

24 年完成资产重组; 25 年预计关联采购大幅增长

2025 年 03 月 29 日

➤ **事件:** 3 月 28 日, 公司发布 2024 年年报, 全年实现营收 297.7 亿元, YOY +11.9%; 归母净利润 5.56 亿元, YOY -8.0%; 扣非净利润 4.82 亿元, YOY +19.7%。业绩表现基本符合市场预期。公司 2024 年营收增长但利润下滑的主要原因之一是 2023 年部分产品价格调整造成 23 年业绩基数高; 之二是部分零部件质保费较高。我们点评如下:

➤ **盈利能力稳定; 实现直升机业务整体上市。** 1) **单季度:** 公司 4Q24 实现营收 124.7 亿元, YOY +42.7%; 归母净利润 1.99 亿元, YOY +110.7%。2) **利润率:** 2024 年, 公司毛利率同比增加 0.3ppt 至 10.5%, 净利率同比增加 0.1ppt 至 1.6%。3) **可交换债券:** 控股股东中航科工 (持股 50.9%) 拟以持有的公司部分 A 股股票为标的非公开发行可交换债券, 发行期限不超过 3 年 (含), 募集资金不超过 10 亿元。4) **资产重组:** 2024 年, 公司完成重大资产重组项目并足额募集配套资金约 30 亿元, 实现直升机业务整体上市。

➤ **航空产品交付稳步增加; 引领低空产业创新发展。** 分产品看, 2024 年, 公司: 1) **航空产品:** 实现营收 292.4 亿元, YOY +12.10%, 毛利率同比减少 0.03ppt 至 10.49%。2) **先进制造:** 实现营收 8818 万元, YOY +27.65%, 毛利率同比减少 0.24ppt 至 -11.49%。3) **关联交易:** 公司预计 2025 年向航空工业集团下属公司采购商品/接受劳务金额为 220 亿元, 较 2024 年实际发生额+165%; 出售商品/提供劳务金额为 27 亿元, 较 2024 年实际发生额+103%。4) **经营分析:** 2024 年, 公司: 1) C919 项目批生产能力提升攻关突破 16 项关键技术; 2) AC 系列直升机初步形成覆盖我国高原到平原等丰富地理环境的多场景应急救援能力。3) 公司作为国内直升机产业的领军企业, 在低空经济产业发展中发挥主力军作用。

➤ **费用率保持在较低水平; 经营净现金流改善明显。** 2024 年公司期间费用率同比增加 0.8ppt 至 9.1%: 1) 销售费用率同比减少 0.5ppt 至 0.5%; 2) 管理费用率同比增加 0.3ppt 至 4.3%; 3) 财务费用率为 0.2%, 去年同期为 0.01%; 4) 研发费用率同比增加 0.8ppt 至 4.1%。截至 2024 年末, 公司: 1) 应收账款及票据 91.3 亿元, 较年初增加 25.5%; 2) 存货 140.8 亿元, 较年初减少 18.9%; 3) 预付款项 15.2 亿元, 较年初增加 46.9%; 4) 合同负债 78.6 亿元, 较年初减少 10.5%。2024 年经营活动净现金流为 25.7 亿元, 2023 年为 -63.6 亿元。

➤ **投资建议:** 公司作为国内直升机领军企业, 产品谱系齐全, 涉足整机及零部件制造、通用飞机、航空转包生产和客户化服务等多领域, 同时公司也是低空经济发展中的航空高科技核心骨干企业。我们预计, 公司 2025~2027 年归母净利润分别是 6.78 亿元、8.03 亿元、9.27 亿元, 当前股价对应 2025~2027 年 PE 分别是 44x/37x/32x。我们考虑到公司的直升机龙头地位, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期、产品价格波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	29,766	34,489	39,617	44,723
增长率 (%)	11.9	15.9	14.9	12.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	556	678	803	927
增长率 (%)	-8.0	22.1	18.3	15.5
每股收益 (元)	0.68	0.83	0.98	1.13
PE	53	44	37	32
PB	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 03 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

36.22 元



分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@mszq.com

分析师 冯鑫

执业证书: S0100524090003

邮箱: fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 中直股份 (600038.SH) 2024 年三季度报点评: Q3 收入同比大增 55%; 重视低空飞行器产业布局-2024/11/01

