

## 中直股份 (600038.SH)

## 24 年实现营收稳增，盈利能力预计持续提升

公司实现营业收入 297.66 亿元，同比增长 11.93%，完成年度预算 97%；实现归母净利润 5.56 亿元，同比-7.98%，完成年度预算 78%；扣非归母净利润 4.82 亿元，同比 19.68%。

□ 哈尔滨分部保持增长态势，景德镇分部快速恢复。公司实现营业收入 297.66 亿元，同比增长 11.93%，完成年度预算 97%，产品交付量增加，实现归母净利润 5.56 亿元，同比-7.98%，完成年度预算 78%，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较大，加之本年部分零部件产品发生质保费较高所致；扣非归母净利润 4.82 亿元，同比 19.68%。分业务来看，航空产实现营业收入 292.44 亿元，同比增长 12.10%，毛利率 10.49%（同比微降 0.03 个百分点）；其他业务收入 5.22 亿元，同比增长 3.38%，毛利率提升 5.23 个百分点至 9.32%。分部来看，哈尔滨分部保持增长态势，景德镇分部快速恢复：

➢ 哈尔滨分部：实现营收 209.43 亿元（同比+24%），净利润 4.72 亿元（同比+9%），净利率 2.25%（同比-0.31pct）。

➢ 景德镇分部：实现营收 100.58 亿元（同比+71%），净利润 2.00 亿元（同比+274%），净利率 1.99%（同比+1.08pct）。

**2025 年财务预算：**预计实现营收 302.49 亿（同比+1.63%），预计实现归母净利润 6.04 亿（同比+8.66%），据此计算净利率预计达到 2%左右，同比提升 0.38 pct。

□ 毛利率净利率实现双提升。盈利能力方面，2024 年公司实现毛利率 10.47%，同比提升 0.34pct，实现净利率 1.62%，同比提升 0.13pct。费用端，2024 年公司期间费用率为 9.10%，同比上升 0.83pct。其中，销售费用（1.61 亿，+10.02%），主要是本年销售人员薪酬增加所致；管理费用（12.71 亿，+4.66%），主要是本年管理人员薪酬劳务费用增长所致；财务费用（0.71 亿，+205.03%），本年利息收入同比下降。研发费用（12.07 亿，-18.28%），本年自筹研发项目投入同比下降。关联交易方面，根据公司预计，25 年预计关联采购金额为 220 亿，相较 24 年实际发生额+165.35%，相较 24 年预计额-26.67%。25 年预计关联存款达到 300 亿，较 24 年预计额+20%。

□ 25Q1 营收端下滑，税收优惠带来其他收益大幅增加。25Q1 实现营收 23.76 亿元，YoY-29.55%；归母净利润 2.02 亿元，YoY+55.12%；扣非归母净利润 1.91 亿元，YoY+61.08%，其他收益大幅增加（2.24 亿，同比+901.35%），主要系本期享受增值税加计扣除的税收优惠影响较大所致。盈利能力方面，公司 25Q1 毛利率为 10.44%，同比下降 1.16pct；净利率为 7.35%，同比提升 3.54pct，盈利能力同比显著改善。费用方面，25Q1 期间费用率达 13.23%，同比上升 5.58pct。其中：1）销售费用率 1.09%，同比微增 0.11pct；2）管理费用率 9.22%，同比大幅提升 4.09pct；3）研发费用率 3.87%，同比增加 2.23pct，对应研发费用 0.92 亿元，同比增长 65.89%，主要系本期研发投入增加所致；4）财务费用率-0.95%，同比降低 0.84pct，主要受汇兑收益增加影响。

□ 盈利预测：预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 6.12/7.23/8.50 亿元，

## 强烈推荐（维持）

中游制造/军工

目标估值：NA

当前股价：35.83 元

## 基础数据

总股本（百万股）	820
已上市流通股（百万股）	669
总市值（十亿元）	29.4
流通市值（十亿元）	24.0
每股净资产（MRQ）	20.9
ROE（TTM）	3.7
资产负债率	64.7%
主要股东	中国航空科技工业股份有限
主要股东持股比例	50.9%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-18	-14
相对表现	-1	-12	-18



## 相关报告

- 《中直股份（600038）—航展落地更多民用订单，25 年关联存款预计大幅增加》2024-11-25
- 《中直股份（600038）—Q3 营收高速增长，利润短期承压，年初预算预计完成》2024-10-31
- 《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

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 研究助理

zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

对应估值 48、41、35 倍，维持“强烈推荐”评级。

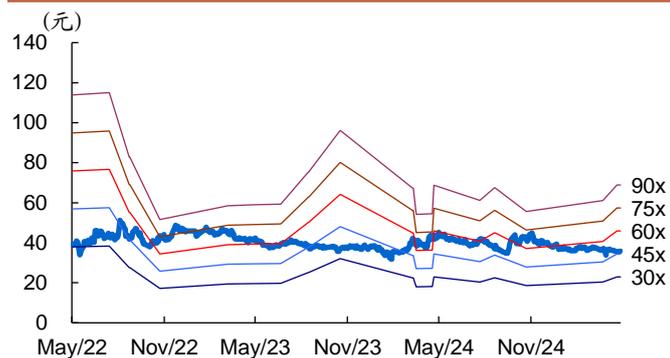
□风险提示：航空产品研发技术风险，军品采购订单出现波动，上游供应商供应不及时影响整机生产。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	23330	29766	30403	33567	36997
同比增长	20%	28%	2%	10%	10%
营业利润(百万元)	350	488	537	634	744
同比增长	-6%	39%	10%	18%	17%
归母净利润(百万元)	443	556	612	723	850
同比增长	14%	26%	10%	18%	18%
每股收益(元)	0.54	0.68	0.75	0.88	1.04
PE	66.4	52.8	48.0	40.6	34.5
PB	2.9	1.8	1.8	1.7	1.6

