率小幅下滑。2023 年公司净利率 11.36%，同比-1.99pcts；毛利率 18.95%，同比-5.31pcts。2024Q1 公司毛利率为 27.15%，同比+0.19pcts，环比+18.83pcts，净利率为-44.05%，同比-57.58pcts，环比-48.49pcts。费用端，2023 年公司期间费用 1.93 亿元，期间费用率 7.24%，同比-2.12pcts。其中，销售费用 0.20 亿元同比+0.97%，主要系市场推广与上年费用水平一致；管理费用 0.93 亿元，同比-4.56%，主要系管理成本与业务规模变动保持一致；研发费用 1.73 亿元，同比-8.71%，主要系研制项目合同结算期间影响。财务费用-0.93 亿元，主要系公司高效管理募集资金，利息收入增加。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.75%、3.50%、6.48%、-3.49%，同比分别变动 0.04、-0.02、-0.34、-1.80pcts。公司 2024Q1 期间费用为 0.45 亿元，期间费用率为 74.12%，同比+64.28pcts，环比+70.13pcts，主要原因系营业收入相比同期大幅下滑所致。研发费用 0.41 亿元，同比+59.91pcts，主要公司研制项目正常推进，研发投入较上年略有增长，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.30%、39.24%、67.38%、-37.80%，同比分别变动+4.68、+34.48、+59.91、-34.79pcts，环比分别变动+4.83、+37.03、+63.80、-35.53pcts。

图 5：期间费用（单位：亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 6：期间费用率（单位：%）

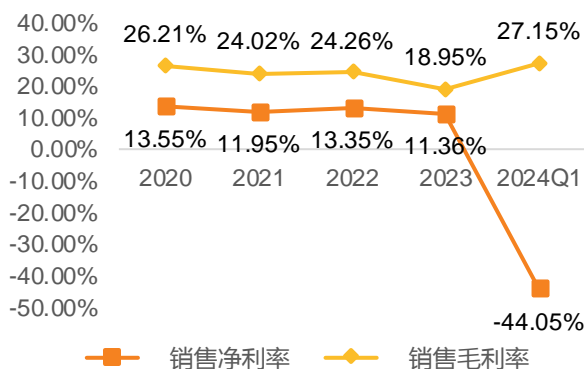


资料来源：iFinD，天风证券研究所

2023 年应收账款 13.65 亿元，同比增加 131.53%，主要系本期销售项目未达到收款节点，导致应收款余额增加。固定资产 0.91 亿元，同比增长 21.37%，主要系固定资产投资增加

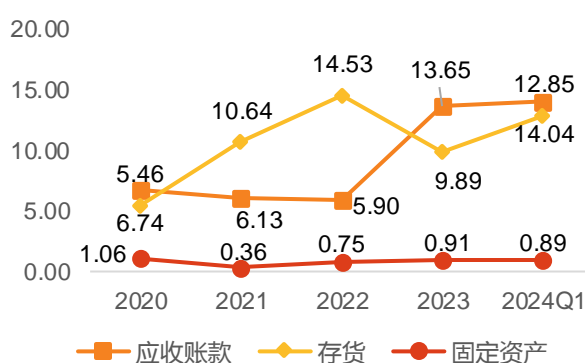
响；存货 9.89 亿元，同比-31.97%，主要系当年公司加强供产销协同，提升存货周转效率。

图 7：利润率（单位：%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 8：应收账款、存款、固定资产（单位：亿元）

