

2023年04月06日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航天彩虹 (002389)

2022 年年报点评：内外市场齐拓展，无人机及相关产品收入增长翻倍

报告摘要

◆ 事件：公司3月30日公告，2022年营收（38.58亿元，+32.40%），归母净利润（3.07亿元，+34.76%），扣非归母净利润（2.70亿元，+55.45%），毛利率（20.97%，-3.27pcts），净利率（8.11%，-0.17pcts）。同时披露了2023年度总体经营规划，预计公司2023年营收同比增长15-30%；净利润同比增长30-60%。

◆ 无人机及相关产品需求逐步释放，带动整体营收快速增长

2022 全年，公司实现营收（38.58 亿元，+32.40%），归母净利润（3.07 亿元，+34.76%），扣非归母净利润（2.70 亿元，+55.45%），我们认为，公司收入与业绩快速增长的主要原因是国内无人机及相关产品需求逐步释放，国外无人机及相关产品用户市场拓展顺利。尽管公司三费率（6.63%，-3.21pcts）下降明显，且毛利率较高的国外业务收入（10.93 亿元，+99.58%）出现显著增长，但受到膜业务毛利率（12.71%，-9.99pcts）明显下降，以及商誉减值和存货跌价等因素引起的资产减值损失提升（0.52 亿元，较 2021 年增加 0.45 亿元）等原因影响，公司毛利率与净利率均出现下滑。

单季度来看，公司 2022Q4 实现营收（17.4 亿元，+39.96%）与归母净利润（2.17 亿元，+53.12%）均实现同比快速增长，公司四季度业绩占全年比例（45.11%）较高，存在季节性特征。

公司业务主要包含无人机及相关产品，以及新材料业务两方面，2022 年具体情况如下：

① 无人机及相关产品收入（24.73 亿元，+121.27%）翻倍，毛利率（23.62%，+5.77pcts）有所提升，占总营业收入的比例（64.10%，+25.74pcts）明显提高，我们认为主要系毛利率较高的出口无人机及相关产品收入占比快速提升所致。从公司无人机业务相关子公司来看，彩虹公司收入（24.38 亿元，+96.49%）与净利润（3.30 亿元，+227.10%）均实现大

投资评级

买入

维持评级

2023年04月06日

收盘价(元):

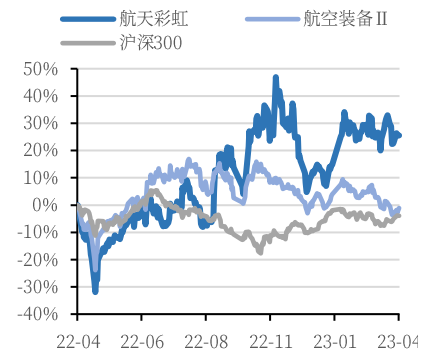
23.15

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	996.98
总市值(百万)	23,080.20
流通股本(百万股)	926.76
流通市值(百万)	21,454.48
12月最高/最低价(元)	27.88/12.33
资产负债率(%)	18.17
每股净资产(元)	7.91
市盈率(TTM)	75.26
市净率(PB)	2.93
净资产收益率(%)	3.89

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC 执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

相关研究报告

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

幅增长，神飞营收（2.35 亿，-42.99%）与净利润（0.07 亿，-86.16%）均出现明显下滑，我们认为可能与公司产品业务及订单结构发生变化有关。

② 技术服务实现营收（1.37 亿元，-59.06%），毛利率（39.20%，-11.67pcts）。

③ 新材料方面，背材膜及绝缘材料营收（7.41 亿元，-7.29%），毛利率（10.00%，-14.84pcts）；光学膜营收（4.59 亿元，+3.39%），毛利率（17.09%，-6.46pcts），膜业务毛利率均出现明显下降，主要系原材料价格上涨，且销量减少所致。

从公司披露的 2023 年日常关联交易看，公司预计向航天科技集团内部成员单位（关联人）销售产品及服务额（38 亿元，+51.88%），对照公司 2023 年度总体经营规划，我们判断，无人机及相关产品业务仍将是公司收入业绩实现快速增长的重要驱动力，随着国外业务占比逐步提升，宏观环境逐渐改善，预计公司毛利率与净利率水平也将逐步回升。