2. 中直股份 (600038.SH) 2024 年半年度业绩预告点评: 预计 1H24 净利润大增超 114%; 看好直升机龙头长期发展-2024/07/07

3. 中直股份 (600038.SH) 2024 年一季报点评: 盈利能力有所提升; 上调 24 年预计关联存款至 250 亿元-2024/04/28

4. 中直股份 (600038.SH) 2023 年年报点评: 业绩持续稳健增长; 低空经济带来发展新机遇-2024/03/17

5. 中直股份 (600038.SH) 2023 年三季度报点评: 业绩持续改善; 资产重组已获国资委批复-2023/10/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	29,766	34,489	39,617	44,723
营业成本	26,650	30,901	35,456	40,027
营业税金及附加	151	172	198	224
销售费用	161	166	190	215
管理费用	1,271	1,414	1,624	1,789
研发费用	1,207	1,380	1,585	1,767
EBIT	326	457	564	702
财务费用	71	73	66	58
资产减值损失	-72	-70	-70	-70
投资收益	47	1	1	1
营业利润	488	603	757	943
营业外收支	-7	-7	-7	-7
利润总额	482	596	751	937
所得税	0	6	8	9
净利润	482	590	743	927
归属于母公司净利润	556	678	803	927
EBITDA	1,060	1,293	1,439	1,634

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,272	19,333	22,375	25,408
应收账款及票据	9,128	9,697	10,914	11,829
预付款项	1,515	1,617	1,855	2,094
存货	14,075	20,330	21,465	22,783
其他流动资产	6,471	4,968	5,256	5,543
流动资产合计	44,462	55,945	61,865	67,657
长期股权投资	57	55	53	50
固定资产	5,093	5,044	5,001	4,942
无形资产	1,069	1,099	1,129	1,159
非流动资产合计	7,766	7,449	7,186	6,924
资产合计	52,228	63,394	69,051	74,580
短期借款	1,957	1,957	1,957	1,957
应付账款及票据	19,010	24,415	26,856	29,077
其他流动负债	10,957	16,287	18,935	21,506
流动负债合计	31,924	42,659	47,748	52,541
长期借款	1,101	1,101	1,101	1,101
其他长期负债	2,815	2,815	2,815	2,815
非流动负债合计	3,916	3,916	3,916	3,916
负债合计	35,840	46,576	51,664	56,457
股本	820	820	820	820
少数股东权益	156	68	8	8
股东权益合计	16,388	16,818	17,386	18,124
负债和股东权益合计	52,228	63,394	69,051	74,580

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.93	15.87	14.87	12.89
EBIT 增长率	-7.47	40.10	23.54	24.39
净利润增长率	-7.98	22.06	18.31	15.52
盈利能力 (%)				
毛利率	10.47	10.40	10.50	10.50
净利率	1.62	1.71	1.88	2.07
总资产收益率 ROA	1.06	1.07	1.16	1.24
净资产收益率 ROE	3.42	4.05	4.62	5.12
偿债能力				
流动比率	1.39	1.31	1.30	1.29
速动比率	0.80	0.75	0.76	0.77
现金比率	0.42	0.45	0.47	0.48
资产负债率 (%)	68.62	73.47	74.82	75.70
经营效率				
应收账款周转天数	110.19	101.38	99.35	95.38
存货周转天数	192.78	240.97	221.69	208.39
总资产周转率	0.57	0.54	0.57	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.83	0.98	1.13
每股净资产	19.80	20.43	21.20	22.09
每股经营现金流	3.13	8.33	4.77	4.85
每股股利	0.18	0.20	0.21	0.23
估值分析				
PE	53	44	37	32
PB	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	18.72	10.66	7.47	4.72
股息收益率 (%)	0.49	0.54	0.59	0.64

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	482	590	743	927
折旧和摊销	734	837	874	933
营运资金变动	1,207	5,262	2,161	1,983
经营活动现金流	2,568	6,829	3,914	3,979
资本开支	-663	-523	-621	-679
投资	227	-3	2	2
投资活动现金流	-2,959	-525	-618	-676
股权募资	2,967	0	0	0
债务募资	1,090	0	0	0
筹资活动现金流	3,893	-244	-254	-269
现金净流量	3,501	6,060	3,042	3,034

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中: A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板以三板成指或三板做市指数为基准; 港股以恒生指数为基准; 美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048