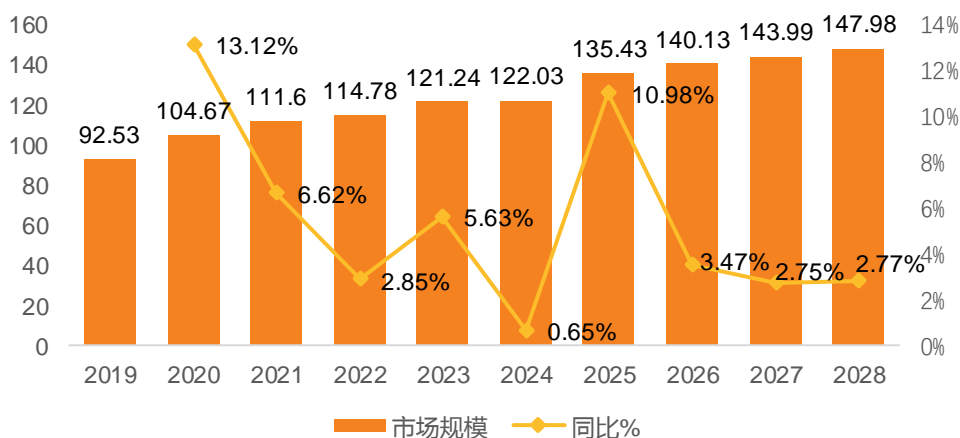


资料来源：iFinD，天风证券研究所

2. 军用无人机市场持续增长，察打一体或为未来重要方向

无人机优势明显，察打一体或为未来重要方向。无人机相比有人机优势明显，可以在超低空和超高空长时间盘旋，活动空间和范围更为广阔。与有人战机相比，军用无人机具有体积小、重量轻、造价低、零伤亡、使用限制少、隐蔽性好、效费比高等突出特点。现代军用无人机的任务范围由传统的空中侦察、战场观察和毁伤评估等扩大到战场抑制、对地攻击、拦截巡航导弹、空中格斗等领域，应用更加广泛。无人机作战模式丰富，包括远程遥控、保障作战的侦察模式，察打一体、协同作战的主战模式，自主灵活、集群作战的全新模式等，在各军用领域均有应用场景。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。自美军在阿富汗战场上首次运用“捕食者”无人机携带武器实施精确打击后，各国纷纷追求发展和运用察打一体无人机，快速发现和清除战场时敏目标，将打击链周期缩短至分钟级，察打一体无人机或成为未来无人机发展的重要方向。2018 年 11 月，中国航空工业集团有限公司发布了《无人机系统发展白皮书（2018）》，计划到 2025 年，航空工业将建立一个高端、体系完备且能力健全的无人机系统装备体系，并发展成为一个核心能力突出、产品系列丰富、全面融合开放、并具备国际竞争力的无人机系统产业体系。进一步到 2035 年，目标是在无人机关键技术和产品领域达到世界一流水平，并具备引领整个无人机产业发展的自主创新能力。

图 9：全球军用无人机市场规模（亿美元）

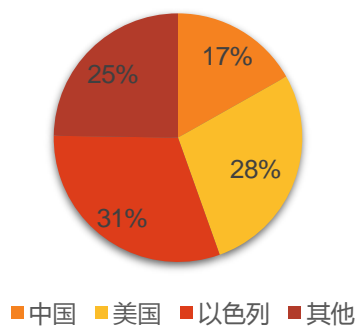


资料来源：中无人机招股说明书，蒂尔集团，天风证券研究所

军用无人机市场需求稳步提升，全球军用无人机市场规模逐年增长。根据蒂尔集团的报告，2019年-2028年全球军用无人机年产值(含采购)逐年增长,到2028年产值预计达到147.98亿美元，年产值(含采购)复合增长率约5.36%，市场保持持续的稳定发展。我们认为：军用无人机已成为各国军机发展的重要方向，其相比于有人机优势突出，用途广泛，未来应用前景广阔，未来需求有望持续增长。

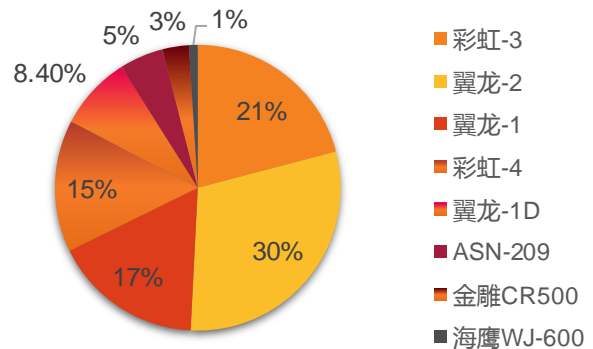
在国际市场，翼龙系列无人机系统已出口“一带一路”沿线多个国家。根据斯德哥尔摩国际和平研究所(SIPRI)统计，2010年至2020年间，翼龙系列无人机军贸出口订单累计数量位列国内第一，另据2021年5月美国航空周刊(AVIATIONWEEK)报道，翼龙系列无人机在全球察打一体无人机中市占率位居全球第二，是我国军贸无人机出口的主力机型。根据SIPRI数据，2010-2020年中国无人机军贸市场份额合计占比约17%，位居全球第三。我们认为：随着中国无人机型谱的进一步完善，叠加其性价比优势，中国在全球无人机军贸市场的份额预计将进一步提升。

