

中直股份 (600038.SH)

Q3 营收高速增长，利润短期承压，年初预算预计完成

公司发布《2024 年第三季度报告》，前三季度实现营收 173.00 亿，同比-3.12%；实现归母净利润 3.57 亿，同比-29.92%。24Q3 单季度实现营收 91.26 亿（Yoy+54.88%，Qoq+90.07%），实现归母净利润 0.60 亿（Yoy-67.21%，Qoq-64.29%）。

□ 24Q3 营收实现高速增长，利润端同环比下降，全年预计实现年初预算。前三季度实现营收 173.00 亿，同比-3.12%；实现归母净利润 3.57 亿，同比-29.92%。24Q3 单季度实现营收 91.26 亿（Yoy+54.88%，Qoq+90.07%），营收同比增长主要是本报告期按履约进度确认收入的产品较多，实现归母净利润 0.60 亿（Yoy-67.21%，Qoq-64.29%），主要系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，全年预计实现年初预算。**2024 年财务预算：**根据公司发布的 2024 年财务预算报告，24 年预计实现营收 308.13 亿（同比重组前+32.07%），预计发生营业成本 274.11 亿，预计实现归母净利润 7.16 亿（同比重组前+61.74%）。由此测算，公司预计 24 年全年毛利率将达到 11.04%，同比 23 年提升 0.91pct；净利率达到 2.32%，同比 23 年提升 0.83pct。

□ 盈利能力承压，三项费用率控制良好。24Q3 单季度，公司整体毛利率为 4.56%，同比下降 7.99pct，环比下降 9.59pct。费用端方面，24Q3 发生销售费用为 0.53 亿，同比+17.03%；管理费用 2.99 亿，同比+8.42%；财务费用 0.32 亿（上年同期 0.10 亿）。研发费用 0.10 亿，同比-96.43%。24Q3 公司三项费用率降低至 4.20%，同比降低 1.22pct，环比降低 2.97pct。公司整体销售净利率为 0.62%，同比下降 2.51pct，环比下降 2.80pct。关联交易方面，由于重大资产重组完成，分别调减 24 年度预计发生关联采购及关联销售额度至 300 亿和 30 亿。预计存款余额调增 100 亿至 250 亿。

□ 配套资金募集完成，加强公司研发、生产及维修能力。根据公司公告，公司此次配套资金发行价格为 33.98 元/股，募集资金净额为 29.68 亿，募集配套资金拟用于新型直升机与无人机研发能力建设项目、航空综合维修能力提升与产业化项目、直升机生产能力提升项目等项目，加强公司研发、生产及维修能力：

序号	项目名称	投资总额(亿元)	募集资金投资额(亿元)	实施主体
1.新型直升机与无人机研发能力建设项目				
1.1	新型直升机研制保障能力建设项目	2.31	2.31	哈飞集团
1.2	无人机研发及基础能力建设项目	2.28	2.28	
2.航空综合维修能力提升与产业化项目				
2.1	航空综合维修能力提升与产业化-景德镇维修基地建设项目	1.49	1.49	昌飞集团

强烈推荐（维持）

中游制造/军工

目标估值：NA

当前股价：42.22 元

基础数据

总股本（百万股）	820
已上市流通股（百万股）	589
总市值（十亿元）	34.6
流通市值（十亿元）	24.9
每股净资产（MRQ）	19.6
ROE（TTM）	3.2
资产负债率	69.1%
主要股东	中国航空科技工业股份有限
主要股东持股比例	48.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-3	14
相对表现	6	-11	4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中直股份（600038）—上半年整体业绩承压，两大分部盈利能力提升显著》2024-09-02
- 《中直股份（600038）—24Q1 盈利能力同比提升，积极拥抱低空经济》2024-05-19
- 《中直股份（600038）—业绩恢复性高增长，军民用直升机需求旺盛》2023-10-25

