

观典防务 (688287)

无人机禁毒龙头，积极拓展多领域服务和防务装备

买入 (首次)

2023年09月13日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

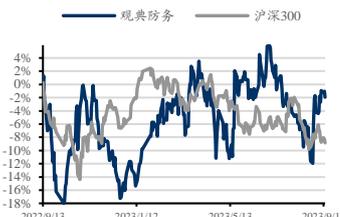
xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	291	362	453	568
同比	27%	24%	25%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	87	111	141	173
同比	21%	27%	27%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.24	0.30	0.38	0.47
P/E (现价&最新股本摊薄)	47.42	37.23	29.30	23.89

关键词: #第二曲线

- **无人机禁毒龙头，国家级专精特新“小巨人”企业。**公司是国内领先的无人机禁毒服务供应商，也是国内最早从事无人机禁毒产品研发与服务产业化的企业，围绕无人机核心布局多领域服务和防务装备等业务，主营业务包括飞行服务与数据处理、无人机系统与智能防务装备两部分。
- **无人机市场空间大，军用代表未来作战方向，民用工业级市场超越消费级市场。**无人机行业持续受益于国家支持。军用领域，军用无人机代表未来作战方向，近年全球军用无人机市场规模激增，二十大报告指出要“加快无人智能作战力量发展”，我国军用无人机市场前景广阔且将保持高速增长。民用领域，无人机在警用侦察、地理测绘、应急管理、环境保护、森林防火、资源普查、电力巡检等领域的需求体系已较为成熟，未来民用无人机市场规模将会进一步扩大，工业级无人机市场空间广阔，已超过消费级市场。
- **公司持续加大研发，在无人机禁毒领域树立行业壁垒，未来有望持续成长。**无人机行业壁垒较高，为蓝海市场，龙头企业定位各异。公司持续加大研发投入，已构建一系列自主研发的核心技术，如无人机禁毒航测技术、无人机总体设计技术、飞行控制技术，在无人机禁毒领域树立了行业壁垒，具有明显的竞争优势。禁毒纳入国家安全战略，禁毒无人机得到广泛应用，市场空间大，公司无人机禁毒作业已经形成了“航测-判读-地面核查”一体化的整体服务模式，未来有望持续成长。
- **公司积极向多领域服务和防务装备发展，有望形成新的利润增长点。**服务方面，公司紧扣“无人机是诸多行业大数据端口”这一发展趋势，探索除禁毒之外的垂直应用，如资源调查、环境监测等。产品方面，公司加强军用无人机市场开拓，大力发展智能防务装备，深耕警用市场的开拓业务，不断满足国内庞大的智能化警用产品需求，自主研发了多场景智能制暴器等，填补了我国在维稳、处突等领域的应用空白。
- **盈利预测与投资评级:**基于考虑公司在无人机禁毒市场的领先地位和向多服务领域拓展，以及公司加强军用无人机市场和智能防务装备市场开拓，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.11/1.41/1.73亿元；PE分别为37/29/24倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:**1) 市场波动风险、行业订单不及预期风险；2) 产品研发进度不及预期风险；3) 其他服务业务市场开拓的风险；4) 盈利不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.16
一年最低/最高价	9.98/14.96
市净率(倍)	3.25
流通 A 股市值(百万元)	4,134.95
总市值(百万元)	4,134.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.44
资产负债率(% ,LF)	4.55
总股本(百万股)	370.52
流通 A 股(百万股)	370.52

相关研究

内容目录

1. 无人机禁毒龙头，国家级专精特新“小巨人”企业	5
1.1. 公司深耕无人机行业多年，禁毒服务国内领先.....	5
1.2. 围绕无人机核心布局多领域服务和防务装备等业务.....	6
1.3. 公司经营稳健，财务表现良好.....	7
2. 无人机市场空间大，军用代表未来作战方向，民用工业级市场超越消费级	7
2.1. 无人机军民两用，发展迅速.....	8
2.1.1. 政策端：无人机行业持续受益于国家支持.....	10
2.1.2. 预计 2026 年全球无人机市场规模达 489 亿美元.....	12
2.2. 军用无人机代表未来作战方向，需求空间大.....	13
2.2.1. 军用无人机市场需求持续受益于国防支出预算提升.....	13
2.2.2. 军用无人机在现代战争中用途广泛，市场持续增长.....	15
2.3. 工业级无人机市场空间大，已超过消费级市场.....	15
2.3.1. 工业级无人机市场空间广阔，超过消费级市场.....	15
2.3.2. 工业级无人机受政策支持，服务是重点开拓领域.....	16
2.3.3. 工业级无人机各细分领域市场广阔.....	17
2.4. 无人机壁垒较高，目前为蓝海市场.....	18
2.4.1. 无人机行业壁垒较高.....	18
2.4.2. 无人机为蓝海市场，龙头企业定位各异.....	18
3. 公司深耕无人机禁毒，积极向多领域服务和防务装备发展	19
3.1. 公司持续加大研发投入，已构建一系列自主研发的核心技术.....	19
3.2. 公司无人机禁毒服务国内领先，积极向多服务领域拓展.....	21
3.3. 加强军用无人机市场开拓，大力发展智能防务装备.....	23
4. 盈利预测与投资评级	26
4.1. 核心假设.....	26
4.2. 盈利预测.....	26
4.3. 估值与评级.....	27
5. 风险提示	27

图表目录

图 1:	观典防务发展历程.....	5
图 2:	观典防务股权结构 (截至 2023.06.30)	5
图 3:	观典防务主营业务情况 (截至 2023.06.30)	6
图 4:	观典防务主要无人机产品型号及性能.....	6
图 5:	观典防务主要无人机分系统.....	6
图 6:	营业收入稳定增长.....	7
图 7:	归母净利润增速逐步提高.....	7
图 8:	飞行服务与系统营收各占约 50% (截至 2022 年)	7
图 9:	航天产品毛利率超过 20%	7
图 10:	无人机系统的组成.....	8
图 11:	无人机系统示意图.....	8
图 12:	无人机按应用领域分类.....	10
图 13:	二十大报告指出要加快无人智能作战力量发展.....	10
图 14:	全球无人机市场规模与增速.....	13
图 15:	我国“翼龙 II”军用无人机	13
图 16:	我国“彩虹-4”军用无人机.....	13
图 17:	2013-2022 年中国国防支出预算及增速	14
图 18:	2013-2020 世界主要国家国防费用占 GDP 比例	15
图 19:	2025 年我国军用无人机市场有望达 400 亿元.....	15
图 20:	2015-2024 年中国民用无人机市场规模	16
图 21:	2015-2024 年中国民用无人机市场规模结构	16
图 22:	2015-2024 年中国消费级无人机市场规模	16
图 23:	2015-2024 年中国工业级无人机市场规模	16
图 24:	工业级无人机行业产业链.....	17
图 25:	中国工业无人机细分领域市场规模 (单位: 亿元)	18
图 26:	中国工业无人机市场规模结构.....	18
图 27:	公司持续加大研发投入.....	20
图 28:	禁毒纳入国家安全战略.....	22
图 29:	公司禁毒无人机在执行任务前.....	22
图 30:	无人机禁毒新闻报道实例.....	22
图 31:	无人机用于资源调查实例.....	23
图 32:	无人机用于环保督察实例.....	23
图 33:	公司 2022 年 6 月公告非致命防务装备通过权威机构检测.....	25
图 34:	美国非致命性防务装备——泰瑟电击枪.....	25
图 35:	公司黄蜂制暴器 T800 产品实物图	26
图 36:	公司黄蜂制暴器 T800 产品战术运用情况.....	26
表 1:	无人机按结构分类.....	9
表 2:	近年中国无人机行业相关政策.....	11
表 3:	中国无人机行业主要企业.....	19
表 4:	公司拥有多项自主研发的先进核心技术.....	20

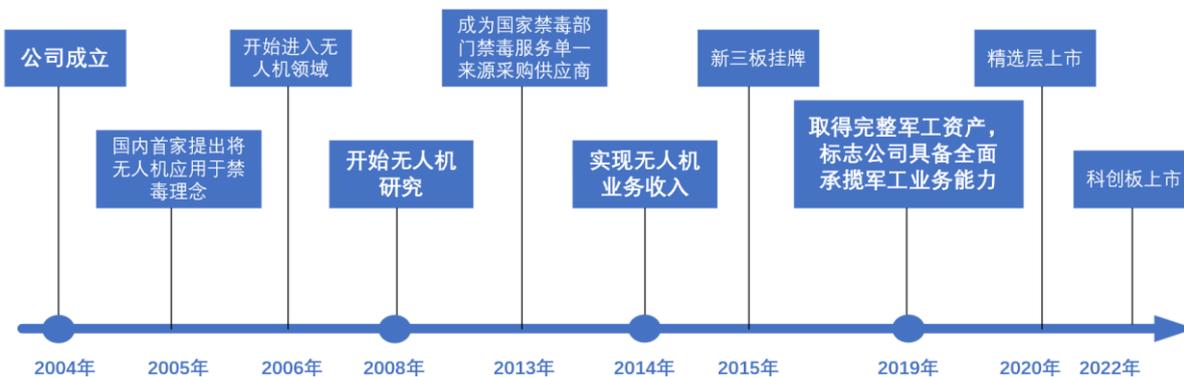
表 5: 公司持续创新, 拥有多项专利技术 (截至 2023 上半年)	21
表 6: 公司以军用、警用为方向开展多项在研项目	24
表 7: 公司业务拆分 (百万元)	27
表 8: 可比公司估值 (截至 2023 年 9 月 12 日)	27

