

业绩持续稳健增长；低空经济带来发展新机遇

2024 年 03 月 17 日

➤ **事件：**公司 3 月 15 日发布了 2023 年年报，2023 全年实现营收 233.3 亿元，YoY+19.8%；归母净利润 4.4 亿元，YoY+14.1%；扣非归母净利润 4.0 亿元，YoY+17.1%。公司全年业绩基本符合市场预期，业绩增长主要是产品交付量增加、部分产品价格调整导致。我们综合点评如下：

➤ **Q4 业绩有所下降；低空经济或将带来发展新机遇。**单季度看，公司：1) 4Q23 实现营收 75.8 亿元，YoY-14.5%；归母净利润 1.5 亿元，YoY-55.8%。2) 4Q23 毛利率同比增长 0.83ppt 至 12.2%；净利率同比减少 3.04ppt 至 0.9%。2023 年综合毛利率同比减少 0.16ppt 至 10.1%；净利率同比减少 0.50ppt 至 1.5%。**分产品看**，公司 2023 年航空产品实现收入 230.8 亿元，同比增长 20.4%，占总收入接近 100%；毛利率为 10.2%，同比减少 0.05ppt。公司持续聚焦航空主业，并积极发展通航产品。直升机通过改型改装可以用于特种、反恐维稳、抢险救灾、应急救援、农林作业、地质勘探、旅游观光、飞行培训等领域。国家大力推进低空经济产业发展，公司作为国内直升机龙头，或有望深度受益。

➤ **研发投入同比增长 47%；现金流因收到客户回款而明显回暖。**费用端，公司 2023 年期间费用率为 8.3%，同比增长 0.05ppt。其中：1) 销售费用率 1.0%，同比增长 0.13ppt；2) 管理费用率 4.0%，同比减少 0.68ppt；3) 研发费用率 3.2%，同比增长 0.60ppt；研发费用 7.5 亿元，同比增长 47.0%，公司加大研发投入力度。**截至 4Q23 末**，公司：1) 应收账款及票据 57.6 亿元，较年初减少 5.9%，主要是本年收到客户回款较多；2) 存货 129.2 亿元，较年初增长 2.1%；3) 合同负债 14.3 亿元，较年初增长 24.0%；4 税金及附加 0.7 亿元，上年同期为 0.2 亿元，主要是本期缴纳增值税附加税较多导致；5) 经营活动净现金流为 7.2 亿元，上年同期为-16.9 亿元，主要是本年收到客户回款大幅增加导致。

➤ **资产重组顺利推进；预计 24 年关联存款上调 15%至 150 亿元。**资产重组方面，公司 2024.3.12 已完成本次重组资产过户手续。截至目前，本次重组尚未完成新股发行的相关工作。**关联交易方面**，公司：1) 23 年预计关联采购及接受劳务额为 334.5 亿元，实际发生 103.3 亿元；预计关联销售及提供劳务额为 361.2 亿元，实际发生 222.9 亿元。2) 24 年预计关联采购及接受劳务额为 339.6 亿元，较 23 年预计额增长 1.5%；预计关联销售及接受劳务额为 331.7 亿元，较 23 年预计额减少 8.2%；24 年预计关联存款上调 15.4%至 150 亿元。

➤ **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。受益于低空经济产业发展，公司有望迎来发展新机遇。我们预计，公司 2024~2026 年归母净利润为 5.35 亿元、6.60 亿元、8.27 亿元，当前股价对应 2024~2026 年 PE 为 43x/35x/28x，**维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**资产重组方案审批风险；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23330	26711	30888	35814
增长率 (%)	19.8	14.5	15.6	15.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	443	535	660	827
增长率 (%)	14.1	20.7	23.5	25.2
每股收益 (元)	0.75	0.91	1.12	1.40
PE	52	43	35	28
PB	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 03 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

