

2025 年 05 月 07 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

纵横股份（688070）

2024 年报&2025Q1 点评：受益于低空经济产业机遇，营收创历史新高

报告摘要

◆ 事件：公司 4 月 18 日公告，2024 年实现营收（4.74 亿元，+57.14%），归母净利润（-0.36 亿元，+44.51%），毛利率（42.20%，-2.43pcts），净利率（-7.75%，+13.75pcts）。公司 2025Q1 实现营收（0.39 亿元，+42.20%），归母净利润（-0.28 亿元，-3.83%），毛利率（51.46%，+0.05pcts），净利率（-73.87%，+33.49pcts）。

◆ 国内全谱系工业无人机领军企业，紧抓低空经济蓬勃发展的政策与产业机遇

公司成立于 2010 年，聚焦工业级无人机系统研制及服务，于 2021 年 2 月在科创板上市，是国内全谱系工业无人机领军企业，深耕于测绘与地理信息、安防、巡检、应急等领域的应用。公司紧抓低空经济蓬勃发展的政策与产业机遇，大力推进国内外市场拓展。报告期内，公司与十余个地方政府及企事业单位建立战略合作，共同开展低空经济相关示范和项目合作。2024 年 3 月，公司与围场满族蒙古族自治县人民政府签订战略合作协议，双方立足围场打造具有全国示范推广效应的森林防灭火无人值守智能化巡检系统；2024 年 8 月，公司与四川省港投集团签署战略合作协议，共同培育、打造低空经济领域的标杆企业，在全省乃至全国打造低空经济运营示范场景，积极探索无人机物流等相关业务，并在后续共同合资成立四川省低空经济产业发展有限公司；2024 年 9 月，公司与南湖路空协同立体交通产业研究院、河北航投、枣庄交投等单位举行了签约仪式，发布了空地一体化智慧交通解决方案，围绕无人机在城市交通管理、物流配送、应急救援等方面展开深入合作，共同打造智慧交通标杆项目。此外，公司在滨州、绍兴、巴中、彭州、漳州等多地进行应用试点探索，联合地方政府共同打造低空数字经济应用场景。

◆ 无人机及相关产品需求逐步释放，营收创历史新高

投资评级

买入
首次评级

2025 年 04 月 30 日

收盘价(元): 38.29

目标价(元): 55.00

公司基本数据

总股本(百万股)	87.58
总市值(百万)	3,543.49
流通股本(百万股)	87.58
流通市值(百万)	3,543.49
12 月最高/最低价(元)	50.43/23.00
资产负债率(%)	47.11
每股净资产(元)	6.19
市盈率(TTM)	-102.18
市净率(PB)	6.54
净资产收益率(%)	-5.16

股价走势图



作者

宋浩田 分析师

SAC 执业证书: S0640524100001

联系电话:

邮箱: songht@avicsec.com

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师

SAC 执业证书: S0640519080001

联系电话: 010-59562536

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

邮箱: liangc@avicsec.com

相关研究报告

2024 全年, 公司实现营收 (4.74 亿元, +57.14%) 创历史新高, 归母净利润 (-0.36 亿元, +44.51%) 显著减亏, 我们认为, 公司营收得到较大幅度增涨, 主要系公司抓低空经济政策红利, 航空应急项目窗口所致。国内方面, 公司凭借纵横大鹏 CW-100 无人机中标多个应急项目 (累计超 2 亿元), 稳居行业采购头部地位; 海外市场通过完善销售体系实现订单稳定。同时, 公司联合十余个地方政府及企业 (如围场县、四川港投、南湖路空研究院等), 落地森林防火无人巡检、无人机物流、智慧交通等低空经济标杆项目, 构建空天地一体化解决方案, 并推进多地试点场景, 为后续运营服务与业绩增长提供强支撑。叠加产业生态合作与产学研联动, 公司以政策机遇撬动规模化应用, 实现业务突破。

公司毛利率 (42.20%, -2.43pcts) 小幅下滑, 我们认为主要系毛利率较低的国内销售收入 (4.29 亿元, +98.39%) 近翻倍, 毛利率较高的国外销售收入 (0.45 亿元, -47.16%) 下滑明显所致。

公司 2025 年 Q1 实现营收 (0.39 亿元, +42.20%) 延续去年增长, 主要系本报告期产品交付增加所致, 归母净利润 (-0.28 亿元, +3.83%) 小幅减亏, 我们认为主要系本期其他收益下降且主要研发费用 (0.13 亿元, +38.91%) 增涨明显所致。公司积极备货订单饱满, 存货 (2.26 亿元, +66.32%) 与应收账款 (1.28 亿元, +42.75%) 有所增加。

