

# 营业收入小幅下降，净利增速略超预期

中直股份 (600038.SH)

## 核心观点

公司发布 2025 年年度报告，2025 年全年实现营业收入 290.86 亿元，较上年同期下降 2.28%；实现归属上市公司股东的净利润 6.52 亿元，较上年同期增长 17.27%；实现扣除非经常性损益的净利润 5.61 亿元，同比增长 16.34%。整体看来，虽然公司受到客户交付节奏影响，交付量同比下降，营收出现微降，但净利润出现超预期增长，整体销售毛利率逐步恢复提升。第四季度实现一定程度集中交付与回款兑现。同时在报告期内，公司产品生产交付节奏紧凑，小部分前期交付产品陆续收到回款，大部分产品仍未到回款周期。在手与新增订单持续消化，后续公司或将开启原材料采购备货，为后续订单顺利交付提供坚实保障。

## 营业收入小幅下降，净利增速略超预期

公司发布 2025 年年度报告，2025 年全年实现营业收入 290.86 亿元，较上年同期下降 2.28%；实现归属上市公司股东的净利润 6.52 亿元，较上年同期增长 17.27%；实现扣除非经常性损益的净利润 5.61 亿元，同比增长 16.34%。公司全年营收略有下滑，主要源于受到最终客户交付节奏影响，交付量同比下降。净利润实现较快增长，主要系产品结构优化、成本管控及费用效率提升。期间费用方面，公司全年期间费用同比明显下降，费用管控效果突出。全年实现销售费用 1.39 亿元，同比下降 13.98%，主要源于职工薪酬及销售服务费下降；管理费用 12.85 亿元，同比小幅增长 1.12%，主要源于劳务费用增加；财务费用同比出现较大变动，主要系利息支出同比下降，利息收入同比增长；研发费用 8.43 亿元，同比下降 30.18%，主要源于自筹研发项目投入下降。

报告期内，合同负债在经历三季度提升后年末再次出现下降，年末降至 46.77 亿元，说明公司持续生产交付，原有在手及新增订单消化较为顺畅。公司合同资产较上一报告期末增长约 33.94%，应收账款增长约 11.67%，或说明年末集中交付产品尚未完成验收，仅部分产品满足回款条件。预付账款全年四季度始终呈现下降趋势，应付账款较上报告期末下降约 10.65%，存货较上期期末下降约 15.37%，侧面体现公司产品生产顺利，采购原材料持续入库消耗。

维持

买入

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

010-56135187

SAC 编号:S1440516090001

郭枫

guofeng@csc.com.cn

010-56135185

SAC 编号:S1440524060006

发布日期：2026 年 05 月 09 日

当前股价：31.48 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月          | 12 个月         |
|----------------|---------------|---------------|
| -5.47/-12.91   | -14.69/-17.50 | -14.90/-39.94 |
| 12 月最高/最低价 (元) |               | 40.79/31.04   |
| 总股本 (万股)       |               | 81,989.32     |
| 流通 A 股 (万股)    |               | 66,893.52     |
| 总市值 (亿元)       |               | 258.10        |
| 流通市值 (亿元)      |               | 210.58        |
| 近 3 月日均成交量 (万) |               | 826.16        |
| 主要股东           |               |               |
| 中国航空科技工业股份有限公司 |               | 51.07%        |

## 股价表现



## 相关研究报告

【中信建投航空装备 II】中直股份  
24.09.01 (600038):采购生产并行推进，全年兑现  
稳增可期

整体看来，虽然公司受到客户交付节奏影响，交付量同比下降，营收出现微降，但净利润出现超预期增长，整体销售毛利率逐步恢复提升。第四季度实现一定程度集中交付与回款兑现。同时在报告期内，公司产品生产交付节奏紧凑，小部分前期交付产品陆续收到回款，大部分产品仍未到回款周期。在手与新增订单持续消化，后续公司或将开启原材料采购备货，为后续订单顺利交付提供坚实保障。

## 发展低空经济催生新需求，民用产品或形成第二曲线

2024年，低空经济首次写入政府工作报告，一季度末，三部门联合发布《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030年）》。指明了低空经济主要装备以及重点发展方向，划出具体飞行区域与不同场景验证模式。明确指出低空经济相关航空装备应利用北斗系统进行协调调度，同时对于低空经济整体发展进程提出了切实时间节点，即到2027年要完善整体低空经济装备体系，实现商业化应用，从示范进入推广，从而形成成熟产业链；至2030年，无人机、Evtol运输、其他低空无人作业全面运行，形成万亿市场规模。在产业与政策的双重推动下，低空经济相关基建配套、航空装备产业链发展有望持续稳步推进。

