

中直股份(600038)

报告日期: 2023年04月05日

# 中国直升机龙头, 受益新机型放量

## ——中直股份深度报告

### 投资要点

- 中国直升机龙头, 2023年关联销售预增77%, 业绩有望重回成长通道**
  - 1) 公司为航空工业集团 A 股直升机龙头上市公司, 主营民用整机及军机零部件。产品谱系逐步完善, 基本已形成“一机多型、系列发展”的良好格局。
  - 2) 2019-2021 年归母净利润稳定增长, 2022 年公司实现归母净利润 3.87 亿, 同比下降 58%, 主要系产品结构调整及部分产品订单减少。2022Q4 归母净利润 3.39 亿, 同比增加 15%, 季度业绩增速拐点显现。
  - 3) 公司 2023 年关联销售预计额 321 亿元, 较 2022 年实际发生值增加 77%; 关联采购 381 亿元, 较 2022 年实际发生值增加 302%, 公司业绩将重回成长车道。
- 军用直升机: 中国军用直升机 913 架, 约为美国 1/6, 10 吨级直升机差距最大**
  - 1) 根据 World Air Forces 2023 统计, 美国军用直升机共 5584 架, 我国军用直升机共 913 架, 数量约为美国 1/6。
  - 2) 10 吨级军用直升机是全球装备最多的军用直升机, 美国 10 吨级黑鹰直升机 2908 架, 我国同级别机型存在至少 2000 架差距。
- 民用直升机: 国产民用直升机市占率仅 5%, 未来国产替代空间大**
  - 1) 根据航空工业发展研究中心预测, 预计到 2025 年我国民用直升机将达到 1874 架, 2040 年将超过 1 万架; 目前国产民用直升机在我国市占率不到 5%。
  - 2) 公司重点产品 AC352 是于 2022 年 7 月 26 日获中国民航局型号合格证, 具备了进入国内民用市场的条件, 填补了我国民用直升机谱系空白。
- 重大资产重组预案公布, 将迎两大直升机总装集团**
  - 1) 根据 2023 年 1 月中直股份重大资产重组预案披露, 公司将收购两大直升机总装集团, 交易完成后将持有昌飞集团 100% 股权、哈飞集团 100% 股权。
  - 2) 本次交易有利于提升中直股份资产规模及盈利能力, 关联交易规模将大幅减小, 减少管理成本、提高管理效率, 有利于公司长期发展。
- 投资建议与盈利预测**

公司是航空工业集团 A 股直升机龙头上市公司, 在 2023 年关联交易预计金额大幅增长、资产重组预案披露背景下, 我们认为公司业绩将重回成长通道, 看好直升机业务长期发展。预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.6、11.1、13.5 亿, 同比增长 123%、28%、22%, PE 为 29、22、18 倍。公司目前市值处于相对底部, 安全边际高, 2023-2024 年 PE 低于主机厂平均值 64、52 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示**

资产重组实施进度不及预期; 直升机订单不及预期等风险。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁  
 执业证书号: S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君  
 执业证书号: S1230520080005  
 wanghuajun@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 42.11
总市值(百万元)	24,822.86
总股本(百万股)	589.48

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《2022 年业绩承压符合预期, 看好直升机龙头长期发展》  
2023.03.17
- 2 《季度业绩拐点逐步显现, 直升机龙头将重回成长快车道》  
2023.01.31
- 3 《拟发行股份收购集团资产, 内生外延双轮驱动逻辑验证》  
2023.01.10

### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19473	25809	32083	40948
(+/-)(%)	-11%	33%	24%	28%
归母净利润	387	862	1105	1345
(+/-)(%)	-59%	123%	28%	22%
每股收益(元)	0.66	1.46	1.87	2.28
P/E	64.13	28.78	22.46	18.46
P/B	2.55	2.34	2.12	1.90
P/S	1.27	0.96	0.77	0.61
ROE	3.87%	8.22%	9.63%	10.59%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 核心逻辑

公司为 A 股直升机龙头上市公司，业绩阶段低点已过，有望受益新机型放量。

### ● 超预期逻辑

1、**市场预期**：1) 直升机产品结构调整及部分产品订单减少将持续；2) 公司利润弹性不如其他航空主机厂。

2、**我们预期**：1) 直升机产品结构调整将步入尾声；2) 直升机产品利润弹性大，新机型十四五后半段有望逐步放量，规模效应显现。

### 3、驱动因素：

1) **军费稳定增长**：2023 年我国军费预算增速 7.2%超预期，给军队装备建设提供有力保障。

2) **直升机装备放量**：公司独享国内直升机市场，直接受益直升机装备放量。目前我国军用直升机数量较美俄差距较大，10 吨级军用直升机存在至少 2000 架差距。

3) **资产重组实施**：根据 2023.1.10 公告，公司将收购昌飞集团、哈飞集团两大直升机总装集团，实现直升机业务 A 股整体上市。

### ● 检验与催化

1、**检验的指标**：1) 公司大额预付款披露；2) 资产重组实施进度披露。

2、**可能的催化**：1) 直升机新机型订单下达；2) 资产重组实施进度加快。

### ● 研究价值

1) **与众不同的认识**：市场担心直升机产品结构调整及部分产品订单减少将持续。

我们认为：公司 2022Q4 归母净利润 3.39 亿，同比增加 15%，季度业绩增速拐点显现，直升机产品结构调整有望步入尾声。结合 2023 年关联交易额大幅增加，我们判断公司 2023 年业绩有望修复。

2) **与前不同的认识**：一定程度低估了直升机产品生命周期和应用场景。

我们认为：参考美国黑鹰直升机，服役时间已超 40 年，目前全球保有量达 3962 架。公司 10 吨级直升机产品通用性强、应用场景多，可应用于海陆空三军。

### ● 盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.6、11.1、13.5 亿，同比增长 123%、28%、22%，EPS 为 1.46、1.87、2.28 元，PE 为 29、22、18 倍。公司 2023-2024 年 PE 低于主机厂平均值 64、52 倍。

公司是航空工业集团 A 股直升机龙头上市公司，在 2023 年关联交易预计金额大幅增长、资产重组预案披露背景下，我们认为公司业绩将重回成长通道，看好直升机业务长期发展。参考航空主机厂上市公司估值水平和公司历史估值中枢，公司 2023 年 PB 估值 3.6 倍，目标市值 362 亿，目标价格 61.47 元，现价空间 46%，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

