

产品结构等因素影响短期收入；研发投入不断加大

2022 年 10 月 29 日

➤ **事件：**公司 10 月 28 日发布了 2022 年三季度报，前三季度实现营收 21.7 亿元，YoY+11.7%；归母净利润 3.6 亿元，YoY+20.3%。**公司业绩基本符合市场预期。**受交付产品结构变化及成都地区疫情等因素影响，三季度收入短期承压。但中长期需求持续向好。我们综合点评如下：

➤ **产品结构变化与成都疫情影响三季度收入。**单季度看，公司：1) 1Q22~3Q22 分别实现收入 8.6 亿元 (YoY+6.4%)、8.1 亿元 (YoY+152.7%)、5.0 亿元 (YoY-38.2%)；1Q22~3Q22 分别实现归母净利润 1.3 亿元 (YoY-23.4%)、1.0 亿元 (YoY+106.1%)、1.2 亿元 (YoY+66.6%)；2) 3Q22 毛利率为 33.3%，同比提升 18.56ppt，净利率为 24.4%，同比提升 15.32ppt。2022 年前三季度毛利率为 26.4%，同比增长 2.59ppt；净利率为 16.6%，同比下降 1.18ppt。**3Q22 收入下降主要原因：**1) 交付产品结构与上年同期不同；2) 部分产品受成都疫情影响，交付顺延至四季度。**3Q22 利润增加原因：**主要是交付产品结构与去年不同，毛利率有所上升，同时 IPO 募集资金的利息收入大幅增加共同导致。

➤ **持续聚焦大型无人机系统；研发投入不断加大。**公司 2022 年前三季度期间费用率 8.2%，同比增加 2.82ppt。其中：1) 销售费用率 0.4%，同比减少 0.16ppt；2) 管理费用率 3.0%，同比增加 0.46ppt；3) 研发费用率 6.0%，同比增加 3.48ppt；研发费用 1.3 亿元，同比增长 168.5%，主要是研制任务数量同比明显增加，且 2021 年同期研发项目多处于预研阶段，相关投入有限，本期研发项目相关投入明显增加导致；4) 财务费用率-1.1%，去年同期-0.2%。

➤ **存货增长较多或反映订单景气。**截至 3Q22 末，公司：1) 应收账款及票据 9.5 亿元，较年初增加 6.2%；2) 预付款项 1.1 亿元，年初为 0.05 亿元；3) 存货 14.6 亿元，较年初增加 37.4%；4) 合同负债 3.9 亿元，较年初减少 13.6%；5) 总资产 75.7 亿元，较年初增加 192.2%，主要是公司 2022 年 6 月 IPO 募集资金，货币资金大幅增加，导致总资产增长明显；6) 经营活动现金流净额 3.1 亿元，同比增长 26.0%。

➤ **投资建议：**公司为我国大型无人机系统领军企业，航空工业集团内目前唯一的上市无人机公司。翼龙系列无人机在全球察打一体无人机市占率位居全球第二，用户遍及十余个国家。受益于“十四五”期间国内特种领域，以及海外军贸业务的不断发展，包括国家应急领域需求的不断增长，公司未来几年业绩有望持续攀升。我们预计，公司 2022~2024 年归母净利润分别是 4.00 亿元、5.50 亿元、7.72 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 83x/60x/43x。**我们考虑到公司下游用户的需求增长和公司较强的壁垒，维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；国内外市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2476	3265	4365	5924
增长率 (%)	103.4	31.9	33.7	35.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	296	400	550	772
增长率 (%)	79.3	35.2	37.6	40.3
每股收益 (元)	0.44	0.59	0.82	1.14
PE	112	83	60	43
PB	28.5	5.8	5.3	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

49.10 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

相关研究

1. 中无人机 (688297.SH) 2022 年中报点评：2Q22 业绩增长超 100%；研发投入持续加大-2022/08/18

2. 中无人机 (688297.SH) 首次覆盖报告：无人机系列#1：“大国之翼”，我国稀缺无人机系统龙头-2022/07/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2476	3265	4365	5924
营业成本	1881	2482	3307	4488
营业税金及附加	4	5	7	9
销售费用	17	23	31	41
管理费用	75	98	127	165
研发费用	160	229	287	366
EBIT	334	429	607	854
财务费用	-4	-4	-4	-4
资产减值损失	-16	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	330	446	614	861
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	330	446	614	861
所得税	34	46	64	89
净利润	296	400	550	772
归属于母公司净利润	296	400	550	772
EBITDA	407	527	712	966

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	342	5172	5561	6089
应收账款及票据	898	1185	1663	2370
预付款项	5	6	8	11
存货	1064	1403	1964	2798
其他流动资产	13	33	9	11
流动资产合计	2321	7799	9205	11278
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	36	85	126	160
无形资产	140	140	140	140
非流动资产合计	269	318	359	394
资产合计	2590	8117	9565	11672
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	841	1428	1998	2847
其他流动负债	490	833	1160	1647
流动负债合计	1331	2261	3158	4494
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	98	98	98	98
非流动负债合计	98	98	98	98
负债合计	1428	2358	3256	4591
股本	540	675	675	675
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1162	5759	6309	7081
负债和股东权益合计	2590	8117	9565	11672

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	103.41	31.89	33.70	35.70
EBIT 增长率	80.91	28.37	41.32	40.70
净利润增长率	79.29	35.19	37.60	40.31
盈利能力 (%)				
毛利率	24.02	24.00	24.24	24.24
净利率	11.95	12.25	12.60	13.03
总资产收益率 ROA	11.42	4.93	5.75	6.61
净资产收益率 ROE	25.45	6.94	8.72	10.90
偿债能力				
流动比率	1.74	3.45	2.91	2.51
速动比率	0.94	2.82	2.29	1.88
现金比率	0.26	2.29	1.76	1.35
资产负债率 (%)	55.14	29.05	34.04	39.34
经营效率				
应收账款周转天数	90.40	90.40	94.93	99.67
存货周转天数	206.40	206.40	216.72	227.56
总资产周转率	0.96	0.40	0.46	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.59	0.82	1.14
每股净资产	1.72	8.53	9.35	10.49
每股经营现金流	0.08	1.14	0.79	1.00
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	112	83	60	43
PB	28.5	5.8	5.3	4.7
EV/EBITDA	80.73	53.22	38.87	28.09
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	296	400	550	772
折旧和摊销	73	98	105	112
营运资金变动	-329	282	-120	-210
经营活动现金流	51	770	535	674
资本开支	-132	-136	-146	-146
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-132	-136	-146	-146
股权募资	371	4197	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	194	4197	0	0
现金净流量	113	4831	389	528

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026