

## 中直股份 (600038.SH)

强烈推荐 (维持)

## 25H 营收实现快速增长, 利润端短期承压

2025 年上半年, 公司实现营业收入 102.41 亿元 (同比+25.28%, 完成年度预算 33.86%); 实现归母净利润 2.82 亿元 (同比-5.12%, 完成年度预算 46.69%)。

□ 营收增长强劲, 利润端略有下滑。2025 年上半年, 公司实现营业收入 102.41 亿元 (同比+25.28%, 完成年度预算 33.86%); 实现归母净利润 2.82 亿元 (同比-5.12%, 完成年度预算 46.69%)。单季度来看, Q2 实现营收 78.65 亿元 (同比+63.80%), 归母净利润 8032.29 万元 (同比-51.99%)。分部来看, 哈尔滨分部资产总额达 299.67 亿元, 实现收入 80.93 亿元, 净利润 3.39 亿元, 净利率 4.19%; 景德镇分部资产总额 187.01 亿元, 实现收入 20.72 亿元, 净利润-4147.14 万元, 净利率-2.00%

➤ 盈利能力方面: 公司整体毛利率同比下降 6.82pct 至 6.28%。费用方面, 上半年销售费用为 0.52 亿元, 同比+4.47%; 管理费用 4.65 亿元, 同比+2.63%; 财务费用-3853.09 万元 (上年同期-164.56 万元), 受利息收入同比增加影响所致; 研发费用 1.55 亿元, 同比-12.64%。上半年三项费用率同比下降 2.02pct 至 4.67%, 费用管控初现成效。销售净利率同比下降 1.27pct 至 2.31%。

➤ 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。

□ 募资强化主业竞争力, 多个项目稳步推进。根据公司公告, 本次向特定对象发行股票募集配套资金总额 29.68 亿元, 主要用于新型直升机研制、无人机研发、航空维修及生产能力提升等领域, 强化主业竞争力。当前累计投入进度达到 12.33%, 其中哈飞生产能力提升项目进展最快, 达到 84%。资产负债表方面, 公司在建工程 25 年年中达到 4.81 亿 (较年初+2.34%), 研制及产能提升持续推进。

□ 民用深化低空经济布局, eVTOL 研发与应用齐头并进。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, 另一方面积极布局 eVTOL 等新能源飞行器, 持续深化低空经济产业布局: 1) eVTOL 研发突破: 公司聚焦低空经济发展需求, 与高校、科研机构建立产学研用协同创新机制, 攻克关键核心技术, 推进电动垂直起降飞行器等新能源飞行器研制, 产品谱系覆盖直升机整机制造与新能源航空器创新领域。2) 低空经济应用场景拓展: 报告期内新增 3 架 AC311A 订单并完成 11 架采购选型论证工作, 同时加快推进 AC332 在建三江的自驾系统调参试飞及泸沽湖机场的高原补充试飞, 支撑应急救援、高原服务等多元化场景需求, 助力低空经济应用场景向新兴领域延伸。

□ 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, 对应估值 54、46、39 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。

中游制造/军工

目标估值: NA

当前股价: 40.43 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)	33.1
流通市值 (十亿元)	27.0
每股净资产 (MRQ)	20.9
ROE (TTM)	3.2
资产负债率	64.4%
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	2	9	7
相对表现	-6	-5	-29



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《中直股份 (600038) —24 年实现营业收入稳增, 盈利能力预计持续提升》2025-05-07
- 《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

王超 S1090514080007

wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 S1090525070011

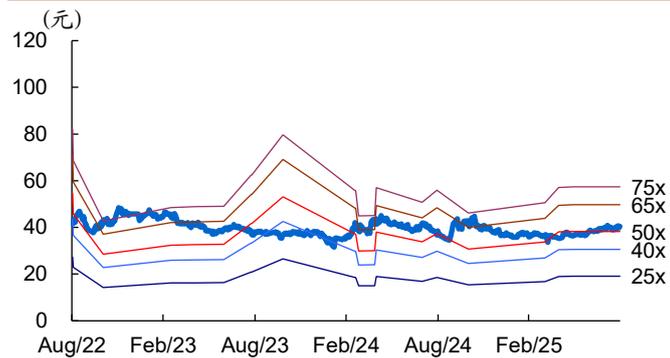
zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

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	74.9	59.6	54.2	45.8	39.0
PB	3.3	2.0	2.0	1.9	1.9

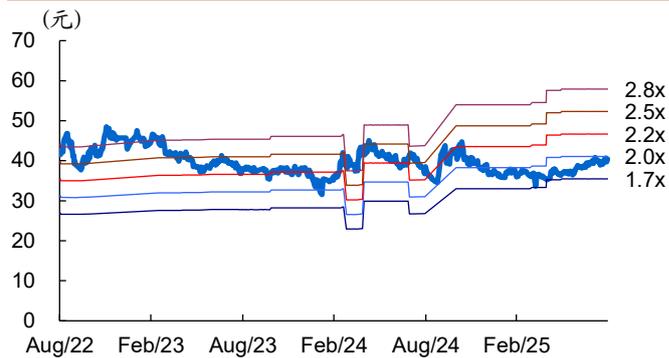
资料来源：公司数据、招商证券

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	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	74.9	59.6	54.2	45.8	39.0
PB	3.3	2.0	2.0	1.9	1.9
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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。