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 研究助理

zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

2.2	航空维修能力建设项目	1.42	1.42	哈飞集团
3.直升机生产能力提升项目				
3.1	哈飞集团直升机生产能力提升项目	3.15	2.65	哈飞集团
3.2	某型机部总装智能化生产项目	2.73	2.73	昌飞集团
3.3	复合材料桨叶智能化生产项目	1.05	1.05	
3.4	复合材料结构件柔性化生产项目	1.36	1.36	
3.5	动部件柔性装配生产项目	1.15	1.15	
4. 应急救援及民用直升机研发能力建设项目				
4.1	航空应急救援重点实验室建设项目	2.22	2.22	昌飞集团
4.2	天津民用直升机研发能力建设项目	1.34	1.34	哈飞集团
5. 补充流动资金或偿还债务		10.00	10.00	中直股份
合计		30.60	30.00	/

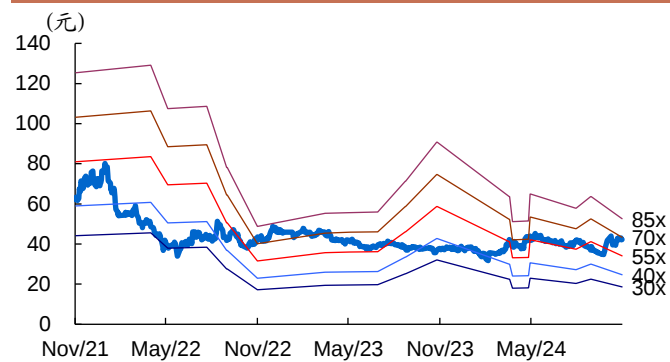
- **积极拥抱低空经济，低空布局持续推进。**公司作为国内直升机制造业中规模最大、产值最高、产品系列最全的主力军，在低空经济领域，一方面加强民用直升机市场的开拓，另一方面积极拥抱 eVTOL 等新能源飞行器，为低空经济发展贡献力量：1）H-eVTOL：2023 年 9 月 25 日，公司与中国航空研究院、中航科工签约联合研发高速电动垂直起降飞行器（H-eVTOL）项目，按照项目总体进度，2024 年中原验证机将完成首飞。2）直升机应急救援：公司协助江西省建立 300 余处直升机起降点，搭建江西省航空应急救援体系，助力应急救援航空体系试点省建设，参与江西通用航空飞行协调与服务体系建设，助力低空空域管理改革试点拓展省建设。
- **盈利预测：**考虑到公司重组完成，并合理估计总装资产带来的利润增厚预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 7.16/9.05/9.82 亿元，对应估值 48、38、35 倍，维持“强烈推荐”评级
- **风险提示：**航空产品研发技术风险，军品采购订单出现波动，上游供应商供应不及时影响整机生产。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	19473	23330	31016	35437	39786
同比增长	-11%	20%	33%	14%	12%
营业利润(百万元)	372	350	629	832	993
同比增长	-63%	-6%	80%	32%	19%
归母净利润(百万元)	387	443	716	905	982
同比增长	-58%	14%	62%	26%	9%
每股收益(元)	0.47	0.54	0.87	1.10	1.20
PE	89.4	78.2	48.4	38.2	35.2
PB	3.5	3.5	2.0	1.9	1.9

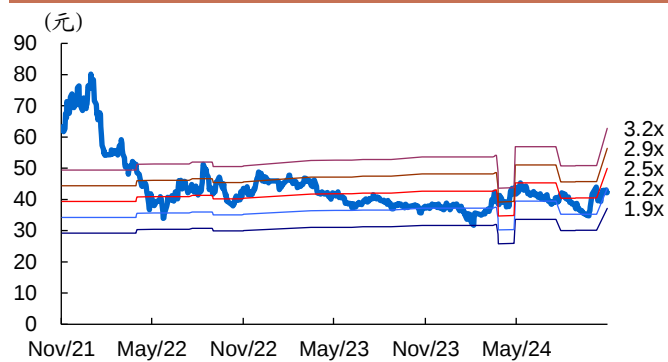
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中直股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中直股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	24234	24367	38456	42897	47337
现金	2117	3223	10428	10909	11459
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	205	671	891	1019	1144
应收款项	5923	5094	6772	7737	8687
其它应收款	18	28	37	43	48
存货	12657	12919	17098	19502	21861
其他	3314	2433	3229	3688	4138
非流动资产	3460	3428	6668	6333	6036
长期股权投资	29	31	31	31	31
固定资产	1762	1805	4587	4319	4081
无形资产商誉	510	511	460	414	373
其他	1159	1080	1589	1568	1551
资产总计	27694	27795	45124	49230	53373
流动负债	16670	15555	25857	29355	32787
短期借款	883	665	0	0	0
应付账款	13488	12279	16250	18535	20777
预收账款	1153	1429	8467	9658	10826
其他	1147	1182	1140	1162	1185
长期负债	968	2024	2024	2024	2024
长期借款	78	1076	1076	1076	1076
其他	890	948	948	948	948
负债合计	17638	17579	27881	31379	34811
股本	589	589	820	820	820
资本公积金	4422	4422	10713	10713	10713
留存收益	4741	4996	5593	6284	6994
少数股东权益	304	210	117	34	34
归属于母公司所有者权益	9752	10007	17126	17817	18527
负债及权益合计	27694	27795	45124	49230	53373

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(1686)	717	5086	876	998
净利润	387	347	622	823	982
折旧摊销	203	219	278	575	536
财务费用	45	65	32	(21)	(25)
投资收益	(6)	4	(37)	(37)	(37)
营运资金变动	(2306)	92	4156	(467)	(462)
其它	(9)	(11)	35	3	3
投资活动现金流	(42)	(159)	(3506)	(201)	(201)
资本支出	(138)	(198)	(3543)	(237)	(237)
其他投资	96	39	37	37	37
筹资活动现金流	437	604	5625	(194)	(247)
借款变动	719	699	(746)	0	0
普通股增加	0	0	230	0	0
资本公积增加	0	0	6291	0	0
股利分配	(274)	(116)	(118)	(215)	(272)
其他	(9)	20	(32)	21	25
现金净增加额	(1292)	1162	7205	481	551

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19473	23330	31016	35437	39786
营业成本	17468	20966	27747	31648	35476
营业税金及附加	23	70	93	107	120
营业费用	174	239	318	364	408
管理费用	912	934	1180	1348	1513
研发费用	513	754	1003	1146	1286
财务费用	2	2	32	(21)	(25)
资产减值损失	(43)	(51)	(50)	(50)	(50)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	40	41	41	41	41
投资收益	(6)	(4)	(4)	(4)	(4)
营业利润	372	350	629	832	993
营业外收入	16	3	3	3	3
营业外支出	5	2	2	2	2
利润总额	383	351	630	833	995
所得税	(4)	4	8	10	12
少数股东损益	0	(96)	(93)	(82)	0
归属于母公司净利润	387	443	716	905	982

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-11%	20%	33%	14%	12%
营业利润	-63%	-6%	80%	32%	19%
归母净利润	-58%	14%	62%	26%	9%
获利能力					
毛利率	10.3%	10.1%	10.5%	10.7%	10.8%
净利率	2.0%	1.9%	2.3%	2.6%	2.5%
ROE	4.0%	4.5%	5.3%	5.2%	5.4%
ROIC	3.5%	3.0%	4.3%	4.3%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	63.7%	63.2%	61.8%	63.7%	65.2%
净负债比率	4.3%	6.6%	2.4%	2.2%	2.0%
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
存货周转率	1.4	1.6	1.8	1.7	1.7
应收账款周转率	4.1	3.9	4.6	4.3	4.3
应付账款周转率	1.4	1.6	1.9	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.47	0.54	0.87	1.10	1.20
每股经营净现金	-2.06	0.87	6.20	1.07	1.22
每股净资产	11.89	12.20	20.89	21.73	22.60
每股股利	0.14	0.14	0.26	0.33	0.36
估值比率					
PE	89.4	78.2	48.4	38.2	35.2
PB	3.5	3.5	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	89.1	90.1	52.5	35.6	32.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。