◆ 经营效率明显提升，募投项目有望形成新的业务增量

报告期内，公司三费费用率（6.63%，-3.21pcts）有所下降，特别是财务费用率（-1.28%，-1.80pcts）下降明显，主要是本期汇兑收益增加、利息收入增加所致。另外，公司研发投入（1.66 亿元，-11.22%），主要系部分研发支出资本化所致。但从公司募集资金投向 CH-4 增强型无人机科研项目进展过半来看，有望在未来形成新的业务增量。

现金流方面，经营活动产生的现金流量净额（4.74 亿元，+1138.01%）大幅增长，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（-6.70 亿元，-443.11%）大幅下降，主要系本期部分闲置募集资金购买的结构性存款尚未到期，同时资本性支出增加所致；筹资活动产生的现金流量净额（-0.59 亿元，-107.57%）明显下降，主要系上期收到募集资金款所致。

其他财务数据方面，公司存货（7.92 亿元，+6.51%）依旧维持在较高水平，造成公司存货跌价损失及合同履约成本减值损失达到 0.52 亿元（较 2021 年增加 0.45 亿元），同时公司在报告期内计提了定增形成反向购买的商誉 0.26 亿元，剩余商誉 5.63 亿元。

◆ “机弹一体”复合型公司，产品结构踩准内外需求节奏；

公司是中国航天科技集团公司第十一研究院控股的上市公司，主要从事彩虹系列无人机以和新材料产品的设计研发及生产。

① 无人机业务

航天彩虹（002389）2022 年中报点评：无人机及相关产品营收同比增长 209.96%，中高空长航时无人机或开始迎来国内列装加速发展
—2022-08-29

无人机业务方面，公司作为系统集成商，位于产业链核心位置。整机产品主要用于军事用途，已构建起远中近程、高中低空、高速和低速相结合的无人机应用体系。从2004年起实现批量出口，远销非洲、亚洲的十余个国家，累计完成超过1000余架各型无人机整机生产交付任务，**整机出口数量及金额在国内领先，且多款产品已装备国内**。成熟产品包括彩虹-3中空多用途无人机、彩虹-4中空侦察/打击无人机、彩虹-5中高空长航时无人机、等；在研产品包括彩虹-6大型双发高速多用途无人机、彩虹-7隐身无人机、彩虹-10无人倾转旋翼机等。

与此同时，公司在**察打一体无人机产业链覆盖范围较为完全，结合整机研发同步研制射手系列空地导弹配装彩虹无人机**，形成彩虹-3/4/5无人机的察打型产品，同时牵引供应商开发光电四合一载荷、高清相机、雷达设备、电子侦察设备等十余种任务载荷。

报告期内，公司无人机交付数量创历史新高，各项目售后服务均按计划有序开展，客户满意度达100%；国内业务，主力产品计入国内装备序列，目前彩虹已成为国内销量最大的中大型无人机型号；国际业务，克服国际经济形势下行等不利条件下成功与多个国外用户达成续订、增订订单或意向，市场开拓成果显著，销售规模 and 市场份额进一步扩大；民用市场，与中国电信合、航遥中心等客户开展深入合作，深耕应急救援、航空物探、资源检测、测绘等应用领域，未来将会进一步向专业数据服务商的方向发展。

② 新材料业务

公司新材料业务分为功能聚酯薄膜、光学膜业务板块，主要客户包括国内外面板制造商、光伏背板制造商等。**功能性聚酯薄膜**产品主要应用于光伏行业中的太阳能背板基膜，**光学膜**主要应用于高端液晶显示器材背光膜组、抗静电保护膜、触摸屏保护膜、汽车玻璃隔热贴膜等，产品包括反射膜、增亮膜等系列产品。

报告期内，公司克服国内外经济增长疲软的不利影响，在继续保持与三星、TCL、VESTEL等国内外一流TV品牌商建立战略合作关系的基础上，与全球著名灯具制造商和全球教育会议机品牌商建立战略合作关系，逐步形成重点以国内为主、国内国际相互促进的新材料产业发展格局。

我们认为，2023年，公司业务所处行业基本面持续向好。无人机业务产品结构发展踩准内外需求节奏，核心产品中空长航时无人机，因技术相对成熟、应用场景广泛，产业链核心分系统自主可控程度高，或成为国内外无人机品类中率先进入放量的品类，有望十四五期间持续保持高速增长；公司

新材料产业已跨过成长期进入成熟期，产品愈加具有应用多元化的趋势，随着国内光伏项目建设持续推进和消费电子终端需求逐渐抬升，行业周期调头向上，新材料产业经营利润有望提升。

