

中无人机（688297）

采购计划延后影响业绩；25 年需求或迎来较大反转

事件:公司 3 月 31 日发布了 2024 年报,全年实现营收 6.9 亿元,YoY-74.3%;归母净利润-0.5 亿元,上年同期为 3.0 亿元。公司业绩下降主要是受市场需求变动、国内市场节奏调整及重点客户采购计划延后等影响,交付产品数量同比减少。我们认为,2025 年作为“十四五”规划的收官之年,行业需求或有望逐步复苏,公司也明确提出 2025 年将以“高质量发展”为引领,推动经营规模同比显著提升,且公司作为中航工业集团旗下无人机上市平台,在信息化智能化无人化发展大背景下,未来前景或较好。

● **聚焦主责主业,无人系统产品毛利率水平同比提升较多**
单季度看,公司 4Q24 实现营收 3.2 亿元,YoY-76.5%;归母净利润 0.3 亿元,YoY-51.7%。2024 年全年毛利率为 32.0%,同比增加 13.10ppt,主要是无人系统产品及服务毛利率同比增加 13.10ppt 至 32.1%导致。无人机业务方面,公司完成 2024 年度内“六型七机”实现首飞,多次高质量完成演习任务;此外,公司自贡无人机产业基地一期建成,总装、试飞、交付能力全面达成,具备年产大型无人机 200 架的能力。

● **研发费用同比增长 21%;收到客户预付款合同负债较年初大增 412%**
费用端,2024 年公司期间费用率为 41.0%,同比增加 33.81ppt,由于 2024 年公司收入基数较低,我们重点关注期间费用端的变化。其中:1)销售费用 0.2 亿元,同比增长 20.2%;2)管理费用 1.1 亿元,同比增长 16.4%,主要是公司生产规模不断扩大,员工数量增加导致相关薪酬总额、办公费用等增加;3)研发费用 2.1 亿元,同比增长 20.9%,主要是公司持续加大研发投入,研制任务增多。**截至 24Q4 末,公司:**1)应收账款及票据 6.7 亿元,较年初减少 51.2%,主要是收到已交付项目合同约定的货款和商业承兑汇票;2)存货 26.2 亿元,较年初大增 165%,主要是为保障后续产品的按期交付,持续加大存货投入;3)合同负债 4.2 亿元,较年初大增 412%,主要是收到客户预付款;4)经营活动净现金流 1.4 亿元,同比增加 19%,主要是收到已交付项目合同约定的货款以及新签销售合同的预付款。

● **提质增效重回报;2025 年需求或迎来较大反转**
公司发布了 2024 年度“提质增效重回报”行动方案评估报告及 2025 年度行动方案,提出落实以投资者为本的理念,推动上市公司持续优化经营、规范治理和积极回报投资者。关联交易方面,公司预计 2025 年:向关联方采购商品、接收劳务额为 14 亿元,较 24 年实际发生额增长 49.5%,主要是根据市场情况预测增加投产;向关联方出售商品、提供劳务额为 14 亿元,较 24 年实际发生额增长 139.1%。2025 年关联交易预计额的大幅提升或说明公司下游需求有望显著恢复。

盈利预测与评级:公司我国无人机系统领军企业,翼龙系列无人机在全球察打一体无人机市场持续稳步发展,并已形成“高中低”搭配,“大中小”融合,全场景谱系化的产品布局。根据下游需求节奏变化,我们调整公司 2025-2027 年营业收入分别为 32.87/44.46/58.23 亿元(此前 25~26 年预测值为 32.79/38.69 亿元);调整归母净利润为 2.99/3.98/4.89 亿元(此前 25~26 年预测值为 3.09/3.66 亿元),对应 PE 为 89.15/66.95/54.46x,维持“增持”评级。

风险提示:合同签订不及预期;产品交付不及预期;产品降价风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,663.96	685.24	3,287.32	4,446.36	5,823.43
增长率(%)	(3.94)	(74.28)	379.73	35.26	30.97
EBITDA(百万元)	452.86	148.22	305.09	421.69	527.87
归属母公司净利润(百万元)	302.57	(53.92)	298.92	398.02	489.30
增长率(%)	(18.24)	(117.82)	(654.42)	33.15	22.93
EPS(元/股)	0.45	(0.08)	0.44	0.59	0.72
市盈率(P/E)	88.07	(494.27)	89.15	66.95	54.46
市净率(P/B)	4.56	4.69	4.52	4.32	4.09
市销率(P/S)	10.00	38.89	8.11	5.99	4.58
EV/EBITDA	46.61	151.35	71.36	51.24	40.23

资料来源:wind, 天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 04 月 07 日

投资评级	
行业	国防军工/航空装备 II
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	39.48 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)	26,649.00
流通 A 股市值(百万元)	10,723.63
每股净资产(元)	8.42
资产负债率(%)	34.86
一年内最高/最低(元)	60.21/27.43

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	
赵博轩	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110525020002
zhaoboxuan@tfzq.com	



