

中直股份 (600038)

2023 年年报点评: 低空经济政策加持, 产品交付量提升业绩转好

买入 (维持)

2024 年 03 月 17 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

研究助理 高正泰

执业证书: S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

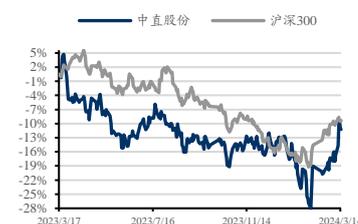
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	19,473	23,330	26,320	31,176	36,662
同比	-10.63%	19.81%	12.81%	18.45%	17.60%
归母净利润 (百万元)	387.94	442.69	504.45	605.77	717.77
同比	-57.52%	14.11%	13.95%	20.08%	18.49%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.66	0.75	0.86	1.03	1.22
P/E (现价&最新摊薄)	59.75	52.36	45.95	38.26	32.29

事件: 2024 年 3 月 15 日, 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营收 233.3 亿元, 同比增长 19.81%, 归母净利润 4.43 亿元, 同比增长 14.11%。

投资要点

- 下游需求改善拉动业绩增长, 关联采购金额大幅提高:** 公司 2023 年实现营业收入 233.3 亿元, 同比+19.81%, 营业成本 209.66 亿元, 同比+20.03%, 归母净利润 4.43 亿元, 同比+14.11%。主要原因是产品交付量增加、部分产品价格调整。公司 23 年期间费用增加明显, 销售费用 2.39 亿元, 同比+37.87%, 研发费用 7.54 亿元, 同比+46.99%, 反映公司向下游市场的开拓力度和对新业绩增长点的研发力度双双加大。公司 23 年关联采购 226.73 亿元, 同比+79.9%, 反映集团供应链加速重塑, 有利于公司成本的合理控制, 带动未来利润增厚。
- 定增重组方案顺利获批, 业务整合显著提升公司竞争力:** 2023 年 1 月公司发布预案公告, 拟以 35.73 元的发行价格实施 A 股定向增发, 通过发行股份的方式购买同属于中国航空工业集团的兄弟公司哈尔滨飞机工业集团有限责任公司 (简称“哈飞”) 和昌河飞机工业(集团)有限责任公司 (简称“昌河”) 的 100% 股权, 交易金额分别达 322,955.09 万元以及 184,872.79 万元, 该方案已于 24 年 1 月获得证监会同意批复。此次股权变更对交易方的实际控制权不造成影响, 预计并购完成后公司资源整合能力将大幅提高, 业务协同发展动能持续激活, 在国内直升机市场的领先地位进一步巩固。
- 低空经济政策加持, 跻身 eVTOL 领域注入增量潜力:** 公司凭借航空领域技术专长与人才优势, 2022 伊始加速 eVTOL 领域布局。公司联合中国航空研究院、中航科工研发高速电动垂直起降飞行器 (H-eVTOL), 目前已完成技术论证和市场调研, 并于 2023 年 6 月底形成技术方案, 获内外部专家评审通过。9 月底三方完成签约仪式, 标志该项目正式落地启动, 预期未来公司科技赋能新业态孵化的进展将边际加快。
- 盈利预测与投资评级:** 公司业绩符合预期, 基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司在国内直升机产业领先地位以及在垂直起降飞行器领域的布局, 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 5.04(-4.26)/6.06(-4.02)/7.18 亿元; 对应 PE 分别为 46/38/32 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 1) 技术研发不及预期; 2) 下游需求及订单波动; 3) 军品列装进度不及预期; 4) 民用直升机进口替代不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.32
一年最低/最高价	30.24/46.88
市净率(倍)	2.32
流通 A 股市值(百万元)	23,178.22
总市值(百万元)	23,178.22

基础数据

每股净资产(元, LF)	16.98
资产负债率(% , LF)	63.24
总股本(百万股)	589.48
流通 A 股(百万股)	589.48

相关研究

《中直股份(600038): 2023 年中报点评: 产品交付量提升致业绩转好, 重大资产重组促高质量发展》

2023-08-23

《中直股份(600038): 2022 年年报点评: 产品结构调整致业绩短期承压, 重大资产重组促高质量发展》

2023-03-17

中直股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24,367	32,973	30,396	42,512	营业总收入	23,330	26,320	31,176	36,662
货币资金及交易性金融资产	3,223	2,773	1,371	1,484	营业成本(含金融类)	20,966	23,730	28,013	32,870
经营性应收款项	6,571	8,623	9,582	11,678	税金及附加	70	55	80	85
存货	12,919	18,986	16,932	26,238	销售费用	239	252	309	358
合同资产	1,081	2,030	1,924	2,545	管理费用	934	1,053	1,247	1,558
其他流动资产	574	561	587	568	研发费用	754	772	961	1,103
非流动资产	3,428	3,482	3,580	3,723	财务费用	2	(1)	9	29
长期股权投资	31	34	36	38	加:其他收益	41	50	57	68
固定资产及使用权资产	2,015	2,072	2,166	2,296	投资净收益	(4)	(6)	(6)	(8)
在建工程	88	88	97	114	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	511	511	511	511	减值损失	(51)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	1	1
长期待摊费用	134	134	134	134	营业利润	350	502	609	719
其他非流动资产	649	643	636	629	营业外净收支	1	2	1	1
资产总计	27,795	36,455	33,977	46,236	利润总额	351	504	610	720
流动负债	15,555	23,710	20,626	32,167	减:所得税	4	0	4	2
短期借款及一年内到期的非流动负债	746	953	947	1,047	净利润	347	504	606	718
经营性应付款项	12,279	19,873	16,317	27,183	减:少数股东损益	(96)	0	0	0
合同负债	1,429	1,592	1,894	2,214	归属母公司净利润	443	504	606	718
其他流动负债	1,101	1,293	1,468	1,723	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	0.86	1.03	1.22
非流动负债	2,024	2,024	2,024	2,024	EBIT	352	507	623	756
长期借款	1,076	1,076	1,076	1,076	EBITDA	645	863	998	1,220
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.13	9.84	10.15	10.34
租赁负债	147	147	147	147	归母净利率(%)	1.90	1.92	1.94	1.96
其他非流动负债	801	801	801	801	收入增长率(%)	19.81	12.81	18.45	17.60
负债合计	17,579	25,734	22,650	34,191	归母净利润增长率(%)	14.11	13.95	20.08	18.49
归属母公司股东权益	10,007	10,511	11,117	11,835					
少数股东权益	210	210	210	210					
所有者权益合计	10,217	10,721	11,327	12,045					
负债和股东权益	27,795	36,455	33,977	46,236					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	717	(200)	(874)	673	每股净资产(元)	16.98	17.83	18.86	20.08
投资活动现金流	(159)	(415)	(478)	(613)	最新发行在外股份(百万股)	589	589	589	589
筹资活动现金流	604	166	(51)	53	ROIC(%)	2.94	4.04	4.69	5.42
现金净增加额	1,162	(449)	(1,403)	113	ROE-摊薄(%)	4.42	4.80	5.45	6.07
折旧和摊销	293	356	375	464	资产负债率(%)	63.24	70.59	66.66	73.95
资本开支	(197)	(392)	(456)	(589)	P/E(现价&最新股本摊薄)	52.36	45.95	38.26	32.29
营运资本变动	(32)	(1,106)	(1,905)	(562)	P/B(现价)	2.32	2.21	2.08	1.96

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。

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>