◆ 重组无人机业务后首次推出股票激励计划

2022年2月5日,公司公告完成2021年限制性股票激励计划授予登记,向271人授予股票868.21万股限制性股票,约占总股本的5.23%,授予价格为12.80元/股。授予的权益解除限售业绩考核目标为以2020年业绩为基数,2022年-2024年净利润复合增长率不低于9.5%、10%以及10.5%。此次股权激励为重组无人机业务后首次推出的股票激励计划,将望加深高管、核心员工利益与公司利益的绑定,将有助于提升团队稳定性并激发公司创新活力,促进公司中长期经营业绩和内在价值的持续提升,为国企高质量发展注入动力。

◆ 投资建议

我们认为,公司是我国整机出口数量及金额在国内领先,且多款产品已装备国内。具体观点如下:

- ① 随着未来战争环境的日益复杂多变,无人机的作用将逐步凸显。我国无人机装备规划中明确将无人机作为未来装备体系的重要力量和关键装备,公司相关业务有望持续受益;
- ② 公司是A股为数不多的“机弹一体”型公司,具有一定稀缺性;
- ③ 公司核心产品中空长航时无人机踩准内外需求节奏,技术成熟度相对较高、应用场景广泛,有望在国内外无人机品类中率先实现放量;
- ④ 在公司在海外市场的拓展下,军贸业务收入体量有望逐步提高,结合公司提质增效,三费率有望持续下降,将为公司未来体量快速增长中,业绩同步实现更高的增速奠定基础;

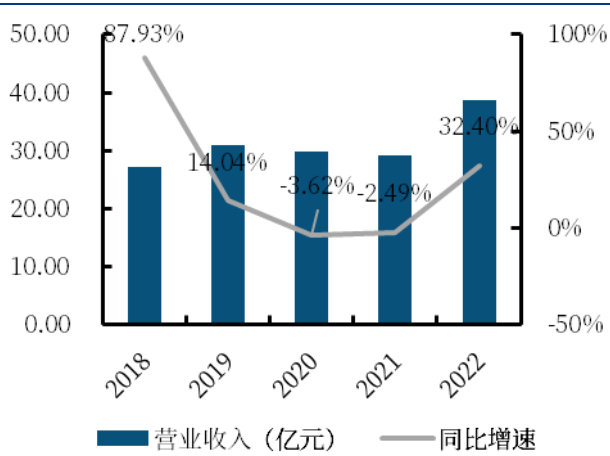
基于以上观点,我们预测公司2023、2024、2025年归母净利润分别为4.68亿元、6.50亿元、7.94亿元, EPS为0.47元、0.65元、0.80元,当前股价对应PE分别为49.28倍、35.53倍、29.04倍。

◆ 风险提示

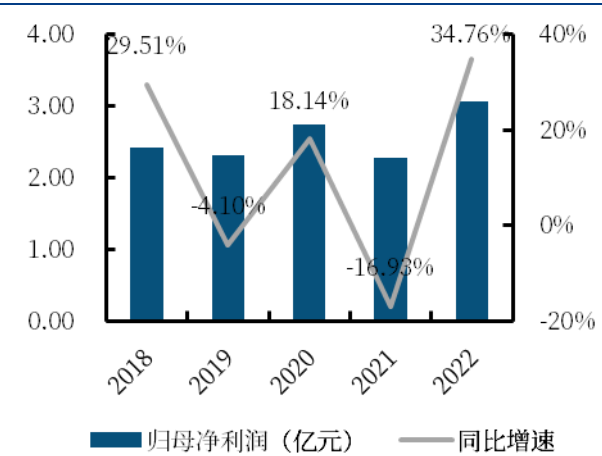
宏观政策变化、海外市场疲软、技术研发不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动风险。

财务数据与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3857.90	4984.62	6066.95	6998.92

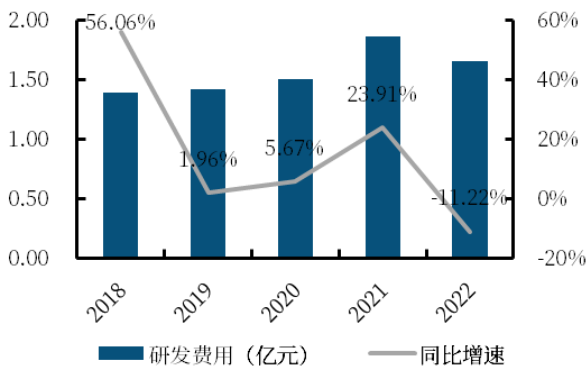
增长率(%)	32.40%	29.21%	21.71%	15.36%
归属母公司股东净利润	306.67	468.34	649.51	794.65
增长率(%)	34.76%	52.72%	38.68%	22.35%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.47	0.65	0.80

● 2018-2022 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; %)


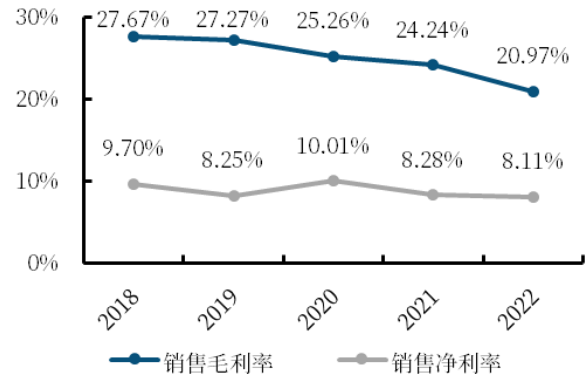
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司年报归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)


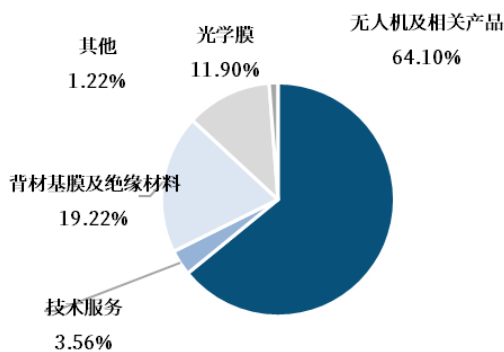
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司研发费用及同比增速 (单位: 亿元; %)


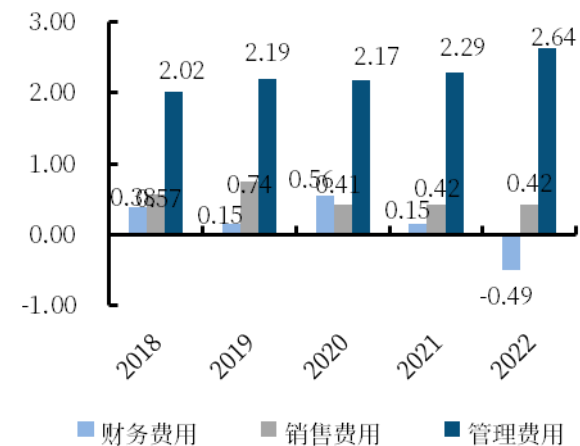
资料来源: Wind, 中航证券研究所

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5 公司年报收入结构 (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	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
利润表							
营业收入	2,988.33	2,913.83	3,857.90	4,984.62	6,066.95	6,998.92	
减: 营业成本	2,233.36	2,207.55	3,048.87	3,815.58	4,554.07	5,193.60	
税金及附加	20.62	22.77	32.03	41.38	50.37	58.11	
主营业务利润	734.35	683.51	777.01	1,127.66	1,462.51	1,747.21	
减: 销售费用	41.32	42.35	41.53	49.85	60.67	69.99	
管理费用	217.30	229.30	263.60	333.97	400.42	454.93	
研发费用	150.51	186.49	165.56	209.35	248.74	279.96	
财务费用	55.60	15.11	-49.38	3.00	-0.55	-4.85	
经营性利润	269.62	210.26	355.69	531.49	753.23	947.18	
加: 资产减值损失	-31.69	-7.37	-52.02	-44.22	-50.32	-71.51	
信用减值损失	-1.52	-4.85	6.95	-0.61	-0.75	-0.86	
其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	-5.76	-3.63	25.89	5.50	5.50	5.50	
公允价值变动损益	0.00	0.00	3.70	0.00	0.00	0.00	
资产处置收益	34.24	18.17	0.01	17.47	17.47	17.47	
其他收益	61.72	63.53	17.30	47.51	47.51	47.51	
营业利润	326.62	276.10	357.53	557.13	772.64	945.30	
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	4.19	4.10	3.20	3.83	3.83	3.83	
减: 营业外支出	5.91	3.10	2.46	3.82	3.82	3.82	
利润总额	324.89	277.10	358.26	557.14	772.65	945.30	
减: 所得税	25.63	35.91	45.52	62.32	86.42	105.74	
净利润	299.26	241.19	312.74	494.82	686.22	839.57	
减: 少数股东损益	25.32	13.63	6.07	26.48	36.72	44.92	
归属母公司股东净利润	273.94	227.57	306.67	468.34	649.51	794.65	
资产负债表							
货币资金	736.91	1,747.94	1,479.67	1,542.73	1,896.80	2,541.58	
交易性金融资产	0.00	0.00	373.70	373.70	373.70	373.70	
应收票据	68.49	67.78	185.22	156.50	190.48	219.74	
应收账款	2,585.67	2,348.42	2,506.78	3,238.90	3,942.17	4,547.75	
预付账款	79.30	116.27	113.78	159.39	194.00	223.81	
其他应收款	198.59	49.67	21.18	147.87	179.97	207.62	
存货	597.54	743.85	792.26	1,099.35	1,312.12	1,496.38	
其他流动资产	141.16	149.48	14.91	170.14	207.09	238.90	
长期股权投资	11.33	8.08	0.00	3.53	7.06	10.59	
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资性房地产	160.57	359.03	328.68	285.01	241.35	197.68	
固定资产和在建工程	2,174.51	2,008.98	1,975.51	1,962.46	1,778.61	1,533.95	
无形资产和开发支出	1,956.80	1,860.35	1,982.87	1,788.55	1,584.92	1,371.98	
其他非流动资产	92.01	52.05	74.03	71.02	68.01	68.01	
资产总计	8,802.88	9,511.90	9,848.60	10,999.16	11,976.28	13,031.69	
短期借款	200.00	0.00	20.02	0.00	0.00	0.00	
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付票据	313.43	122.14	161.41	316.20	377.40	430.40	
应付账款	937.26	895.11	837.07	1,398.65	1,669.35	1,903.78	
预收账款	2.26	1.32	0.01	2.02	2.45	2.83	
合同负债	102.26	10.49	9.78	67.05	81.61	94.15	
其他应付款	228.54	190.12	382.66	399.32	476.60	543.53	
长期借款	81.20	239.07	184.40	139.59	85.87	34.43	
其他负债	160.41	167.61	194.54	185.40	192.65	198.88	
负债合计	2,025.37	1,625.87	1,789.89	2,508.22	2,885.94	3,208.00	
股本	946.06	988.30	996.99	996.99	996.99	996.99	
资本公积	4,722.46	5,590.68	5,721.68	5,721.68	5,721.68	5,721.68	
留存收益	946.05	1,130.49	1,163.69	1,569.43	2,132.12	2,820.54	
归属母公司股东权益	6,614.57	7,709.47	7,882.35	8,288.10	8,850.78	9,539.21	
少数股东权益	162.93	176.56	176.36	202.84	239.55	284.47	
股东权益合计	6,777.50	7,886.03	8,058.71	8,490.93	9,090.34	9,823.69	
负债和股东权益合计	8,802.88	9,511.90	9,848.60	10,999.16	11,976.28	13,031.69	
投入资本(IC)	6,620.64	6,668.54	6,795.55	7,212.55	7,512.40	7,642.72	
现金流量表							
资本支出	220.09	224.43	350.16	300.00	170.00	150.00	
自由现金流	296.98	121.29	69.72	68.50	373.90	692.95	
短期借款增加	-224.00	-200.00	20.02	-20.02	0.00	0.00	
长期带息债务增加	81.20	157.87	-54.67	-44.81	-53.72	-51.44	
股权筹资额				0.00	0.00	0.00	
支付普通股股利	37.84	59.82	0.00	62.60	86.82	106.22	
长期投资	0.02	114.18	-333.04	-5.91	-5.91	-5.91	
经营性现金净流量	410.58	26.47	454.61	481.94	652.50	936.04	
投资性现金净流量	-170.27	192.85	-661.67	-288.44	-158.44	-138.44	
筹资性现金净流量	-187.86	782.95	-59.28	-130.44	-139.99	-152.81	
现金流量净额	51.67	1,001.67	-263.92	63.06	354.07	644.79	
货币资金的期初余额	654.44	706.11	1,719.57	1,479.67	1,542.73	1,896.80	
货币资金的期末余额	736.91	1,747.94	1,479.67	1,542.73	1,896.80	2,541.58	
企业自由现金流	296.98	121.29	69.72	68.50	373.90	692.95	
权益自由现金流	102.97	66.01	78.18	1.00	320.66	645.82	

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。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%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: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 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:

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

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

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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