◆ 经营效率明显提升, 盈利能力有望逐步提高

2024 年, 公司三费费用率 (36.30%, -15.79pcts) 明显下降, 特别是销售费用率 (23.10%, -11.67pcts) 下降明显, 主要系公司严控销售费用, 优化市场投放精准度所致。

现金流方面, 经营活动产生的现金流量净额 (0.60 亿元, +375.96%) 同比由负转正, 主要系公司本期销售回款增加所致; 投资活动产生的现金流量净额 (-0.45 亿元, -35.51%) 大幅下降, 主要系本期固定资产建设减少所致; 筹资活动产生的现金流量净额 (-0.26 亿元, -127.21%) 明显下降, 主要系上年同期新增较多银行借款, 而本期银行借款规模稳中有降所致。

其他财务数据方面, 公司存货 (2.02 亿元, +52.23%)、应收账款 (1.64 亿元, +42.50%) 均依旧维持在较高水平, 主要系研发样机 CW300 转为存货及暂未验收的发出商品增加所致。

◆ 体系化能力完备, 积极跟踪航空应急等新兴应用领域, 抓住低空经济产业机遇期与政策红利期

产品能力方面, 2024 年, 公司持续升级以“无人值守系统+纵横云+AI”为核心的整体解决方案, 从硬件到软件、从产品到平台、从技术到生态的全方位、全场景、全系统低空数字经济解决方案。面向无人机行业应用所构建的云边端一体化的应用系统, 将无人机应用延伸至业务端平台, 从无人机数据采集、数据处理分析再到数据应用, 形成行业应用的业务闭环。公司大力推进工业无人机系统“智能化、平台化、工具化”应用, 在无人机应用方面形成了“1 个纵横云平台+云边端 3 个指控应用+N 个行业应用方案(如智慧耕保、智慧环保、智慧消防等)”的体系化格局。为满足下游需求, 公司积极开展吨级以下新型无人机系统的产品研究与技术探索, 公司引入专业团队, 专项开发新型中空长航时、高性能、低成本无人机产品。公司立项研发的大载重无人机系统具有挂载能力强、短距起降优异、部署灵活等技术优势, 在防务、民用等领域均具有良好的应用前景, 有望成为公司新的增长极。

业务领域方面, 公司通过积极参与国内航空应急能力提升项目, 纵横大鹏 CW-100 应急通信侦察无人机中标多个项目, 位列国内同类型产品采购数量头部地位。近年来, 在国家的引导和支持下, 安全应急产业已逐渐成为战略性新兴产业, 在经济社会发展中扮演着重要角色。然而, 与新能源车与商业航天等不同的是, 安全应急产业由来已久, 但伴随着到信息技术赋能安全应急装备, 无人化、智能化、协同化安全应急装备的发展进程, 安全应急产业正迸发出新的发展动能, 新质产品与设备也将进一步提升公司安全应急的保障能力, 提升公司产业的技术水平。**作为典型的新质安全应急装备, 无人航空器由于其诸多优势与特点, 使得它在各个安全应急领域已有诸多典型应用, 并逐渐成为一支“奇兵”, 例如消防灭火、巡查取证、应急通信等已有诸多典型应用案例, 可以说, 无人航空器, 作为智能化、信息化赋能安全应急产业的典型, 已经成为安全应急产业的重要一环, 其带动的安全应急产业中无人航空器及其配套装备市场, 未来具备可观的增长潜质与良好的经济效益, 值得被重点关注。**

进入 2024 年, 低空经济产业发展持续升温, 自上而下的支持力度不断超预期, 低空经济赛道作为战略新兴产业的重要代表, 受益于政策、技术、资本的多因素催化, 逐渐步入产业发展“快车道”, 是值得重点关注的投资赛道之一, 公司作为低空经济产业中的核心公司, 受益于低空经济产业机遇期与政策红利期, 发展有望呈现提速趋势。