1. 无人机禁毒龙头，国家级专精特新“小巨人”企业

1.1. 公司深耕无人机行业多年，禁毒服务国内领先

公司是国内领先的无人机禁毒服务供应商，也是国内最早从事无人机禁毒产品研发与服务产业化的企业，主营业务有飞行服务与数据处理、无人机系统与智能防务装备两部分。公司 2004 年成立，2006 年开始进入无人机领域。2008 年开始无人机研究，并逐步挖掘、培育和建立了无人机禁毒服务市场，2014 年公司实现将无人机业务作为主营业务发展方向。2019 年公司已取得完整的军工资质，标志着公司具备了全面承揽军工业务的能力。

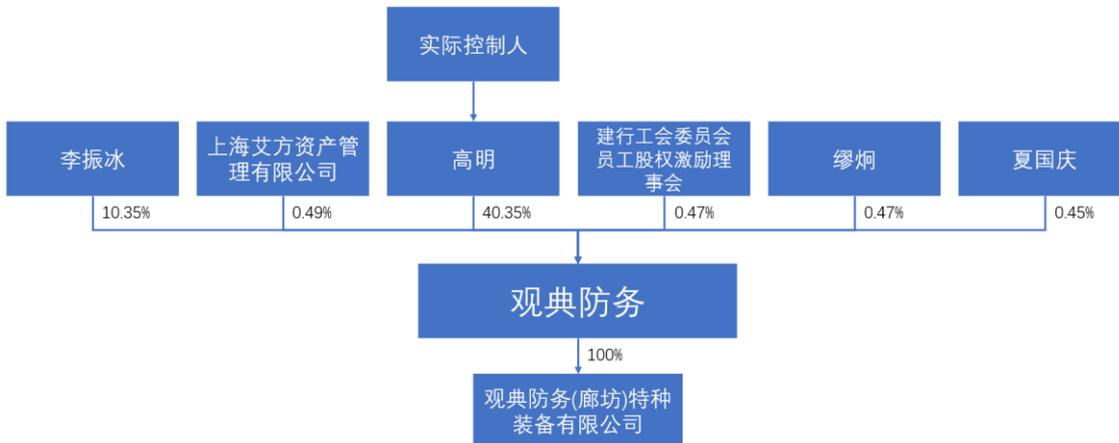
图1：观典防务发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司实控人为高明，持有公司 40.35%的股权。截至 2023 年 6 月 30 日，高管和董事多人具有无人机、禁毒专业背景，高明占股 40.35%，为公司实际控制人，亦为国内无人机禁毒航测创始人。第二大股东李振冰持股 10.35%，李振冰和高明系同胞兄弟，构成高明的一致行动人。

图2：观典防务股权结构（截至 2023.06.30）

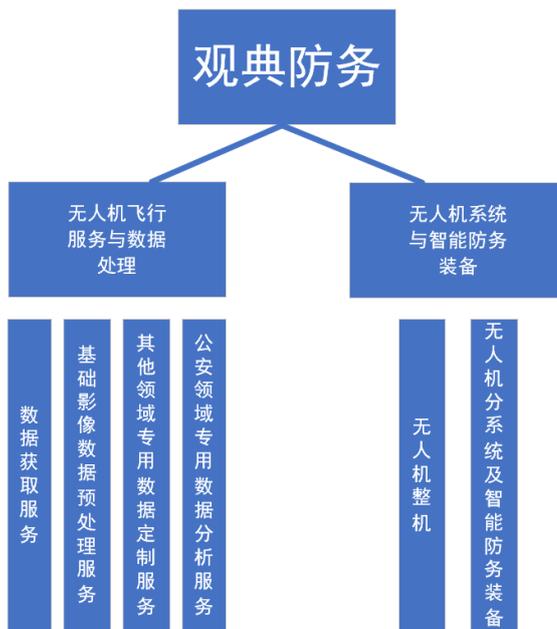


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 围绕无人机核心布局多领域服务和防务装备等业务

公司的主营业务为无人机飞行服务与数据处理和无人机系统及智能防务装备的研发、生产与销售。公司的飞行服务与数据处理业务主要包括数据获取和数据处理两部分内容，可按客户需求自由组合，公司提供相应定制化服务；无人机系统与智能防务装备业务主要包括无人机整机、无人机分系统及智能防务装备。

图3：观典防务主营业务情况（截至 2023.06.30）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

无人机整机方面，2008年至2015年，公司相继开发了“GD-A3”至“GD-A7”等五款固定翼无人机产品。2016年至今，为适应作业任务需求和市场需求，公司相继开发了多旋翼“GD-H2”、手抛式“GD-P6”、垂直起降固定翼“GD-A7H”、可收放旋翼垂起固定翼“GD-XB”、倾转旋翼垂起固定翼“P8V”等型号无人机。无人机分系统方面，按照客户需求进行定制化二次研发，使分系统在各项核心指标方面大幅度提升。

图4：观典防务主要无人机产品型号及性能

型号	GD-A7	GD-A7H	GD-P6	GD-H2	P8V	GD-XB
机型图片						
翼展	3.3m	3.4m	1.9m	-	2.8m	3.6m
起飞重量	24kg	25kg	4.2kg	15kg	8kg	28kg
起降方式	弹射、滑跑/伞降、滑降	垂直起降	手抛/伞降	垂直起降	垂直起降	垂直起降
巡航速度	150km/h	110km/h	80km/h	3-50km/h	80km/h	110km/h
最大限速	190km/h	160km/h	110km/h	60km/h	110km/h	140km/h
升限	7000m	6000m	4000m	5000m	3000m	5000m
抗风能力	8级	6级	6级	6级	6级	6级
续航时间	35h	4h	1.5h	1.5h	1.5h	3h
任务载荷	7kg	3kg	0.8kg	8kg	1.2kg	5kg

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：观典防务主要无人机分系统

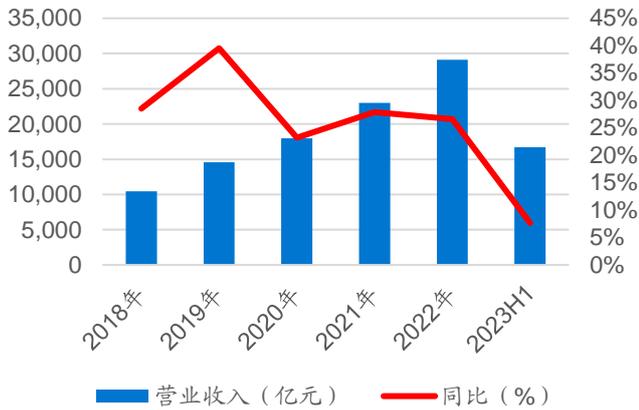


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 公司经营稳健，财务表现良好

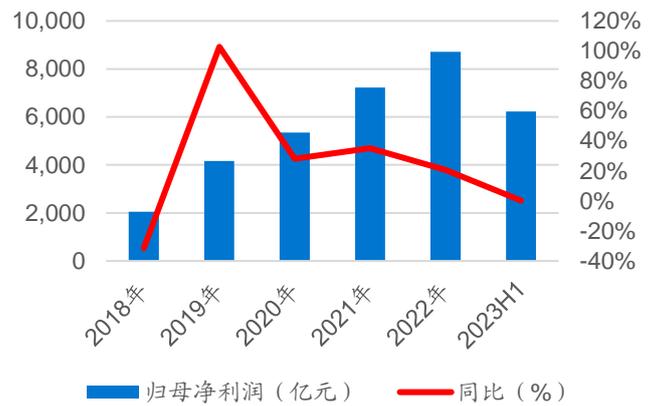
近五年来公司营业收入及归母净利润稳健增长，2022 年公司实现营业收入 2.91 亿元，同比增长 26.61%；归属于上市公司股东的净利润为 0.87 亿元，同比 20.62%。2023 年上半年观典防务实现营业总收入约 1.67 亿元，同比增长 7.66%；归母净利润约 6223.60 万元，同比增长 0.30%

图6：营业收入稳定增长



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图7：归母净利润增速逐步提高

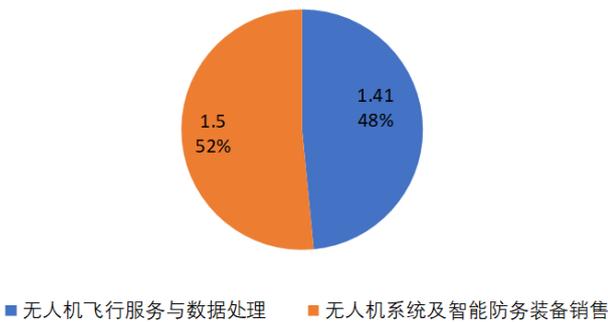


数据来源：Choice，东吴证券研究所

公司收入结构稳定，无人机飞行服务与数据处理与无人机系统及智能防务装备销售两部分收入占总营收比例大致相同，2022 年无人机飞行服务与数据处理营收 1.41 亿元，占总营收的 48%；无人机系统及智能防务装备销售营收 1.5 亿元，占总营收的 52%。

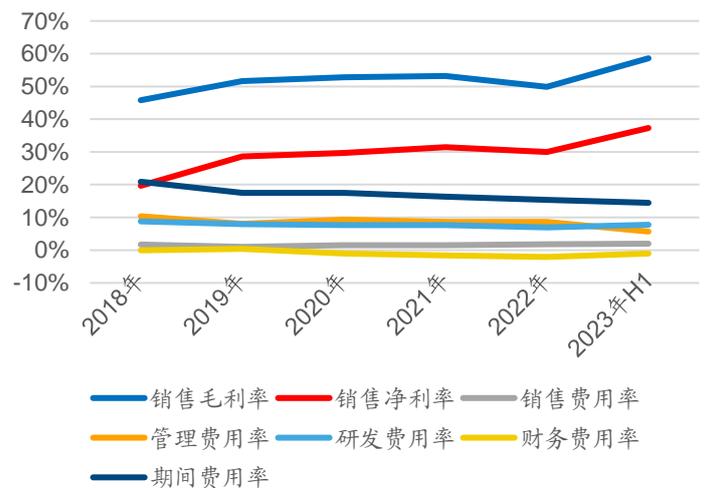
公司毛利率和净利率维持较高水平，2018-2022 年历年毛利率均超 40%，2022 年毛利率为 49.91%；2018-2022 年历年净利率不断上升，2022 年净利率为 29.96%。

