

中直股份(600038)

报告日期: 2023年08月22日

中报业绩大增符合预期, 直升机龙头业绩拐点显现

——中直股份点评报告

投资要点

□ 事件: 公司发布 2023 年半年度报告

1) **2023H1 业绩:** 2023H1 实现营业收入 105.58 亿元, 同比增长 56.38%; 归母净利润 1.26 亿元, 同比增长 632%; 扣非归母净利润 0.98 亿元, 同比增长 3952%。加权平均净资产收益率 1.31%, 同比增加 1.13pct。2023H1 业绩符合市场预期, 业绩同比大增主要系航空产品收入增长、以及上年同期业绩基数较小。

2) **2023Q2 业绩:** 从单季度角度看, 2023Q2 实现营业收入 73.31 亿元, 同比增长 43.02%, 环比增长 121.78%; 归母净利润 1.12 亿元, 同比增长 1858%, 环比增长 700%, 2023Q2 盈利能力提升。

□ 哈尔滨分部收入稳定增长, 景德镇分部盈利能力修复

从公司分部看, 2023H1 哈尔滨分部实现收入 76.63 亿 (+78.56%), 利润总额 2.61 亿 (+14.10%), 毛利率 5.61% (-3.56pct); 景德镇分部实现收入 27.44 亿 (+25.87%), 利润总额 0.01 亿 (+100.65%), 毛利率 9.29% (+6.92pct)。

□ 2022Q2 公司毛利率和净利率提高, 盈利能力逐步提升

1) **利润率方面:** 2023H1 毛利率为 7.47%, 同比减少 0.77pct; 净利率为 1.11%, 同比增加 0.96pct。2023Q2 毛利率为 7.65%, 同比增加 0.34pct, 环比增加 0.59pct; 净利率为 1.48%, 同比增加 1.38pct, 环比增加 1.20pct。

2) **期间费用方面:** 2023H1 期间费用率为 5.65%, 同比减少 1.63pct。其中销售费用率 0.70%, 同比减少 0.20pct; 管理费用率 3.14%, 同比减少 1.63pct; 研发费用率 2.00%, 同比增加 0.18pct; 财务费用率-0.18%, 同比增加 0.03pct。

□ 部分预收款完成结转影响合同负债, 销售回款下降影响经营现金流

1) **资产负债端:** 2023H1 公司应收票据及应收账款为 78.9 亿, 比 2022 年末增长 28.78%。2023H1 公司合同负债为 17.2 亿元, 比 2022 年末增长 49.21%, 主要系本期收到预收货款较多。

2) **现金流量端:** 2023H1 经营活动产生的现金流量净额为-11.5 亿, 同比增加 51.68%, 主要系本期客户回款增加较多, 导致经营活动产生的现金净流出减少。

□ 投资建议与盈利预测

根据公司中报业绩和经营计划, 我们对公司盈利预测进行调整。预计 2023-2025 年公司归母净利润 4.14、5.20、6.57 亿元, 同比增长 7%、25%、26%, PE 为 55、44、35 倍, 考虑到公司作为国内直升机产业龙头, 通过哈飞和昌飞总装资产注入, 资产质量将进一步提升, 总体发展前景良好, 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。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19473	22264	27603	34449
(+/-) (%)	-11%	14%	24%	25%
归母净利润	387	414	520	657
(+/-) (%)	-59%	7%	25%	26%
每股收益(元)	0.66	0.70	0.88	1.11
P/E	59	55	44	35
P/B	2.36	2.26	2.15	2.03
ROE	3.87%	4.04%	4.85%	5.81%

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

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

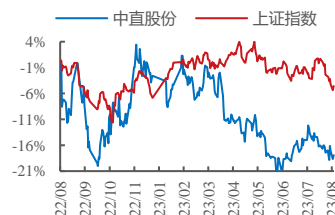
分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 陈晨
 chenchen05@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 39.01
总市值(百万元)	22,995.49
总股本(百万股)	589.48

股票走势图

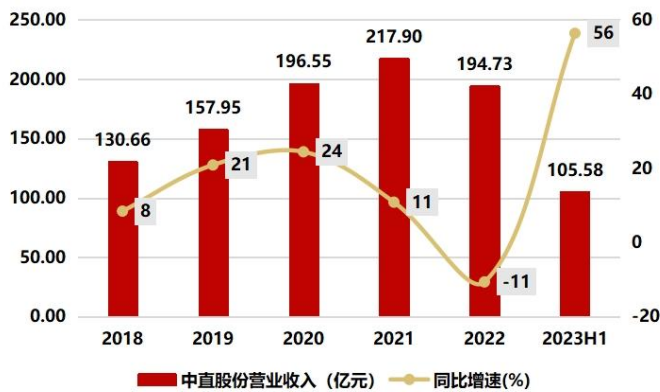


相关报告

- 《资产重组取阶段进展, 看好直升机龙头长期发展》 2023.07.19
- 《一季度业绩增长 24%符合预期, 直升机龙头业绩有望修复》 2023.05.02
- 《中国直升机龙头, 受益新机放量》 2023.04.06

