

# 中直股份 (600038)

## 2024 年三季报点评: 全年预计实现年初预算, 高效整合直升机业务

买入 (维持)

2024 年 10 月 30 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)	19473	23330	30749	36329	42549
同比	(10.63)	19.81	31.80	18.15	17.12
归母净利润 (百万元)	387.94	442.69	718.18	880.20	1,076.32
同比	(57.52)	14.11	62.23	22.56	22.28
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.47	0.54	0.88	1.07	1.31
P/E (现价&最新摊薄)	88.98	77.97	48.06	39.22	32.07

事件: 公司发布 2024 年三季报, 2024 年前三季度实现营业总收入 173 亿元, 同比-3.12%, 归母净利润为 3.57 亿元, 同比-29.92%。

### 投资要点

■ **业绩下滑是短期现象, 全年预计实现年初预算:** 由于上年同期受到部分产品价格调整对业绩的积极影响, 而本期价格调整影响较小, 公司 2024 年三季报营收利润双降, 2024 年前三季度实现营业总收入 173 亿元, 同比-3.12%, 归母净利润为 3.57 亿元, 同比-29.92%, 但全年预计实现年初预算。此外, 公司正面临产品结构调整, 部分在过去占营业收入比重较高的产品新增订单存在不确定性, 这可能是由于产品型号迭代所导致。尽管如此, 公司第三季度的营收表现出色, 2024Q3 实现营业总收入 91.26 亿元, 同比大增 54.88%, 但归母净利润仅 0.60 亿元, 同比下降 67.21%, 且公司作为国内直升机制造龙头, 业绩有望恢复增长。

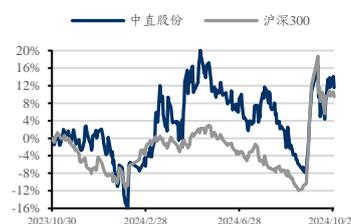
■ **现金流和负债管理方面变化不一, 体现经营策略调整:** 主要会计数据和财务指标的变动情况及原因显示出公司在经营活动中的显著变化。截至 2024 年三季度, 货币资金同比减少 65.19%, 主要由于本期支付的采购款较多, 而产品交付后收款的情况相对较少, 导致现金流紧张, 年底有望恢复; 合同资产同比大幅增加 896.73%, 反映出本期按履约进度确认收入的产品数量较多, 显示出公司在订单履行方面的积极进展。在负债方面, 截至 2024 年三季度, 应付账款同比增加了 32.24%, 这与公司生产经营需要加大对部分供应商的采购有关; 合同负债同比减少 49.40%, 主要是由于前期预收款满足收入确认条件后, 陆续结转减少。此外, 2024 年前三季度研发费用则同比显著下降 68.03%, 主要是因为上年同期自研项目投入较多, 而本期投入相对较少。

■ **收购昌飞集团和哈飞集团, 高效整合直升机业务:** 2024 年公司发行股份购买资产已完成股权交割, 昌飞集团及哈飞集团已成为公司的全资子公司, 公司合并范围变化, 主营业务拓宽, 规模扩大。2024 年 7 月 17 日, 公司收到募集资金 29.67 亿元, 7 月 25 日, 募集资金新增的 0.88 亿股份完成登记手续, 公司股份总数变为 8.2 亿股, 公司将使用募集资金进行新型直升机与无人机研发能力建设项目、直升机生产能力提升项目和补充流动资金或偿还债务等五个项目。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司业绩符合预期, 考虑到公司是国内军民用直升机领域龙头企业, 基于十四五期间航空产业高景气, 以及未来低空经济带来的增长空间, 我们维持先前的盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.18/8.80/10.76 亿元, 对应 PE 分别为 48/39/32 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 产品质量与安全生产风险; 2) 原材料短缺及价格波动风险; 3) 订单及产品结构性调整风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	42.10
一年最低/最高价	30.24/46.10
市净率(倍)	2.15
流通 A 股市值(百万元)	24,816.97
总市值(百万元)	34,517.50

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	19.60
资产负债率(% ,LF)	69.08
总股本(百万股)	819.89
流通 A 股(百万股)	589.48

### 相关研究

《中直股份(600038): 2024 年中报点评: 中直股份业务高效整合, 业绩有望复苏》

2024-08-30

《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》

2024-03-17

## 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
<b>流动资产</b>	<b>24,367</b>	<b>46,891</b>	<b>40,039</b>	<b>58,166</b>	<b>营业总收入</b>	<b>23,330</b>	<b>30,749</b>	<b>36,329</b>	<b>42,549</b>
货币资金及交易性金融资产	3,223	8,759	9,523	7,781	营业成本(含金融类)	20,966	27,576	32,500	37,975
经营性应收款项	6,571	11,037	10,168	14,498	税金及附加	70	64	93	99
存货	12,919	24,156	17,516	32,358	销售费用	239	314	407	455
合同资产	1,081	2,371	2,242	2,954	管理费用	934	1,230	1,453	1,808
其他流动资产	574	568	589	576	研发费用	754	902	1,120	1,280
<b>非流动资产</b>	<b>3,428</b>	<b>3,482</b>	<b>3,580</b>	<b>3,723</b>	财务费用	2	(1)	(69)	(77)
长期股权投资	31	34	36	38	加:其他收益	41	58	66	79
固定资产及使用权资产	2,015	2,072	2,166	2,296	投资净收益	(4)	(8)	(7)	(10)
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	<b>营业利润</b>	<b>350</b>	<b>716</b>	<b>885</b>	<b>1,079</b>
其他非流动资产	649	643	636	629	营业外净收支	1	2	1	1
<b>资产总计</b>	<b>27,795</b>	<b>50,374</b>	<b>43,619</b>	<b>61,889</b>	<b>利润总额</b>	<b>351</b>	<b>718</b>	<b>886</b>	<b>1,080</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,555</b>	<b>29,369</b>	<b>21,734</b>	<b>38,928</b>	减:所得税	4	0	6	3
短期借款及一年内到期的非流动负债	746	953	947	1,047	<b>净利润</b>	<b>347</b>	<b>718</b>	<b>880</b>	<b>1,076</b>
经营性应付款项	12,279	25,083	16,906	33,350	减:少数股东损益	(96)	0	0	0
合同负债	1,429	1,849	2,197	2,557	<b>归属母公司净利润</b>	<b>443</b>	<b>718</b>	<b>880</b>	<b>1,076</b>
其他流动负债	1,101	1,484	1,684	1,973	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.54	0.88	1.07	1.31
非流动负债	2,024	2,024	2,024	2,024	EBIT	352	722	822	1,011
长期借款	1,076	1,076	1,076	1,076	EBITDA	645	1,078	1,197	1,475
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.13	10.32	10.54	10.75
租赁负债	147	147	147	147	归母净利率(%)	1.90	2.34	2.42	2.53
其他非流动负债	801	801	801	801	收入增长率(%)	19.81	31.80	18.15	17.12
<b>负债合计</b>	<b>17,579</b>	<b>31,392</b>	<b>23,757</b>	<b>40,951</b>	归母净利润增长率(%)	14.11	62.23	22.56	22.28
归属母公司股东权益	10,007	18,771	19,652	20,728					
少数股东权益	210	210	210	210					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,217</b>	<b>18,981</b>	<b>19,862</b>	<b>20,938</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>27,795</b>	<b>50,374</b>	<b>43,619</b>	<b>61,889</b>					

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	(2,260)	1,293	(1,180)	每股净资产(元)	16.98	22.89	23.97	25.28
投资活动现金流	(159)	(416)	(479)	(615)	最新发行在外股份(百万股)	820	820	820	820
筹资活动现金流	604	8,212	(51)	53	ROIC(%)	2.94	4.33	3.78	4.45
现金净增加额	1,162	5,537	764	(1,742)	ROE-摊薄(%)	4.42	3.83	4.48	5.19
折旧和摊销	293	356	375	464	资产负债率(%)	63.24	62.32	54.47	66.17
资本开支	(197)	(391)	(456)	(589)	P/E(现价&最新股本摊薄)	77.97	48.06	39.22	32.07
营运资本变动	(32)	(3,380)	(12)	(2,776)	P/B(现价)	2.48	1.84	1.76	1.67

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),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>