

中无人机 (688297)

证券研究报告

2024年09月09日

二季度多指标改善，积极备货支撑全年业绩

事件：公司发布2024年半年报，2024 H1公司实现营业收入2.72亿元，同比-77.22%，主要系市场波动影响，本期交付产品数量同比减少所致；归母净利润-0.38亿元，同比-117.96%，扣非归母净利润-0.51亿元，同比-124.37%，主要系营收下降但期间费用与上期基本持平所致。二季度单季实现营收2.11亿元，同比-70.64%，环比+243.8%；归母净利润-0.11亿元，同比-107.64%，环比+57.78%；扣非归母净利润-0.15亿元，同比-110.23%，环比+57.83%。**我们认为，受市场波动影响，公司2024上半年业绩承压，但二季度已有明显改善，随着未来公司在军贸市场渗透率提高，叠加国内军民品需求上行，公司业绩有望加速增长。**

二季度盈利能力明显改善，存货大幅增加支撑全年业绩

利润端，2024年上半年，公司毛利率27.44%，同比-2.68pct；净利率-14.11%，同比-32.01pct。**二季度单季毛利率27.52%，环比+0.37pct；净利率-5.41%，环比+38.64pct。**费用端，公司2024上半年期间费用为1.02亿元，同比-13.56%，期间费用率为37.5%(yoy+27.62pct)，主要系受营业收入下降影响。其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为2.21%/17.65%/-12.13%/29.78%，同比+1.62/+14.05/-9.45/+21.4pct。**我们认为，或受市场波动以及营收下降影响，24上半年公司盈利表现略有波动，但二季度环比明显改善，同时公司降本增效工作仍有效推进。**资产负债表端，2024上半年公司货币资金44.52亿元，较上年期末-5.12%；预付款项0.46亿元，较上年期末+206.89%，主要是采购合同预付款增加；**存货14.97亿元，较上年期末+51.43%，主要为保障后续产品的按期交付，持续加大存货投入；应付账款13.29亿元，较上年期末+30.04%，主要是加大存货的投入力度，应付材料款增加；合同负债2.44亿元，较上年期末+199.52%，主要是收到客户预付款。****我们认为，公司目前积极备产备货，下游订单节奏稳定，全年业绩可期。**

加力研发持续创新，打造无人机新质生产力

2024上半年，公司研发投入占营收比例为29.92%，同比+21.51pct。翼龙-3、翼龙-2D、翼龙-1E、1000kg以下级无人机等项目研制有序推进；自贡产业基地基本建成，形成较为完整的零部件生产、总装集成、试验试飞、产品交付、客户培训、飞行服务等能力布局，**具备年产200架机生产能力；**在无人机智控、集成、测试、体系化保障、系统与平台设计等方面掌握了29项核心技术；获批四川省无人机中试平台，形成贯穿需求挖掘、技术开发、工程熟化、样品试制和产业化应用的全链条中试研发能力。**我们认为，公司2024上半年加大研发投入，大力推进募投项目建设，随着新建产能落地、新型号投产，或对公司未来业绩增长形成强力支撑。**

盈利预测与评级：我们认为，考虑到短期公司下游市场需求波动影响以及新产品进入军贸市场较中远期，公司2024-2026预计营业收入由原29.36/36.76/47.43亿元下调为27.44/32.79/38.69亿元，归母净利润由原3.28/4.23/5.56亿元下调为2.33/3.09/3.66亿元，对应PE为84/63/54X，维持“增持”评级。

风险提示：军品业务波动的风险；新型号装备研制不达预期的风险；产品价格的风险；企业经营状况及盈利能力不达预期的风险；主观性风险等。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,773.10 | 2,663.96 | 2,743.88 | 3,278.94 | 3,869.14 |
| 增长率(%) | 12.01 | (3.94) | 3.00 | 19.50 | 18.00 |
| EBITDA(百万元) | 625.76 | 452.86 | 151.38 | 172.53 | 215.11 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 370.10 | 302.57 | 232.89 | 309.11 | 365.83 |
| 增长率(%) | 25.14 | (18.24) | (23.03) | 32.73 | 18.35 |
| EPS(元/股) | 0.55 | 0.45 | 0.35 | 0.46 | 0.54 |
| 市盈率(P/E) | 53.00 | 64.83 | 84.23 | 63.46 | 53.62 |
| 市净率(P/B) | 3.41 | 3.36 | 3.26 | 3.15 | 3.03 |
| 市销率(P/S) | 7.07 | 7.36 | 7.15 | 5.98 | 5.07 |
| EV/EBITDA | 43.39 | 46.61 | 85.67 | 71.23 | 52.10 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|--------------|
| 行业 | 国防军工/航空装备 II |
| 6个月评级 | 增持(维持评级) |
| 当前价格 | 29.06元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 675.00 |
| 流通A股股本(百万股) | 271.62 |
| A股总市值(百万元) | 19,615.50 |
| 流通A股市值(百万元) | 7,893.33 |
| 每股净资产(元) | 8.44 |
| 资产负债率(%) | 24.10 |
| 一年内最高/最低(元) | 49.20/26.46 |

