

# 疫情影响季度交付，研发持续投入带来增长动力

中无人机 (688297)

## 事件

近日，公司发布三季度报告，前三季度实现营业收入 21.65 亿元，同比增长 11.69%，实现归母净利润 3.58 亿元，同比增长 20.28%。

## 简评

近日，公司发布三季度报告，前三季度实现营业收入 21.65 亿元，同比增长 11.69%，实现归母净利润 3.58 亿元，同比增长 20.28%。单三季度实现营业收入 5.03 亿元，同比下降 38.23%，归属于上市公司净利润为 1.22 亿元，同比增长 66.59%。三季度收成都疫情影响，交付同比有所下降，交付顺延至四季度。净利润同比增长主要受到产品结构影响，单三季度毛利率为 33%，较二季度增长 7.43 个百分点。此外利息收入增加也增加公司的净利润率。从存货角度来看，三季度末存货为 14.62 亿元，较二季度末增长 37.66%。合同负债为 3.88 亿元，较二季度末增长 31.97%，四季度疫情影响逐步消除后预计业绩将有所改善。

**研发费用持续提升，新研型号为后续增长奠定基础。**前三季度公司研发费用为 1.29 亿元，同比增长 168%。根据公司中报，目前翼龙-1E 无人机系统科研试飞阶段，未来在军用侦察、监视、打击等、民用应急通信等有应用，翼龙-2 发展 I 型（翼龙-2D）以及翼龙-2 发展 II 型（翼龙-3）目前也在研制中，翼龙-2D 可用于军民领域多场景多任务需求，翼龙-3 作为多用途无人机大型平台也有较多的市场应用。新研型号为后续公司业绩增长奠定技术。

**公司下游无人航空装备需求持续增长。**根据蒂尔集团出具的报告，全球军用无人机主要产值集中在无人战斗机系统、中空长航时无人机系统及高空长航时无人机系统领域，其预测 2020 年至 2028 年，中空长航时无人机系统和高空长航时无人机系统总产值为 443.8 亿美元，占同期市场总量的 49%。无人机作为近年来新兴的侦查、攻击等重要承载平台，符合未来战争无人化、电子化、信息化的发展方向，市场发展空间广阔，预计到 2025 年中国军用无人机市场行业增速保持在两位数以上。

首次评级

中性

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

010-85130418

SAC 执证编号：S1440516090001

王春阳

wangchunyang@csc.com.cn

010-85156462

SAC 执证编号：S1440520090001

发布日期：2022 年 11 月 03 日

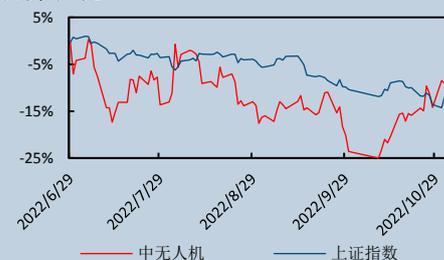
当前股价：51.9 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
18.66/19.35	2.04/7.78	60.43/74.76
12 月最高/最低价 (元)		60.42/42.8
总股本 (万股)		67,500.0
流通 A 股 (万股)		12,179.42
总市值 (亿元)		350.33
流通市值 (亿元)		63.21
近 3 月日均成交量 (万股)		816.6
主要股东		
成都飞机工业(集团)有限责任公司		26.41%

## 股价表现



## 相关研究报告

## 盈利预测：无人机外贸龙头公司，军民市场应用空间广阔

我们认为，公司作为无人机外贸龙头，“翼龙”品牌具有较高的市场声誉。公司产品立足“一型装备服务国内、国外两个市场”的市场战略，未来将实现“翼龙”无人机谱系化和系列化发展，保持国内领先的技术水平。预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 4.17、5.80、6.93 亿元，同比增长分别为 40.92%、39.07%、19.60%，EPS 分别为 0.62、0.86、1.03 元，对应当前股价 2022-2024 年 PE 分别为 84.06、60.44、50.54，首次覆盖，给与“买入”评级。

表 1：中无人机盈利预测表

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	24.76	32.04	44.61	59.97
同比（%）	103.41%	29.42%	39.22%	34.44%
净利润（亿元）	2.96	4.17	5.80	6.93
同比（%）	79.29%	40.92%	39.07%	19.60%
EPS（元）	0.55	0.62	0.86	1.03
P/E	94.77	84.06	60.44	50.54