资料来源:聚源数据

相关报告
1 《中无人机-半年报点评:二季度多指标改善,积极备货支撑全年业绩》 2024-09-09
2 《中无人机-首次覆盖报告: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》 2024-08-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,692.86	4,667.13	4,796.18	4,962.47	5,332.16
应收票据及应收账款	1,365.41	666.11	2,073.33	1,631.97	3,382.65
预付账款	15.12	189.11	26.34	45.63	48.57
存货	988.69	2,619.54	14.05	3,584.12	1,596.89
其他	13.17	138.69	214.83	191.44	278.06
流动资产合计	7,075.26	8,280.59	7,124.72	10,415.62	10,638.33
长期股权投资	0.00	0.00	18.00	18.00	18.00
固定资产	90.98	135.47	212.03	326.22	431.09
在建工程	74.40	120.40	115.78	116.05	123.23
无形资产	24.91	92.44	88.44	83.43	77.43
其他	96.85	100.00	75.67	72.33	74.59
非流动资产合计	287.14	448.31	509.91	616.03	724.34
资产总计	7,362.40	8,728.90	7,634.64	11,031.65	11,362.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,146.26	2,180.04	453.56	3,144.61	1,800.90
其他	162.83	296.91	1,186.93	1,613.29	2,944.51
流动负债合计	1,309.09	2,476.94	1,640.50	4,757.89	4,745.41
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	125.73	149.97	100.00	100.00	100.00
非流动负债合计	125.73	149.97	100.00	100.00	100.00
负债合计	1,516.14	3,043.17	1,740.50	4,857.89	4,845.41
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	4,397.45	4,409.42	4,409.42	4,409.42	4,409.42
留存收益	749.86	576.47	785.72	1,064.33	1,406.84
其他	23.95	24.83	24.00	25.00	26.00
股东权益合计	5,846.25	5,685.73	5,894.14	6,173.75	6,517.26
负债和股东权益总计	7,362.40	8,728.90	7,634.64	11,031.65	11,362.67

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	302.57	(53.92)	298.92	398.02	489.30
折旧摊销	65.63	33.68	52.07	60.55	68.94
财务费用	3.63	3.37	(74.07)	(76.07)	(79.70)
投资损失	(14.19)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,595.87	198.78	(12.27)	(3.88)	132.24
其它	(1,835.90)	(41.97)	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	117.63	139.95	264.65	378.62	610.78
资本支出	100.27	167.47	169.97	170.00	175.00
长期投资	0.00	0.00	18.00	0.00	0.00
其他	1,614.56	(231.45)	(307.97)	(340.00)	(350.00)
投资活动现金流	1,714.83	(63.98)	(120.00)	(170.00)	(175.00)
债权融资	116.70	45.21	74.91	76.07	79.70
股权融资	(98.60)	12.86	(90.51)	(118.41)	(145.79)
其他	(257.90)	(191.62)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(239.81)	(133.54)	(15.60)	(42.34)	(66.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,592.66	(57.57)	129.05	166.29	369.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,663.96	685.24	3,287.32	4,446.36	5,823.43
营业成本	2,159.20	465.64	2,370.24	3,238.35	4,239.01
营业税金及附加	18.53	1.64	23.01	30.50	39.95
销售费用	19.88	23.88	49.31	64.03	83.44
管理费用	93.29	108.57	295.86	384.17	500.63
研发费用	172.63	208.68	295.86	368.16	501.47
财务费用	(93.03)	(59.90)	(74.07)	(76.07)	(79.70)
资产/信用减值损失	3.08	(23.94)	5.02	5.02	5.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.19	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(51.73)	28.99	0.00	0.00	0.00
营业利润	327.93	(68.32)	332.14	442.24	543.66
营业外收入	0.05	0.07	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	327.97	(68.88)	332.14	442.24	543.66
所得税	25.40	(14.97)	33.21	44.22	54.37
净利润	302.57	(53.92)	298.92	398.02	489.30
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	302.57	(53.92)	298.92	398.02	489.30
每股收益（元）	0.45	(0.08)	0.44	0.59	0.72

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-3.94%	-74.28%	379.73%	35.26%	30.97%
营业利润	-19.22%	-120.83%	-586.13%	33.15%	22.93%
归属于母公司净利润	-18.24%	-117.82%	-654.42%	33.15%	22.93%
获利能力					
毛利率	18.95%	32.05%	27.90%	27.17%	27.21%
净利率	11.36%	-7.87%	9.09%	8.95%	8.40%
ROE	5.18%	-0.95%	5.07%	6.45%	7.51%
ROIC	8.40%	-9.27%	24.98%	32.43%	36.86%
偿债能力					
资产负债率	20.59%	34.86%	22.80%	44.04%	42.64%
净负债率	-79.83%	-81.89%	-81.17%	-80.19%	-81.63%
流动比率	5.09	2.86	4.34	2.19	2.24
速动比率	4.38	1.96	4.33	1.44	1.91
营运能力					
应收账款周转率	2.10	0.67	2.40	2.40	2.32
存货周转率	2.18	0.38	2.50	2.47	2.25
总资产周转率	0.35	0.09	0.40	0.48	0.52
每股指标（元）					
每股收益	0.45	-0.08	0.44	0.59	0.72
每股经营现金流	0.17	0.21	0.39	0.56	0.90
每股净资产	8.66	8.42	8.73	9.15	9.66
估值比率					
市盈率	88.07	-494.27	89.15	66.95	54.46
市净率	4.56	4.69	4.52	4.32	4.09
EV/EBITDA	46.61	151.35	71.36	51.24	40.23
EV/EBIT	54.51	195.85	86.04	59.83	46.27

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com