◆ 基于对未来发展的信心, 健全公司长效激励机制, 发布 2025 年股权激励计划

基于对行业未来发展的信心以及对低空经济发展给予的重视，为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司管理团队及核心骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，公司于 2025 年 2 月 25 日发布公告，推出股权激励计划，旨在加速低空公司低空数字经济领域的全国布局，通过激励核心团队拓展低空经济市场，抢占低空经济产业先机，巩固公司技术优势。公司对 2025 年、2026 年各年度营业收入目标值为 5.8 亿元、7 亿元，净利润目标均为正，并对公司战略新业务收入单独设置了考核目标，即 2025 年、2026 年战略新兴业务收入分别不低于 1 亿元和 2 亿元。

我们认为，本次股权激励与公司正在实施的 2022 年限制性股票激励计划系基于企业不通过发展阶段所制定的员工激励机制，不存在关联关系，体现了公司管理层的灵活性，适时的根据外部环境优化股权激励计划，将有助于公司提升员工凝聚力、团队稳定性，并有效激发管理团队的积极性，从而提高经营效率、降低代理人成本，对公司经营业绩和内在价值的长期提升带来积极影响。

◆ 投资建议

我们认为，公司所处的低空经济产业仍将处于政策红利期与产业机遇期，公司产品广泛应用于安防监控、应急、测绘、巡检等领域，基本面持续向好。具体观点如下：

- ① 公司无人机产品体系化能力完备，能够应对多元需求。公司大力推进工业无人机系统“智能化、平台化、工具化”应用，在无人机应用方面形成了“1 个纵横云平台+云边缘 3 个指控应用+N 个行业应用方案（如智慧耕保、智慧环保、智慧消防等）”的体系化格局；
- ② 业务领域方面，公司通过积极参与国内航空应急能力提升项目，纵横大鹏 CW-100 应急通信侦察无人机中标多个项目，位列国内同类型产品采购数量头部地位；
- ③ 基于对未来发展的信心，发布 2025 年股权激励计划，对 2025 年、2026 年各年度营业收入目标值位 5.8 亿元、7 亿元，净利润目标均为正；
- ④ 公司作为低空经济产业中的核心公司，受益于低空经济产业机遇期与政策红利期，发展有望呈现提速趋势。

基于以上观点，我们预测公司 2025、2026、2027 年归母净利润分别为 0.12 亿元、0.43 亿元、0.90 亿元，EPS 为 0.14 元、0.49 元、1.03 元，当前股价对应 PE 分别为 276.87 倍、78.20 倍、37.17 倍，我们给予“买

入”评级，目标价 55 元，对应 2025-2027 年预测 EPS 的 397.70 倍、112.33 倍及 53.39 倍 PE。

◆ 风险提示

宏观政策变化、海外市场疲软、技术研发不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

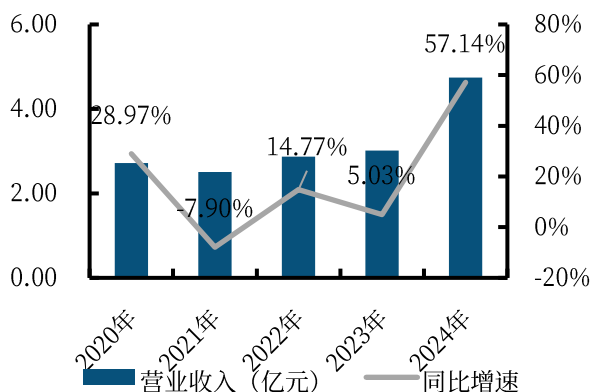
财务数据与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	474.20	585.82	684.69	860.39
增长率(%)	57.14%	23.54%	16.88%	25.66%
归属母公司股东净利润	-35.79	12.11	42.88	90.22
增长率(%)	44.51%	133.84%	254.08%	110.37%
每股收益 EPS(元)	-0.41	0.14	0.49	1.03
资料来源：Wind，中航证券研究所				

各业务预测表（百万元）		2024A	2025E	2026E	2028E
无人机系统	营收	360.06	468.08	561.69	730.20
	成本	207.07	234.04	280.85	365.10
	营收增长率	90.01%	30.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	42.49%	50.00%	50.00%	50.00%
无人机服务	营收	51.91	49.42	47.05	44.79
	成本	37.63	33.11	31.52	30.01
	营收增长率	-4.77%	-4.80%	-4.80%	-4.80%
	毛利率	27.51%	33.00%	33.00%	33.00%
其他	营收	36.81	44.17	53.00	63.60
	成本	15.00	17.67	21.20	25.44
	营收增长率	17.44%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	59.24%	60.00%	60.00%	60.00%
无人机配件	营收	25.43	24.16	22.95	21.80
	成本	14.37	13.29	12.62	11.99
	营收增长率	-3.76%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	43.50%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

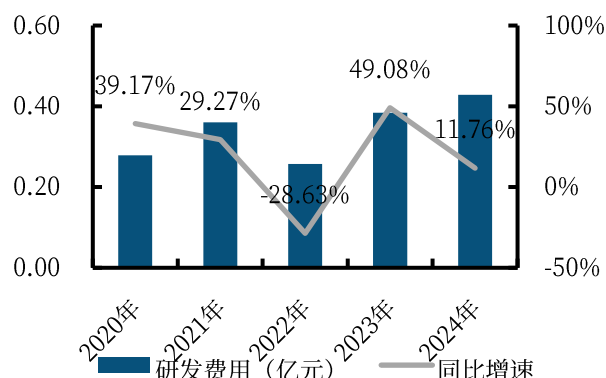
● 2020-2024 年公司年报主要财务数据

图1 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



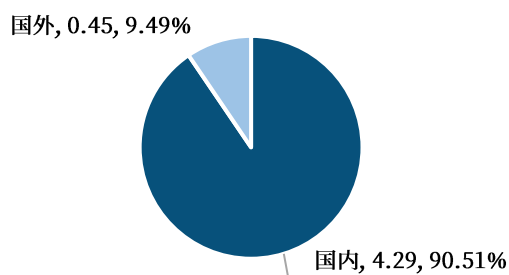
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司研发费用及同比增速 (单位: 亿元; %)



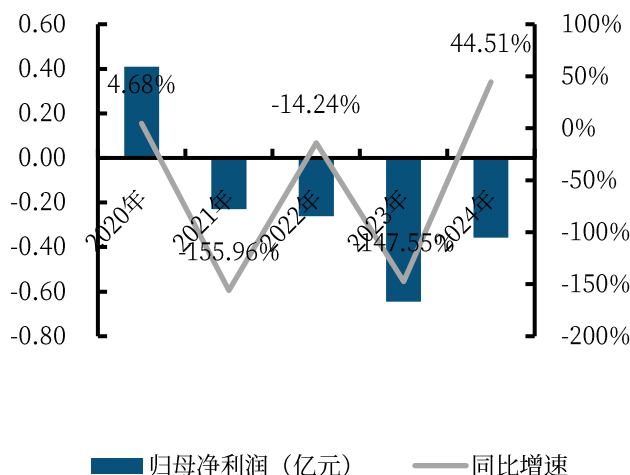
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5 公司年报国内外收入结构 (单位: 亿; %)



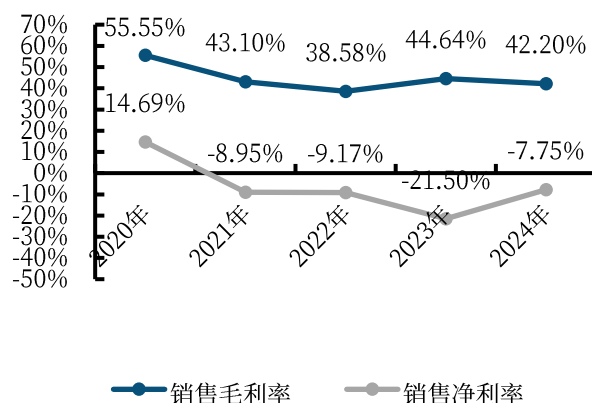
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司年报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



