

中无人机 (688297.SH)

增持 (维持)

25Q1 实现扭亏为盈, 全年有望大幅恢复

公司 25 年 Q1 营收达到 2.36 亿元 (同比+284.64%), 归母净利润 1684.51 万 (同比实现扭亏, 去年同期-2,699.6 万)。

□ **25Q1 实现扭亏为盈, 全年有望大幅恢复。**公司 25 年 Q1 营收达到 2.36 亿元 (同比+284.64%), 归母净利润 1684.51 万 (同比实现扭亏, 去年同期-2,699.6 万), 主要系按照合同约定, 本季度交付产品数量较上年同期有所增加, 营业收入及利润端较上年同期上升。盈利方面: 公司 25Q1 毛利率为 27.51%, 同比增长 0.36ppt; 净利率为 7.15%, 上年同期为-44.05%。费用端: 公司 2025Q1 期间费用率为 19.88%, 同比下降 54.24ppt。其中: 1) 销售费用率 1.75%, 同比下降 3.55ppt; 销售费用 412.21 万元, 同比增长 26.89%; 2) 管理费用率 10.74%, 同比下降 28.50ppt; 管理费用 2532.18 万元, 同比增长 5.27%; 3) 研发费用率 12.04%, 同比下降 55.34ppt; 研发费用 2838.76 万元, 同比下降 31.26%, 主要是公司优化了研发项目, 提高了资金使用效率; 4) 财务费用率-4.65%, 上年同期为-37.80%。

□ **存货再创历史新高, 内贸有望实现高增。**资产负债表方面, 25Q1 公司存货达到 30.5 亿, 较年初提升 16.5%, 再创历史新高; 预付账款 2.31 亿, 较年初提升 22.2%; 合同负债 4.20 亿。根据公司发布的 2025 年关联交易预计情况, 预计 25 年关联销售金额达到 14 亿元, 占同类业务比例降至 45%, 军贸业务预计同比呈现较大幅度增长的同时, 内贸有望 25 年实现高增。

□ **拟回购股份用于股权激励或员工持股计划, 凸显发展信心。**根据公司公告《关于以集中竞价交易方式回购股份的预案》, 公司拟以自有资金不低于 1 亿, 不超过 2 亿以集中竞价交易方式进行股份回购。本次回购股份拟用于股权激励或员工持股计划, 回购价格不超过人民币 60.52 元/股。公司此次回购计划凸显公司对未来发展的信心和对公司价值的高度认可。

□ **盈利预测:** 预计 2025/2026/2027 年归母净利润为 2.90/3.78/4.41 亿元, 对应 PE 估值分别为 86/66/56 倍, 关注后续新型号军贸进展、成熟型号国内订单交付等, 维持“增持”评级。

□ **风险提示:** 产品订单低于预期, 产品交付进度低于预期

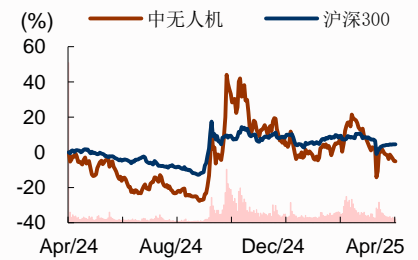
中游制造/军工
目标估值: NA
当前股价: 36.69 元

基础数据

| | |
|-------------------|-------|
| 总股本 (百万股) | 675 |
| 已上市流通股 (百万股) | 272 |
| 总市值 (十亿元) | 24.8 |
| 流通市值 (十亿元) | 10.0 |
| 每股净资产 (MRQ) | 8.5 |
| ROE (TTM) | -0.2 |
| 资产负债率 | 34.2% |
| 主要股东 中国航空工业集团有限公司 | |
| 主要股东持股比例 | 16.6% |

股价表现

| | | | |
|------|-----|-----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -13 | -32 | -7 |
| 相对表现 | -10 | -28 | -14 |



相关报告

- 《中无人机 (688297) —24 年业绩有所承压, 25 年有望大幅恢复》2025-04-01
- 《中无人机 (688297) —24 年业绩预亏, 未来受益无人机国内、军贸双市场增长》2025-01-23
- 《中无人机 (688297) —新型号领衔亮相航展, 无人机协同体系日益完备》2024-11-25

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 2664 | 685 | 3375 | 4231 | 4887 |
| 同比增长 | -4% | -74% | 393% | 25% | 15% |
| 营业利润(百万元) | 328 | (68) | 371 | 484 | 564 |
| 同比增长 | -19% | -121% | -643% | 30% | 17% |
| 归母净利润(百万元) | 303 | (54) | 290 | 378 | 441 |
| 同比增长 | -18% | -118% | -637% | 31% | 17% |
| 每股收益(元) | 0.45 | -0.08 | 0.43 | 0.56 | 0.65 |
| PE | 81.9 | -459.3 | 85.5 | 65.5 | 56.2 |
| PB | 4.2 | 4.4 | 4.1 | 4.0 | 3.8 |