39.32 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

- 1.中直股份 (600038.SH) 2023 年三季报点评：业绩持续改善；资产重组已获国资委批复 -2023/10/25
- 2.中直股份 (600038.SH) 2023 年中报点评：1H23 业绩显著改善；资产重组工作积极推进 -2023/08/25
- 3.中直股份 (600038.SH) 事件点评：披露资产重组草案，直升机龙头进一步夯实能力-2023/07/20
- 4.中直股份 (600038.SH) 2023 年一季报点评：收入大增 99%需求或在恢复；资产重组顺利推进-2023/05/10
- 5.中直股份 (600038.SH) 2022 年年报点评：业绩符合预期；看好直升机龙头中长期发展-2023/03/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	23,330	26,711	30,888	35,814
营业成本	20,966	24,021	27,808	32,242
营业税金及附加	70	80	91	106
销售费用	239	266	298	339
管理费用	934	1,027	1,164	1,295
研发费用	754	829	901	1,045
EBIT	352	488	626	787
财务费用	2	0	19	20
资产减值损失	-71	-14	-14	-14
投资收益	-4	1	1	1
营业利润	350	540	668	836
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	351	541	669	837
所得税	4	7	8	10
净利润	347	535	660	827
归属于母公司净利润	443	535	660	827
EBITDA	645	815	962	1,155

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,223	1,142	1,716	2,330
应收账款及票据	5,764	6,036	6,656	7,159
预付款项	801	918	1,062	1,232
存货	12,919	14,196	15,119	16,480
其他流动资产	1,660	3,466	3,922	4,460
流动资产合计	24,367	25,758	28,476	31,661
长期股权投资	31	33	36	38
固定资产	1,805	1,958	2,105	2,250
无形资产	511	489	467	445
非流动资产合计	3,428	3,326	3,228	3,109
资产合计	27,795	29,084	31,704	34,771
短期借款	665	665	865	1,065
应付账款及票据	12,279	12,852	14,211	15,743
其他流动负债	2,611	2,910	3,428	4,055
流动负债合计	15,555	16,427	18,504	20,862
长期借款	1,076	1,076	1,076	1,076
其他长期负债	948	948	948	948
非流动负债合计	2,024	2,024	2,024	2,024
负债合计	17,579	18,451	20,528	22,886
股本	589	589	589	589
少数股东权益	210	210	210	210
股东权益合计	10,217	10,633	11,176	11,885
负债和股东权益合计	27,795	29,084	31,704	34,771

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.81	14.49	15.63	15.95
EBIT 增长率	-7.49	38.55	28.26	25.74
净利润增长率	14.11	20.75	23.52	25.23
盈利能力 (%)				
毛利率	10.13	10.07	9.97	9.97
净利率	1.49	2.00	2.14	2.31
总资产收益率 ROA	1.59	1.84	2.08	2.38
净资产收益率 ROE	4.42	5.13	6.02	7.08
偿债能力				
流动比率	1.57	1.57	1.54	1.52
速动比率	0.62	0.47	0.48	0.48
现金比率	0.21	0.07	0.09	0.11
资产负债率 (%)	63.24	63.44	64.75	65.82
经营效率				
应收账款周转天数	79.69	71.73	68.14	62.69
存货周转天数	224.91	215.92	198.64	186.73
总资产周转率	0.84	0.92	0.97	1.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	0.91	1.12	1.40
每股净资产	16.98	17.68	18.60	19.81
每股经营现金流	1.22	-2.89	1.29	1.39
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
估值分析				
PE	52	43	35	28
PB	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	33.97	29.44	24.58	20.10
股息收益率 (%)	0.50	0.51	0.51	0.51

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	347	535	660	827
折旧和摊销	293	327	336	368
营运资金变动	-32	-2,594	-261	-408
经营活动现金流	717	-1,704	762	821
资本开支	-197	-223	-235	-246
投资	0	-1	-2	-2
投资活动现金流	-159	-224	-236	-248
股权募资	0	0	0	0
债务募资	708	0	200	200
筹资活动现金流	604	-154	48	41
现金净流量	1,162	-2,081	574	615

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。本报告清晰准确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