作者

| | |
|--------------------------|-------------------|
| 王泽宇 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110523070002 | wangzeyu@tfzq.com |
| 朱晔 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110522080001 | zhuye@tfzq.com |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《中无人机-首次覆盖报告:大型固定翼长航时无人机系统领军企业，国内外业务双轮驱动》 2024-08-02

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 货币资金 | 3,090.12 | 4,692.86 | 6,577.68 | 7,261.66 | 8,316.24 |
| 应收票据及应收账款 | 1,170.73 | 1,365.41 | 12.96 | 15.28 | 16.96 |
| 预付账款 | 25.91 | 15.12 | 29.12 | 23.80 | 39.26 |
| 存货 | 1,453.24 | 988.69 | 1,447.40 | 1,437.86 | 1,759.60 |
| 其他 | 1,810.76 | 13.17 | 20.11 | 18.10 | 20.60 |
| 流动资产合计 | 7,550.76 | 7,075.26 | 8,087.27 | 8,756.70 | 10,152.67 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 18.00 | 18.00 | 18.00 |
| 固定资产 | 74.96 | 90.98 | 109.05 | 116.21 | 122.45 |
| 在建工程 | 0.00 | 74.40 | 84.96 | 85.47 | 85.92 |
| 无形资产 | 71.83 | 24.91 | 14.76 | 32.76 | 49.76 |
| 其他 | 90.50 | 96.85 | 75.67 | 72.33 | 74.59 |
| 非流动资产合计 | 237.30 | 287.14 | 302.44 | 324.77 | 350.71 |
| 资产总计 | 7,792.96 | 7,362.40 | 8,389.71 | 9,081.47 | 10,503.38 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 1,024.90 | 1,146.26 | 1,289.83 | 1,582.88 | 1,618.66 |
| 其他 | 95.34 | 162.83 | 1,005.52 | 1,165.59 | 2,398.67 |
| 流动负债合计 | 1,120.24 | 1,309.09 | 2,295.35 | 2,748.47 | 4,017.33 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 116.87 | 125.73 | 85.03 | 106.29 | 2.25 |
| 非流动负债合计 | 116.87 | 125.73 | 85.03 | 106.29 | 2.25 |
| 负债合计 | 2,035.96 | 1,516.14 | 2,380.38 | 2,854.76 | 4,019.58 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 675.00 | 675.00 | 675.00 | 675.00 | 675.00 |
| 资本公积 | 4,384.92 | 4,397.45 | 4,397.45 | 4,397.45 | 4,397.45 |
| 留存收益 | 681.48 | 749.86 | 912.88 | 1,129.26 | 1,385.34 |
| 其他 | 15.60 | 23.95 | 24.00 | 25.00 | 26.00 |
| 股东权益合计 | 5,757.00 | 5,846.25 | 6,009.33 | 6,226.71 | 6,483.79 |
| 负债和股东权益总计 | 7,792.96 | 7,362.40 | 8,389.71 | 9,081.47 | 10,503.38 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| 净利润 | 370.10 | 302.57 | 232.89 | 309.11 | 365.83 |
| 折旧摊销 | 76.50 | 65.63 | 41.52 | 14.34 | 16.31 |
| 财务费用 | 3.65 | 3.63 | (140.18) | (172.17) | (193.82) |
| 投资损失 | (7.30) | (14.19) | (10.00) | (10.00) | (10.00) |
| 营运资金变动 | (1,805.77) | 1,595.87 | 1,741.08 | 492.26 | 846.19 |
| 其它 | 1,740.68 | (1,835.90) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 377.86 | 117.63 | 1,865.30 | 633.54 | 1,024.52 |
| 资本支出 | 28.37 | 100.27 | 100.70 | 18.74 | 144.04 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 18.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,872.56) | 1,614.56 | (168.70) | (48.74) | (174.04) |
| 投资活动现金流 | (1,844.20) | 1,714.83 | (50.00) | (30.00) | (30.00) |
| 债权融资 | 46.53 | 116.70 | 139.33 | 172.17 | 168.82 |
| 股权融资 | 3,987.37 | (98.60) | (69.81) | (91.73) | (108.75) |
| 其他 | 160.71 | (257.90) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | 4,194.62 | (239.81) | 69.51 | 80.44 | 60.07 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 2,728.28 | 1,592.66 | 1,884.82 | 683.97 | 1,054.59 |

