

中无人机 (688297.SH)

增持 (维持)

25H 军贸收入支撑恢复性增长, 下半年内贸有望高增

25 年上半年, 中无人机实现营业收入 4.39 亿元, 同比增长 61.27%; 实现归母净利润 3177.33 万元, 同比增长 182.76%; 实现扣非归母净利润 2194.58 万元, 同比增长 142.96%。

□ 25H 业绩同比大幅恢复, 主要来自军贸。25 年上半年, 中无人机实现营业收入 4.39 亿元, 同比增长 61.27%; 实现归母净利润 3177.33 万元, 同比增长 182.76%; 实现扣非归母净利润 2194.58 万元, 同比增长 142.96%。单季度来看, Q2 实现营业收入 2.03 亿元 (Yoy-3.70%, Qoq-13.92%), 实现归母净利润 1492.82 万元 (Yoy+230.98%, Qoq-11.38%)。

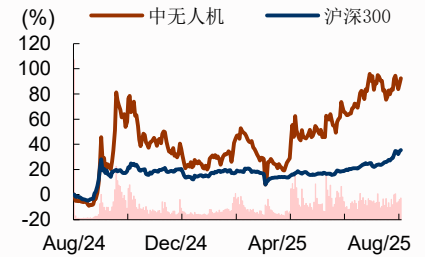
中游制造/军工
目标估值: NA
当前股价: 59.26 元

基础数据

总股本 (百万股)	675
已上市流通股 (百万股)	675
总市值 (十亿元)	40.0
流通市值 (十亿元)	40.0
每股净资产 (MRQ)	8.5
ROE (TTM)	0.3
资产负债率	36.3%
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	3	41	93
相对表现	-5	27	57



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中无人机 (688297) —25Q1 实现扭亏为盈, 全年有望大幅恢复》 2025-04-29
- 2、《中无人机 (688297) —24 年业绩有所承压, 25 年有望大幅恢复》 2025-04-01
- 3、《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

➢ 营收构成来看: 上半年主要来自军贸。公司上半年发生关联销售 4.27 亿 (占上半年营收 97.27%), 主要系与中航技的军贸相关营收。

➢ 盈利能力方面: 25 年上半年, 公司整体毛利率为 26.55%, 同比下降 0.89pct。费用端方面, 上半年发生管理费用 5590.58 万元, 同比增长 16.95%, 主要是报告期内公司生产规模不断扩大, 结合公司发展需求, 加大信息化建设投入, 相关费用相应增加; 销售费用 925.13 万元, 同比增长 57.39%, 主要是公司持续加大市场开发力度, 推广费用较上年同期有所上升; 财务费用-1509.04 万元, 24 年同期为-3263.87 万元; 研发费用 4340.75 万元, 同比大幅下降 46.66%, 主要是受部分项目资本化的影响, 本期研发费用较上年同期有所减少, 但总体研发投入较上年同期增加。三项费用率为 11.41%, 同比提升 3.67pct。上半年整体销售净利率为 7.24%, 同比提升 21.36pct。

□ 存货再创历史新高, 下半年内贸有望放量。资产负债表方面, 2025 年上半年公司存货达到 36.28 亿元, 较上年末大幅增长 38.48%, 主要为保障后续产品按期交付而加大备货投入。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 138/106/91 倍, 关注后续新型号军贸进展、成熟型号国内订单进展等, 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

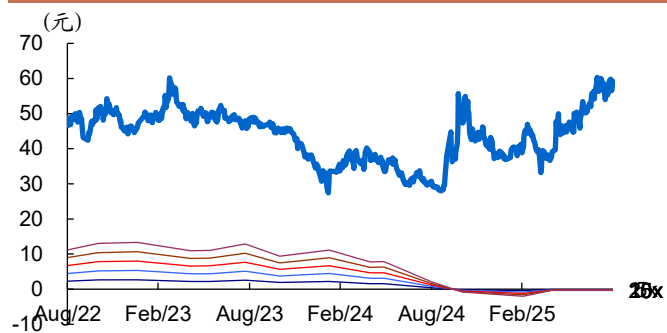
王超 S1090514080007
wangchao18@cmschina.com.cn
战泳壮 S1090525070011
zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

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	132.2	-741.9	138.1	105.8	90.7
PB	6.8	7.0	6.7	6.4	6.1

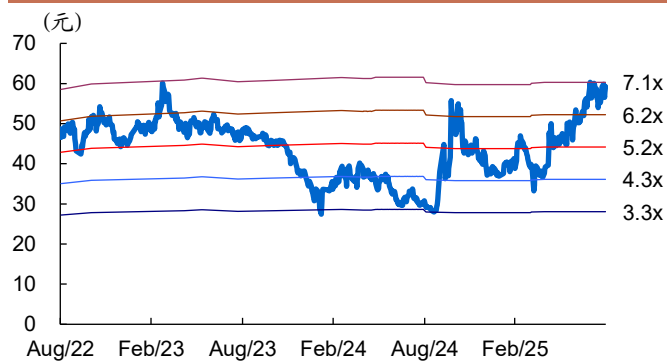
资料来源：公司数据、招商证券

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	132.2	-741.9	138.1	105.8	90.7
PB	6.8	7.0	6.7	6.4	6.1
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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。