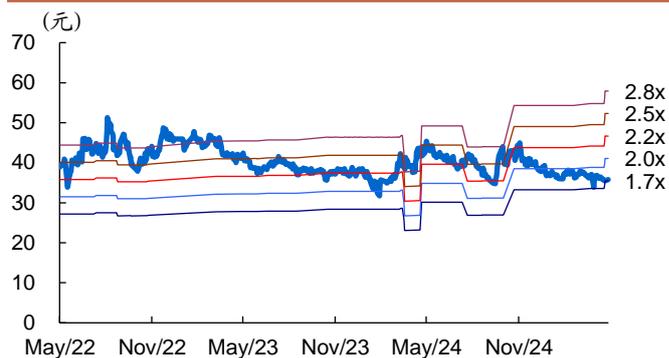
资料来源：公司数据、招商证券

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	24367	44462	41405	43482	46353
现金	3223	13272	9517	8554	8129
交易性投资	0	2656	2656	2656	2656
应收票据	671	142	145	160	177
应收款项	5094	8986	9179	10134	11169
其它应收款	28	76	78	86	94
存货	12919	14075	14455	15957	17587
其他	2433	5254	5375	5935	6541
<b>非流动资产</b>	3428	7766	9755	10995	11761
长期股权投资	31	57	57	57	57
固定资产	1805	5093	7192	8531	9386
无形资产商誉	511	1069	962	866	779
其他	1080	1546	1543	1540	1538
<b>资产总计</b>	<b>27795</b>	<b>52228</b>	<b>51159</b>	<b>54477</b>	<b>58114</b>
<b>流动负债</b>	15555	31924	30488	33363	36480
短期借款	665	1957	0	0	0
应付账款	12279	19010	19523	21552	23753
预收账款	1429	7860	8072	8911	9821
其他	1182	3097	2893	2899	2905
<b>长期负债</b>	2024	3916	3916	3916	3916
长期借款	1076	1101	1101	1101	1101
其他	948	2815	2815	2815	2815
<b>负债合计</b>	<b>17579</b>	<b>35840</b>	<b>34405</b>	<b>37279</b>	<b>40396</b>
股本	589	820	820	820	820
资本公积金	4422	10424	10424	10424	10424
留存收益	4996	4988	5436	5976	6609
少数股东权益	210	156	75	(22)	(135)
归属于母公司所有者权益	10007	16232	16680	17219	17853
<b>负债及权益合计</b>	<b>27795</b>	<b>52228</b>	<b>51159</b>	<b>54477</b>	<b>58114</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	717	2568	2267	2871	3448
净利润	347	482	530	627	737
折旧摊销	219	720	1953	2701	3175
财务费用	65	149	40	(6)	(1)
投资收益	4	(47)	(285)	(285)	(285)
营运资金变动	92	1267	29	(166)	(179)
其它	(11)	(3)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(159)	(2959)	(3656)	(3656)	(3656)
资本支出	(198)	(664)	(3941)	(3941)	(3941)
其他投资	39	(2294)	285	285	285
<b>筹资活动现金流</b>	604	3893	(2366)	(177)	(216)
借款变动	699	(3968)	(2162)	0	0
普通股增加	0	230	0	0	0
资本公积增加	0	6002	0	0	0
股利分配	(116)	(118)	(164)	(184)	(217)
其他	20	1747	(40)	6	1
<b>现金净增加额</b>	<b>1162</b>	<b>3502</b>	<b>(3756)</b>	<b>(963)</b>	<b>(425)</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	23330	29766	30403	33567	36997
营业成本	20966	26650	27368	30213	33298
营业税金及附加	70	151	154	170	188
营业费用	239	161	165	182	200
管理费用	934	1271	1222	1316	1450
研发费用	754	1207	1172	1294	1352
财务费用	2	71	40	(6)	(1)
资产减值损失	(51)	(52)	(30)	(50)	(50)
公允价值变动收益	0	6	6	6	6
其他收益	41	232	232	232	232
投资收益	(4)	47	47	47	47
<b>营业利润</b>	350	488	537	634	744
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	2	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	351	482	530	627	737
所得税	4	(0)	(0)	(0)	(0)
少数股东损益	(96)	(74)	(81)	(96)	(113)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>443</b>	<b>556</b>	<b>612</b>	<b>723</b>	<b>850</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	20%	28%	2%	10%	10%
营业利润	-6%	39%	10%	18%	17%
归母净利润	14%	26%	10%	18%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.1%	10.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利率	1.9%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%
ROE	4.5%	4.2%	3.7%	4.3%	4.8%
ROIC	3.0%	3.5%	3.1%	3.5%	4.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.2%	68.6%	67.3%	68.4%	69.5%
净负债比率	6.6%	6.2%	2.2%	2.0%	1.9%
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3
速动比率	0.7	1.0	0.9	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7
存货周转率	1.6	2.0	1.9	2.0	2.0
应收账款周转率	3.9	4.0	3.3	3.4	3.4
应付账款周转率	1.6	1.7	1.4	1.5	1.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.54	0.68	0.75	0.88	1.04
每股经营净现金	0.87	3.13	2.76	3.50	4.21
每股净资产	12.20	19.80	20.34	21.00	21.77
每股股利	0.14	0.20	0.22	0.26	0.31
<b>估值比率</b>					
PE	66.4	52.8	48.0	40.6	34.5
PB	2.9	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	99.0	44.6	21.4	16.3	13.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。