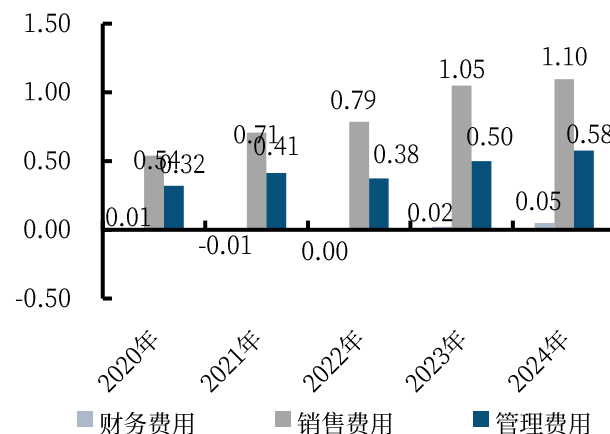
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司年报毛利率和净利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6 公司年报三费变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测	单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表						
营业收入	287.31	301.76	474.20	585.82	684.69	860.39
减: 营业成本	176.46	167.06	274.07	330.87	379.89	469.05
税金及附加	2.67	2.84	3.56	4.40	5.14	6.46
主营业务利润	108.18	131.86	196.57	250.55	299.66	384.88
减: 销售费用	78.70	104.95	109.56	117.16	123.24	137.66
管理费用	37.51	50.08	57.59	58.58	61.62	68.83
研发费用	25.73	38.36	42.88	52.97	61.91	77.80
财务费用	-0.25	2.16	4.98	2.96	3.16	2.28
经营性利润	-33.51	-63.70	-18.45	18.88	49.73	98.31
加: 资产减值损失	-7.72	-11.96	-10.72	-8.79	-6.85	-4.30
信用减值损失	-2.90	-5.27	-10.07	-8.79	-6.85	-4.30
其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.77	0.81	-2.23	1.15	1.15	1.15
公允价值变动损益	-0.01	0.18	0.13	0.13	0.13	0.13
资产处置收益	1.24	0.88	0.87	1.00	1.00	1.00
其他收益	10.20	14.08	11.31	11.86	11.86	11.86
营业利润	-28.93	-64.98	-29.15	15.44	50.17	103.85
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.11	9.34	0.27	3.24	3.24	3.24
减: 营业外支出	3.94	7.62	3.60	5.06	5.06	5.06
利润总额	-32.76	-63.27	-32.49	13.63	48.36	102.03
减: 所得税	-6.41	1.60	4.25	1.36	4.84	10.20
净利润	-26.34	-64.87	-36.74	12.26	43.52	91.83
减: 少数股东损益	-0.14	-0.37	-0.95	0.15	0.63	1.61
归属母公司股东净利润	-26.20	-64.50	-35.79	12.11	42.88	90.22
资产负债表						
货币资金	207.02	187.58	191.01	146.45	171.17	215.10
交易性金融资产	40.04	30.18	45.31	45.31	45.31	45.31
应收票据	0.74	4.97	0.18	3.79	4.43	5.57
应收账款	122.17	117.43	171.79	208.65	234.48	282.87
预付账款	12.66	5.38	11.54	16.84	19.68	24.73
其他应收款	10.30	6.18	5.07	13.09	15.30	19.22
存货	126.12	132.86	202.25	235.69	260.20	308.42
其他流动资产	38.21	40.78	30.64	64.97	75.94	95.43
长期股权投资	1.72	7.24	2.42	1.90	1.38	0.87
金融资产投资	6.02	6.41	9.36	9.36	9.36	9.36
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	308.27	300.08	268.33	255.72	243.11	230.50
无形资产和开发支出	35.42	64.89	88.95	107.61	118.66	122.60
其他非流动资产	41.04	36.72	30.58	28.60	26.63	26.63
资产总计	949.71	940.71	1,057.43	1,137.99	1,225.65	1,386.59
短期借款	49.81	102.08	86.72	96.31	104.27	95.89
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	24.07	9.06	13.45	26.44	30.36	37.48
应付账款	111.32	59.31	142.86	166.22	190.85	235.64
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	24.35	43.51	106.04	117.16	119.82	129.06
其他应付款	27.60	34.00	38.25	55.09	63.25	78.09
长期借款	15.55	20.96	42.40	34.14	25.37	16.29
其他负债	24.69	64.72	57.39	60.04	65.64	76.19
负债合计	277.39	333.65	487.11	555.40	599.55	668.66
股本	87.58	87.58	87.58	87.58	87.58	87.58
资本公积	567.68	567.68	567.68	567.68	567.68	567.68
留存收益	14.76	-49.73	-85.52	-73.41	-30.52	59.69
归属母公司股东权益	670.03	605.54	569.75	581.86	624.74	714.96
少数股东权益	2.30	1.52	0.57	0.72	1.36	2.97
股东权益合计	672.33	607.06	570.32	582.58	626.10	717.93
负债和股东权益合计	949.71	940.71	1,057.43	1,137.99	1,225.65	1,386.59
投入资本(IC)	556.43	581.37	572.30	658.36	701.07	775.44
现金流量表						
经营性现金净流量	-88.01	-25.94	56.05	-14.49	52.12	82.09
投资性现金净流量	-81.42	-69.09	-44.55	-28.44	-23.44	-18.44
筹资性现金净流量	46.32	94.49	-26.19	-1.63	-3.97	-19.73
现金流量净额	-123.55	0.90	-14.18	-44.55	24.72	43.93

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637