

中直股份（600038）

2025 年三季报点评：收入短期承压但利润结构优化、现金流改善、订单能见度提升

买入（维持）

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）	49.38	53.66	47.93	42.80	38.93

事件：公司发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 150.47 亿元，同比去年-13.02%；归母净利润 3.73 亿元，同比去年+4.32%。

投资要点

■ **盈利质量总体稳健，利润结构持续优化但面临短期压力。**截至 2025 年前三季度，中直股份实现营业总收入 150.47 亿元，同比下降 13.02%；归属于母公司股东的净利润为 3.73 亿元，同比增长 4.32%，展现出在收入承压背景下利润端的韧性。业绩分化主要源于高毛利业务占比提升及成本管控见效，尽管营收下滑，但净利润逆势增长。公司销售毛利率为 7.75%，同比下降 0.85 个百分点，销售净利率为 2.17%，同比微升 0.15 个百分点，反映出盈利效率的小幅改善。费用结构方面，销售费用 0.85 亿元、管理费用 6.88 亿元均显著压缩，体现控费成效；而研发费用达 3.23 亿元，同比大增 72.17%，显示公司正加大技术投入以夯实长期竞争力。整体来看，利润虽规模有限，但结构更趋健康。

■ **资产负债结构总体稳健，运营效率与资产质量保持良好水平。**截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 67.23%，较去年同期的 69.08%略有下降，整体杠杆水平可控。有息负债方面，短期借款 29.46 亿元、长期借款 16.95 亿元、一年内到期非流动负债 0.52 亿元，合计约 46.93 亿元，较 2024 年同期有所下降，偿债压力边际缓解。应收账款为 112.91 亿元，同比增速显著放缓，叠加信用减值损失仅 0.62 亿元，表明回款管理趋严、坏账风险可控。存货 167.93 亿元，同比微降 1.10%，在营收下滑背景下库存未明显积压，周转效率相对稳定。值得关注的是，合同负债达 59.03 亿元，同比增长 32.77%，预示未来订单交付与收入确认具备较强能见度。

■ **现金流表现有所改善，盈利变现能力与自由现金流状况边际向好。**2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为-90.24 亿元，虽仍为净流出，但同比改善 21.21%，亏损幅度收窄，主要得益于销售回款显著增强——销售商品、提供劳务收到的现金达 93.41 亿元，同比大增 216.59%，收入“含现量”从 17.05%跃升至 62.08%，盈利质量明显提升。利润现金含量为-27.68，虽为负值，但系行业特性及大额预付款项影响所致，结合应收账款与存货变动趋于平稳，现金流压力正在缓解。自由现金流为-94.04 亿元，若剔除季节性因素及军工行业结算特点，整体现金流匹配性正逐步改善，为后续业绩释放奠定基础。

■ **盈利预测与投资评级：**公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 6.22/6.97/7.66 亿元，对应 PE 分别为 48/43/39 倍，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。

2025 年 10 月 30 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.38
一年最低/最高价	33.39/45.85
市净率(倍)	1.73
流通 A 股市值(百万元)	24,335.86
总市值(百万元)	29,827.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.04
资产负债率(%,LF)	67.23
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)：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》

2025-09-02

《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)	53.66	47.93	42.80	38.93
营运资本变动	1,207	(4,517)	6,575	(7,700)	P/B (现价)	1.84	1.77	1.70	1.63

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>