图8：飞行服务与系统营收各占约 50%（截至 2022 年）



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图9：航天产品毛利率超过 20%



数据来源：Choice，东吴证券研究所

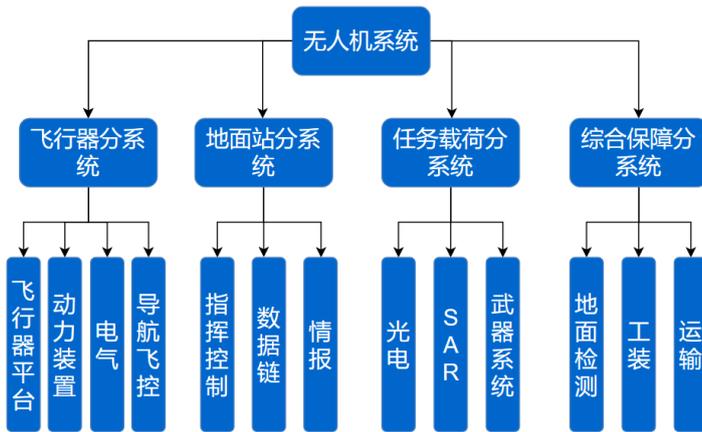
2. 无人机市场空间大，军用代表未来作战方向，民用工业级市场

超越消费级

2.1. 无人机军民两用，发展迅速

无人机主要分为军用无人机和民用无人机，近年来发展迅速。无人机系统是指由飞行器分系统、地面站分系统、任务载荷分系统、综合保障分系统等组成的系统。

图10：无人机系统的组成



数据来源：观研报告网，东吴证券研究所

图11：无人机系统示意图



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

按无人机的结构分类，可分为固定翼无人机（含垂直起降固定翼无人机）、多旋翼无人机以及无人直升机等。固定翼无人机续航时间长、巡航速度快、实用升限高、任务载荷大，随着垂直起降固定翼无人机的诞生，解决了起降受场地限制的瓶颈，但尚无法实现飞行过程中的长时间空中悬停。多旋翼无人机可垂直升降、空中悬停、结构简单，但是续航时间短、载荷小。无人直升机可垂直升降、空中悬停、续航载荷基本满足要求，但是机翼结构复杂，维护费用较高。

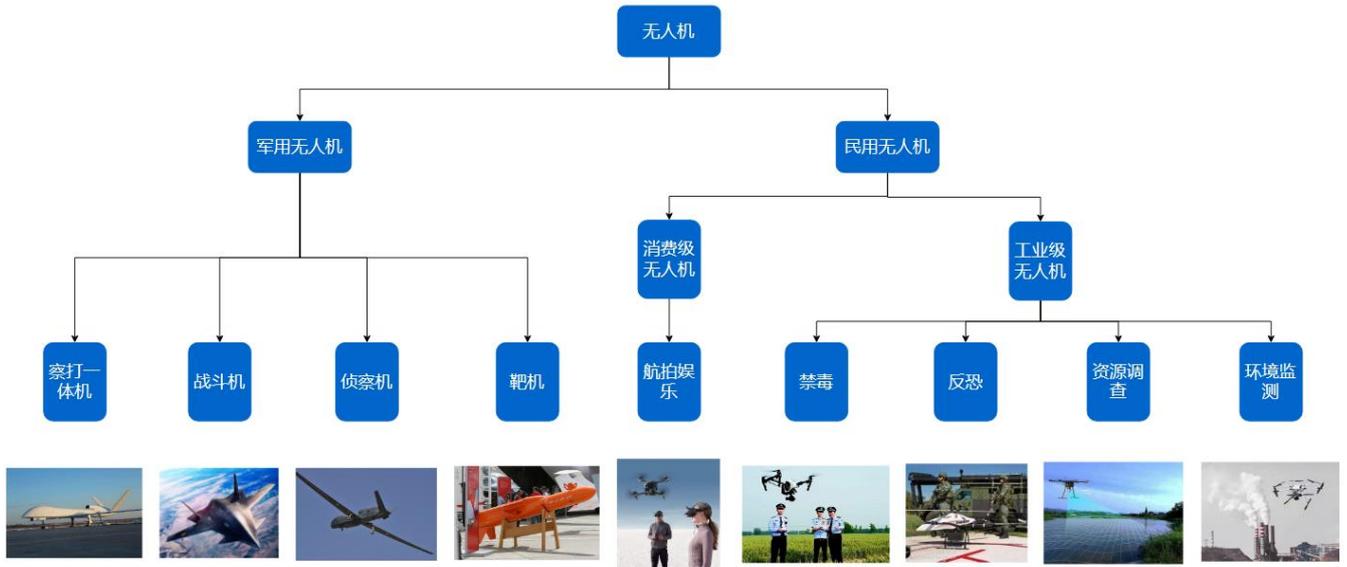
表1: 无人机按结构分类

按无人机结构分类	优点	不足
<p>固定翼无人机</p> 	<p>续航时间长 巡航速度快 实用升限高 任务载荷大</p>	<p>起飞需助跑 降落需滑行 不能空中悬停</p>
<p>多旋翼无人机</p> 	<p>可垂直升降 可空中悬停 结构简单</p>	<p>续航时间短 飞控要求高 载荷小</p>
<p>无人直升机</p> 	<p>可垂直升降 可空中悬停 续航时间较长 载荷基本满足要求</p>	<p>机翼结构复杂 维护费用高昂</p>

数据来源：易观智库，东吴证券研究所

按无人机的应用领域分类，可分为军用无人机和民用无人机，而民用无人机又分为消费级无人机和工业级无人机。无人机最早应用于军事领域，整体性能要求较高，主要包括察打一体机、战斗机、侦察机和靶机。近几年无人机技术在民用、警用领域的应用获得长足发展。民用消费级无人机以娱乐应用为主，主要用于个人航拍；民用工业级无人机以创造经济效益为主要目标，广泛应用于禁毒侦查、反恐巡逻、环境监测、航空测绘、电力巡检和农林信息化等领域。

图12: 无人机按应用领域分类

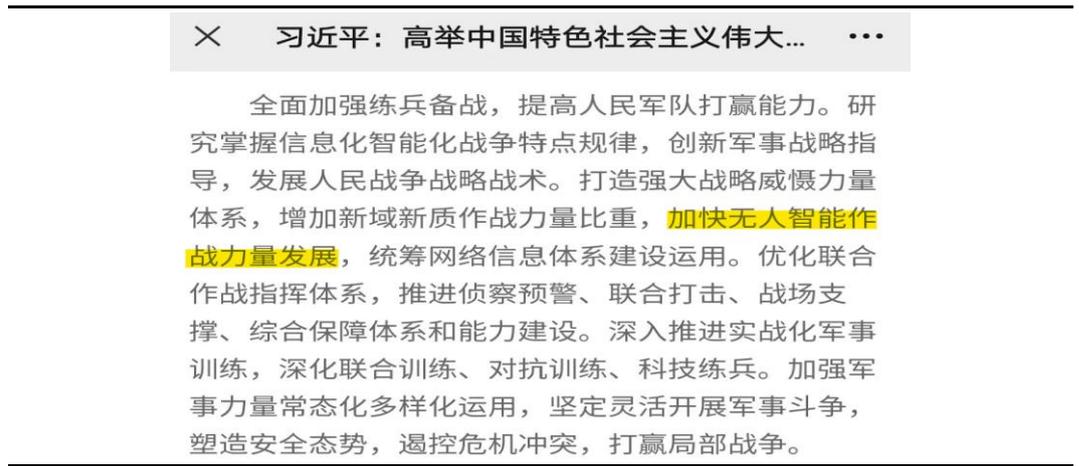


数据来源: 观典防务转板报告, 东吴证券研究所

2.1.1. 政策端: 无人机行业持续受益于国家支持

二十大报告指出要“加快无人智能作战力量发展”。随着科技的发展, 近年来, 无人化作战力量发展呈现“井喷”趋势, 无人机、无人艇、无人战车等各类型无人化作战装备更新迭代加快。军用无人机作战功能多, 广泛应用于对地攻击、电子干扰、空中格斗和反导拦截等方面, 受到国家政策大力支持。

图13: 二十大报告指出要加快无人智能作战力量发展



数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

工业级无人机行业也属于国家鼓励发展的高新技术产业和战略新兴产业, 受到国家政策的大力支持, 国家及行业主管部门从制度、法规、政策、标准等多个层面促进国内工业级无人机行业的发展, 为我国工业级无人机行业营造良好的发展环境。

《促进民用无人驾驶航空发展的指导意见》提出，促进民用无人驾驶航空健康发展，提升管理和服务质量，建设完善管理体系，提出“在 2035 年之前，建立包括载人在内的无人驾驶航空交通运输系统。形成一批全球领先的航空制造、飞行监控、运营服务的无人机龙头企业”。《“十四五”民用航空发展规划》要求大力引导无人机创新发展，积极拓展服务领域，完善法规标准体系，创新无人机产业生态。《关于印发“十四五”通用航空发展专项规划的通知》提出大力发展新型智能无人驾驶航空器驱动的低空新经济，到 2025 年，无人机企业、无人机飞行小时数、无人机驾驶员执照持有数均大幅增长，同时将制定无人机运行管理技术发展路线图，发布中国民航无人机发展战略。