附录 1：2023H1 实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 632%

图1：2023H1 实现营业收入 105.58 亿元，同比增长 56.38%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图2：2023H1 实现归母净利润 1.26 亿元，同比增长 632%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

附录 2：可比公司盈利预测

表1：中直股份估值 2023-2025 年 PE55、44、35 倍，低于主机厂平均 67、55、42 倍

代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	MRQ
600893.SH	航发动力	1053	15.6	19.6	24.9	67	54	42	2.7
600760.SH	中航沈飞	1229	29.6	37.2	47.3	42	33	26	9.1
000768.SZ	中航西飞	688	8.8	11.1	15.0	78	62	46	4.2
600316.SH	洪都航空	155	1.9	2.2	2.9	83	69	54	2.9
	平均值	781	13.4	16.8	21.7	67	55	42	5.4
600038.SH	中直股份	230	4.1	5.2	6.6	55	44	35	2.4

资料来源：Wind，盈利预测为浙商证券研究所预测值，市值统计截止至 8 月 22 日

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	24234	28053	32939	39840
现金	2117	2887	2842	2616
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6128	6986	8643	10752
其它应收款	18	12	17	24
预付账款	1096	697	984	1411
存货	12657	15255	17908	22711
其他	2218	2216	2545	2327
非流动资产	3460	3009	2957	2789
金融资产类	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	853	1014	1055
资产总计	27694	31062	35895	42629
流动负债	16670	19680	23953	30037
短期借款	883	2370	3192	4380
应付款项	13488	13226	17192	21861
预收账款	0	0	0	0
其他	2300	4085	3569	3796
非流动负债	968	911	952	943
长期借款	78	78	78	78
其他	890	833	874	865
负债合计	17638	20591	24905	30981
少数股东权益	304	304	304	304
归属母公司股东权益	9752	10167	10687	11344
负债和股东权益	27694	31062	35895	42629

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(1686)	(674)	(815)	(1347)
净利润	387	415	520	657
折旧摊销	203	132	133	133
财务费用	2	67	120	171
投资损失	6	2	3	4
营运资金变动	(2629)	1182	1122	2501
其它	344	(2473)	(2713)	(4812)
投资活动现金流	(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
筹资活动现金流	437	1324	710	1045
短期借款	630	1487	822	1188
长期借款	(16)	0	0	0
其他	(178)	(164)	(112)	(144)
现金净增加额	(1292)	770	(46)	(226)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	19473	22264	27603	34449
营业成本	17468	20019	24778	30839
营业税金及附加	23	23	28	79
营业费用	174	157	213	287
管理费用	912	969	1187	1464
研发费用	513	592	730	912
财务费用	2	67	120	171
资产减值损失	43	21	22	46
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
营业利润	372	442	547	680
营业外收支	11	0	0	0
利润总额	383	442	547	680
所得税	(4)	27	27	23
净利润	387	415	520	657
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	387	414	520	657
EBITDA	603	636	794	980
EPS (最新摊薄)	0.66	0.70	0.88	1.11

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-10.63%	14.34%	23.98%	24.80%
营业利润	-64.50%	18.68%	23.89%	24.30%
归属母公司净利润	-59.09%	7.08%	25.48%	26.36%
获利能力				
毛利率	10.30%	10.08%	10.23%	10.48%
净利率	1.99%	1.86%	1.88%	1.91%
ROE	3.87%	4.04%	4.85%	5.81%
ROIC	3.57%	3.61%	4.34%	5.01%
偿债能力				
资产负债率	63.69%	66.29%	69.38%	72.68%
净负债比率	6.75%	12.53%	13.69%	14.93%
流动比率	1.45	1.43	1.38	1.33
速动比率	0.69	0.65	0.63	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.76	0.82	0.88
应收账款周转率	4.22	3.51	3.64	3.65
应付账款周转率	1.84	1.94	2.24	2.11
每股指标(元)				
每股收益	0.66	0.70	0.88	1.11
每股经营现金	(2.86)	(1.14)	(1.38)	(2.28)
每股净资产	16.54	17.25	18.13	19.24
估值比率				
P/E	59.41	55.48	44.22	34.99
P/B	2.36	2.26	2.15	2.03
EV/EBITDA	44.98	36.71	30.53	26.22

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>