1) 资产重组实施进度不及预期；2) 直升机订单不及预期等风险。

## 正文目录

<b>1 我国直升机龙头，2023 年业绩将重回成长通道</b>	<b>6</b>
1.1 公司为中国直升机龙头，产品涉及民机整机与军机零部件等	6
1.2 2019-2021 年业绩稳增，2022 年业绩承压，2022Q4 业绩拐点逐步显现	7
1.3 2023 年关联交易预计额大幅增加，公司业绩有望得到修复	9
<b>2 军用直升机：10 吨级直升机数量差距最大，直 20 填补空白</b>	<b>12</b>
2.1 我国军用直升机 913 架，数量为美国 1/6，10 吨级数量差距最明显	12
2.2 直 20 将填补我国 10 吨级军用直升机空白	13
2.3 我国国防预算稳定增长，为装备更新换代提供有力保障	14
<b>3 民用直升机：国产直升机市占率不足 5%，国产替代空间大</b>	<b>15</b>
3.1 我国民用直升机以轻型直升机为主，国产占率不足 5%	15
3.2 预计到 2025 年，我国民用直升机机队规模将达到 1874 架	16
3.3 AC 系列直升机有望填补航空应急救援新质装备的空白	17
<b>4 重大资产重组预案公布，将实现直升机业务 A 股整体上市</b>	<b>18</b>
4.1 公司拟发行股份收购昌飞集团 100%、哈飞集团 100%股权	18
4.2 昌飞集团、哈飞集团为我国主要直升机科研生产基地	18
4.3 资产重组有望对公司利润和估值带来双提升	19
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>20</b>
5.1 盈利预测：预计 2023 年公司业绩有望修复	20
5.2 估值分析及投资建议	21
<b>6 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 中航科工直接或间接持有中直股份 49.30%的股份.....	6
图 2: 公司 2022 年实现营收 194.7 亿元, 同比减少 11%.....	7
图 3: 公司 2022 年实现归母净利润 3.9 亿, 同比减少 58%.....	7
图 4: 公司 2022Q4 实现营收 88.6 亿元, 同比增加 17%.....	8
图 5: 2022Q4 实现归母净利润 3.4 亿元, 同比增加 15%.....	8
图 6: 2022 年营收占比哈尔滨、景德镇分部分别为 69%、26%.....	8
图 7: 2022 年利润占比哈尔滨、景德镇分部分别为 87%、3%.....	8
图 8: 2022 年公司各分部营收情况, 景德镇分部同比减少 52%.....	8
图 9: 2022 年公司各分部利润情况, 景德镇分部同比减少 97%.....	8
图 10: 公司净利率 2021 年突破 4%, 2022 年下滑至 2%.....	9
图 11: 2020 年起期间费用率保持平稳, 保持在 5% 以下.....	9
图 12: 2021 年公司净资产收益率(摊薄)达 9.49%.....	9
图 13: 2022Q1-Q4 公司合同负债同比减少 40%.....	9
图 14: 公司关联交易销售额在营收中占比约 90%.....	10
图 15: 2023 关联销售预计 321 亿, 较 2022 实际发生增加 77%.....	10
图 16: 2022 年世界各国军用直升机数量占比, 美国 27.8%、俄罗斯 7.6%、中国 4.5%.....	12
图 17: 2022 世界前十大现役军用直升机, 黑鹰共 3962 架.....	12
图 18: 美国西科斯基研制生产的 10 吨级“黑鹰”系列直升机.....	12
图 19: 陆军为中国、美国直升机保有量最大的军种, 保有量占比分别为 82.3%、73.3%.....	13
图 20: 2022 年中国军用直升机保有量, 其中米 17/171 共 258 架.....	13
图 21: 2022 年美国军用直升机保有量, 其中黑鹰系列共 2908 架.....	13
图 22: 直 20 是我国自主研发 10 吨级中型多用途直升机.....	14
图 23: 央视军事报道, 直 20 外吊挂全地形车飞行训练.....	14
图 24: 2023 年我国国防支出预算约为 15537 亿, 同比增长 7.2%.....	14
图 25: 我国国防支出占 GDP 比例在 1.3% 左右, 较美俄仍有差距.....	14
图 26: 2020 年末中国民用直升机分布, 国产市占率不足 5%.....	15
图 27: 我国数量最多的民用直升机—R44.....	15
图 28: 预计到 2025 年我国民用直升机机队规模将达到 1874 架.....	16
图 29: 预计到 2040 年超轻型和轻型直升机合计市场份额 76.9%.....	16
图 30: 国产民用直升机典型机型: AC310 超轻型、AC311 轻型、AC352 中型、AC313 大型直升机.....	16
图 31: 2022 年 6 月印发《“十四五”应急救援力量建设规划》.....	17
图 32: 2022 年 10 月航空应急救援装备市场开拓专项行动会议.....	17
图 33: 2022 年 5 月 17 日 AC313A 在江西景德镇成功首飞.....	17
图 34: 2022 年 7 月 26 日 AC352 获中国民航局型号合格证.....	17
图 35: 昌飞集团产品包括直 8、直 10、直 11 军用直升机, AC313、AC311、AC310 民用直升机.....	18
图 36: 哈飞集团产品包括直 9、直 19 军用直升机, AC312 系列、AC352 民用直升机和运 12 飞机.....	19
图 37: 中直股份近 10 年 PE 估值中枢为 56 倍, 目前 PE (TTM) 为 64 倍.....	21
图 38: 中直股份近 10 年 PB 估值中枢为 3.6 倍, 目前 PB (MRQ) 为 2.5 倍.....	21
表 1: 中直股份主要股权投资子公司为哈飞航空、昌河航空、惠阳公司.....	6
表 2: 中直股份核心产品涉及民机整机与军机零部件等.....	7
表 3: 2023 年度日常关联交易预计金额, 单位(万元).....	10

表 4: 关联方哈飞集团租赁费用, 单位 (万元) .....	11
表 5: 我国民用直升机主要机型, 罗宾逊、空客直升机、贝尔公司直升机数量位列前三 .....	15
表 6: 民用直升机典型机型和国产机型, 国产机型已覆盖轻型、中型和大型民用直升机 .....	16
表 7: 2021 年末, 昌飞集团营业收入 137 亿、净利润 2.64 亿, 哈飞集团营业收入 102 亿、净利润 1.03 亿.....	19
表 8: 中直股份业务拆分及收入预测.....	20
表 9: 可比上市公司估值, 中直股份估值 2023、2024 年 PE29、22 倍, 低于主机厂平均 64、52 倍.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	23

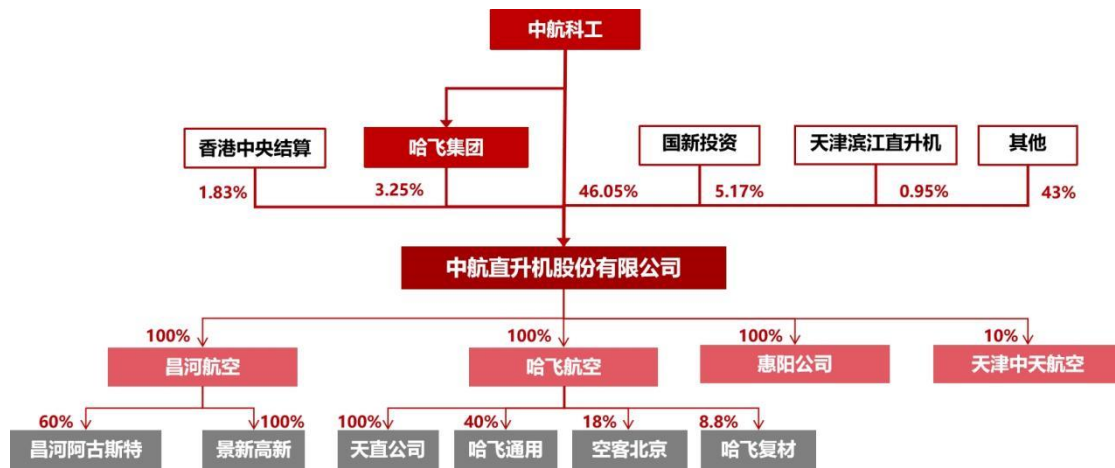
## 1 我国直升机龙头，2023 年业绩将重回成长通道

### 1.1 公司为中国直升机龙头，产品涉及民机整机与军机零部件等

公司是我国直升机和通用、支线飞机科研与生产基地，是国内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，现有核心产品既涉及直升机零部件制造业务，又涵盖民用直升机整机、航空转包生产及客户化服务。

公司是航空工业集团直升机板块 A 股唯一上市平台。中航科工直接或间接持有公司 49.30%的股份。

图1：中航科工直接或间接持有中直股份 49.30%的股份



资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所，截止至 2023 年 3 月

公司主要的股权投资为 3 家子公司 100% 股份，即哈飞航空、昌河航空、惠阳公司。

1) 哈飞航空，主要从事直升机零部件制造业务，其制造的产品主要供应给哈飞集团，完成最后的直升机总装试飞交付；2) 昌河航空，主要从事直升机零部件制造业务，其制造的产品主要供应给昌飞集团，完成最后的直升机总装试飞交付；3) 惠阳公司，是我国唯一专业从事航空螺旋桨研发制造销售的专业化企业，其产品主要装配在涡桨发动机上。

表1：中直股份主要股权投资子公司为哈飞航空、昌河航空、惠阳公司

子公司名称	简称	子公司类型	级次	持股比例	主营业务
哈尔滨哈飞航空工业有限责任公司	哈飞航空	全资子公司	一级	100%	直升机零部件设计、制造
哈尔滨通用飞机工业有限责任公司	哈飞通用	控股子公司	二级	40%	运 12 和运 12F 通用飞机制造销售业务
天津直升机有限责任公司	天直公司	全资子公司	二级	100%	AC 系列民用直升机为主的民用直升机产业基地
江西昌河航空工业有限公司	昌河航空	全资子公司	一级	100%	直升机零部件设计、制造
景德镇昌航航空高新技术有限责任公司	景航高新	全资子公司	二级	100%	航空机载设备业务
惠阳航空螺旋桨有限责任公司	惠阳公司	全资子公司	一级	100%	航空螺旋桨

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司产品涉及民机整机与军机零部件。公司多年来坚持走自主创新的发展道路，通过不断调整产品结构，公司逐步推进主要产品型号的更新换代，进一步完善了从 1 吨到 13 吨较为完整的产品谱系和“一机多型、系列发展”的产品格局。现为直 8、直 9、直 10、直 11、直 15、直 19 等国产直升机零部件主要供应商；并研发制造 AC301、AC310、AC311、

AC312、AC332、AC352、AC313 等适用范围广泛的 AC 系列民用直升机、运 12 和运 12F 系列通用飞机。

表2：中直股份核心产品涉及民机整机与军机零部件等

类别	型号	吨级	特点	分部
军用直升机 (零部件)	直 8	13	国产第一种使用涡轴发动机直升机，在法国 SA.321J 超黄蜂研制大型多用途直升机	景德镇
	直 9	4	从法国引进的 SA-365N 专利，双发轻型多用途直升机	哈尔滨
	直 10	7	第一种专业武装直升机和亚洲第一种自研专业武装直升机	景德镇
	直 11	2	原型为欧洲 AS350 直升机，第一型具有自主知识产权的轻型直升机	景德镇
	直 15	7	中国与法国空客直升机公司共同研发的中型多用途直升机	哈尔滨
	直 19	4	在直-9W 基础上研制的武装直升机兼侦察直升机	哈尔滨
民用直升机 (零部件+总装)	AC301	2	单发 2 吨级轻型多用途民用轻型直升机	天津
	AC310	1	自主研发生产的 1 吨级民用直升机	景德镇、天津
	AC311	2	自主研发的国产轻型多用途直升机	景德镇、天津
	AC312	4	在直 9 基础上研制的新一代 4 吨级双发多用途直升机	哈尔滨、天津
	AC332	4	4 吨级先进双发多用途直升机	哈尔滨、天津
	AC352	7	我国首款 7 吨级民用直升机	哈尔滨、天津
通用飞机	AC313	13	中国第一款大型民用直升机	景德镇
	运 12	—	哈飞通用生产的多用途涡桨支线运输机	哈尔滨
	运 12F	—	运 12 改进型	哈尔滨

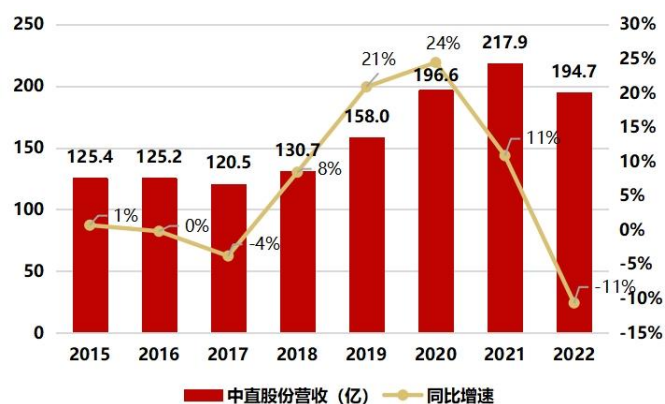
资料来源：公司公告、百度百科等，浙商证券研究所

## 1.2 2019-2021 年业绩稳增，2022 年业绩承压，2022Q4 业绩拐点逐步显现

**公司 2019-2021 年业绩稳增。**2018-2020 年航空产品交付量增加，公司业绩加快增长，2019-2021 年归母净利润稳定增长，复合增速达 21%，2021 年起营收和利润端增速放缓。

**公司 2022 年业绩承压。**2022 年由于产品结构调整及部分产品订单、公司直升机部分型号订单减少，导致营业收入同比大幅下降。2022 年实现营收 194.7 亿元、同比减少 11%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比减少 58%。

图2：公司 2022 年实现营收 194.7 亿元，同比减少 11%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：公司 2022 年实现归母净利润 3.9 亿，同比减少 58%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司 2022Q4 业绩拐点逐步显现。2022Q4 公司实现营收 88.6 亿，同比增加 17%；归母净利润 3.4 亿，同比增加 15%；扣非归母净利润 3.2 亿，同比增加 9%。

图4：公司 2022Q4 实现营收 88.6 亿元，同比增加 17%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

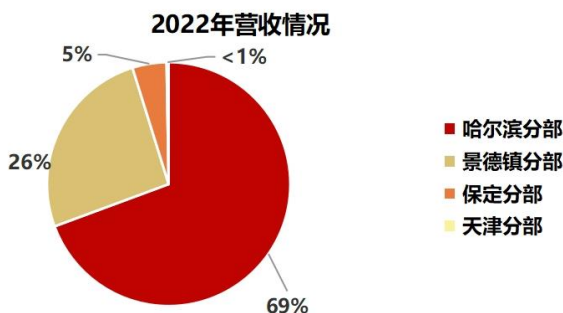
图5：2022Q4 实现归母净利润 3.4 亿元，同比增加 15%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

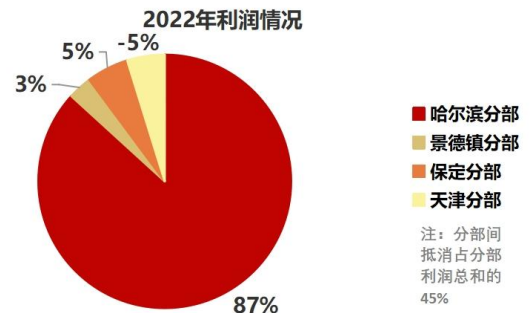
公司 2022 年各分部营收利润情况，收入端：2022 年哈尔滨分部、景德镇分部收入分别为 138.1 亿、51.4 亿，占比分别为 69%、26%，为收入的主要来源。利润端：2022 年哈尔滨分部、景德镇分部、保定分部利润总额分别为 6.7 亿、0.2 亿、0.4 亿，占比分别为 87%、3%、5%，分部间利润抵消额为 3.1 亿。

图6：2022 年营收占比哈尔滨、景德镇分部分别为 69%、26%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图7：2022 年利润占比哈尔滨、景德镇分部分别为 87%、3%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2022 年景德镇分部营收和利润下降对公司业绩影响较大。2022 年景德镇分部营收同比减少 52%、利润同比减少 97%，对公司整体营收和利润影响较大；哈尔滨分部营收同比增长 31%，利润同比增长 104%。哈尔滨分部收入和利润稳定增长，景德镇分部受产品结构调整影响较大，处于微利状态。

图8：2022 年公司各分部营收情况，景德镇分部同比减少 52%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图9：2022 年公司各分部利润情况，景德镇分部同比减少 97%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所



2019-2021 年净利率稳定增加，2022 年业绩承压毛利率和净利率下滑。

**毛利率和净利率：**2022 年公司毛利率和净利率为 2015 年以来的低点。2022 年公司毛利率 10.30%，同比下降 2.13pct，净利率为 1.99%，同比减少 2.20pct。主要系 2022 年产品结构调整及部分产品订单减少，导致利润率端承压。

**期间费用率：**公司期间费用率总体保持平稳，2020 年起公司管理费用率保持在 5% 以下。2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.89%、4.68%、2.64%、0.01%，同比分别+0.17pct、+0.02pct、-0.01pct、+0.00pct。

图10：公司净利率 2021 年突破 4%，2022 年下滑至 2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：2020 年起期间费用率保持平稳，保持在 5% 以下

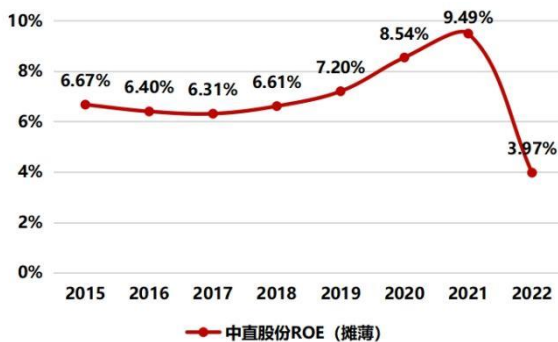


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2021 年公司净资产收益率创阶段新高，净资产收益率（摊薄）为 9.49%，同比增加 0.95pct。2022 年公司净资产收益率（摊薄）为 3.97%，同比减少 5.52pct，主要由于净利率发生明显下滑。

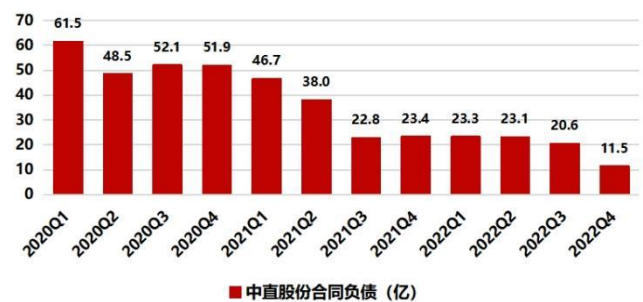
2021Q1-Q4 公司合同负债均值为 32.7 亿，2022Q1-Q4 公司合同负债均值为 19.7 亿，2022 年较 2021 年同比减少 40%。

图12：2021 年公司净资产收益率（摊薄）达 9.49%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2022Q1-Q4 公司合同负债同比减少 40%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 2023 年关联交易预计额大幅增加，公司业绩有望得到修复

2018-2022 年公司关联交易销售额在营收中占比均值约 90%，是公司营收稳定来源。关联交易销售额一定程度可反映公司营收状况。

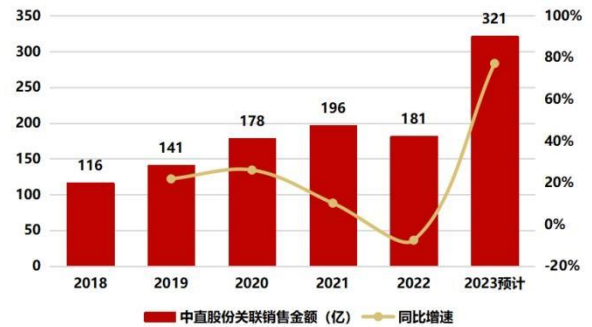
2023 年 3 月公司发布《关于 2022 年度日常关联交易实际执行情况的公告》。2022 年度关联销售及采购实际发生金额较 2022 年预计上限金额存在一定差异，主要原因是最终客户定价及签约进度产生变化。

图14：公司关联交易销售额在营收中占比约 90%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：2023 关联销售预计 321 亿，较 2022 实际发生增加 77%



资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

**2023 年关联交易预计金额大幅增加：**2023 年日常关联交易预计额度 860 亿元，较 2022 上限增加 58%，较 2022 实际发生额增加 167%。关联交易类别主要包括**采购商品/接受劳务 381 亿元**（较 22 年上限+136%、较 22 年发生+302%）、**出售商品/接受劳务 321 亿元**（较 22 年上限+34%、较 22 年发生+77%）、存款上限 130 亿元（基本持平）。公司考虑部分单位 2023 年预计产品交付量增加适当提高存货储备量、预计将在 2023 年收到客户大额预付款。**我们预计 2023 年下游产业链需求旺盛，订单充沛，公司业绩有望得到修复。**

表3：2023 年度日常关联交易预计金额，单位（万元）

关联交易类别	关联方	关联交易		2022 年上限 预计	2022 年实际 发生额	2023 年预计 金额	2023 年较 2022 上限 预计增幅	2023 年较 2022 实际发 生额增幅
		内容	定价原则					
采购商品/ 接受劳务	航空工业集团 其他下属公司	购买材料、产品、备 件、保障器材、加工 服务和技术服务等	市场参考价	1,609,165.00	946,607.86	3,805,150.00	136%	302%
出售商品/ 提供劳务	航空工业集团 其他下属公司	销售产品、材料、加 工服务和技术服务等	市场参考价	2,400,265.00	1,814,388.66	3,212,265.00	34%	77%
租赁	哈飞集团	房屋、设备	参考市场 协议定价	11,000.00	10,012.80	16,100.00	46%	61%
	昌飞集团	土地	租赁协议	100.00	71.16	100.00	0%	41%
	航空工业集团 其他下属公司	房屋、土地	租赁协议	2,985.00	494.54	1,200.00	-60%	143%
综合服务 费	哈飞集团	综合服务	市场参考价	1,000.00	409.72	600.00	-40%	46%
	航空工业集团 其他下属公司	综合服务	市场参考价	635.00	—	800.00	—	—
存款余额	中航财务公司	金融服务	协议	1,300,000.00	348,221.62	1,300,000.00	0%	273%
贷款余额	中航财务公司	金融服务	协议	70,000.00	68,300.00	200,000.00	186%	193%
	航空工业集团 其他下属公司	金融服务	协议	13,000.00	12,898.00	13,000.00	0%	1%
	中航财务公司	金融服务	协议	20,000.00	11,817.31	15,000.00	-25%	27%
其他金融 服务（保 理、融资 租赁等）	航空工业集团 其他下属公司	金融服务	协议	—	—	20,000.00	—	—
利息收入	中航财务公司	金融服务	协议	8,780.00	3,099.35	10,200.00	16%	229%
	中航财务公司	金融服务	协议	3,000.00	1,397.92	6,000.00	100%	329%
利息支出	航空工业集团 其他下属公司	金融服务	协议	500.00	252.76	1,300.00	160%	414%
合计				5,440,430.00	3,217,971.70	8,601,715.00	58%	167%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

**公司与哈飞集团关联交易租赁费用逐年增加，哈尔滨分部直升机产品将放量。**实际发生额 2022 年较 2021 年增加 90%，预计额 2023 年较 2022 年增加 46%。

表4：关联方哈飞集团租赁费用，单位（万元）

年份	预计额	实际发生额	实际值变化幅度
2020	5500	3373	—
2021	6000	5261	56%
2022	10200	10012	90%
2023	16100	—	—

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

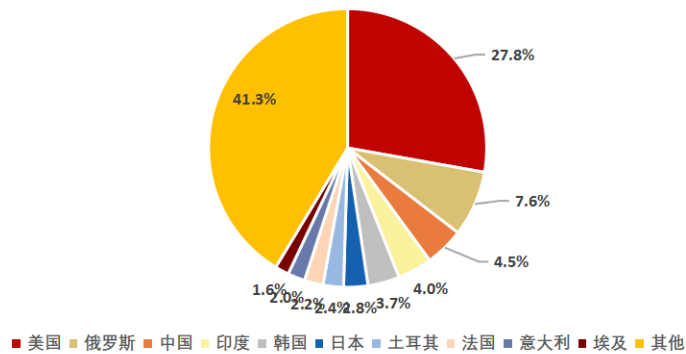
## 2 军用直升机：10 吨级直升机数量差距最大，直 20 填补空白

### 2.1 我国军用直升机 913 架，数量为美国 1/6，10 吨级数量差距最明显

根据 World Air Forces 2023 数据，2022 年全球军用直升机总量约 2 万架，其中美国拥有 5584 架，占全球军用直升机数量 28%，居全球首位；俄罗斯拥有 1531 架，位列全球第二；我国军用直升机共 913 架，仅为美国的 1/6，俄罗斯军用直升机数量 1/9。

图16：2022 年世界各国军用直升机数量占比，美国 27.8%、俄罗斯 7.6%、中国 4.5%

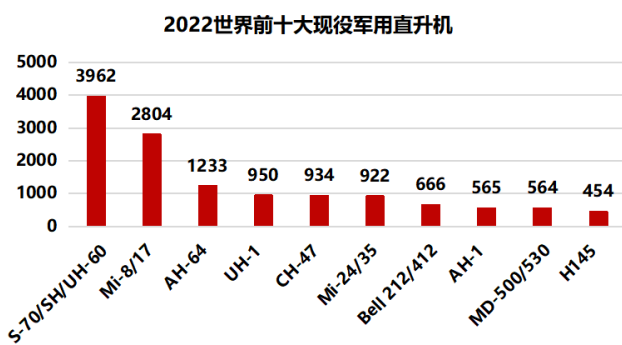
2022年世界各国军用直升机占比 (%)



资料来源：World Air Forces 2023，浙商证券研究所

按军用直升机型号统计，截止 2022 年末全球数量最多的军用直升机是美国西科斯基研制生产的 10 吨级“黑鹰”系列 (S-70/SH/UH-60)，其总数达 3962 架，占全球总量的 19.7%，是美国军用直升机的主要战斗机型。前苏联米里设计局研制米-8/米-17 军用直升机 (Mi-8/17) 全球保有量第二，其总数达 2804 架。

图17：2022 世界前十大现役军用直升机，黑鹰共 3962 架



资料来源：World Air Forces 2023，浙商证券研究所

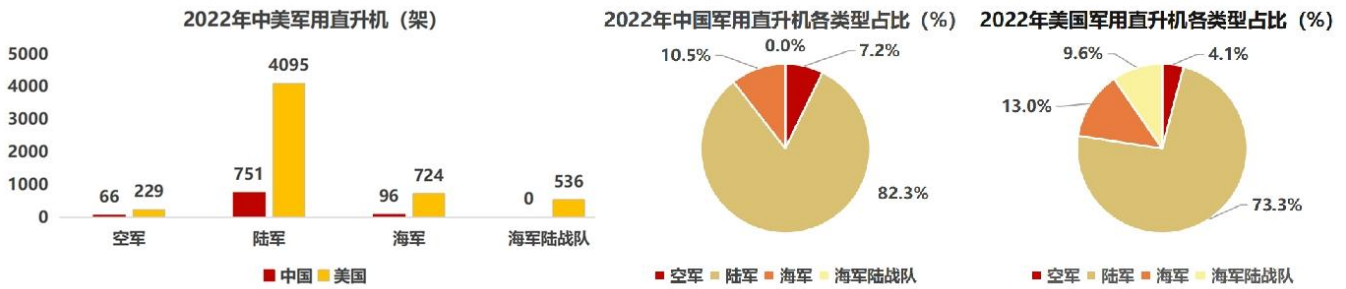
图18：美国西科斯基研制生产的 10 吨级“黑鹰”系列直升机



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

按各军种的军用直升机保有量统计，中国陆军 751 架、海军 96 架、空军 66 架，美国陆军 4095 架、海军 724 架、空军 229 架、海军陆战队 536 架。陆军为中国、美国直升机保有量最大的军种，中国、美国陆军直升机保有量占两国军用直升机数量比例分别为 82.3%、73.3%。对标美国陆军直升机保有量，我国陆军直升机存在至少 3000 架的差距。

图19：陆军为中国、美国直升机保有量最大的军种，保有量占比分别为 82.3%、73.3%

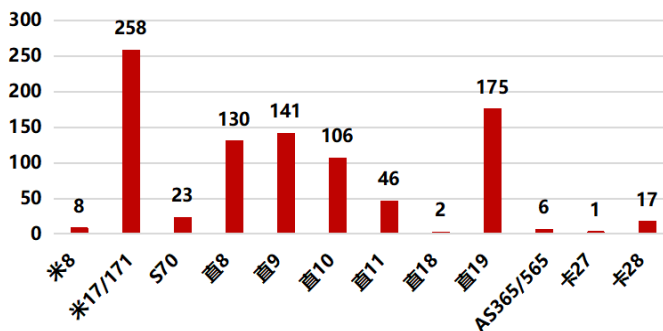


资料来源：World Air Forces 2023，浙商证券研究所

2022年我国军用直升机保有量最多的是13吨级米17/171直升机，共258架。美国军用直升机保有量最多的是10吨级“黑鹰”系列(S-70/SH/UH-60)直升机，共2908架。对标美国保有量最大的“黑鹰”军用直升机，我国10吨级军用直升机存在至少2000架的差距。

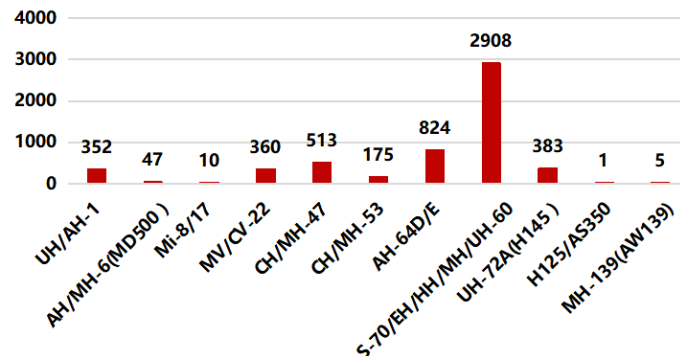
武装直升机方面，我国直10和直19共283架，对比美国阿帕奇武装直升机(AH-64D/E)824架，仍存在较大差距。

图20：2022年中国军用直升机保有量，其中米17/171共258架



资料来源：World Air Forces 2023，浙商证券研究所

图21：2022年美国军用直升机保有量，其中黑鹰系列共2908架



资料来源：World Air Forces 2023，浙商证券研究所

## 2.2 直20将填补我国10吨级军用直升机空白

直20直升机是我国自主研发的一款中型双发多用途直升机，最大起飞重量10吨，是国内首款电传飞控直升机。该机能在昼夜复杂气象条件下，遂行机降和运输等多样化任务，具有全域、全时出动能力，直-20的成功研制不仅填补了国内直升机的多项空白，而且实现直升机技术从第三代到第四代的跨越。直-20服役后，我军空中突袭能力将得到极大提高，并将在高原地区运输、抢险救灾等领域发挥极为重要的作用。

2022年5月，央视军事报道，陆军第83集团军某空中突击旅首次组织直20外吊挂全地形车飞行训练。2022年11月，陆军航空兵直升机列装的直20亮相珠海航展，并进行动态飞行表演。

图22：直 20 是我国自主研发 10 吨级中型多用途直升机



资料来源：解放军报，浙商证券研究所

图23：央视军事报道，直 20 外吊挂全地形车飞行训练



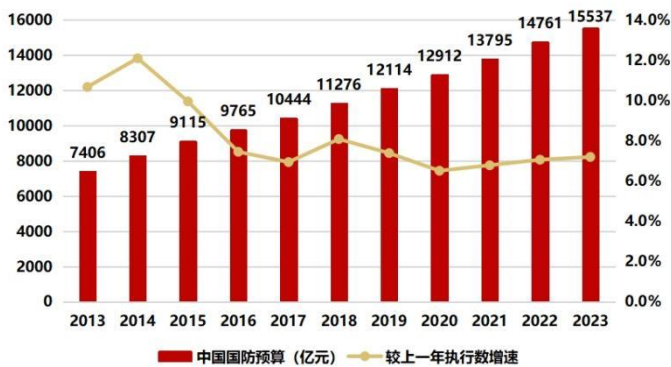
资料来源：央视军事，浙商证券研究所

### 2.3 我国国防预算稳定增长，为装备更新换代提供有力保障

2022 年党的二十大报告中多次到“国防”、“军队”，报告指出“加强国防和军队建设重大任务战建备统筹”，“实施国防科技和武器装备重大工程，加速科技向战斗力转化”、“优化国防科技工业体系和布局，加强国防科技工业能力建设”，到二〇三五年基本实现基本实现国防和军队现代化。

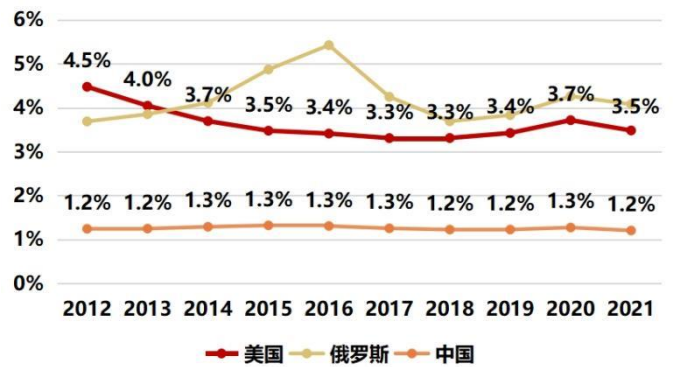
我国国防预算稳定增长，占 GDP 比例较美国、俄罗斯仍有差距。2012-2021 年我国国防支出占 GDP 年均比例在 1.3%左右，较美国年均 3.6%、俄罗斯年均 4.2%仍有较大差距。2023 年我国国防支出预算约为 15537 亿元，同比增长 7.2%，增速创近 4 年新高，为装备更新换代提供有力保障。

图24：2023 年我国国防支出预算约为 15537 亿，同比增长 7.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25：我国国防支出占 GDP 比例在 1.3%左右，较美俄仍有差距



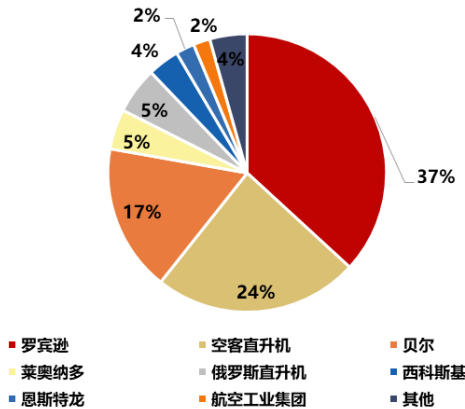
资料来源：财政部，SIPRI，浙商证券研究所

### 3 民用直升机：国产直升机市占率不足 5%，国产替代空间大

#### 3.1 我国民用直升机以轻型直升机为主，国产占率不足 5%

根据《通用航空市场预测年报（2021-2040）》统计，截至 2020 年末我国民用直升机保有量为 923 架，罗宾逊、空客直升机和贝尔三家制造商占据了我国民用直升机市场 78% 的市场份额。其中罗宾逊直升机机队规模为 340 架，空客直升机机队规模为 220 架，贝尔直升机机队规模为 158 架。民用直升机主要以轻型和超轻型直升机为主。其中 R44 机队规模最大为 251 架，占我国民用直升机机队规模的 27%。国产民用直升机（主要为航空工业集团工业）市占率不足 5%。

图26：2020 年末中国民用直升机分布，国产市占率不足 5%



资料来源：《通用航空市场预测年报（2021-2040）》，浙商证券研究所

图27：我国数量最多的民用直升机—R44



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

我国民用直升机主要以轻型和超轻型直升机为主，其中罗宾逊公司生产的 R44 机队规模最大，共计 251 架，占我国民用直升机机队数量 27%。空客直升机公司生产的 AS350 机队规模第二，共计 126 架，占我国民用直升机对数量 14%。

表5：我国民用直升机主要机型，罗宾逊、空客直升机、贝尔公司直升机数量位列前三

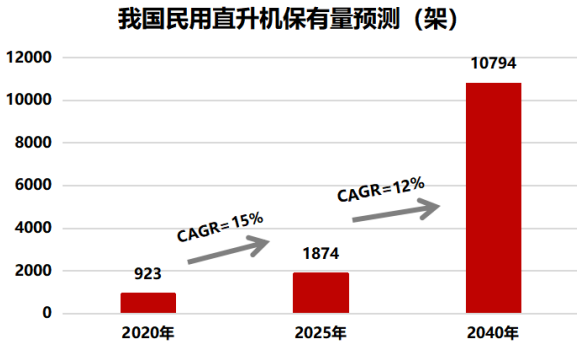
序号	直升机机型	数量 (架)	占比 (%)	制造商
1	R44	251	27%	罗宾逊
2	AS350	126	14%	空客直升机
3	贝尔 407	83	9%	贝尔
4	R22	69	7%	罗宾逊
5	贝尔 206	36	4%	贝尔
6	H225	29	3%	空客直升机
7	米-171	26	3%	俄罗斯直升机
8	EC-135	23	2%	空客直升机
9	S-76	21	2%	西科斯基
10	R66	20	2%	罗宾逊

资料来源：《通用航空市场预测年报（2021-2040）》，浙商证券研究所

### 3.2 预计到 2025 年，我国民用直升机机队规模将达到 1874 架

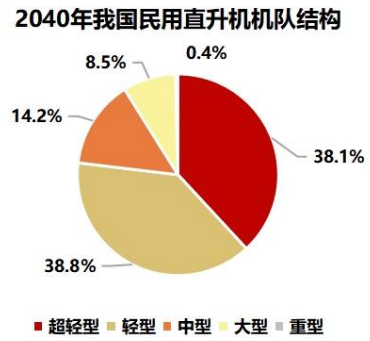
根据《通用航空市场预测年报（2021-2040）》预测，预计到 2025 年，我国民用直升机机队规模将达到 1874 架，到 2040 年，规模将超过 1 万架。得益于个人娱乐、低空旅游等市场的发展，超轻型和轻型直升机仍然是最受市场欢迎的机型，而传统直升机作业市场因为需求量增长有限，所以保持较为平稳的发展水平。预计到 2040 年，超轻型和轻型直升机合计市场份额将达到 76.9%，中型和大型直升机市场份额分别为 14.2%和 8.5%。

图28：预计到 2025 年我国民用直升机机队规模将达到 1874 架



资料来源：《通用航空市场预测年报（2021-2040）》，浙商证券研究所

图29：预计到 2040 年超轻型和轻型直升机合计市场份额 76.9%



资料来源：《通用航空市场预测年报（2021-2040）》，浙商证券研究所

从我国民用直升机需求结构看，2021-2040 年轻型和超轻型直升机需求量分别为 3741 和 3807 架，中型直升机需求量将超 1400 架，大型和重型直升机需求量超 900 架，总价值超 2000 亿元。目前国产机型已覆盖轻型、中型和大型民用直升机。

表6：民用直升机典型机型和国产机型，国产机型已覆盖轻型、中型和大型民用直升机

分类	最大起飞重量	典型机型	国产机型	单价(万元)	2021-2040 需求(架)	价值(亿元)
超轻型	小于 2 吨	罗宾逊 R44、R22、贝尔 206	AC310	300	3807	114
轻型	2-4 吨	空客 H125、H135、贝尔 407	AC311、AC312	1800	3741	673
中型	4-10 吨	空客 H175、AW139	AC352	5000	1400	700
大型	10-20 吨	空客 H225、卡-32	AC313	8000	800	640
重型	大于 20 吨	米-26	—	10000	100	100
总计					2227	

资料来源：百度百科，《通用航空市场预测年报（2021-2040）》等，浙商证券研究所整理

图30：国产民用直升机典型机型：AC310 超轻型、AC311 轻型、AC352 中型、AC313 大型直升机



资料来源：百度百科，浙商证券研究所



### 3.3 AC 系列直升机有望填补航空应急救援新质装备的空白

2022 年 6 月，应急管理部印发《“十四五”应急救援力量建设规划》，提出“加快构建大型固定翼灭火飞机、灭火直升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。推动航空应急救援力量常态化部署，完善重型直升机、中小型直升机布局”。

2022 年 10 月，航空工业召开航空应急救援装备“十四五”市场开拓专项行动领导小组会议。航空工业通飞华南、航空工业哈飞、航空工业昌飞等单位代表作交流。

图31：2022 年 6 月印发《“十四五”应急救援力量建设规划》



资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

图32：2022 年 10 月航空应急救援装备市场开拓专项行动会议



资料来源：航空工业，浙商证券研究所

AC313 是我国研制的第一种大型民用直升机，最大起飞重量 13.8 吨。该机型可用于人员/货物运输、森林防火、抢险救灾、医疗救护、搜索救援、海上石油服务、旅游观光，公务飞行，高原、高寒飞行性能卓越，可在我国全疆域飞行。2012 年获中国民航型号合格证。改型 AC313A 由航空工业昌飞和直升机所按民航最新适航标准要求开展各项研制工作。2022 年 5 月 17 日，“吉祥鸟”AC313A 在江西景德镇吕蒙机场成功首飞，标志着我国航空应急救援装备体系建设取得新进展。

AC352 是我国第一款 7 吨级先进民用直升机，最大起飞重量 7.5 吨，是国内首个以新修订《运输类旋翼航空器适航规定》（CCAR-29-R2）为审定基础并完成相应设计、试验、验证的直升机，最大巡航速度 270 公里，可搭载 14 至 16 名乘客，可广泛应用于近海运输、搜索救援、通用运输、警务执法、医疗救护、物资投送等领域。2022 年 7 月 26 日 AC352 获中国民航局型号合格证。该型号创建了民用直升机国际合作新模式，取得了直升机多项关键技术新突破，构建了中型直升机研制管理新体系，填补了航空应急救援新质装备空白。

图33：2022 年 5 月 17 日 AC313A 在江西景德镇成功首飞



资料来源：航空工业，浙商证券研究所

图34：2022 年 7 月 26 日 AC352 获中国民航局型号合格证



资料来源：国际航空，浙商证券研究所

## 4 重大资产重组预案公布，将实现直升机业务 A 股整体上市

### 4.1 公司拟发行股份收购昌飞集团 100%、哈飞集团 100% 股权

2022 年 12 月公司发布公告，筹划重大资产重组事项，拟发行股份购买昌飞集团 100% 股权、哈飞集团 100% 股权。2023 年 3 月发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》，交易方案概述：