表2：近年中国无人机行业相关政策

文件名称与发文部门	发布年份	与无人机行业相关内容及解读
《民用无人驾驶航空器实名制登记管理规定》(民航局)	2017 年	自 6 月 1 日起，民用无人机制造商和民用无人机拥有者须在“中国民用航空民用无人机实名登记系统”上申请账户，民用无人机制造商在系统中填报其所有产品的信息，民用无人机拥有者在该系统中实名登记其个人及其拥有产品的信息，并将系统给定的登记标志粘贴在无人机上。
《民用航空空中交通管理规则》(交通部)	2017 年	民用无人驾驶航空器飞行活动应当遵守国家有关法律法规和民航局的规定。此外，无人驾驶航空器在民用航空使用空域内活动，管制单位向无人驾驶航空器提供空中交通服务应当遵守国家相关法律法规和民航局相关规定。
《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例(征求意见稿)》(民航局)	2018 年	明确了微型无人机禁止飞行空域和轻型、植保无人机适飞空域的划设原则，规定了无人机隔离空域的申请条件，以及具备混合飞行的相关要求，基本满足了各类无人机飞行空域需求。
《民用无人驾驶航空器经营性飞行活动管理办法(暂行)》(民航局)	2018 年	明确民航局对无人驾驶航空器经营许可证实施统一监管管理，民航地区管理局负责实施辖区内的无人驾驶航空器经营许可证颁发及监管管理工作。
《基于运行风险的无人机适航审定指导意见》(民航局)	2019 年	提出加快建设建成基于运行风险的无人机适航管理体系。
《促进民用无人驾驶航空发展的指导意见》(民航局)	2019 年	促进民用无人驾驶航空健康发展，提升管理和服务质量，建设完善管理体系，提出“在 2035 年之前，建立包括载人在内的无人驾驶航空交通运输系统。形成一批全球领先的航空制造、飞行监控、运营服务的无人机龙头企业”。
《民用无人驾驶航空器试验基地(试验区)建设工作指引》(民航局)	2020 年	推动民用无人驾驶航空器试验基地(试验区)建设，明确深入开展无人机试运行、开展监管和服务机制探索、开展无人机适航审定技术研究、开展运行技术验证、开展支撑要素试验及开展创新产业生态试验等重点任务。

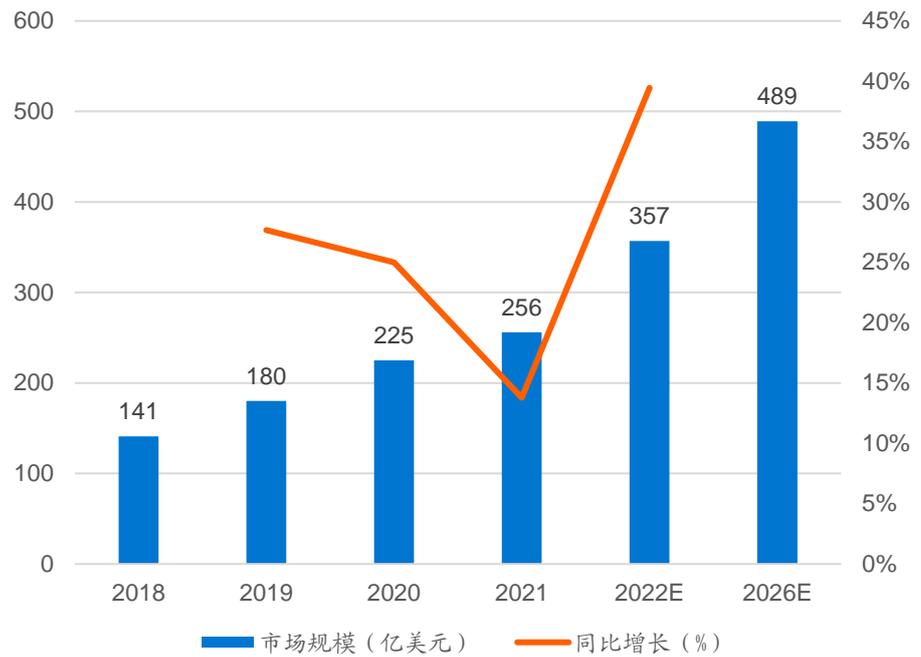
《推动民航新型基础设施建设五年行动方案》(民航局)	2020 年	探索军民航协同运行、有人机无人机融合运行、空地一体化运行,并取得实质性突破。
《民用无人驾驶航空器登记管理程序(征求意见稿)》(民航局)	2021 年	为支持和服务好无人机产业发展,探索基于运行风险的无人机适航审定路径,适航司在 2020 年发布了《民用无人机产品适航审定管理程序(试行)》和《民用无人机系统适航审定项目风险评估指南(试行)》,并组织开展了多个无人机项目适航审定工作。
《“十四五”民用航空发展规划》(民航局、国家发改委、交通运输部)	2021 年	大力引导无人机创新发展。积极拓展服务领域。鼓励无人机应用拓展,支持无人机在邮政快递物流、城市公共服务、应急救援、公共卫生等领域服务推动无人机在城市乡村和边远地区推广应用,融入县乡村三级物流网络体系,服务农业农村现代化。创新无人机产业生态。持续推动无人驾驶航空试验区建设和运行,面向运行场景,基于运行风险,开展运行理论、风险评估、技术验证等研究,探索符合无人驾驶航空特点的监管和服务模式。以构建无人机产业生态为导向,鼓励建设一批创新平台,支持以无人机全产业链发展为重点的低空经济集聚区建设,发挥创新集聚带动作用,引领产业向价值链高端迈进。
《关于印发“十四五”应急救援力量建设规划的通知》(应急管理部)	2022 年	规划提出加快构建大型固定翼灭火飞机、灭火直升飞机与无人机高低搭配、布局合理、功能互补的应急救援航空器体系。要加快实施应急救援航空体系建设方案,完成进口大型固定翼灭火飞机引进、国产固定翼大飞机改装,大型无人机配备等重点项目,完善运行管理条件和机制,加快实现灭火大飞机破题。
《关于印发“十四五”通用航空发展专项规划的通知》(民航局)	2022 年	规划提出大力发展新型智能无人驾驶航空器驱动的低空新经济,到 2025 年,无人机企业、无人机飞行小时数、无人机驾驶员执照持有数均大幅增长,同时将制定无人机运行管理技术发展路线图,发布中国民航无人机发展战略。

数据来源: 观典防务转板报告, 中商产业研究院, 东吴证券研究所整理

2.1.2. 预计 2026 年全球无人机市场规模达 489 亿美元

在全球市场,无人机正在从一个消费者产品逐步渗透到各行各业的应用当中,市场规模稳步扩大。根据 Drone Industry Insights 公布的调研数据显示,2021 年全球无人机市场规模约为 256 亿美元,同比增长 14%。预计 2026 年全球无人机市场规模将达到 489 亿美元,年均复合增长率达到 13.8%。

图14: 全球无人机市场规模与增速



数据来源: 前瞻产业研究院, Drone Industry Insights, 东吴证券研究所

2.2. 军用无人机代表未来作战方向, 需求空间大

军用无人机最早产生于 20 世纪初, 具有使用成本低、环境适应性和机动性强、有效降低人员伤亡等特点。随着世界军事变革, 技术指标、应用空间不断拓展升级, 其被广泛应用到侦察预警、电子对抗、通信中继、军事打击、战斗评估等领域。我国军用无人机的发展虽起步较晚, 但凭借着研发技术的发展, 具有性价比优势, 逐渐成为全球军用无人机市场重要的出口国之一, 是美国军用无人机的主要竞争对手。比较著名的有“翼龙”、“翔龙”、“彩虹”等无人机系列。

图15: 我国“翼龙 II”军用无人机



数据来源: 网易, 东吴证券研究所

图16: 我国“彩虹-4”军用无人机

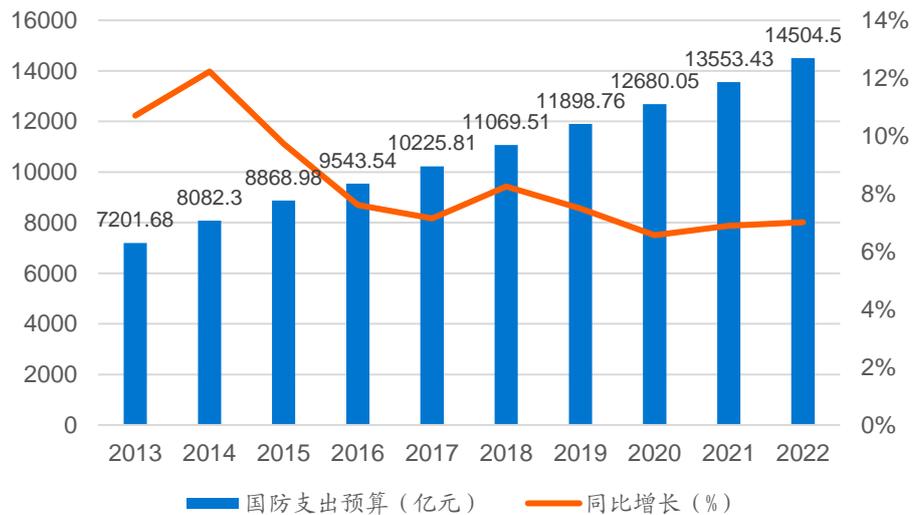


数据来源: 凤凰网, 东吴证券研究所

2.2.1. 军用无人机市场需求持续受益于国防支出预算提升

我国国防支出预算逐年递增，将重点投入军事现代化和军事改革。我国 2023 年度国防总预算为 15537 亿元人民币，比去年增长 7.2%，增幅比去年增长 0.1%。近年来，国际形势动荡，全球经济、政治、军事的不确定性显著增大，美国不断在多个方向多个议题试探中国红线，中美博弈升级已是不争的事实，面对美国对华贸易战、科技战、南海、新疆以及台湾问题上的切香肠动作，步步紧逼，我国国防开支增长是出于当前世界安全形势的合理之举。我国的国防支出主要用于军事现代化和军事改革，包括对武器装备的更新和新域新质的投入，军用无人机作为我国军事力量的重要部分，未来将会持续受益于我国国防开支的增长。

