

中直股份 (600038)

2025 年中报点评: 持续聚焦航空产业发展战略机遇, 在复杂市场环境中仍保持稳健

买入 (维持)

2025 年 09 月 01 日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

证券分析师 高正泰

执业证书: S0600525060001

gaozht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	26,592	29,766	34,749	39,329	44,549
同比	36.56	11.93	16.74	13.18	13.27
归母净利润 (百万元)	604.06	555.87	622.27	696.87	766.14
同比	55.71	(7.98)	11.95	11.99	9.94
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.74	0.68	0.76	0.85	0.93
P/E (现价&最新摊薄)	54.88	59.63	53.27	47.57	43.27

事件: 公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 102.41 亿元, 同比去年 25.28%; 归母净利润 2.82 亿元, 同比去年-5.12%。

投资要点

■ **持续聚焦航空产业发展战略机遇, 加大市场开拓力度:** 2025 年上半年, 公司实现营业收入 102.41 亿元, 同比增长 25.28%; 归属于母公司净利润 2.82 亿元, 同比下降 5.12%。增收不增利的主要原因在于营业成本同比大幅上升 35.11%, 导致利润空间被压缩。公司主营业务以直升机整机、零部件及航空制造服务为主, 其中航空产品实现收入 101.80 亿元, 占总营收的 99.4%, 较上年同期提升约 0.3 个百分点。航空整机收入占比提升, 主要得益于交付量同比增加, 尤其是 AC 系列直升机和新型号交付节奏加快, 同时公司积极拓展低空经济、应急救援等新兴市场, 带动航空产品收入结构优化。

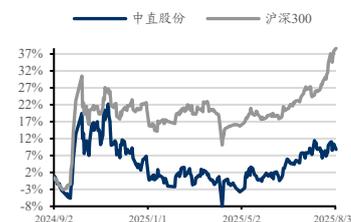
■ **公司财务状况稳健, 具备持续发展的基础:** 截至 2025 年上半年, 公司总资产 484.54 亿元, 较上年末下降 7.23%, 主要因货币资金减少 40.17% 至 79.41 亿元, 用于支付采购款; 总负债 311.92 亿元, 下降 12.98%, 资产负债率由 68.62% 降至 64.39%。销售毛利率由 2024 年上半年的 13.10% 降至 2025 年上半年的 6.28%, 主因成本端原材料及人工上涨。期间费用率保持平稳, 销售费用率 0.51%, 管理费用率 4.55%, 研发费用率 1.52%。经营现金流净流出 74.13 亿元, 同比收窄 19.46%。合同负债 42.33 亿元, 较年初减少 46.14%, 系预收款陆续确认收入; 存货 148.03 亿元, 较年初增加 5.18%, 反映生产备货增加。

■ **核心竞争力上持续发力, 聚焦直升机及有人与无人协同发展的产业格局:** 2025 年上半年, 公司核心竞争力持续增强。AC313A 型 13 吨级直升机完成改进复飞, 为后续取证奠定基础; AC332 型直升机开展高原试飞, 技术成熟度提升; C919 大型客机复合材料自动制孔技术实现批产应用, 工艺能力再上台阶。市场拓展方面, 公司新签 3 架 AC311A 订单, 并完成 11 架采购选型论证, 低空经济布局初见成效。资本运作层面, 公司于 2024 年 7 月完成向特定对象发行股票募资 29.68 亿元, 资金主要用于直升机产能提升、新型号研制及无人机研发等项目, 为公司中长期发展提供了资金保障。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司业绩相对承压, 我们下调先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.22/6.97/7.66 亿元, 前值 7.26/8.15/9.90 亿元, 对应 PE 分别为 53/48/43 倍, 考虑到公司作为国内直升机领军企业, 产品谱系齐全, 同时也是低空经济发展中的核心骨干企业, 因此维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 产品质量与安全生产风险; 2) 原材料短缺及价格波动风险; 3) 订单及产品结构性调整风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.85
一年最低/最高价	33.39/45.88
市净率(倍)	1.90
流通 A 股市值(百万元)	26,657.07
总市值(百万元)	32,672.74

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.92
资产负债率(%,LF)	64.37
总股本(百万股)	819.89
流通 A 股(百万股)	668.94

相关研究

《中直股份(600038): 2024 年报点评: 有望落地更多订单, 成长轨道重启在即》

2025-03-30

《中直股份(600038): 2024 年三季度报点评: 全年预计实现年初预算, 高效整合直升机业务》

2024-10-30

中直股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	44,462	50,909	57,613	63,681	营业总收入	29,766	34,749	39,329	44,549
货币资金及交易性金融资产	15,929	12,913	21,309	15,389	营业成本(含金融类)	26,650	30,850	34,987	39,537
经营性应收款项	10,698	10,804	13,946	13,878	税金及附加	151	152	185	202
存货	14,075	24,116	18,172	30,194	销售费用	161	354	440	477
合同资产	3,318	2,690	3,714	3,828	管理费用	1,271	1,390	1,573	1,893
其他流动资产	442	385	472	392	研发费用	1,207	1,669	1,742	2,057
非流动资产	7,766	7,424	7,182	6,878	财务费用	71	(66)	5	(68)
长期股权投资	57	71	77	87	加:其他收益	232	185	258	264
固定资产及使用权资产	5,257	4,973	4,768	4,495	投资净收益	47	48	58	64
在建工程	470	432	407	393	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	1,069	1,069	1,069	1,069	减值损失	(52)	(10)	(15)	(13)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	17	17	17	17	营业利润	488	624	698	768
其他非流动资产	896	862	843	817	营业外净收支	(7)	2	1	1
资产总计	52,228	58,333	64,795	70,558	利润总额	482	626	699	769
流动负债	31,924	37,406	43,172	48,169	减:所得税	0	3	2	3
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,162	2,699	3,582	4,291	净利润	482	622	697	766
经营性应付款项	19,011	20,898	24,711	26,632	减:少数股东损益	(74)	0	0	0
合同负债	7,860	10,404	11,059	12,916	归属母公司净利润	556	622	697	766
其他流动负债	2,892	3,405	3,819	4,330	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.76	0.85	0.93
非流动负债	3,916	3,916	3,916	3,916	EBIT	497	518	659	647
长期借款	1,101	1,101	1,101	1,101	EBITDA	1,231	1,073	1,186	1,365
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.47	11.22	11.04	11.25
租赁负债	161	161	161	161	归母净利率(%)	1.87	1.79	1.77	1.72
其他非流动负债	2,654	2,654	2,654	2,654	收入增长率(%)	11.93	16.74	13.18	13.27
负债合计	35,840	41,322	47,088	52,085	归母净利润增长率(%)	(7.98)	11.95	11.99	9.94
归属母公司股东权益	16,232	16,854	17,551	18,317					
少数股东权益	156	156	156	156					
所有者权益合计	16,388	17,010	17,707	18,473					
负债和股东权益	52,228	58,333	64,795	70,558					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,568	(3,275)	7,892	(6,095)	每股净资产(元)	19.80	20.56	21.41	22.34
投资活动现金流	(2,959)	(171)	(240)	(360)	最新发行在外股份(百万股)	820	820	820	820
筹资活动现金流	3,893	431	744	535	ROIC(%)	2.84	2.53	3.02	2.77
现金净增加额	3,501	(3,015)	8,396	(5,920)	ROE-摊薄(%)	3.42	3.69	3.97	4.18
折旧和摊销	734	555	527	718	资产负债率(%)	68.62	70.84	72.67	73.82
资本开支	(663)	(221)	(293)	(422)	P/E (现价&最新股本摊薄)	59.63	53.27	47.57	43.27
营运资本变动	1,207	(4,517)	6,575	(7,700)	P/B (现价)	2.04	1.97	1.89	1.81

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>