资料来源: 公司数据、招商证券

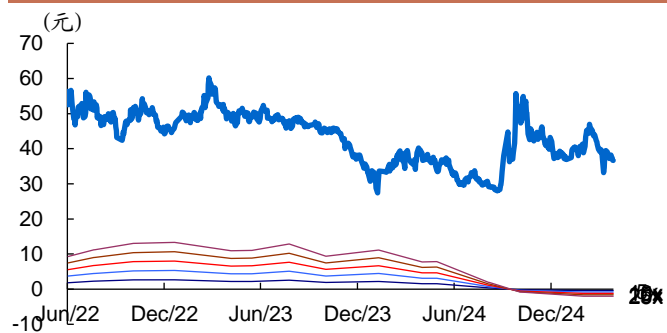
王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 研究助理

zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

图 1: 中无人机历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中无人机历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 7075 | 8281 | 22344 | 26516 | 29991 |
| 现金 | 4693 | 4667 | 1809 | 1089 | 724 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 0 | 201 | 991 | 1242 | 1435 |
| 应收款项 | 1365 | 465 | 2290 | 2870 | 3315 |
| 其它应收款 | 4 | 37 | 185 | 231 | 267 |
| 存货 | 989 | 2620 | 15456 | 19081 | 21944 |
| 其他 | 24 | 290 | 1614 | 2002 | 2306 |
| 非流动资产 | 287 | 448 | 474 | 494 | 508 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 91 | 135 | 171 | 198 | 220 |
| 无形资产商誉 | 25 | 92 | 83 | 75 | 67 |
| 其他 | 171 | 220 | 220 | 220 | 220 |
| 资产总计 | 7362 | 8729 | 22818 | 27010 | 30499 |
| 流动负债 | 1390 | 2893 | 16693 | 20593 | 23755 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 81 |
| 应付账款 | 1146 | 2180 | 12862 | 15879 | 18262 |
| 预收账款 | 81 | 416 | 2456 | 3032 | 3487 |
| 其他 | 163 | 297 | 1374 | 1682 | 1924 |
| 长期负债 | 126 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 126 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 负债合计 | 1516 | 3043 | 16843 | 20743 | 23905 |
| 股本 | 675 | 675 | 675 | 675 | 675 |
| 资本公积金 | 4397 | 4409 | 4409 | 4409 | 4409 |
| 留存收益 | 774 | 601 | 891 | 1182 | 1510 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 5846 | 5686 | 5975 | 6267 | 6594 |
| 负债及权益合计 | 7362 | 8729 | 22818 | 27010 | 30499 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|-------------|---------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 118 | 140 | (2828) | (600) | (293) |
| 净利润 | 303 | (54) | 290 | 378 | 441 |
| 折旧摊销 | 66 | 34 | 38 | 44 | 49 |
| 财务费用 | 4 | 3 | (26) | (12) | (5) |
| 投资收益 | (14) | 0 | (19) | (19) | (19) |
| 营运资金变动 | (237) | 174 | (3111) | (992) | (759) |
| 其它 | (3) | (17) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 1715 | (64) | (45) | (45) | (45) |
| 资本支出 | (107) | (64) | (64) | (64) | (64) |
| 其他投资 | 1821 | 0 | 19 | 19 | 19 |
| 筹资活动现金流 | (240) | (134) | 14 | (75) | (27) |
| 借款变动 | (107) | (110) | (11) | 0 | 81 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 13 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (238) | (122) | 0 | (87) | (113) |
| 其他 | 92 | 86 | 26 | 12 | 5 |
| 现金净增加额 | 1593 | (58) | (2858) | (720) | (365) |

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 2664 | 685 | 3375 | 4231 | 4887 |
| 营业成本 | 2159 | 466 | 2747 | 3392 | 3901 |
| 营业税金及附加 | 19 | 2 | 8 | 10 | 12 |
| 营业费用 | 20 | 24 | 16 | 21 | 24 |
| 管理费用 | 93 | 109 | 113 | 137 | 159 |
| 研发费用 | 173 | 209 | 174 | 218 | 252 |
| 财务费用 | (93) | (60) | (26) | (12) | (5) |
| 资产减值损失 | 3 | (24) | 10 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 17 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 投资收益 | 14 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 328 | (68) | 371 | 484 | 564 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 328 | (69) | 370 | 483 | 563 |
| 所得税 | 25 | (15) | 80 | 105 | 122 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 303 | (54) | 290 | 378 | 441 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | -4% | -74% | 393% | 25% | 15% |
| 营业利润 | -19% | -121% | -643% | 30% | 17% |
| 归母净利润 | -18% | -118% | -637% | 31% | 17% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 18.9% | 32.0% | 18.6% | 19.8% | 20.2% |
| 净利率 | 11.4% | -7.9% | 8.6% | 8.9% | 9.0% |
| ROE | 5.2% | -0.9% | 5.0% | 6.2% | 6.9% |
| ROIC | 3.7% | -1.7% | 4.6% | 6.0% | 6.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 20.6% | 34.9% | 73.8% | 76.8% | 78.4% |
| 净负债比率 | 0.4% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.3% |
| 流动比率 | 5.1 | 2.9 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 | 4.4 | 2.0 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 存货周转率 | 1.8 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| 应收账款周转率 | 2.1 | 0.7 | 1.7 | 1.1 | 1.1 |
| 应付账款周转率 | 2.0 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.2 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.45 | -0.08 | 0.43 | 0.56 | 0.65 |
| 每股经营净现金 | 0.17 | 0.21 | -4.19 | -0.89 | -0.43 |
| 每股净资产 | 8.66 | 8.42 | 8.85 | 9.28 | 9.77 |
| 每股股利 | 0.18 | 0.00 | 0.13 | 0.17 | 0.20 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 81.9 | -459.3 | 85.5 | 65.5 | 56.2 |
| PB | 4.2 | 4.4 | 4.1 | 4.0 | 3.8 |
| EV/EBITDA | 169.9 | -379.6 | 108.2 | 80.3 | 68.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。