

## 盈利能力小幅承压，低空与国产大飞机有望贡献新增量

### 核心观点

**事件：** 2025 年 H1 实现营收 102.41 亿元（+25.28%），实现归母净利润 2.82 亿元（-5.12%）；单季度看，2025Q2 实现营收 78.65 亿元（+63.80%），实现归母净利润 0.80 亿元（-51.99%）。

- **毛利率降低导致利润短期承压，看好长期盈利恢复态势。** 由于产品交付量同比增长，公司营收实现了一定增长，但上半年公司利润端增速明显不及收入端，主要受毛利率下降的影响。25 年 H1 公司综合毛利率 6.28%，同比下降-6.82pct，但我们认为未来随着规模效应的体现，毛利率将逐步回升。
- **低空产业持续开拓市场，未来有望贡献第二增长极。** 公司主要研发制造多型不同吨位、满足各类用途的各领域直升机，以及运 12 和运 12F 系列通用飞机。公司产品结构合理，产品谱系齐全，涉足直升机整机及零部件制造、通用飞机、航空转包生产和客户化服务等多领域，技术底蕴充足。25 年 H1 公司联合产业链相关单位组建民机市场开拓联合团队，加大细分市场、低空经济产业政策和竞争机型的研究分析，走访调研潜在客户，捕获潜在市场需求，新增 3 架 AC311A 订单（2 架 AC311A 销售和 1 架 AC311 租赁）；同时公司积极与相关潜在用户合作，成功完成 11 架 AC311A 采购选型论证工作，并助力公司民用航空产业高质量发展。我们认为低空经济的市场空间广阔，随着国家地区相关政策不断完善，直升机在应急救援、物流运输、旅游观光等领域的应用将得到拓展，未来有望贡献第二增长极。
- **科研工作稳步推进，国产大飞机有望带来新增量。** 公司关键工艺技术攻关成效显著，航空制造能力稳定提升，C919 机型应用大型客机复合材料自动制孔等技术，提升批产交付能力，同时 C929 外襟翼工作包完成工艺准备策划。我们认为随着景气度回升，直升机与通用飞机需求将进一步恢复；同时随着 C919 等国产大飞机未来产量提升，公司相应配套收入也有望进一步提升。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报调整营业收入增速和毛利率，调整 25-26 年归母净利润为 6.02、7.77 亿元（原为 8.79、10.82 亿元），新增 27 年归母净利润为 9.58 亿元，参考可比公司 25 年平均 64 倍 PE，给予目标价 46.72 元，维持增持评级。

### 风险提示

直升机订单不及预期等风险

### 公司主要财务信息

|               | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 26,592 | 29,766 | 37,999 | 41,799 | 46,504 |
| 同比增长(%)       | 36.6%  | 11.9%  | 27.7%  | 10.0%  | 11.3%  |
| 营业利润(百万元)     | 513    | 488    | 626    | 876    | 1,078  |
| 同比增长(%)       | 38.0%  | -4.9%  | 28.1%  | 40.1%  | 23.0%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 604    | 556    | 602    | 777    | 958    |
| 同比增长(%)       | 55.7%  | -8.0%  | 8.3%   | 29.1%  | 23.3%  |
| 每股收益(元)       | 0.74   | 0.68   | 0.73   | 0.95   | 1.17   |
| 毛利率(%)        | 13.0%  | 10.5%  | 8.3%   | 9.4%   | 9.4%   |
| 净利率(%)        | 2.3%   | 1.9%   | 1.6%   | 1.9%   | 2.1%   |
| 净资产收益率(%)     | 5.3%   | 3.8%   | 3.7%   | 4.7%   | 5.5%   |
| 市盈率           | 53.2   | 57.8   | 53.4   | 41.4   | 33.6   |
| 市净率           | 2.5    | 2.0    | 2.0    | 1.9    | 1.8    |

### 投资评级 增持（维持）

|                      |                  |
|----------------------|------------------|
| 股价（2025 年 09 月 02 日） | 39.19 元          |
| 目标价格                 | 46.72 元          |
| 52 周最高价/最低价          | 45.63/33.21 元    |
| 总股本/流通 A 股（万股）       | 81,989/66,894    |
| A 股市值（百万元）           | 32,132           |
| 国家/地区                | 中国               |
| 行业                   | 国防军工             |
| 报告发布日期               | 2025 年 09 月 02 日 |

### 股价表现

|         | 1 周   | 1 月    | 3 月    | 12 月   |
|---------|-------|--------|--------|--------|
| 绝对表现%   | -3.64 | -0.2   | 6.47   | 6.87   |
| 相对表现%   | -4.49 | -10.94 | -10.46 | -30.66 |
| 沪深 300% | 0.85  | 10.74  | 16.93  | 37.53  |



### 证券分析师

|    |                                                                        |
|----|------------------------------------------------------------------------|
| 罗楠 | 021-63325888*4036<br>luonan@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860518100001  |
| 冯函 | 021-63325888*2900<br>fenghan@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860520070002 |

### 联系人

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 鲍丙文 | baobingwen@orientsec.com.cn |
|-----|-----------------------------|

### 相关报告

业绩短期承压，资产重组顺利完成看好长期发展 2024-09-03

## 附录

表 1：中直股份可比公司估值

| 公司   | 代码        | 最新价格<br>(元)<br>2025/9/2 | 每股收益（元） |       |       |       | 市盈率    |           |        |       |
|------|-----------|-------------------------|---------|-------|-------|-------|--------|-----------|--------|-------|
|      |           |                         | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A  | 2025E     | 2026E  | 2027E |
| 中航沈飞 | 600760    | 62.95                   | 1.20    | 1.35  | 1.60  | 1.89  | 52.59  | 46.79     | 39.24  | 33.38 |
| 三角防务 | 300775    | 26.16                   | 0.69    | 0.97  | 1.28  | 1.45  | 37.69  | 26.98     | 20.49  | 18.03 |
| 中航西飞 | 000768    | 28.68                   | 0.37    | 0.42  | 0.51  | 0.61  | 77.93  | 67.59     | 56.61  | 47.26 |
| 航发动力 | 600893    | 39.74                   | 0.32    | 0.26  | 0.38  | 0.49  | 123.15 | 151.10    | 104.58 | 80.33 |
| 四川九洲 | 000801    | 17.35                   | 0.19    | 0.22  | 0.27  | 0.34  | 91.27  | 77.28     | 63.16  | 51.70 |
|      | 调整后<br>平均 |                         |         |       |       |       |        | <b>64</b> | 53     | 44    |

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表            |                |                |               |               |               | 利润表              |              |              |              |              |              |
|------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           | 2023A          | 2024A          | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 单位:百万元           | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 货币资金             | 9,752          | 13,272         | 16,898        | 19,308        | 20,887        | 营业收入             | 26,592       | 29,766       | 37,999       | 41,799       | 46,504       |
| 应收票据、账款及款项融资     | 7,281          | 9,183          | 10,891        | 11,980        | 13,329        | 营业成本             | 23,148       | 26,650       | 34,830       | 37,875       | 42,134       |
| 预付账款             | 1,031          | 1,515          | 1,935         | 2,128         | 2,367         | 销售费用             | 147          | 161          | 208          | 228          | 251          |
| 存货               | 17,355         | 14,075         | 15,673        | 15,907        | 17,696        | 管理费用             | 1,214        | 1,271        | 1,383        | 1,499        | 1,623        |
| 其他               | 1,752          | 6,416          | 7,355         | 7,789         | 8,325         | 研发费用             | 1,477        | 1,207        | 1,295        | 1,375        | 1,467        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>37,171</b>  | <b>44,462</b>  | <b>52,752</b> | <b>57,112</b> | <b>62,604</b> | 财务费用             | (67)         | 71           | (17)         | (47)         | (67)         |
| 长期股权投资           | 60             | 57             | 57            | 57            | 57            | 资产、信用减值损失        | 172          | 52           | 30           | 30           | 30           |
| 固定资产             | 4,903          | 5,092          | 4,921         | 4,632         | 4,372         | 公允价值变动收益         | 0            | 6            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程             | 669            | 470            | 336           | 269           | 328           | 投资净收益            | 31           | 47           | 47           | 47           | 47           |
| 无形资产             | 1,002          | 1,069          | 1,023         | 976           | 930           | 其他               | (20)         | 82           | 308          | (11)         | (35)         |
| 其他               | 1,301          | 1,077          | 1,077         | 1,077         | 1,077         | <b>营业利润</b>      | <b>513</b>   | <b>488</b>   | <b>626</b>   | <b>876</b>   | <b>1,078</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>7,936</b>   | <b>7,766</b>   | <b>7,414</b>  | <b>7,012</b>  | <b>6,765</b>  | 营业外收入            | 8            | 5            | 5            | 5            | 5            |
| <b>资产总计</b>      | <b>45,107</b>  | <b>52,228</b>  | <b>60,166</b> | <b>64,124</b> | <b>69,369</b> | 营业外支出            | 8            | 12           | 12           | 12           | 12           |
| 短期借款             | 730            | 1,957          | 1,957         | 1,957         | 1,957         | <b>利润总额</b>      | <b>514</b>   | <b>482</b>   | <b>619</b>   | <b>870</b>   | <b>1,071</b> |
| 应付票据及应付账款        | 15,995         | 19,010         | 24,845        | 27,018        | 30,056        | 所得税              | 5            | (0)          | 62           | 87           | 107          |
| 其他               | 11,511         | 10,957         | 13,131        | 14,134        | 15,376        | <b>净利润</b>       | <b>508</b>   | <b>482</b>   | <b>557</b>   | <b>783</b>   | <b>964</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>28,236</b>  | <b>31,924</b>  | <b>39,933</b> | <b>43,109</b> | <b>47,389</b> | 少数股东损益           | (96)         | (74)         | (45)         | 6            | 6            |
| 长期借款             | 1,166          | 1,101          | 1,101         | 1,101         | 1,101         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>604</b>   | <b>556</b>   | <b>602</b>   | <b>777</b>   | <b>958</b>   |
| 应付债券             | 0              | 0              | 0             | 0             | 0             | 每股收益（元）          | 0.74         | 0.68         | 0.73         | 0.95         | 1.17         |
| 其他               | 2,610          | 2,815          | 2,815         | 2,815         | 2,815         | <b>主要财务比率</b>    |              |              |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>3,776</b>   | <b>3,916</b>   | <b>3,916</b>  | <b>3,916</b>  | <b>3,916</b>  |                  | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>32,011</b>  | <b>35,840</b>  | <b>43,849</b> | <b>47,025</b> | <b>51,306</b> | <b>成长能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 229            | 156            | 111           | 117           | 123           | 营业收入             | 36.6%        | 11.9%        | 27.7%        | 10.0%        | 11.3%        |
| 实收资本（或股本）        | 589            | 820            | 820           | 820           | 820           | 营业利润             | 38.0%        | -4.9%        | 28.1%        | 40.1%        | 23.0%        |
| 资本公积             | 7,652          | 10,424         | 10,747        | 10,747        | 10,747        | 归属于母公司净利润        | 55.7%        | -8.0%        | 8.3%         | 29.1%        | 23.3%        |
| 留存收益             | 3,790          | 4,204          | 4,638         | 5,415         | 6,373         | <b>获利能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | 836            | 785            | 0             | 0             | 0             | 毛利率              | 13.0%        | 10.5%        | 8.3%         | 9.4%         | 9.4%         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>13,096</b>  | <b>16,388</b>  | <b>16,317</b> | <b>17,100</b> | <b>18,064</b> | 净利率              | 2.3%         | 1.9%         | 1.6%         | 1.9%         | 2.1%         |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>45,107</b>  | <b>52,228</b>  | <b>60,166</b> | <b>64,124</b> | <b>69,369</b> | ROE              | 5.3%         | 3.8%         | 3.7%         | 4.7%         | 5.5%         |
| <b>现金流量表</b>     |                |                |               |               |               | ROIC             | 3.4%         | 3.2%         | 2.8%         | 3.7%         | 4.4%         |
| 单位:百万元           | 2023A          | 2024A          | 2025E         | 2026E         | 2027E         | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 净利润              | 508            | 482            | 557           | 783           | 964           | 资产负债率            | 71.0%        | 68.6%        | 72.9%        | 73.3%        | 74.0%        |
| 折旧摊销             | 225            | 4,353          | 575           | 605           | 635           | 净负债率             | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 财务费用             | (67)           | 71             | (17)          | (47)          | (67)          | 流动比率             | 1.32         | 1.39         | 1.32         | 1.32         | 1.32         |
| 投资损失             | (31)           | (47)           | (47)          | (47)          | (47)          | 速动比率             | 0.70         | 0.95         | 0.93         | 0.96         | 0.95         |
| 营运资金变动           | 6,557          | 1,345          | 3,345         | 1,226         | 367           | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其它               | (13,553)       | (3,636)        | (805)         | 0             | 0             | 应收账款周转率          | 4.2          | 3.8          | 3.9          | 3.7          | 3.8          |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>(6,361)</b> | <b>2,568</b>   | <b>3,607</b>  | <b>2,518</b>  | <b>1,852</b>  | 存货周转率            | 1.5          | 1.7          | 2.3          | 2.4          | 2.5          |
| 资本支出             | (1,155)        | (7,462)        | (203)         | (203)         | (388)         | 总资产周转率           | 0.7          | 0.6          | 0.7          | 0.7          | 0.7          |
| 长期投资             | 35             | 5              | 0             | 0             | 0             | <b>每股指标（元）</b>   |              |              |              |              |              |
| 其他               | 392            | 4,498          | 47            | 47            | 47            | 每股收益             | 0.74         | 0.68         | 0.73         | 0.95         | 1.17         |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(728)</b>   | <b>(2,959)</b> | <b>(155)</b>  | <b>(155)</b>  | <b>(340)</b>  | 每股经营现金流          | -10.79       | 3.13         | 4.40         | 3.07         | 2.26         |
| 债权融资             | 1,639          | 691            | 0             | 0             | 0             | 每股净资产            | 15.69        | 19.80        | 19.77        | 20.71        | 21.88        |
| 股权融资             | 3,230          | 3,002          | 324           | 0             | 0             | <b>估值比率</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | (5,588)        | 199            | (150)         | 47            | 67            | 市盈率              | 53.2         | 57.8         | 53.4         | 41.4         | 33.6         |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>(719)</b>   | <b>3,893</b>   | <b>174</b>    | <b>47</b>     | <b>67</b>     | 市净率              | 2.5          | 2.0          | 2.0          | 1.9          | 1.8          |
| 汇率变动影响           | 0              | (1)            | -0            | -0            | -0            | EV/EBITDA        | 39.7         | 5.4          | 22.5         | 18.6         | 16.2         |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>(7,809)</b> | <b>3,501</b>   | <b>3,625</b>  | <b>2,411</b>  | <b>1,579</b>  | EV/EBIT          | 59.7         | 47.6         | 43.7         | 32.1         | 26.3         |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；  
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；  
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；  
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。