资料来源：公司公告，中信建投，PE 对应 2022 年 11 月 1 日收盘价

## 风险分析

**技术升级迭代的风险：**公司所处的大型固定翼长航时无人机行业属于技术密集型行业，无人机的研发、设计和生产制造涵盖了飞控与航电技术、无人机设计及制造技术及一体化设计与集成技术等关键技术，对技术创新的能力及投入具有较高要求，产品性能和产品创新均较大程度依赖于企业的技术水平及持续研发投入。虽然公司掌握的核心技术具有领先性，但是如果公司不能准确预测产品的市场发展趋势、及时研究开发新技术、持续进行产品性能升级和产品结构更新，或者科研与产业化不能同步跟进，公司的技术和产品将逐渐丧失市场竞争力，影响公司盈利能力。

**公司研发失败或研发无法实现产业化的风险：**公司主营业务为大型固定翼长航时无人机系统的研发、生产及销售。大型固定翼长航时无人机系统的研制定型需要经历前期的技术论证和后期的不断的研发实践，研发至产业化周期较长。同时，公司新产品及技术优化的研发过程较为复杂，耗时较长且研发投入较高，存在一定不确定性。由于相应产品和技术的研发具有周期长、投入大、风险高的特点，如果公司不能紧跟行业前沿需求导致研发失败或较高金额的研发投入不能转化为技术成果或者公司的技术成果转化效果未达预期，可能导致公司竞争力有所下降，对公司的盈利状况造成不利影响。

**业务受政治因素的影响：**军品贸易在调整多边关系、改善战略态势、平衡战略力量等方面发挥着独特作用，是国家间政治关系的直接反映，军品贸易能对交易双方甚至与此相关的多边外交关系及外交政策产生重大影响。随着全球军品贸易朝着制度化、有序化、透明化和无害化的趋势发展，世界军贸市场武器出口的成交额和交付额总体呈现上升趋势，武器出口主要集中在亚太和中东地区。在政治因素上，我国的军品贸易在一些国家存在一定优势，如果国际政治格局发生不利变化，将可能对公司的经营业绩产生一定程度不利影响。目前发行人的生产经营情况良好，作为应对措施，与主要合作军贸公司建立了长期稳定的合作关系，并且正在积极拓展民用领域业务。

**市场竞争加剧风险。**鉴于无人机具有人员零伤亡、作战性能优越、成本低等显著特点，经过几次局部战争

的磨练，无人机系统已成为美国、以色列、法国、英国等西方国家武器装备发展的重点之一，也是我国未来武器装备发展的重点方向。同时，随着无人机系统任务载荷技术不断成熟，工业无人机领域也涌现出广泛的场景应用与较广阔的市场空间，无人机系统民用市场竞争亦愈发激烈。公司产品主要以军用无人机系统为主，民品业务已开发了人工影响天气、应急产业等领域。虽然无人机系统下游市场前景广阔，但未来如公司不能实施有效的市场竞争战略，可能会错失市场发展机会，对公司未来业务发展造成不利影响。

## 分析师介绍

**黎韬扬：**军工行业首席分析师。北京大学硕士。2015-2017 年新财富军工 行业第一名团队核心成员，2015-2016 年水晶球军工行业第一名团队核心成员，2015-2016 年 Wind 军工行业第一名团队核心成员，2016 年保险资管最受欢迎分析师第一名团队核心成员，2017 年保险资管最受欢迎分析师第二名、水晶球军工行业第二名、Wind 军工行业第二名，2018-2019 年水晶球军工行业第四名，2018 年新财富军工行业第五名，2018-2020 年 Wind 军工行业 第一名，2019 年新财富军工行业第四名，2019-2020 年金牛奖最佳军 工行业分析团队，2019 年《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师。2020 年新财富军工行业入围，2020 年水晶球军工行业第五名。

**王春阳：**清华大学工商管理硕士，上海交通大学船舶与海洋工程学士，3 年船舶单位工作经验。2018 年加入中信建投军工团队。2018 年水晶球军工行业第四名团队成员，2018-2019 年 Wind 军工行业第一名团队成员，2019 年金牛奖最佳军工行业分析团队成员，2019 年《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师团队成员。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk