

## 中无人机 (688297.SH)

强烈推荐 (首次)

### 无人机系统核心供应商, 22H1 营收端大幅增长

事件: 公司发布 2022 年半年报, 期内实现营业收入 16.62 亿元, 同比增长 47.93%; 实现归母净利润 2.36 亿, 同比增长 5.1%; 实现扣非归母净利润 2.33 亿, 同比增长 3.79%。

□ **2022H1 营收端大幅增长。**公司 22 年上半年营收端大幅增长, 主要由于公司积极开拓市场, 军贸整机业务收入规模较上年同期增加。收入增长幅度大于利润增长幅度, 主要系 22 年上半年公司研发费用较上期大幅增加, 且部分合同因采取竞争性价格策略使得 2022 年上半年销售毛利率较上年同期有所下降。二季度单季度来看, 收入 (8.06 亿, +152.54%), 归母净利润 (1.02 亿, +106.8%)。分业务情况来看, 无人机及相关产品实现收入 (16.37 亿, +49.65%), 占营业收入 98.5%; 技术服务实现收入 (0.25 亿, -15.68%), 占营业收入 1.5%。

□ **营业成本及研发费用增幅较大导致利润率同比下降。**盈利能力方面, 2022H1 公司销售毛利率为 24.26%, 比去年同期下降 6.09pct。营业成本 (12.59 亿, +61%), 营业成本增幅大于营业收入增幅的原因系部分合同采取竞争性价格策略导致 2022 年上半年毛利率较上年同期有所下降。第二季度单季度销售毛利率为 25.83%, 环比一季度提升 3.05pct。期内公司发生销售费用 (531 万, +16%); 管理费用 (4106 万, +33%); 财务费用 (-34 万, -85%)。三项费用率为 2.77%, 比去年同期下降 0.19pct。公司半年度研发费用 (9163 万, +179%), 主要系研制任务数量较上年同期明显增加。同时, 2021 年同期, 研发项目多处于预研阶段, 相关投入有限。随研发进度推进, 本期研发项目相关投入明显增加。销售净利率为 14.2%, 同期下降 5.79pct。

□ **应收账款、预付账款大幅增长。**资产负债表方面, 本期末公司货币资金为 45.25 亿, 主要是收到首次公开发行股票募集资金所致。应收账款为 14.83 亿, 相比 21 年末增长 141.89%, 主要是本期销售增长导致应收款余额增加所致。本期末应付账款余额为 12.16 亿, 相比 21 年末增长 44.6%, 主要是原材料采购增加所致, 应收、预付的大幅增长, 表明公司下游需求旺盛, 公司在积极备产备货。

□ **公司是大型固定翼长航时无人机系统核心供应商。**公司主要从事无人机系统的设计研发、生产制造、销售和服务, 主要产品包括翼龙-1、翼龙-1D、翼龙-2 等翼龙系列无人机系统, 具备长航时、全自主多种控制模式、多种复合侦察手段、多种载荷武器集成、精确侦察与打击能力和全面灵活的支持保障能力。公司的翼龙系列无人机在全球察打一体无人机市场中占有率位居全球第二、中国第一, 用户遍及十余个国家。目前公司无人机收入仍以外贸市场为主, 预计十四五期间公司国内市场有望快速增长。

□ **盈利预测:** 预测 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.83 亿、5.11 亿和 7.09 亿元, 对应 PE 估值分别为 91、68、49 倍, 给予“强烈推荐”评级!

□ **风险提示:** 下游需求释放不及预期; 市场竞争加剧导致公司份额及利润下降; 股价大幅波动的风险

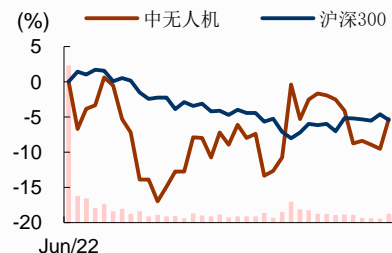
中游制造/军工  
目标估值: NA  
当前股价: 53.98 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	67500
已上市流通股 (万股)	12489
总市值 (亿元)	364
流通市值 (亿元)	67
每股净资产 (MRQ)	8.3
ROE (TTM)	5.5
资产负债率	23.7%
主要股东	成都飞机工业(集团)有限责
主要股东持股比例	26.41%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	59	59
相对表现	7	68	72



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

王超 S1090514080007  
wangchao18@cmschina.com.cn  
杨雨南 S1090520050001  
yangyunan@cmschina.com.cn  
芮鹏亮 研究助理  
ruipengliang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1217	2476	3554	4762	6400
同比增长	385%	103%	44%	34%	34%
营业利润(百万元)	190	330	428	571	792
同比增长	-1832%	74%	29%	34%	39%
归母净利润(百万元)	165	296	383	511	709
同比增长	-1769%	79%	29%	34%	39%
每股收益(元)	0.24	0.44	0.57	0.76	1.05
PE	220.9	123.2	95.2	71.2	51.4
PB	59.1	31.4	23.6	18.8	14.6

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1540	2321	3939	5230	6856
现金	208	342	1122	1455	1784
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	110	285	409	548	737
应收款项	674	613	853	1142	1535
其它应收款	0	2	3	4	6
存货	546	1064	1531	2051	2754
其他	1	15	22	29	39
<b>非流动资产</b>	130	269	209	153	102
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	106	36	(10)	(54)	(94)
无形资产商誉	4	140	126	113	102
其他	20	94	94	94	94
<b>资产总计</b>	<b>1670</b>	<b>2590</b>	<b>4148</b>	<b>5383</b>	<b>6957</b>
<b>流动负债</b>	1054	1331	2506	3344	4362
短期借款	0	0	597	799	958
应付账款	618	841	1219	1634	2194
预收账款	336	449	651	873	1172
其他	100	41	38	38	38
<b>长期负债</b>	0	98	98	98	98
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	98	98	98	98
<b>负债合计</b>	<b>1054</b>	<b>1428</b>	<b>2603</b>	<b>3442</b>	<b>4460</b>
股本	423	540	540	540	540
资本公积金	34	302	302	302	302
留存收益	159	320	703	1099	1655
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	616	1162	1545	1941	2497
<b>负债及权益合计</b>	<b>1670</b>	<b>2590</b>	<b>4148</b>	<b>5383</b>	<b>6957</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	50	51	133	212	299
净利润	165	296	383	511	709
折旧摊销	6	70	17	12	6
财务费用	0	1	12	32	40
投资收益	0	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(119)	(313)	(269)	(335)	(455)
其它	(2)	(3)	(10)	(7)	(1)
<b>投资活动现金流</b>	(5)	(132)	65	65	65
资本支出	(5)	(255)	64	64	64
其他投资	0	123	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	38	194	582	56	(35)
借款变动	(16)	(293)	594	202	159
普通股增加	36	117	0	0	0
资本公积增加	14	268	0	0	0
股利分配	0	0	0	(115)	(153)
其他	5	101	(12)	(32)	(40)
<b>现金净增加额</b>	<b>83</b>	<b>113</b>	<b>780</b>	<b>333</b>	<b>330</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	1217	2476	3554	4762	6400
营业成本	898	1881	2728	3655	4908
营业税金及附加	3	4	5	7	10
营业费用	7	17	25	34	45
管理费用	36	75	96	120	148
研发费用	69	160	247	331	445
财务费用	(5)	(4)	12	32	40
资产减值损失	(18)	(14)	(14)	(14)	(14)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	190	330	428	571	792
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	190	330	427	571	792
所得税	25	34	44	59	82
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	165	296	383	511	709

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	385%	103%	44%	34%	34%
营业利润	-1832%	74%	29%	34%	39%
归母净利润	-1769%	79%	29%	34%	39%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.2%	24.0%	23.2%	23.2%	23.3%
净利率	13.6%	11.9%	10.8%	10.7%	11.1%
ROE	32.5%	33.3%	28.3%	29.3%	32.0%
ROIC	31.6%	32.9%	23.8%	22.1%	24.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.1%	55.1%	62.8%	63.9%	64.1%
净负债比率	0.0%	0.1%	14.4%	14.8%	13.8%
流动比率	1.5	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
存货周转率	3.1	2.3	2.1	2.0	2.0
应收账款周转率	2.5	2.9	3.3	3.2	3.2
应付账款周转率	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.24	0.44	0.57	0.76	1.05
每股经营净现金	0.07	0.08	0.20	0.31	0.44
每股净资产	0.91	1.72	2.29	2.88	3.70
每股股利	0.00	0.00	0.17	0.23	0.32
<b>估值比率</b>					
PE	220.9	123.2	95.2	71.2	51.4
PB	59.1	31.4	23.6	18.8	14.6
EV/EBITDA	153.9	88.2	64.1	47.7	35.0

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。

王超，军工行业分析师，清华大学精密仪器与机械学系工学学士、硕士，2014年7月加盟招商证券，历任华创证券研究所机械军工研究员、北京东方永泰投资管理有限公司总裁助理。2016年新财富第五名，水晶球第四名，第一财经最佳分析师第二名。2017年新财富第三名，水晶球第三名。

杨雨南，杜克大学经济学硕士，加州大学伯克利分校经济学学士，2020年加盟招商证券，曾任德邦证券机械军工研究员。

芮鹏亮，英国克兰菲尔德大学硕士，西北工业大学学士，2021年加盟招商证券，曾就职于中国航发商发。

## 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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。