

信义山证汇通天下

证券研究报告

航空军工

中直股份（600038.SH）

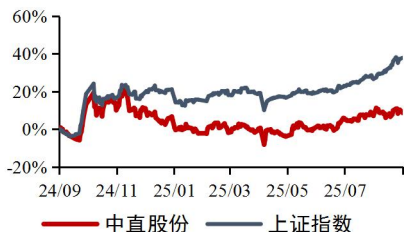
增持-A(维持)

营收高增费用明显优化，聚焦低空经济发展战略

2025 年 9 月 2 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 9 月 1 日

收盘价（元）：	39.85
年内最高/最低（元）：	45.88/33.39
流通 A 股/总股本（亿）：	6.69/8.20
流通 A 股市值（亿）：	266.57
总市值（亿）：	326.73

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	0.34
摊薄每股收益(元)：	0.34
每股净资产(元)：	21.05
净资产收益率(%)：	1.37

资料来源：最闻

分析师：

骆志伟

执业登记编码：S0760522050002

邮箱：luozhiwei@sxzq.com

李通

执业登记编码：S0760521110001

电话：010-83496308

邮箱：litong@sxzq.com

事件描述

➢ 中直股份公司发布了 2025 年中报。2025 年上半年公司营业收入为 102.41 亿元，同比增长 25.28%；归母净利润为 2.82 亿元，同比减少 5.12%；扣非后归母净利润为 2.06 亿元，同比上升 23.91%；负债合计 311.92 亿元，同比减少 7.58%；货币资金 79.41 亿元，同比增长 158.08%；应收账款 90.65 亿元，同比增长 27.08%；存货 148.03 亿元，同比减少 28.00%。

事件点评

➢ 二季度营收大增，费用端明显优化。受益于产品交付量增长，2025 年 Q2 公司实现营收 78.65 亿元，同比增长 63.80%。公司持续推进降本增效，费用端明显优化，2025 年上半年管理费用率同比减少 1 个百分点，达到 4.54%，销售费用率同比减少 0.66 个百分点，达到 0.51%，财务费用率同比减少 0.36 个百分点，达到-0.38%。

➢ 聚焦低空经济发展战略。公司不断加大细分市场、低空经济产业政策和竞争机型的研究分析，持续丰富产品谱系。13 吨级直升机 AC313A 于 6 月份完成局部改进及复飞工作，持续改进优化，为后续型号取证奠定有力基础。AC332 目前正在建三江开展自驾系统调参试飞，泸沽湖机场开展高原补充试飞。未来公司将进一步塑造创新型应用场景，增强产品供给，紧抓低空经济机遇，在完成产品结构调整后，持续受益于新机型的放量。

投资建议

➢ 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.71\0.85\0.99，对应公司 9 月 1 日收盘价 39.85 元，2025-2027 年 PE 分别为 55.8\47.1\40.4，维持“增持-A”评级。

风险提示

➢ 新机型需求不及预期；军用直升机订单波动风险；产品交付不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,592	29,766	34,622	39,766	45,291
YoY(%)	36.6	11.9	16.3	14.9	13.9
净利润(百万元)	604	556	586	694	809
YoY(%)	55.7	-8.0	5.4	18.5	16.5
毛利率(%)	13.0	10.5	10.1	10.2	10.3
EPS(摊薄/元)	0.74	0.68	0.71	0.85	0.99
ROE(%)	3.9	2.9	3.5	4.0	4.5
P/E(倍)	54.1	58.8	55.8	47.1	40.4
P/B(倍)	2.5	2.0	2.0	1.9	1.8



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

净利率(%)	2.3	1.9	1.7	1.7	1.8
--------	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	37171	44462	45691	47822	52473
现金	9752	13272	12690	11483	12118
应收票据及应收账款	7276	9128	9947	10983	12243
预付账款	1031	1515	1632	1752	1871
存货	17355	14075	16156	18178	20523
其他流动资产	1757	6471	5266	5426	5717
非流动资产	7936	7766	7950	8137	8365
长期投资	60	57	58	59	60
固定资产	4904	5093	5275	5443	5631
无形资产	1002	1069	1117	1183	1267
其他非流动资产	1970	1546	1500	1452	1407
资产总计	45107	52228	53641	55959	60838
流动负债	28236	31924	33126	35124	39568
短期借款	730	1957	1957	1957	1957
应付票据及应付账款	15995	19010	21169	23466	26090
其他流动负债	11511	10957	10000	9701	11520
非流动负债	3776	3916	3708	3498	3289
长期借款	1166	1101	893	683	474
其他非流动负债	2610	2815	2815	2815	2815
负债合计	32011	35840	36834	38622	42857
少数股东权益	229	156	156	156	156
股本	589	820	820	820	820
资本公积	7975	10747	10747	10747	10747
留存收益	3790	4204	4629	5138	5737
归属母公司股东权益	12867	16232	16651	17181	17824
负债和股东权益	45107	52228	53641	55959	60838

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-6361	2568	485	24	2025
净利润	508	482	586	694	809
折旧摊销	681	720	597	677	766
财务费用	-67	71	-65	1	33
投资损失	-31	-47	-3	-3	-4
营运资金变动	-7829	1229	-628	-1342	423
其他经营现金流	377	113	-2	-2	-2
投资活动现金流	-728	-2959	-776	-859	-988
筹资活动现金流	-719	3893	-292	-372	-402
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.68	0.71	0.85	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	-7.76	3.13	0.59	0.03	2.47
每股净资产(最新摊薄)	15.69	19.80	20.31	20.95	21.74

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26592	29766	34622	39766	45291
营业成本	23148	26650	31138	35708	40636
营业税金及附加	97	151	159	179	195
营业费用	147	161	187	215	245
管理费用	1214	1271	1419	1630	1857
研发费用	1477	1207	1347	1543	1748
财务费用	-67	71	-65	1	33
资产减值损失	-172	-52	-52	-67	-77
公允价值变动收益	0	6	2	2	2
投资净收益	31	47	3	3	4
营业利润	513	488	607	705	824
营业外收入	8	5	5	5	5
营业外支出	8	12	12	12	12
利润总额	514	482	601	698	817
所得税	5	-0	15	4	8
税后利润	508	482	586	694	809
少数股东损益	-96	-74	0	0	0
归属母公司净利润	604	556	586	694	809
EBITDA	1023	995	959	1157	1367

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	36.6	11.9	16.3	14.9	13.9
营业利润(%)	38.0	-4.9	24.3	16.0	16.9
归属于母公司净利润(%)	55.7	-8.0	5.4	18.5	16.5
获利能力					
毛利率(%)	13.0	10.5	10.1	10.2	10.3
净利率(%)	2.3	1.9	1.7	1.7	1.8
ROE(%)	3.9	2.9	3.5	4.0	4.5
ROIC(%)	2.1	1.3	1.7	2.3	2.8
偿债能力					
资产负债率(%)	71.0	68.6	68.7	69.0	70.4
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.0	3.6	3.6	3.8	3.9
应付账款周转率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
估值比率					
P/E	54.1	58.8	55.8	47.1	40.4
P/B	2.5	2.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	25.7	21.3	22.5	19.5	15.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履

何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