1) **发行股份购买资产：**公司拟向中航科工发行股份购买其持有的昌飞集团 92.43% 的股权、哈飞集团 80.79% 的股权，拟向航空工业集团发行股份购买其持有的昌飞集团 7.57% 的股权、哈飞集团 19.21% 的股权。交易完成后，中直股份将持有昌飞集团 100% 股权、哈飞集团 100% 股权，昌飞集团、哈飞集团将成为中直股份全资子公司。

2) **股份发行价格：**通过各方协商，本次发行股份购买资产的股份发行价格为 35.92 元/股，不低于定价基准日前 120 个交易日上市公司股票交易均价的 80%。

3) **募集配套资金：**公司拟向中航科工、机载公司在内的不超过 35 名符合条件的特定投资者非公开发行 A 股股票募集配套资金。募集配套资金总额不超过购买资产的交易价格的 100%，且发行股份数量不超过购买资产完成后上市公司总股本的 30%。中航科工拟认购金额为 2 亿元，机载公司拟认购金额为 1 亿元。

### 4.2 昌飞集团、哈飞集团为我国主要直升机科研生产基地

**昌飞集团**，全称昌河飞机工业（集团）有限责任公司，昌飞集团是中国直升机科研生产基地和航空工业骨干企业，是中国大型运输直升机和第一款专用武装直升机诞生地。主要产品有“直 8、直 10、直 11”军用直升机、“AC313、AC311、AC310”民用直升机等。

图35：昌飞集团产品包括直 8、直 10、直 11 军用直升机，AC313、AC311、AC310 民用直升机



资料来源：昌飞集团、央视军事、浙商证券研究所

**哈飞集团**，全称哈尔滨飞机工业集团有限责任公司，哈飞集团是我国主要直升机科研生产基地之一，同时具备直升机和固定翼飞机设计研发制造能力。复合材料设计与验证等多项技术处于国内领先地位，是国内最大的航空复合材料零部件生产基地。主要产品有

“直9系列、直19”军用直升机，“AC312系列、AC352”民用直升机和“运12E、运12F”固定翼飞机等。

图36：哈飞集团产品包括直9、直19军用直升机，AC312系列、AC352民用直升机和运12飞机



资料来源：哈飞集团、浙商证券研究所

### 4.3 资产重组有望对公司利润和估值带来双提升

本次重大资产重组，中直股份将迎来两大直升机总装集团优质资产。交易标的（哈飞集团和昌飞集团）合计归母净利润3.67亿元，合计资产为31亿，ROE为12%（取2021年末数据），同期中直股份ROE为9%，资产重组实施后有望提升中直股份盈利能力。

表7：2021年末，昌飞集团营业收入137亿、净利润2.64亿，哈飞集团营业收入102亿、净利润1.03亿

财务指标	昌飞集团			哈飞集团		
	2022年1-7月	2021年度	2020年度	2022年1-7月	2021年度	2020年度
资产总计	88.31	124.55	204.97	159.00	116.45	86.78
负债合计	74.85	109.57	192.27	142.11	99.95	74.31
所有者权益	13.46	14.98	12.71	16.89	16.50	12.47
归属于母公司所有者权益	13.46	14.98	12.71	16.79	16.39	12.35
营业收入	40.51	137.18	107.02	50.34	102.31	81.58
营业利润	-0.85	3.14	2.40	0.01	0.75	1.47
净利润	-0.89	2.64	2.02	0.00	1.03	1.23
归属于母公司所有者的净利润	-0.89	2.64	2.02	0.02	1.03	1.23

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

公司估值有望得到提升。假设：1）如交易标的（哈飞集团和昌飞集团）2022年中期净资产1.0-2.0倍对价区间计算；2）假定二级市场按30-50倍区间估值。得到：1）一二级市场市值差约48-152亿；2）本次交易完成后，理论对市值的边际影响约为16-38%（测算时间2023年4月4日）。考虑到收购哈飞和昌飞集团对公司管理带来的积极影响及公司业务属性的变化，估值边际也会提升。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测：预计 2023 年公司业绩有望修复

根据公司公告，将公司业务板块分为航空产品、风机产品、其他业务，基于以下假设对公司主要业务的收入与毛利率预测。

#### 1) 航空产品

航空产品为公司最核心业务，2020-2022 年占营业收入比例为 98%左右。2022 年公司直升机产品结构调整及直升机订单减少，公司景德镇分部利润率较好的直升机产品受到冲击，公司 2022 年业绩出现下滑。结合公司 2023 年日常关联交易预计金额大幅增加，我们认为 2023 年公司下游需求旺盛、直升机产品结构调整将步入尾声，公司业绩将修复，未来哈尔滨分部直升机新机型将逐步放量，毛利率也将逐步提升。

预计公司航空产品 2023-2025 年实现收入 255、318、406 亿元，收入同比增速分别为增长 33%、25%、28%，毛利率分别为 11.4%、11.9%、12.0%。

#### 2) 风机产品、其他主营业务与其他业务

风机产品、其他主营业务与其他业务营收占比较小。参考业务历史的收入及利润增速，同时基于审慎性原则，我们预测风机业务 2023-2025 年的收入同比增速分别为增长 5%、8%、7%，毛利率维持在 4%左右水平。预测其他主营业务 2023-2025 年的收入同比减少 11%、25%、33%，毛利率维持在 25%的水平。预测其他业务 2023-2025 年的收入同比减少 8%、6%、7%，毛利率维持在 15%的水平。

表8：中直股份业务拆分及收入预测

业务构成/年份	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>航空产品（百万元）</b>	<b>19335.59</b>	<b>21576.23</b>	<b>19171.25</b>	<b>25522.43</b>	<b>31802.68</b>	<b>40645.90</b>
yoy	24%	12%	-11%	33%	25%	28%
毛利率	11.5%	12.5%	10.2%	11.4%	11.9%	12.0%
<b>风机产品（百万元）</b>	<b>58.01</b>	<b>52.23</b>	<b>61.95</b>	<b>65.00</b>	<b>70.00</b>	<b>75.00</b>
yoy	-9%	-10%	19%	5%	8%	7%
毛利率	-15.5%	2.9%	2.9%	3.5%	4.0%	4.5%
<b>其他主营业务（百万元）</b>	<b>2.08</b>	<b>0.90</b>	<b>0.45</b>	<b>0.40</b>	<b>0.30</b>	<b>0.20</b>
yoy	-26%	-57%	-50%	-11%	-25%	-33%
毛利率	51.7%	12.1%	24.5%	29.2%	21.8%	25.0%
<b>其他业务（百万元）</b>	<b>259.07</b>	<b>160.50</b>	<b>239.20</b>	<b>219.59</b>	<b>206.43</b>	<b>221.74</b>
yoy	35%	-38%	49%	-8%	-6%	7%
毛利率	15.7%	12.0%	16.5%	14.7%	14.4%	15.2%
<b>合计（百万元）</b>	<b>19654.75</b>	<b>21789.85</b>	<b>19472.86</b>	<b>25809.22</b>	<b>32082.85</b>	<b>40948.11</b>
yoy	24%	11%	-11%	33%	24%	28%
毛利率	11.5%	12.4%	10.3%	11.4%	11.9%	12.0%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 258、321、409 亿元，同比增长 33%、24%、28%，毛利率分别为 11.4%、11.9%、12.0%。

## 5.2 估值分析及投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.6、11.1、13.5 亿，同比增长 123%、28%、22%，对应 PE29、22、18 倍。选取航空主机厂中航沈飞、航发动力、中航西飞、洪都航空作为可比公司，2023-2024 年 PE 平均为 64、52 倍。公司 PE 估值水平低于可比航空主机厂平均。

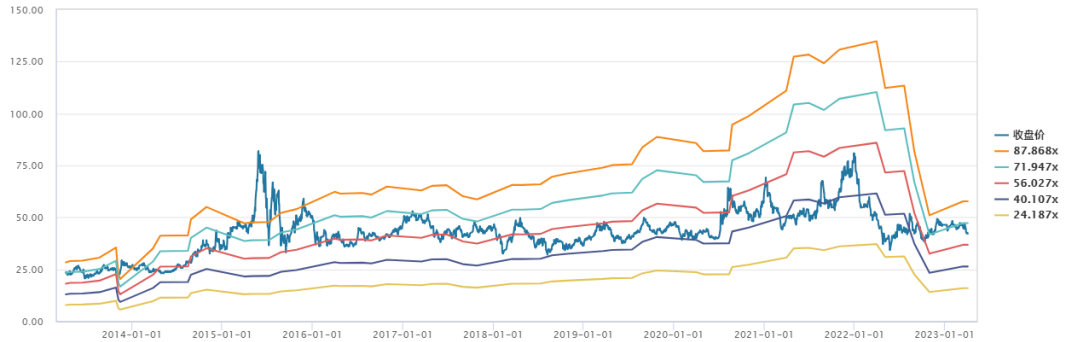
表9：可比上市公司估值，中直股份估值 2023、2024 年 PE29、22 倍，低于主机厂平均 64、52 倍

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	MRQ
600760.SH	中航沈飞	1056	22.1	28.7	36.1	48	37	29	8.6
600893.SH	航发动力	1144	12.7	15.6	19.6	90	73	58	3.0
000768.SZ	中航西飞	724	10.1	14.9	19.4	72	49	37	4.5
600316.SH	洪都航空	184	1.4	1.9	2.2	130	98	82	3.5
	平均值	777	11.6	15.3	19.3	85	64	52	4.9
600038.SH	中直股份	248	3.9	8.6	11.1	64	29	22	2.5

注：市值截止日期为 2023 年 4 月 4 日，中直股份、航发动力、洪都航空 2022 年归母净利润为年报披露值  
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

公司近 10 年 PE 估值中枢为 56 倍，目前 PE (TTM) 为 64 倍，我们预计 2023 年公司 PE 为 29 倍。参考航空主机厂上市公司 PE 估值水平和公司历史 PE 估值中枢，我们给予公司 2023 年 PE 估值 50 倍，对应市值 430 亿元。

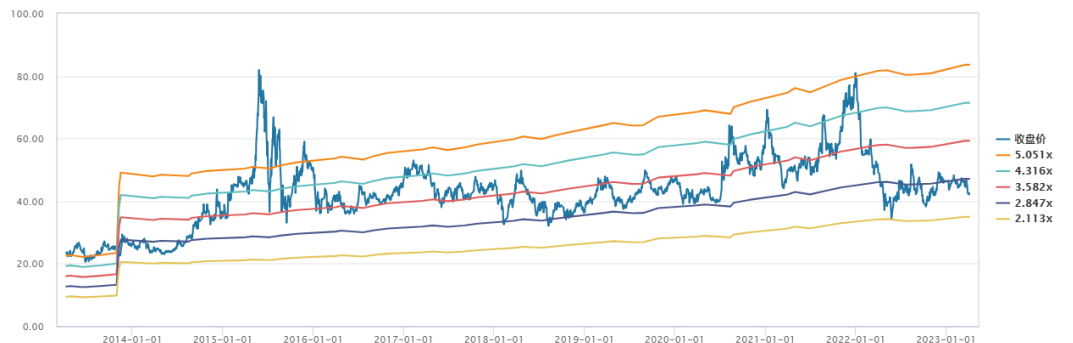
图37：中直股份近 10 年 PE 估值中枢为 56 倍，目前 PE (TTM) 为 64 倍



资料来源：Wind、浙商证券研究所，截止至 2023 年 4 月 4 日收盘

公司近 10 年 PB 估值中枢为 3.6 倍，目前 PB (MRQ) 为 2.5 倍，低于可比航空主机厂上市公司 PB 平均 4.8 倍。我们给予公司 2023 年 PB 估值 3.6 倍，对应市值 362 亿元。

图38：中直股份近 10 年 PB 估值中枢为 3.6 倍，目前 PB (MRQ) 为 2.5 倍



资料来源：Wind、浙商证券研究所，截止至 2023 年 4 月 4 日收盘

综上，参考航空主机厂上市公司估值水平和公司历史 PE、PB 估值中枢，基于审慎性考虑，我们给予公司 2023 年 PB 合理估值 3.6 倍，对应市值 362 亿元，维持“买入”评级。

## 6 风险提示

**1) 资产重组实施进度不及预期：**交易标的的审计、评估工作尚未完成，预估值及拟定价尚未确定。本次重组能否获得上述批准或核准，以及最终获得相关批准或核准时间，均存在不确定性。以上不确定因素会导致资产重组实施进度存在风险。

**2) 直升机新机型订单不及预期：**直升机新机型订单情况受装备采购计划、合同谈判、定价机制等因素影响，以上因素可能导致直升机订单数量不及预期。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	24234	31444	36990	45930
现金	2117	2887	2842	2616
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6128	8098	10046	12782
其它应收款	18	14	19	28
预付账款	1096	796	1122	1648
存货	12657	17432	20415	26529
其他	2218	2216	2545	2327
<b>非流动资产</b>	3460	3033	2986	2832
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	29	27	28	28
固定资产	1762	1583	1416	1253
无形资产	510	477	444	409
在建工程	86	69	55	44
其他	1073	877	1043	1098
<b>资产总计</b>	27694	34477	39976	48762
<b>流动负债</b>	16670	22647	27001	34449
短期借款	883	3309	3662	4866
应付款项	13488	15114	19600	25537
预收账款	0	0	0	0
其他	2300	4224	3739	4047
<b>非流动负债</b>	968	911	952	943
长期借款	78	78	78	78
其他	890	833	874	865
<b>负债合计</b>	17638	23558	27952	35393
少数股东权益	304	304	304	305
归属母公司股东权	9752	10614	11720	13064
<b>负债和股东权益</b>	27694	34477	39976	48762

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(1686)	(1590)	(311)	(1338)
净利润	387	863	1105	1345
折旧摊销	203	132	133	133
财务费用	2	91	155	195
投资损失	6	2	3	4
营运资金变动	(2629)	1992	1339	3113
其它	344	(4671)	(3046)	(6128)
<b>投资活动现金流</b>	(42)	121	59	76
资本支出	50	86	70	64
长期投资	(0)	27	(18)	3
其他	(92)	8	7	9
<b>筹资活动现金流</b>	437	2240	205	1036
短期借款	630	2427	353	1204
长期借款	(16)	0	0	0
其他	(178)	(187)	(147)	(168)
<b>现金净增加额</b>	(1292)	770	(46)	(226)

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	19473	25809	32083	40948
营业成本	17468	22877	28248	36024
营业税金及附加	23	26	33	94
营业费用	174	77	204	287
管理费用	912	1133	1428	1846
研发费用	513	686	849	1084
财务费用	2	91	155	195
资产减值损失	43	24	26	54
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(6)	(2)	(3)	(4)
其他经营收益	40	28	27	32
<b>营业利润</b>	372	919	1163	1392
营业外收支	11	0	0	0
<b>利润总额</b>	383	919	1163	1392
所得税	(4)	56	57	47
<b>净利润</b>	387	863	1105	1345
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	387	862	1105	1345
EBITDA	603	1137	1445	1715
EPS (最新摊薄)	0.66	1.46	1.87	2.28

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-10.63%	32.54%	24.31%	27.63%
营业利润	-64.50%	146.92%	26.52%	19.69%
归属母公司净利润	-59.09%	122.79%	28.15%	21.67%
<b>获利能力</b>				
毛利率	10.30%	11.36%	11.95%	12.02%
净利率	1.99%	3.34%	3.45%	3.28%
ROE	3.87%	8.22%	9.63%	10.59%
ROIC	3.57%	6.51%	7.81%	8.24%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.69%	68.33%	69.92%	72.58%
净负债比率	6.75%	14.94%	13.88%	14.44%
流动比率	1.45	1.39	1.37	1.33
速动比率	0.69	0.62	0.61	0.56
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.71	0.83	0.86	0.92
应收账款周转率	4.22	3.75	3.64	3.69
应付账款周转率	1.84	2.08	2.24	2.13
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.66	1.46	1.87	2.28
每股经营现金	(2.86)	(2.70)	(0.53)	(2.27)
每股净资产	16.54	18.01	19.88	22.16
<b>估值比率</b>				
P/E	64.13	28.78	22.46	18.46
P/B	2.55	2.34	2.12	1.90
EV/EBITDA	44.98	22.97	18.37	16.33

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>