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 2,773.10 | 2,663.96 | 2,743.88 | 3,278.94 | 3,869.14 |
| 营业成本 | 2,100.24 | 2,159.20 | 2,307.88 | 2,721.52 | 3,197.46 |
| 营业税金及附加 | 13.50 | 18.53 | 23.32 | 28.85 | 34.05 |
| 销售费用 | 19.68 | 19.88 | 24.69 | 31.15 | 36.76 |
| 管理费用 | 97.75 | 93.29 | 101.52 | 122.96 | 145.09 |
| 研发费用 | 189.11 | 172.63 | 186.58 | 226.25 | 266.97 |
| 财务费用 | (46.95) | (93.03) | (140.18) | (172.17) | (193.82) |
| 资产/信用减值损失 | (8.77) | 3.08 | 3.02 | 3.02 | 3.02 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 7.30 | 14.19 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他 | (4.72) | (51.73) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 405.96 | 327.93 | 253.08 | 333.40 | 395.65 |
| 营业外收入 | 0.07 | 0.05 | 0.04 | 2.00 | 2.00 |
| 营业外支出 | 0.60 | 0.00 | 0.80 | 0.50 | 1.30 |
| 利润总额 | 405.43 | 327.97 | 252.32 | 334.90 | 396.35 |
| 所得税 | 35.34 | 25.40 | 19.43 | 25.79 | 30.52 |
| 净利润 | 370.10 | 302.57 | 232.89 | 309.11 | 365.83 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 370.10 | 302.57 | 232.89 | 309.11 | 365.83 |
| 每股收益(元) | 0.55 | 0.45 | 0.35 | 0.46 | 0.54 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 12.01% | -3.94% | 3.00% | 19.50% | 18.00% |
| 营业利润 | 22.90% | -19.22% | -22.82% | 31.74% | 18.67% |
| 归属于母公司净利润 | 25.14% | -18.24% | -23.03% | 32.73% | 18.35% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 24.26% | 18.95% | 15.89% | 17.00% | 17.36% |
| 净利率 | 13.35% | 11.36% | 8.49% | 9.43% | 9.46% |
| ROE | 6.43% | 5.18% | 3.88% | 4.96% | 5.64% |
| ROIC | 44.95% | 8.40% | 9.63% | -23.36% | -16.93% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 26.13% | 20.59% | 28.37% | 31.43% | 38.27% |
| 净负债率 | -53.64% | -79.83% | -109.04% | -116.22% | -128.26% |
| 流动比率 | 3.94 | 5.09 | 3.52 | 3.19 | 2.53 |
| 速动比率 | 3.18 | 4.38 | 2.89 | 2.66 | 2.09 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 2.68 | 2.10 | 3.98 | 232.26 | 240.00 |
| 存货周转率 | 2.20 | 2.18 | 2.25 | 2.27 | 2.42 |
| 总资产周转率 | 0.53 | 0.35 | 0.35 | 0.38 | 0.40 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.55 | 0.45 | 0.35 | 0.46 | 0.54 |
| 每股经营现金流 | 0.56 | 0.17 | 2.76 | 0.94 | 1.52 |
| 每股净资产 | 8.53 | 8.66 | 8.90 | 9.22 | 9.61 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 53.00 | 64.83 | 84.23 | 63.46 | 53.62 |
| 市净率 | 3.41 | 3.36 | 3.26 | 3.15 | 3.03 |
| EV/EBITDA | 43.39 | 46.61 | 85.67 | 71.23 | 52.10 |
| EV/EBIT | 49.43 | 54.51 | 118.05 | 77.68 | 56.37 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |