

中直股份（600038）\国防军工

一季度营收大幅增加，主力机型持续放量

事件：

2023年4月28日，公司发布2023年一季度报告。2023Q1实现营收32.27亿元，同比增长98.52%；实现归母净利润0.14亿元，同比增长24.37%，业绩超预期；扣非后净利润0.08亿元，同比增长63.44%。

公司主力机型放量，下游客户大幅回款

公司22年和哈飞集团签订131.48亿元的航空整机合同，22年完成合同金额18.29亿元，占比13.9%，23年公司主力机型持续放量，23Q1期间公司营收同比增加98.52%。23Q1货币资金较年初增加96.92%，主要系下游客户针对前期交付订单补价回款所致。同时23Q1预付款项较年初增加43.67%，主要系公司本期材料采购需求较大，公司业绩有望持续增加。

增加研发投入力度，优化公司经营管理

23年公司增加研发投入力度，结合重点研发方向，优化设计流程、完善设计体系、梳理技术谱系，夯实基础能力，23Q1期间公司研发费用同比增加389.73%。公司持续推进航空工业AOS体系建设，将组织绩效全面分解到业务流程，提高业务流程的完整性和成熟度，23Q1管理费用同比下降15.17%。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司是今年唯一直升机上市公司，我们预计公司2023-25年营业收入分别为236.94/290.76/362.72亿元，对应增速分别为21.68%/22.72%/24.75%，归母净利润分别为8.10/9.96/11.92亿元，对应增速分别为109.16%/22.96%/19.76%，三年CAGR为45.50%，EPS分别为1.37/1.69/2.02元/股，对应PE分别为31/25/21倍。鉴于公司主力机型放量，公司业务具有行业稀缺性，根据相对估值法，参考可比公司估值，我们给予公司2023年41倍PE，公司对应目标价56.17元。维持“买入”评级。

风险提示：军用直升机订单不及预期，民用直升机系列化项目进度不及预期。

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

航空装备

买入（维持评级）

42.52元

56.17元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	589/589
流通A股市值（百万元）	25,065
每股净资产（元）	16.57
资产负债率（%）	63.55
一年内最高/最低（元）	52.73/33.76

股价相对走势



分析师：孙树明

执业证书编号：S0590521070001

邮箱：sunsm@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21,790	19,473	23,694	29,076	36,272
增长率（%）	10.86%	-10.63%	21.68%	22.72%	24.75%
EBITDA（百万元）	1,236	588	1,184	1,383	1,583
归母净利润（百万元）	913	387	810	996	1,192
增长率（%）	20.53%	-57.61%	109.16%	22.96%	19.76%
EPS（元/股）	1.55	0.66	1.37	1.69	2.02
市盈率（P/E）	27.12	63.98	30.59	24.88	20.77
市净率（P/B）	2.57	2.54	2.38	2.21	2.04
EV/EBITDA	37.74	48.52	21.17	18.84	17.46

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月28日收盘价

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,520	2,117	2,434	2,908	3,627	营业收入	21,790	19,473	23,694	29,076	36,272
应收账款+票据	6,434	8,232	7,394	9,074	11,320	营业成本	19,081	17,468	21,090	25,881	32,285
预付账款	413	1,096	734	901	1,124	税金及附加	19	23	24	30	37
存货	13,005	12,657	16,070	19,721	24,601	营业费用	157	174	182	223	279
其他	232	132	234	287	359	管理费用	1,509	1,425	1,514	1,858	2,318
流动资产合计	23,604	24,234	26,867	32,891	41,030	财务费用	3	2	25	23	75
长期股权投资	27	29	31	32	33	资产减值损失	0	-15	-7	-8	-10
固定资产	2,021	2,064	1,955	1,857	1,773	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	100	86	233	405	612	投资净收益	-1	-6	-2	-2	-2
无形资产	528	510	427	346	267	其他	-4	12	12	8	3
其他非流动资产	748	770	705	641	645	营业利润	1,016	372	861	1,059	1,268
非流动资产合计	3,424	3,460	3,351	3,281	3,331	营业外净收益	-1	11	1	1	1
资产总计	27,027	27,694	30,218	36,172	44,361	利润总额	1,015	383	862	1,060	1,269
短期借款	252	883	0	996	2,634	所得税	101	-4	52	64	77
应付账款+票据	12,378	13,488	13,933	17,098	21,329	净利润	914	387	810	996	1,193
其他	3,477	2,300	4,685	5,749	7,172	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	16,108	16,670	18,618	23,843	31,135	归属于母公司净利润	913	387	810	996	1,192
长期带息负债	277	315	244	178	121	财务比率					
长期应付款	60	49	49	49	49		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	656	603	603	603	603	成长能力					
非流动负债合计	992	968	897	830	774	营业收入	10.86%	-10.63%	21.68%	22.72%	24.75%
负债合计	17,100	17,638	19,515	24,673	31,908	EBIT	28.28%	-62.15%	130.25%	22.07%	24.17%
少数股东权益	302	304	304	304	305	EBITDA	20.40%	-52.45%	101.50%	16.82%	14.45%
股本	589	589	589	589	589	归母净利润	20.53%	-57.61%	109.16%	22.96%	19.76%
资本公积	4,421	4,422	4,422	4,422	4,422	获利能力					
留存收益	4,615	4,741	5,388	6,184	7,137	毛利率	12.43%	10.30%	10.99%	10.99%	10.99%
股东权益合计	9,928	10,056	10,703	11,499	12,453	净利率	4.19%	1.99%	3.42%	3.42%	3.29%
负债和股东权益总计	27,027	27,694	30,218	36,172	44,361	ROE	9.49%	3.97%	7.79%	8.89%	9.81%
现金流量表						ROIC	10.94%	4.23%	7.62%	9.48%	10.09%
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
净利润	914	387	810	996	1,193	资产负债	63.27%	63.69%	64.58%	68.21%	71.93%
折旧摊销	218	203	298	301	239	流动比率	1.47	1.45	1.44	1.38	1.32
财务费用	3	2	25	23	75	速动比率	0.62	0.62	0.53	0.50	0.48
存货减少	2,304	348	-3,413	-3,651	-4,880	营运能力					
营运资金变动	120	-2,715	514	-1,321	-1,766	应收账款周转率	3.47	2.43	3.33	3.33	3.33
其它	-2,157	12	3,416	3,653	4,883	存货周转率	1.47	1.38	1.31	1.31	1.31
经营活动现金流	1,402	-1,764	1,649	1	-257	总资产周转率	0.81	0.70	0.78	0.80	0.82
资本支出	-129	-201	-187	-230	-287	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.55	0.66	1.37	1.69	2.02
其他	-347	159	-4	-4	-4	每股经营现金流	2.38	-2.99	2.80	0.00	-0.44
投资活动现金流	-477	-42	-191	-234	-291	每股净资产	16.33	16.54	17.64	18.99	20.61
债权融资	56	669	-954	929	1,582	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	27.12	63.98	30.59	24.88	20.77
其他	-411	-233	-187	-222	-314	市净率	2.57	2.54	2.38	2.21	2.04
筹资活动现金流	-355	437	-1,141	707	1,268	EV/EBITDA	37.74	48.52	21.17	18.84	17.46
现金净增加额	570	-1,370	317	474	720	EV/EBIT	45.84	74.05	28.28	24.08	20.57

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 04 月 28 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695