

22 年业绩同比增长 25%；研发投入持续加大

2023 年 05 月 09 日

➤ **事件：**公司于 4 月 29 日发布了 2022 年报和 2023 年一季报，2022 全年实现营收 27.7 亿元，YoY+12.0%；归母净利润 3.7 亿元，YoY+25.1%；扣非归母净利润 3.6 亿元，YoY+25.7%。**2022 年业绩基本符合市场预期。**1Q23 实现营收 4.8 亿元，YoY-44.3%，归母净利润 0.6 亿元，YoY-52.1%。1Q23 业绩低于市场预期，收入下降主要是按照合同约定，交付产品数量较上年同期有所减少导致；伴随研制任务增加，研发投入同比增大影响表观利润。

➤ **22 年盈利能力有所提升；技术服务项目结构优化提升毛利率水平。**1) **单季度看**，4Q22 实现营收 6.1 亿元，同比增加 13.2%；归母净利润 1139 万元，上年同期-249 万元。2) **盈利能力方面**，4Q22 毛利率同比减少 8.1ppt 至 16.8%，净利率同比增加 2.3ppt 至 1.9%；1Q23 毛利率同比提升 4.2ppt 至 27.0%，净利率同比下降 2.2ppt 至 13.5%。**全年看**，22 年公司毛利率同比提升 0.2ppt 至 24.3%，净利率同比增加 1.4ppt 至 13.3%，主要是公司加强市场开发力度，无人机技术服务毛利率同比增加 12.03ppt 至 63.8%，推动综合毛利率提升。

➤ **内销收入增长较快，军贸盈利能力持续提升。**分产品看，2022 年：1) 无人机系统及相关产品营收 26.6 亿元，YoY+11.2%，毛利率同比减少 0.4ppt 至 22.7%；2) 无人机技术服务营收 1.1 亿元，YoY+36.3%，毛利率同比增加 12.0ppt 至 63.8%，毛利率提升主要是项目构成有所变化。**分销售模式看**，军贸出口仍是公司主要收入来源，22 年营收同比增长 8.8%至 24.1 亿元，毛利率同比增加 0.6ppt 至 27.0%；22 年内销收入增速相对较快，营收同比增长 39.7%至 3.6 亿元，毛利率同比增加 2.9ppt 至 5.8%。

➤ **持续加大研发投入；存货/合同负债或反映下游旺盛需求。**2022 年公司：1) 期间费用率同比减少 0.6ppt 至 9.4%，其中管理费用率同比增加 0.5ppt 至 3.5%；研发费用同比增长 18.4%至 1.9 亿元，研发费用率同比增加 0.4ppt 至 6.8%，1Q23 研发费用同比增加 71.3%，研发费用率同比增加 0.7ppt 至 7.5%，主要是研发项目相关投入增加。2) 截至 2022 年末，公司存货同比增长 36.6%至 14.5 亿元，主要是业务规模扩大，备货、投产所致，合同负债同比增长 77.8%至 8.0 亿元，主要是预收货款增加。存货和合同负债增长较多或反映下游需求旺盛。公司固定资产同比增长 108.5%至 0.75 亿元，主要是固定资产投资增加导致。

➤ **投资建议：**公司为我国大型无人机系统领军企业，受益于“十四五”期间国内特种领域和军贸业务的不断发展，公司未来有望进入发展快车道。考虑到公司产品结构及下游需求节奏变化，我们调整公司 2023~2025 年归母净利润为 4.88 亿元、6.81 亿元、9.44 亿元，对应 2023~2025 年 PE 为 70x/50x/36x。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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2773	3628	5023	6785
增长率 (%)	12.0	30.8	38.4	35.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	370	488	681	944
增长率 (%)	25.1	31.9	39.6	38.5
每股收益 (元)	0.55	0.72	1.01	1.40
PE	92	70	50	36
PB	5.9	5.7	5.3	4.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 05 月 08 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

50.69 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 年三季报点评：产品结构等因素影响短期收入；研发投入不断加大-2022/10/29

2.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

3.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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2773	3628	5023	6785
营业成本	2100	2731	3780	5100
营业税金及附加	14	18	24	33
销售费用	20	24	32	41
管理费用	98	125	167	220
研发费用	189	228	299	388
EBIT	352	502	720	1002
财务费用	-47	-4	-4	-4
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	7	15	19	24
营业利润	406	535	747	1034
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	405	535	747	1034
所得税	35	47	65	90
净利润	370	488	681	944
归属于母公司净利润	370	488	681	944
EBITDA	438	589	814	1103

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3090	3067	3038	3097
应收账款及票据	1171	1532	2226	3158
预付款项	26	34	47	63
存货	1453	1890	2747	3891
其他流动资产	1816	1834	1809	1811
流动资产合计	7556	8356	9866	12019
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	75	118	154	183
无形资产	72	88	104	120
非流动资产合计	237	297	349	394
资产合计	7793	8653	10215	12413
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1025	1571	2284	3235
其他流动负债	894	957	1363	1903
流动负债合计	1919	2528	3646	5138
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	117	117	117	117
非流动负债合计	117	117	117	117
负债合计	2036	2645	3763	5255
股本	675	675	675	675
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5757	6008	6451	7158
负债和股东权益合计	7793	8653	10215	12413

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.01	30.83	38.45	35.08
EBIT 增长率	5.17	42.76	43.37	39.14
净利润增长率	25.14	31.92	39.57	38.54
盈利能力 (%)				
毛利率	24.26	24.73	24.74	24.83
净利率	13.35	13.46	13.57	13.91
总资产收益率 ROA	4.75	5.64	6.67	7.61
净资产收益率 ROE	6.43	8.13	10.56	13.19
偿债能力				
流动比率	3.94	3.31	2.71	2.34
速动比率	3.16	2.53	1.94	1.57
现金比率	1.61	1.21	0.83	0.60
资产负债率 (%)	26.13	30.57	36.84	42.33
经营效率				
应收账款周转天数	77.62	77.62	81.50	85.58
存货周转天数	252.56	252.56	265.19	278.45
总资产周转率	0.36	0.42	0.49	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.72	1.01	1.40
每股净资产	8.53	8.90	9.56	10.60
每股经营现金流	0.56	0.50	0.50	0.62
每股股利	0.35	0.35	0.35	0.35
估值分析				
PE	92	70	50	36
PB	5.9	5.7	5.3	4.8
EV/EBITDA	71.25	53.00	38.39	28.28
股息收益率 (%)	0.69	0.69	0.69	0.69

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	370	488	681	944
折旧和摊销	86	87	94	101
营运资金变动	-77	-214	-421	-602
经营活动现金流	378	335	336	419
资本开支	-44	-135	-146	-146
投资	-1,800	0	0	0
投资活动现金流	-1,844	-121	-127	-122
股权募资	4,210	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	4,195	-238	-238	-238
现金净流量	2,728	-23	-29	59

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