

业绩符合预期；看好直升机龙头中长期发展

2023 年 03 月 17 日

➤ **事件：**公司 2023 年 3 月 15 日披露了 2022 年年报，全年实现营收 194.7 亿元，YoY-10.6%；归母净利润 3.9 亿元，YoY-57.6%，数据位于此前业绩预告范围内。2022 年收入下降主要是产品结构调整及部分产品订单减少导致。我们认为公司作为国内直升机龙头，中长期需求较好。综合点评如下：

➤ **4Q22 实现正盈利，或说明产品结构调整接近尾声。**单季度看，公司：1) 1Q22~4Q22 分别实现营收 16.3 亿元 (YoY-49.2%)、51.3 亿元 (YoY-17.2%)、38.6 亿元 (YoY-19.6%)、88.6 亿元 (YoY+16.6%)；2) 1Q22~4Q22 分别实现归母净利润 0.11 亿元 (YoY-93.1%)、0.06 亿元 (YoY-97.4%)、0.3 亿元 (YoY-86.9%)，3.4 亿元 (YoY+15.4%)。相较 2022 年前三季度，4Q22 已实现正向盈利，或表明公司产品结构调整接近尾声，订单正在逐步恢复。

➤ **上调 2023 年关联交易额或表明订单将有恢复性增长；资产重组顺利推进。**公司：1) 拟增加 2022 年关联销售额 40 亿元至 239 亿元，拟增加关联采购额 33 亿元至 161 亿元；2) 预计 2023 年日常关联采购额 335 亿元、关联销售额 361 亿元 (较 2022 年调整后的预计额分别增长 109%、51%)，或表明订单将有恢复式增长；此外，公司公告预计将在 23 年收到客户大额预付款，或预示可能有潜在大订单落地。**资产重组方面**，截至 2023 年 3 月 15 日，本次重组交易标的资产的审计、评估等工作尚未完成，待交易完成后，昌飞集团、哈飞集团将成为公司的全资子公司。昌飞、哈飞两大集团是我国直升机科研生产基地，从事多款直升机的研制及销售。公司作为国内直升机龙头企业，筹划整合两大集团的直升机总装资产，业务完整性或将得到增强，有利于直升机业务的资源整合和管理效率提升，未来综合实力或有望得到进一步提升。

➤ **预付款较年初大增 165%，或说明下游需求向好。**截至 4Q22 末，公司：1) 应收账款及票据 61.3 亿元，较年初增加 77.3%，主要部分款项尚未结算；2) 预付款项 11.0 亿元，较年初增加 165%，主要是生产经营需要，加大了对部分供应商的预付采购；3) 合同负债 11.5 亿元，较年初减少 50.7%，主要是前期预收款满足收入确认条件，陆续结转减少；4) 经营活动现金流净额-16.9 亿元，上年同期 14.5 亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加导致。

➤ **投资建议：**公司是国内目前直升机制造业中规模最大、产值最高、产品系列最全的主力军。当前公司产品结构调整或已接近尾声，订单或正在逐步恢复，叠加筹划整合直升机总装资产，公司未来几年或有望进入加速发展阶段。我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 5.61 亿元、7.51 亿元、9.73 亿元 (此处预测不含注入资产部分)，当前股价对应 2023~2025 年 PE 为 47x/35x/27x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**重组方案审批风险；订单增长不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	19473	23745	27791	32394
增长率 (%)	-10.6	21.9	17.0	16.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	387	561	751	973
增长率 (%)	-57.6	44.9	33.9	29.6
每股收益 (元)	0.66	0.95	1.27	1.65
PE	69	47	35	27
PB	2.7	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 03 月 16 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

45.03 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.中直股份 (600038.SH) 2022 年业绩预告点评：业绩预告符合预期；资产重组或促企业高质量发展-2023/01/31
- 2.中直股份 (600038.SH) 事件点评：披露重大资产重组预案，推动直升机资产整体上市-2023/01/10
- 3.中直股份 (600038.SH) 事件点评：2023 年预计关联交易大幅上调；当前位置具有性价比-2022/12/16
- 4.中直股份 (600038.SH) 2022 年三季度报点评：业绩短期承压但符合市场预期；继续关注公司变化-2022/10/31
- 5.中直股份 (600038.SH) 2022 年中报点评：订单减少导致 1H22 业绩下滑；股份划转完成-2022/09/05

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	19473	23745	27791	32394
营业成本	17468	21096	24707	28781
营业税金及附加	23	31	35	40
销售费用	174	212	240	272
管理费用	912	1112	1246	1392
研发费用	513	631	668	755
EBIT	381	664	895	1153
财务费用	2	17	19	22
资产减值损失	-15	-3	-3	-3
投资收益	-6	0	0	0
营业利润	372	647	883	1145
营业外收支	11	1	1	1
利润总额	383	648	884	1146
所得税	-4	104	133	172
净利润	387	545	751	974
归属于母公司净利润	387	561	751	973
EBITDA	661	964	1195	1478

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2117	2659	3632	4856
应收账款及票据	6128	7133	7945	8546
预付款项	1096	738	865	1007
存货	12657	15130	16303	17852
其他流动资产	2236	2701	3141	3642
流动资产合计	24234	28362	31886	35903
长期股权投资	29	32	35	38
固定资产	1762	1924	2073	2211
无形资产	510	488	466	444
非流动资产合计	3460	3733	3825	3898
资产合计	27694	32095	35711	39802
短期借款	883	883	1083	1283
应付账款及票据	13488	15522	17472	19570
其他流动负债	2300	4134	4865	5705
流动负债合计	16670	20538	23420	26558
长期借款	78	94	110	126
其他长期负债	890	890	890	890
非流动负债合计	968	984	1000	1016
负债合计	17638	21522	24420	27574
股本	589	589	589	589
少数股东权益	304	287	288	288
股东权益合计	10056	10572	11291	12228
负债和股东权益合计	27694	32095	35711	39802

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-10.63	21.94	17.04	16.56
EBIT 增长率	-62.85	74.27	34.79	28.94
净利润增长率	-57.61	44.89	33.94	29.59
盈利能力 (%)				
毛利率	10.30	11.16	11.10	11.15
净利率	1.99	2.29	2.70	3.01
总资产收益率 ROA	1.40	1.75	2.10	2.45
净资产收益率 ROE	3.97	5.45	6.83	8.15
偿债能力				
流动比率	1.45	1.38	1.36	1.35
速动比率	0.50	0.48	0.50	0.51
现金比率	0.13	0.13	0.16	0.18
资产负债率 (%)	63.69	67.06	68.38	69.28
经营效率				
应收账款周转天数	111.03	105.47	100.20	92.18
存货周转天数	264.47	261.83	240.88	226.43
总资产周转率	0.70	0.74	0.78	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	0.95	1.27	1.65
每股净资产	16.54	17.45	18.67	20.25
每股经营现金流	-2.86	1.94	2.04	2.49
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
估值分析				
PE	69	47	35	27
PB	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	39.13	26.27	20.56	15.94
股息收益率 (%)	0.44	0.44	0.44	0.44

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	387	545	751	974
折旧和摊销	280	300	301	325
营运资金变动	-2430	251	99	114
经营活动现金流	-1686	1144	1202	1466
资本开支	-136	-186	-190	-194
投资	0	-186	-3	-3
投资活动现金流	-42	-372	-192	-197
股权募资	0	0	0	0
债务募资	702	16	216	216
筹资活动现金流	437	-230	-37	-45
现金净流量	-1292	542	973	1224

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