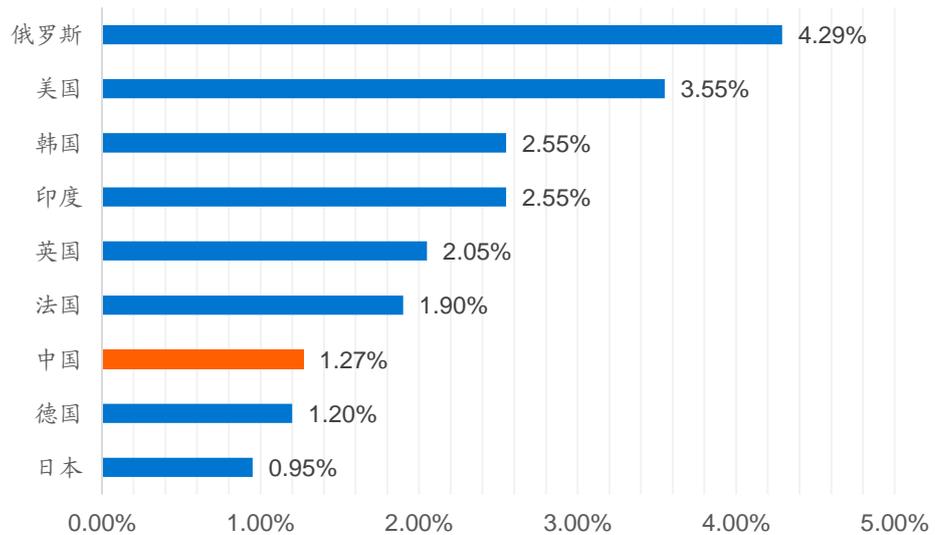
图17：2013-2022 年中国国防支出预算及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我国国防支出占 GDP 的比重与其他国家相比仍较低。尽管我国军费总支出已位居世界第二位，在军费增长方面也基本保持了较高的增长速度，但与全球主要军事大国相比，在军费相对占比方面仍处于较低水平。2013-2020 年，我国军费支出占 GDP 的比例只有 1.27%，而同期俄罗斯军费占 GDP 比重为 4.29%，美国为 3.55%，印度为 2.55%，远高于我国。长期看，我国军费支出仍有较大的增长空间。在当前国际形势复杂程度加剧的背景下，未来需要投入更多军费到国防建设中去。

图18: 2013-2020 世界主要国家国防费用占 GDP 比例

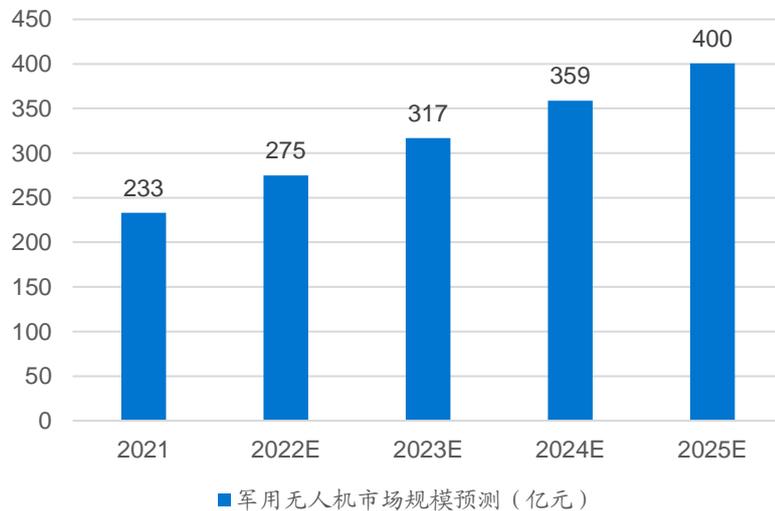


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2.2. 军用无人机在现代战争中用途广泛, 市场持续增长

近年全球军用无人机市场规模激增, 在“加快无人智能作战力量发展”背景下, 我国军用无人机市场前景广阔且将保持高速增长, 我国军用无人机市场有望由 2021 年的 233 亿元增长至 2025 年的 400 亿元。

图19: 2025 年我国军用无人机市场有望达 400 亿元



数据来源: 中研普华产业研究院, 东吴证券研究所

2.3. 工业级无人机市场空间大, 已超过消费级市场

2.3.1. 工业级无人机市场空间广阔, 超过消费级市场

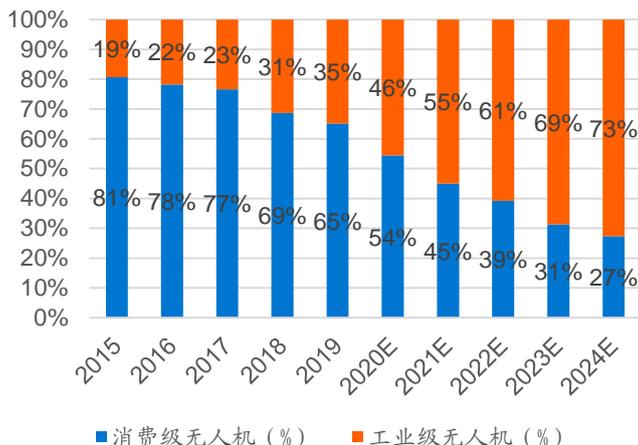
根据 Frost & Sullivan 的数据, 2019 年中国民用无人机市场规模达 435.12 亿元人

人民币, 约占全球民用无人机市场规模的 66.19%, 在全球范围内属于领先地位。2015-2019 年中国民用无人机市场规模从 155.51 亿元增长至 435.12 亿元, 年均复合增长率达 29.33%。预计 2020-2024 年中国民用无人机市场规模将由 599.05 亿元增长至 2075.59 亿元, 预计年均复合增长率为 36.43%。具体来看, 2020 年之前中国民用无人机市场规模以消费级无人机为主导, 2020 年之后工业级无人机市场规模逐渐占据主导地位, 2024 年中国工业级无人机市场规模将增长至 1507.85 亿元, 占中国民用无人机市场规模比例由 2015 年的 19% 上升至约 73%, 2015-2024 年年均复合增长率达 54%。

图20: 2015-2024 年中国民用无人机市场规模



图21: 2015-2024 年中国民用无人机市场规模结构



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

图22: 2015-2024 年中国消费级无人机市场规模

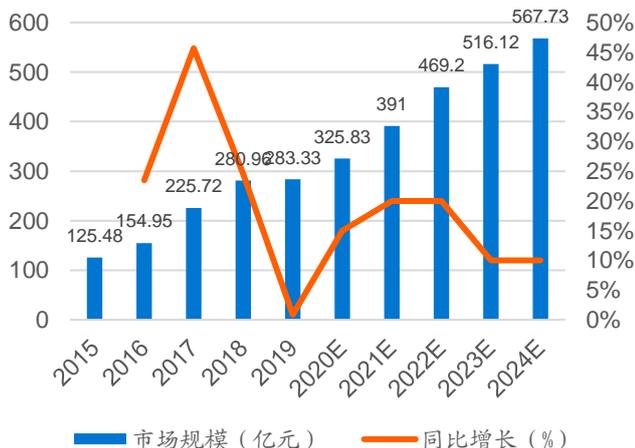
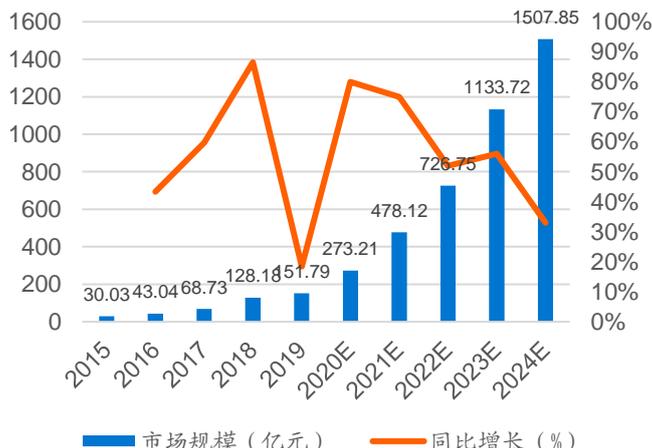


图23: 2015-2024 年中国工业级无人机市场规模



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

2.3.2. 工业级无人机受政策支持, 服务是重点开拓领域

近年来, 国家相继出台大量政策鼓励无人机行业的发展; 供给端, 各种科技突破和关键技术研发, 催化无人机向更多领域、更多用途拓展延伸; 需求端, 无人机在警用侦

察、地理测绘、应急管理、环境保护、森林防火、资源普查、电力巡检等领域的需求体系已较为成熟，需求量逐年增长。未来民用无人机市场规模将会进一步扩大。

工业级无人机行业上游为无人机零部件制造商及分系统研制商，上游企业负责研发生产相关配件及系统，销向中游无人机研发及整机组装厂商；中游为无人机系统集成及服务提供商，在产业链中占据主导地位，应用服务潜力较大，服务将是未来无人机厂商重点开拓的领域；下游行业应用的消费群体包括个人消费者、企业用户及政府部门，应用领域包括个人摄影、影视拍摄等消费级应用，测绘与地理信息、安防监控、巡检、应急、农林植保、快递物流等工业级应用。目前随着工业级无人机行业的快速发展，上游零部件和无人机分系统的供应渠道日渐成熟丰富，因此上游行业波动对工业级无人机行业的影响较小，工业级无人机行业已经成为下游需求驱动型行业，下游行业用户的需求是工业级无人机行业发展的核心因素。

图24：工业级无人机行业产业链



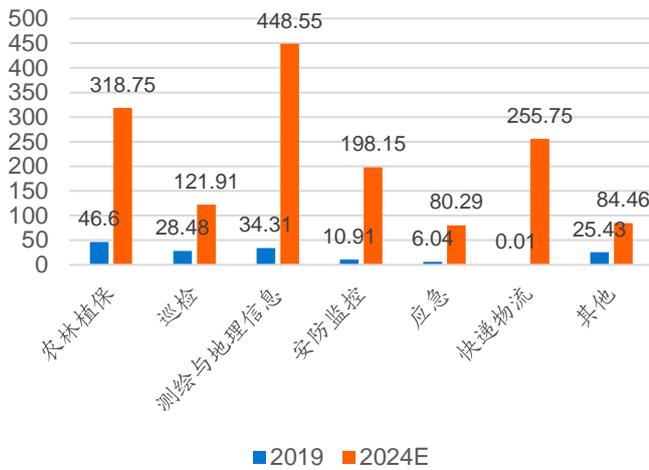
数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

2.3.3. 工业级无人机各细分领域市场广阔

根据 Frost & Sullivan 统计数据，按照工业无人机在下游应用场景的方式划分，可以分为农林植保、测绘与地理信息、巡检、安防监控、应急、快递物流及其他，2019 年农林植保、测绘与地理信息、巡检三个领域市场规模分别为 46.60、34.31、28.48 亿元，到 2024 年三个细分领域有望达到 318.75、448.55、121.91 亿元的市场规模。从比例来看，2019 年中国工业无人机主要应用领域里，农林植保占比最大，约 30.70%，其次为测绘与地理信息、巡检、安防监控及应急，占比分别为 22.60%、18.76%、7.19%及 3.98%。预计到 2024 年，占比情况将发生变化，测绘与地理信息将成为最大的应用领域，占比达 29.75%，农林植保、安防监控、巡检及应急占比分别为 21.14%、13.14%、8.08%、

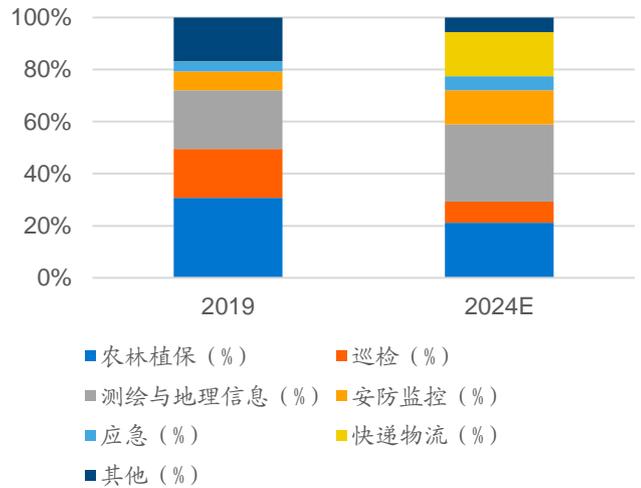
5.32%。

图25: 中国工业无人机细分领域市场规模 (单位: 亿元)



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

图26: 中国工业无人机市场规模结构



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

2.4. 无人机壁垒较高, 目前为蓝海市场

2.4.1. 无人机行业壁垒较高

与消费级无人机市场不同, 工业级市场由于主要侧重飞机的技术性能和行业应用, 因此有较高的行业壁垒。具体来说, 工业级无人机行业壁垒主要有技术壁垒、资质与产品认证壁垒、生产供货能力壁垒、资金壁垒以及制造工艺壁垒。以技术壁垒为例, 无人机行业是技术密集型产业, 是多学科相互渗透、相互交叉形成的高新技术领域。无人机的总体设计过程复杂, 涉及学科广, 在产品方面, 行业内企业需要掌握空气动力学、飞行力学、结构力学、材料与制造、航空发动机、飞行管理与控制、导航与制导等多种学科知识和专业能力; 在服务方面, 无人机下游应用要求服务提供商需具备数据分析处理能力。因此技术壁垒高。

2.4.2. 无人机的蓝海市场, 龙头企业定位各异

从竞争格局来说, 我国工业无人机制造应用尚处在起步和示范阶段, 总体技术还比较落后, 只在为数不多的领域得到较好的发展, 在更多工业应用领域依旧是处于不断探索阶段, 还没有形成规模化的市场, 整体处于蓝海市场。随着无人机技术的不断发展和商业应用的不断成熟, 每个行业和领域的潜在需求市场空间极大, 无人机在工业领域的普遍应用将具有更大的商业价值和市场规模。目前中国无人机行业内的龙头企业除了观典防务外, 主要有纵横股份、广联航空、航天宏图、中科星图、航天彩虹、中航无人机、科比特、大疆创新等, 且各龙头企业的市场定位也各不相同。

表3: 中国无人机行业主要企业

公司名称	细分行业	基本情况
纵横股份	工业级无人机领域	公司积极探索并推动以垂直起降固定翼无人机为主的工业级无人机应用，在飞行器平台设计及制造、飞控与航电、一体化设计及集成等领域形成了核心技术优势，并拥有工程化及产业化能力。
广联航空	工业级无人机领域	广联航空的主营业务为航空工装、航空零部件及无人机产品，公司是以具有突出优势的航空工装业务为基础，积极开拓了航空零部件和部段、无人机等业务，产品覆盖军用和民用航空工业各领域。
航天宏图	数据处理分析领域	航天宏图的主营业务为系统设计开发、数据分析应用服务及自有软件销售，公司是国内领先的遥感和北斗导航卫星应用服务商，致力于卫星应用软件国产化、行业应用产业化、应用服务商业化。
中科星图	数据处理分析领域	中科星图主营业务为面向国防、政府、企业、大众等用户提供数字地球产品和技术开发服务，主要产品包括 GEOVIS 数字地球基础平台产品和 GEOVIS 数字地球应用平台产品。
航天彩虹	军用无人机领域	航天彩虹主要从事无人机业务和膜业务两大业务板块，其中：无人机业务主要分为整机产品销售、在研产品、任务载荷及配套设备、多元化应用服务和先进无人机技术预研。
中航无人机	军用无人机领域	专注于大型固定翼长航时无人机系统成体系、多场景、全寿命的整体解决方案，公司是国内大型固定翼长航时无人机的领军企业。
科比特	工业级无人机领域	公司主营业务为多旋翼无人机系统的研发、生产、销售和服务，科比特航空多旋翼无人机广泛应用于电力巡线、电力架线、公安警用、空中侦查、森林防火、应急救援等领域。
大疆创新	消费级无人机领域	大疆创新是一家专注于飞行器及飞行影像系统的技术公司，主流产品线包括：AceOne 系列工业无人直升机飞行控制系统及地面站控制系统、WooKong-M 系列、禅思系列、筋斗云系列、Phantom 系列一体化多旋翼飞行器等。

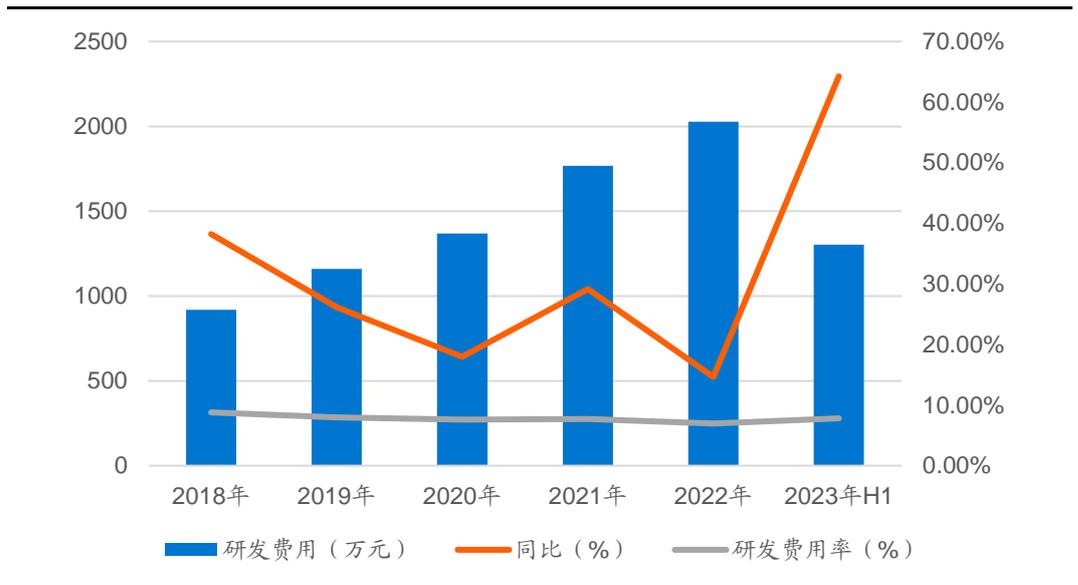
数据来源：观典防务转板报告，东吴证券研究所整理

3. 公司深耕无人机禁毒，积极向多领域服务和防务装备发展

3.1. 公司持续加大研发投入，已构建一系列自主研发的核心技术

公司高度重视研发工作，持续加大投入。2017-2022 年，公司研发费用由 665 万元增长至 2027 万元，复合增长率约 25%，研发费用率保持在 7%~8%左右的水平。

图27: 公司持续加大研发投入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司已构建一系列自主研发的核心技术, 为盈利能力提供有力保障。公司经过长期自主研发, 构建了一系列的核心技术, 如无人机禁毒航测技术、无人机总体设计技术、飞行控制技术。公司开创了无人机禁毒航测技术, 树立了行业壁垒, 在该领域具有明显的竞争优势; 在无人机总体设计技术和飞行控制技术方面掌握核心技术, 无人机产品在细分行业处于国内领先水平; 公司自主研发的智能制暴器, 已经国内多家权威机构的检测, 评定其部分特点尚未见于国内外同类产品中, 处于国际领先水平。公司的核心技术均源于自主研发, 能够覆盖公司主营业务, 是公司盈利能力的有力保障。

表4: 公司拥有多项自主研发的先进核心技术

序号	技术名称	对应专利、软件著作权名称	特点及先进性	技术来源	创新类型	成熟程度
1	无人机禁毒航测技术	发明专利《基于无人机的毒品原植物种植侦测方法及系统》及与之配套的数十项数据处理方面的软件著作权	实现了以无人机为数据输入端口, 以数据处理为核心的, 基于无人机航测影像的针对毒品原植物的侦测	自主研发	原始创新	量产阶段
2	无人机总体设计技术	发明专利《一种分体式无人机》及与之相关的三十余项实用新型专利	针对任务需求, 研制出了具有长航时、大载荷、多功能、易部署的无人机整机产品	自主研发	原始创新	量产阶段
3	飞行控制技术	飞行控制技术由数十项软件著作权组成	以海量飞行作业数据为基础, 建立起了高安全性、高精度和智能化处置的飞行控制体系	自主研发	原始创新	量产阶段

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司在服务和产品方面均具有差异化竞争优势。2021 年公司凭借服务及产品的专业化、精细化、特色化、新颖化被工信部认定为国家级专精特新“小巨人”企业。服务业务方面, 随着公司常年深耕于无人机禁毒领域和持续的研发投入, 公司禁毒业务积累的数

据量逐年增加、数据处理算法不断优化,公司在禁毒领域行业壁垒不断增强;产品方面,公司在无人机总体设计、飞行控制、气动优化等方面掌握核心技术,研发了多款无人机系统及非致命性装备等防务产品,建设了高标准的生产线,可根据客户需求,提供定制化产品设计生产及服务,在业内形成了差异化的竞争优势。截至 2022 年底,公司在手多项专利技术,拥有已授权专利 108 项(其中发明专利 18 项,实用新型专利 90 项),已登记软件著作权 141 项。

表5: 公司持续创新,拥有多项专利技术(截至 2023 上半年)

	2023 年 H1 新增		累计数量	
	申请数(个)	获得数(个)	申请数(个)	获得数(个)
发明专利	4	3	41	21
实用新型专利	0	7	97	97
外观设计专利	0	0	1	1
软件著作权	0	0	141	141
其他	0	0	0	0
合计	4	10	280	280

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

3.2. 公司无人机禁毒服务国内领先,积极向多服务领域拓展

禁毒纳入国家安全战略,禁毒无人机得到广泛应用,市场空间大。近年来,我国将禁毒纳入国家安全战略,充分体现国家对禁毒工作的重视以及厉行禁毒的坚定决心。目前我国在毒品原植物种植监测领域的主要手段是人工踏查和遥感探测相结合,遥感探测主要包含卫星遥感及无人机航测两种方式。传统的卫星遥感禁毒侦测准确率较差,侦测种类较少,而无人机航测具有成本低、精度高、侦测种类多等特点。当前,无人机已经被广泛应用于禁种铲毒、缉毒侦察、地面搜捕等任务。2014 年,中共中央、国务院印发了《关于加强禁毒工作的意见》,明确强调要充分运用无人机航测等技术手段,实现对境内潜在毒品原植物非法种植区域的全覆盖监测,从而使无人机禁种铲毒业务成为一个高附加值的细分市场。据公司 2022 年 5 月 1 日投资者交流记录公告,以国家要求对毒品原植物非法种植区域全覆盖监测为基础,综合考虑现有服务的计费标准,预估现阶段每年针对毒品原植物监测的市场容量近 30 亿元。未来,随着公司的服务能力和质量进一步加强,则该市场容量有望进一步扩大。除毒品原植物监测以外的其他禁毒服务方面,市场容量广阔。

图28: 禁毒纳入国家安全战略

中共中央、国务院印发《关于加强禁毒工作的意见》

中央政府门户网站 www.gov.cn 2014-07-06 19:22 来源: 新华社

【字体: 大 中 小】 打印本页 分享

新华社北京7月6日电中共中央、国务院近日印发了《关于加强禁毒工作的意见》，要求各地区各有关部门把禁毒工作纳入国家安全战略和平安中国、法治中国建设的重要内容，按照“源头治理、以人为本、依法治理、严格管理、综合治理”的基本原则，坚持“预防为主，综合治理，禁种、禁制、禁贩、禁吸并举”的工作方针，立足当前，长期治理，突出重点，多管齐下，不断创新禁毒工作体制机制，进一步完善毒品问题治理体系，深入推进禁毒人民战争，坚决遏制毒品问题发展蔓延。

《意见》指出，近年来，各地区各有关部门认真贯彻落实禁毒法和党中央、国务院决策部署，深入开展禁毒人民战争，全面落实综合治理措施，禁毒工作取得了阶段性成效。但是，受国际毒潮持续泛滥和国内多种因素影响，我国毒品问题已进入加速蔓延期，毒情形势严峻复杂。加强禁毒工作，治理毒品问题，对深入推进平安中国、法治中国建设，维护国家长治久安，保障人民群众健康幸福，实现“两个一百年”奋斗目标和中华民族伟大复兴的中国梦，具有十分重要的意义。

数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

观典防务禁毒无人机核心技术突出，在无人机禁毒服务细分市场具有领先优势。公司核心技术在于实现了以无人机为数据输入端口，以数据处理为核心的，基于无人机航测影像的针对毒品原植物的侦测。公司积累了约 400 万平方公里的影像数据，并且每年增量不低于 30 万平方公里。公司影像数据的积累和核心算法迅速建立起行业壁垒和核心竞争力，禁毒业务每年涉及二十余省份，在国内率先实现了对多种新型涉毒手段的精准识别，协助禁毒部门监控了新的变化趋势，为科学部署禁毒工作、实现精确打击提供了重要的技术支持，相关科研项目成果获得了由公安部颁发的科学技术二等奖。2013 年，公司成为国家禁毒部门禁毒服务单一来源采购供应商。

图29: 公司禁毒无人机在执行任务前



数据来源: 公司公开转让说明书, 东吴证券研究所

图30: 无人机禁毒新闻报道实例



数据来源: 澎湃, 东吴证券研究所

观典防务无人机禁毒作业已经形成了“航测-判读-地面核查”一体化的整体服务模式，未来有望持续成长。公司为无人机应用技术提供整体解决方案，公司无人机禁毒作

业已经形成了“航测-判读-地面核查”一体化的整体服务模式，并日趋成熟。该服务模式依托无人机设备，结合国内专为禁毒工作研发的无人机禁毒识别定位系统，可为公安部门提供的无人机航测判读服务，承担禁种、禁制、禁贩多个环节的无人机禁毒侦察任务，未来有望持续满足禁毒服务市场需求增长。

无人机禁毒之外，公司积极拓展多领域服务。在无人机其他服务领域，公司紧扣“无人机是诸多行业大数据端口”这一发展趋势，将禁毒服务技术拓展应用到其他领域，面向资源调查、环境监测等领域的应用特点和需求，整合公司现有数据资源，深挖数据资源记录的不可复原历史信息的应用价值，探索除禁毒之外的垂直应用。在资源调查领域，公司通过提取、统计各类资源的保有量或保有量变化趋势，可协助有关部门掌握资源总量，以便制定相关利用、保护措施；在环境监测领域，公司可从航测影像中提取出环境污染、森林病虫害、林木盗伐、森林火点等多种目标，通过与历史数据的比对，可有效监测、评估生态体系，生成具有宏观发展性和微观精准性的识别数据结果，为有关部门的生态建设决策提供依据。

图31：无人机用于资源调查实例



数据来源：中国江苏网，东吴证券研究所

图32：无人机用于环保督察实例



数据来源：中国长安网，东吴证券研究所

3.3. 加强军用无人机市场开拓，大力发展智能防务装备

公司正加强军用无人机市场开拓，有望形成新的利润增长点。目前，公司以军用、警用为重点方向布局在研项目，相关项目包括 GD-70 无人机研发项目、无人机实时侦察跟踪算法研究项目等，部分项目已定型或进入定型阶段，为公司后续军工业务拓展打下良好基础。公司与军工单位在无人机整机集成、分系统配套、新技术研发等方面开展深度合作，随着军工项目的成果转化，提升了公司在军工领域的竞争力，正逐步形成公司新的利润增长点。

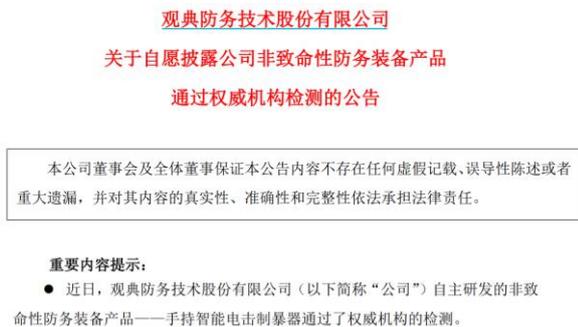
表6: 公司以军用、警用为方向开展多项在研项目

序号	项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	GD-70 无人机研发项目	定型阶段	本项目旨在研发一款具备舰载起降、海事作业能力的无人机	国内领先	军用、警用
2	无人机实时侦察跟踪算法研究项目	已定型	本项目旨在通过提升目标检测、跟踪算法的性能提高无人机实战中在不同环境执行侦察任务的适应能力	国内领先	军用、警用
3	GD-180 无人机研发项目	测试阶段	本项目旨在研发一款具备侦查、通讯、打击能力的，气动性能突出的无人机	国内领先	军用、警用
4	P8V 产业化项目	已定型	本项目旨在研发一款具备可在垂直起降模式（多旋翼模式）、倾转过渡模式和固定翼模式（巡航模式）之间快速稳定切换的无人机	国内领先	军用、警用、民用
5	某军用无人机预研及样机试制项目	项目中止	本项目旨在针对某边境地区环境特点，研制适航性能强、抗干扰能力强的中空高空无人机	国内领先	军用
6	某型可变气动布局无人机研发项目	定型阶段	本项目旨在研发一款可通过换装不同气动结构件，实现垂直起降固定翼和旋翼快速转换的无人机	国内领先	军用、警用、民用
7	高速飞行器复合材料成型工艺研究	总体设计阶段	本项目旨在通过复合材料成型工艺模拟与优化、完善工艺过程控制等技术手段，在降低成型工艺成本的同时，提升复合材料的总体性能	国内领先	军用、警用
8	某型靶机研发项目	总体设计阶段	本项目旨在研制一款可模拟巡航导弹或小 RCS 目标的靶机	国内领先	军用

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司积极发展智能防务装备，有望打造新的经济增长点。公司在军用领域之外，深耕警用市场的开拓业务，不断满足国内庞大的智能化警用产品需求，实现军、警业务的一体化配套能力。公司一方面加大空间侦察、情报研判等防务产品开发，形成以无人机为中心的、可用于防务领域的信息化支撑产品体系。另一方面加快以非致命性防爆枪械为代表的执法装备的成果转化，填补在维稳、处突等领域的应用空白。据公司 2022 年 11 月 30 日和 2023 年 2 月 28 日投资者交流记录公告，公司自主研发的智能制暴器产品已通过多家权威机构检测，目前已取得在手订单，该产品可供公安系统、武警部队、民用安保等使用，应用场景广阔，在国内、国际均有较大市场需求，为公司打造新的业绩增长点奠定了坚实的基础。

图33: 公司 2022 年 6 月公告非致命防务装备通过权威机构检测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34: 美国非致命性防务装备——泰瑟电击枪



数据来源：广州日报，东吴证券研究所

非致命武力既能立即制止其违法犯罪行为，以保障人民群众生命财产安全，又能维护违法犯罪主体必要的生命权利，已成为法治时代警察执法手段的重要选择。据广州日报 2016 年报道，花都特警配置了新型武器泰瑟电击枪，身价 3 万多元，每开一枪成本为 300 元，只要击中身体任何部位，就会导致全身肌肉痉挛，不会对人体造成长期伤害或引起其他疾病。花都警方曾使用泰瑟电击枪成功制服一名产生幻觉、持刀准备自残的男子。

公司根据一线禁毒服务经验及警用装备需求，自主研发了多场景智能制暴器，集视觉干扰、嗅觉刺激、物理束缚、肌肉刺激等功能于一身，可通过快速换弹实现复杂环境下的多种制伏方式的连续激发，同时兼具影音取证、后台监管、防抢防盗等功能。该产品可大量配备于一线民警，增强一线人员的执法能力，大幅提高执法效能和执法安全性，填补了我国在维稳、处突等领域的应用空白。

图35: 公司黄蜂制暴器 T800 产品实物图



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

图36: 公司黄蜂制暴器 T800 产品战术运用情况



数据来源：搜狐，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 核心假设

无人机行业持续受益于国家支持，在“加快无人智能作战力量发展”背景下，我国军用无人机市场前景广阔且将保持高速增长；工业无人机应用领域包括禁毒、农林植保、测绘与地理信息、巡检、安防监控、应急、快递物流等，工业级无人机市场空间广阔，已超过消费级市场。无人机行业壁垒较高，目前为蓝海市场，龙头企业定位各异。

公司是国内领先的无人机禁毒服务供应商，也是国内最早从事无人机禁毒产品研发与服务产业化的企业。公司持续加大研发投入，已构建一系列自主研发的核心技术。公司无人机禁毒服务国内领先，积极向多服务领域拓展；公司正加强军用无人机市场开拓，有望形成新的利润增长点；在军用领域之外，深耕警用市场的开拓业务，不断满足国内庞大的智能化警用产品需求，为公司打造新的业绩增长点奠定了坚实的基础。

4.2. 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年产品营收增速分别为 24%/25%/26%，毛利率分别为

48.8%/48.4%/47.9%。

表7: 公司业务拆分 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
无人机服务与数据处理				
营收	141.49	178.28	224.63	280.79
同比增速	27.23%	26.00%	26.00%	25.00%
毛利率	61.74%	60.00%	59.00%	58.00%
无人机产品与智能装备				
营收	149.55	183.94	228.09	287.40
同比增速	26.04%	23.00%	24.00%	26.00%
毛利率	38.72%	38.00%	38.00%	38.00%
合计				
营收	291.04	362.22	452.72	568.19
同比增速	26.62%	24.46%	24.98%	25.50%
毛利率	49.91%	48.83%	48.42%	47.88%

数据来源: 东吴证券研究所

4.3. 估值与评级

中无人机、航天彩虹、纵横股份是我国无人机装备的代表性供应商, 可将它们选作可比公司进行相对估值法测算。

表8: 可比公司估值 (截至 2023 年 9 月 12 日)

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688297	中无人机	33.31	-0.26	0.49	1.13	1.92	-	68.30	29.62	17.43
002389	航天彩虹	329.40	3.70	4.89	6.59	8.50	88.09	67.40	50.01	38.77
688070	纵横股份	206.58	3.07	4.58	6.08	7.97	66.19	45.15	33.97	25.92
平均值							77.14	60.29	37.86	27.37
688287	观典防务	41.76	0.87	1.11	1.41	1.73	47.42	37.23	29.30	23.89

数据来源: 中无人机、航天彩虹和纵横股份数据来自 wind 一致预期, 观典防务数据来自东吴证券研究所测算

综合上述, 基于考虑公司在无人机禁毒市场的领先地位和向多服务领域拓展, 以及公司加强军用无人机市场和智能防务装备市场开拓, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.11/1.41/1.73 亿元; PE 分别为 37/29/24 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 市场波动风险、行业订单不及预期风险:** 公司所处的无人机行业属于发展较快的高科技行业之一, 随着无人机技术的提高和下游需求的快速增长, 该行业竞争日趋激烈, 存在市场波动和行业订单不及预期的风险
- 产品研发进度不及预期风险:** 无人机技术及产品具有更新换代较快的特点, 如

果公司在业务拓展中不能吸引到各领域所需的高端人才、公司核心技术人员流失或者研发项目失败，可能对公司经营发展造成不利的影响。

- 3) **其他服务业务市场开拓的风险:** 公司在立足于禁毒业务稳定增长的同时,在其他无人机服务领域逐步进行开拓,但其他服务领域技术要求与禁毒领域有差异,且市场竞争激烈,竞争对手较多,公司进入新业务领域可能存在市场开拓的风险。
- 4) **盈利不及预期的风险:** 公司 2020 年募投对应的募投项目建成后,将新增大量固定资产、无形资产、研发投入,年新增折旧、摊销及相关费用。如果行业或市场环境发生重大不利变化,上述募投项目无法实现预期收益,则募投项目折旧、摊销、费用支出的增加将可能导致公司盈利不及预期。

观典防务三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	607	811	719	1,037	营业总收入	291	362	453	568
货币资金及交易性金融资产	427	565	412	653	营业成本(含金融类)	146	185	234	296
经营性应收款项	132	200	238	313	税金及附加	1	2	2	3
存货	37	35	55	59	销售费用	5	6	8	9
合同资产	1	1	2	2	管理费用	25	25	32	40
其他流动资产	11	11	11	12	研发费用	20	25	27	31
非流动资产	432	543	652	738	财务费用	(6)	(5)	(7)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	233	254	275	296	投资净收益	0	0	1	1
在建工程	45	52	58	61	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	109	191	274	336	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	98	124	158	195
其他非流动资产	41	41	41	41	营业外净收支	3	2	2	2
资产总计	1,040	1,355	1,371	1,776	利润总额	100	126	160	197
流动负债	40	263	138	370	减:所得税	13	15	19	24
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	87	111	141	173
经营性应付款项	15	212	74	288	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	35	44	56	归属母公司净利润	87	111	141	173
其他流动负债	25	16	20	25	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.30	0.38	0.47
非流动负债	0	0	0	0	EBIT	91	118	151	189
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	129	157	192	233
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.91	48.83	48.42	47.88
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	29.96	30.66	31.17	30.47
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	26.61	24.46	24.98	25.50
负债合计	40	263	138	370	归母净利润增长率(%)	20.62	27.37	27.06	22.68
归属母公司股东权益	999	1,092	1,233	1,406					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	999	1,092	1,233	1,406					
负债和股东权益	1,040	1,355	1,371	1,776					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	104	304	(5)	368	每股净资产(元)	3.24	2.95	3.33	3.79
投资活动现金流	(56)	(148)	(147)	(127)	最新发行在外股份(百万股)	371	371	371	371
筹资活动现金流	(12)	(19)	0	0	ROIC(%)	8.25	9.96	11.40	12.59
现金净增加额	36	138	(152)	240	ROE-摊薄(%)	8.73	10.17	11.45	12.31
折旧和摊销	37	39	41	44	资产负债率(%)	3.89	19.41	10.08	20.83
资本开支	(55)	(148)	(148)	(128)	P/E(现价&最新股本摊薄)	47.42	37.23	29.30	23.89
营运资本变动	(22)	156	(185)	153	P/B(现价)	3.45	3.79	3.35	2.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>