图 10：2010-2020 全球无人机市场区域分布



资料来源：SIPRI，华经产业研究院，天风证券研究所

图 11：2010-2021 中国军用无人机出口型号数量占比



资料来源：SIPRI，华经产业研究院，天风证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

核心假设：

综上所述，无人机系统及相关产品方面：我们认为在无人化信息化战争的发展趋势下，公司军用无人机业务有望实现快速发展。在民用无人机方面，未来无人机的应用场景或持续拓展，气象、应急救援等民用需求不断释放，我国已印发《“十四五”国家应急体系规划》，智能无人应急救援装备是发展重点。公司的主要产品为大型固定翼长航时无人机系统，目前民用领域主要集中于人工影响天气、应急产业和气象监测等，公司无人机系统及相关产品业务有望随着下游需求增长同步发展。在毛利率方面，随着公司产品持续交付与工艺改进，毛利率或稳步提升。

无人机技术服务方面：公司持续深耕无人机技术服务市场，为客户的应用需求提供专业飞行服务，实现了人工影响天气作业、气象探测、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。公司2023年参加应急使命2023演习、杜苏芮防风应急保障、甘肃地震救援等任务；完成大运会天气服务保障，开展青藏高原无人机人工增雨(雪)试验等任务，促进企业形象提升，扩大了“翼龙”品牌影响力。我们认为公司目前已打开无人机技术服务领域新格局，在应急，气象等领域取得突破，已实现0-1突破，结合公司技术研发优势，后续公司无人机技术服务业务未来或保持较快发展。随着无人机技术服务业务体量的增长，业务盈利模式或将逐渐成熟，毛利率有望趋于平稳。

我们预测公司2024-2026分别实现营业收入29.36、36.76、47.43亿元，归母净利润3.28、4.23、5.56亿元，对应PE为68.10、52.86、40.23倍。

表 2：公司各业务收入、毛利拆分(单位：亿元)

报告期	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
无人机系统及相关产品								

收入	2.16	11.36	23.96	26.64	25.58	28.14	35.17	45.37
YOY		425.10%	110.90%	11.20%	-3.99%	10.00%	25.00%	29.00%
成本	1.96	8.61	18.43	20.61	20.98	23.07	28.49	36.30
毛利	0.20	2.75	5.53	6.04	4.60	5.06	6.68	9.07
毛利率(%)	9.47%	24.25%	23.09%	22.65%	17.99%	18.00%	19.00%	20.00%
无人机技术服务								
收入	0.35	0.81	0.80	1.09	1.06	1.22	1.58	2.06
YOY		133.53%	-1.65%	36.27%	-2.52%	15.00%	30.00%	30.00%
成本	0.37	0.38	0.38	0.39	0.61	0.71	0.90	1.15
毛利	-0.02	0.44	0.41	0.69	0.44	0.51	0.68	0.91
毛利率(%)	-5.80%	53.67%	51.75%	63.78%	41.98%	42.00%	43.00%	44.00%
营业收入总计	2.51	12.17	24.76	27.73	26.64	29.36	36.76	47.43
营业收入增长率	429.56%	384.65%	103.41%	12.01%	-3.94%	10.20%	25.21%	29.04%
毛利总计	0.18	3.19	5.95	6.73	5.05	5.58	7.36	9.98
毛利率	7.36%	26.21%	24.02%	24.26%	18.95%	19.00%	20.03%	21.04%

资料来源：Wind，天风证券研究所

相对估值：

我们采用 PE 可比公司估值法进行目标价预测。公司是国内大型固定翼长航时无人机系统的领军企业，是中航工业旗下的无人机上市平台，我们选取同类整机企业：航天彩虹、中直股份、洪都航空、中航沈飞与中航西飞作为可比公司。1、公司属于中航工业集团下属企业，股东背景实力雄厚，在技术与市场竞争方面存在一定优势，与其他同类无人机公司在市场化竞争过程中或有一定优势；2、公司的无人机服务业务毛利率较高，随着公司产品的销售增长，该业务有望进入快速发展阶段，带动公司整体毛利率提升，相比其它以整机产品销售为主的企业，公司未来盈利水平或有一定优势；3、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，目前受世界局势影响，市场或对军贸出口有一定估值溢价。参考可比公司估值范围，我们认为公司 2024 年 72-78x 为相对合理的 PE 估值区间，对应目标价格区间 35.03-37.95 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

表 3：可比公司 PE 预测（Wind 一致预期，数据截止日期 2024/08/01）

股票代码	公司名称	股价(元)	市值(亿元)	EPS(元)			PE		
		2024/8/1	2024/8/1	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002389.SZ	航天彩虹	14.35	142.99	0.29	0.42	0.53	48.66	34.53	26.99
600316.SH	洪都航空	20.95	150.24	0.19	0.23	/	112.09	91.05	/
600038.SH	中直股份	41.99	344.27	0.83	1.03	1.24	50.88	40.96	33.90
600760.SH	中航沈飞	42.93	1183.02	1.36	1.69	2.08	31.47	25.34	20.67
000768.SZ	中航西飞	25.93	721.31	0.41	0.53	0.69	62.88	48.59	37.61
可比公司平均估值							61.19	48.09	29.79
688297.SH	中无人机	33.13	223.63	0.49	0.63	0.82	68.10	52.86	40.23

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

4.1. 产品价格与成本波动风险

公司主要收入来源为无人机系统，若产品销售价格变动将对净利润影响较大，存在价格波动风险。公司无人机系统及相关产品直接材料成本较大，若原材料成本向上波动或造成盈利能力下滑等风险

4.2 下游需求不及预期

受市场需求变化、军用订单不确定性、民用市场增长放缓的影响，可能对公司的经营业绩和订单量造成不利影响。

4.3 公司市场拓展不利风险

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。国际局势变动将带来公司海外业务的不确定性，存在海外市场拓展难度增大，海外业务收入不及预期的风险。

4.4 测算具有主观性

文中测算基于一定假设与逻辑推演，存在一定误差风险。

4.5 外部国际局势变化风险

世界正处于百年未有之大变局，存在一定外部国际局势变化风险。

4.6 公司研发生产不及预期

公司是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提供商，主要从事无人机系统的设计研发、生产制造、销售和服务。若研发生产进度不及预期或对公司盈利造成一定影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,090.12	4,692.86	5,236.82	5,081.94	5,657.63
应收票据及应收账款	1,170.73	1,365.41	1,407.15	1,758.00	2,194.65
预付账款	25.91	15.12	30.46	26.69	47.17
存货	1,453.24	988.69	1,521.42	1,594.67	2,150.47
其他	1,810.76	13.17	21.11	19.31	23.63
流动资产合计	7,550.76	7,075.26	8,216.97	8,480.60	10,073.55
长期股权投资	0.00	0.00	18.00	18.00	18.00
固定资产	74.96	90.98	109.05	179.36	192.48
在建工程	0.00	74.40	84.96	18.99	8.70
无形资产	71.83	24.91	90.76	45.76	10.76
其他	90.50	96.85	75.67	72.33	74.59
非流动资产合计	237.30	287.14	378.44	334.44	304.52
资产总计	7,792.96	7,362.40	8,595.40	8,815.04	10,378.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,024.90	1,146.26	1,363.85	1,738.72	2,011.15
其他	95.34	162.83	1,070.34	596.70	1,495.00
流动负债合计	1,120.24	1,309.09	2,434.19	2,335.42	3,506.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	116.87	125.73	85.03	106.29	108.48
非流动负债合计	116.87	125.73	85.03	106.29	108.48
负债合计	2,035.96	1,516.14	2,519.22	2,441.70	3,614.63
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	675.00	675.00	675.00	675.00	675.00
资本公积	4,384.92	4,397.45	4,397.45	4,397.45	4,397.45
留存收益	681.48	749.86	979.74	1,275.89	1,665.00
其他	15.60	23.95	24.00	25.00	26.00
股东权益合计	5,757.00	5,846.25	6,076.19	6,373.34	6,763.45
负债和股东权益总计	7,792.96	7,362.40	8,595.40	8,815.04	10,378.08

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	370.10	302.57	328.40	423.07	555.87
折旧摊销	76.50	65.63	45.52	20.66	22.18
财务费用	3.65	3.63	(123.49)	(128.33)	(133.57)
投资损失	(7.30)	(14.19)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(1,805.77)	1,595.87	409.36	(492.70)	178.41
其它	1,740.68	(1,835.90)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	377.86	117.63	649.79	(187.29)	612.88
资本支出	28.37	100.27	180.70	(41.26)	(12.19)
长期投资	0.00	0.00	18.00	0.00	0.00
其他	(1,872.56)	1,614.56	(328.70)	71.26	32.19
投资活动现金流	(1,844.20)	1,714.83	(130.00)	30.00	20.00
债权融资	46.53	116.70	122.63	128.33	108.57
股权融资	3,987.37	(98.60)	(98.47)	(125.92)	(165.76)
其他	160.71	(257.90)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	4,194.62	(239.81)	24.16	2.41	(57.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,728.28	1,592.66	543.96	(154.88)	575.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,773.10	2,663.96	2,935.65	3,675.66	4,743.18
营业成本	2,100.24	2,159.20	2,378.00	2,939.28	3,745.14
营业税金及附加	13.50	18.53	23.49	29.41	37.95
销售费用	19.68	19.88	22.02	27.57	35.57
管理费用	97.75	93.29	102.75	128.65	166.01
研发费用	189.11	172.63	189.35	235.24	303.56
财务费用	(46.95)	(93.03)	(123.49)	(128.33)	(133.57)
资产/信用减值损失	(8.77)	3.08	3.02	3.02	3.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.30	14.19	10.00	10.00	10.00
其他	(4.72)	(51.73)	0.00	0.00	0.00
营业利润	405.96	327.93	356.56	456.87	601.54
营业外收入	0.07	0.05	0.04	2.00	2.00
营业外支出	0.60	0.00	0.80	0.50	1.30
利润总额	405.43	327.97	355.80	458.37	602.24
所得税	35.34	25.40	27.40	35.29	46.37
净利润	370.10	302.57	328.40	423.07	555.87
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	370.10	302.57	328.40	423.07	555.87
每股收益(元)	0.55	0.45	0.49	0.63	0.82

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	12.01%	-3.94%	10.20%	25.21%	29.04%
营业利润	22.90%	-19.22%	8.73%	28.13%	31.67%
归属于母公司净利润	25.14%	-18.24%	8.54%	28.83%	31.39%
获利能力					
毛利率	24.26%	18.95%	19.00%	20.03%	21.04%
净利率	13.35%	11.36%	11.19%	11.51%	11.72%
ROE	6.43%	5.18%	5.40%	6.64%	8.22%
ROIC	44.95%	8.40%	19.87%	39.35%	35.23%
偿债能力					
资产负债率	26.13%	20.59%	29.31%	27.70%	34.83%
净负债率	-53.64%	-79.83%	-85.77%	-79.35%	-83.65%
流动比率	3.94	5.09	3.38	3.63	2.87
速动比率	3.18	4.38	2.75	2.95	2.26
营运能力					
应收账款周转率	2.68	2.10	2.12	2.32	2.40
存货周转率	2.20	2.18	2.34	2.36	2.53
总资产周转率	0.53	0.35	0.37	0.42	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.45	0.49	0.63	0.82
每股经营现金流	0.56	0.17	0.96	-0.28	0.91
每股净资产	8.53	8.66	9.00	9.44	10.02
估值比率					
市盈率	60.42	73.91	68.10	52.86	40.23
市净率	3.88	3.83	3.68	3.51	3.31
EV/EBITDA	43.39	46.61	61.90	49.73	34.10
EV/EBIT	49.43	54.51	74.15	52.89	35.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com