在新的历史机遇下，通航产业大发展的预期更加强烈，警务航空、森林防火、航空旅游、飞行培训等领域作业任务量逐年上升，对国产直升机都提出了较大需求。公司在国产民用直升机领域处于产业链最下游，产品涵盖国产军民用直升机，飞机谱系较为完整，各吨级产品均有能力完成进口替代。公司民机科研开展“四机试飞”、“两机评审”、“一机取证”。各型直升机销售稳中有进，主打产品逐步站稳市场。与西科斯基、空客直升机、莱昂纳多等公司就现有合作项目及潜在领域展开了多次高层会晤与深入交流，有效推进了型号、技术、售后服务等方面的合作。固定翼方面，公司以Y12和Y12F型飞机为平台，注重国内、国际两个市场的开发，重点发展客户化改进改型。在民用直升机与固定翼产品双重推动下，民用产品未来有望成为公司业绩的有力支撑。

2023年9月25日，公司联合中国航空研究院、中航科工研发高速电动垂直起降飞行器（H-eVTOL）签约仪式在中航发展大厦举行。合作三方于2022年初酝酿合作，以加速在该领域的布局。历经一年半的技术论证和市场调研，工作团队先后走访了多家研究机构和相关产业单位，于2023年6月底形成了技术方案，获内外部专家评审通过。本次签约，标志着该项目正式落地启动。公司及集团研究院所在Evtol研发领域具备较为明显的技术、加工、整合、取证优势，集团作为国内主要航空器生产单位，其Evtol产品的推出具有标杆意义。在Evtol、民用直升机、民用中小型固定翼等低空装备需求增长的大背景下，公司整体民用产品或将成为业绩支撑第二曲线。

## 产能整合已基本完成，募投项目助力产品转型

公司发布资产注入并募资报告书草案，拟以35.73元/股价格向航空工业集团、中航科工发行约1.42亿股购买其持有哈飞集团、昌飞集团100%股权，哈飞集团、昌飞集团交易作价分别为18.49、32.30亿元。拟发行股份募集配套资金不超过30亿元用于新型直升机研发生产、哈飞集团生产能力提升、天津民机研发能力建设等项目。

本次资本运作为继中航科工股权划转后，中航工业集团对于直升机资产的进一步整合，整合方向由股权梳理最终落实为实质资产注入。在昌飞、哈飞集团注入后，军用直升机产业链最后一环将并入上市公司，公司将具备包括军用直升机总装在内的所有直升机生产相关资产，最终蜕变为国内军民用直升机整体生产平台。本次资本运作完成后，昌飞与哈飞两集团将为上市公司提供一定程度业绩上的增厚，同时军用直升机生产各环节协同效率或将进一步提升，未来公司产品交付与业绩释放变化值得期待。

本次配套募资项目共包含五大方向，其中型号相关较为重要的为新机型研发批产能力建设、哈飞集团生产

能力提升以及天津民机研发能力建设三项。新机型研发批产能力建设方面，公司拟投资 2.31 亿元，以哈飞集团为主体、以原成熟型号为基础平台进行新型直升机研发能力拓展，预计于 2025 年 2 月建设完成。在研发建设同期，公司拟投资 2.73 亿元，以昌飞为主体建设总部装智能化生产项目，提升昌飞集团装配批产能力，该项目预计于 2025 年 7 月进入试生产。新机型研发与产能建设项目的推进，有望使上市公司产品结构重返双线并行状态，整体业绩在未来恢复较快增长高度可期。

哈飞集团产能提升方面，公司拟投资 3.15 亿元，增建总装/实验厂房以及试飞调试机库，提升哈飞集团总装交付及检测试飞能力。目前哈飞相关产品已进入成熟批量阶段，本次扩产或意味未来哈飞相关产品需求或将继续增长。本次募投项目中，公司拟以 1.34 亿元建设民机研制与改进改型能力，与中航天津直升机基地进行产研互动。该项目建设完成后，天津民机分部将初具雏形，具备产研一体化能力。后续上市公司分散在各主机厂的民机业务有望向天津分部聚拢，切实提升公司民机产品品类、性能及盈利能力。

### 盈利预测与投资评级：航空产品有望加速增长，维持买入评级

公司作为军民用直升机上市平台，在本次资产注入后，产业链条进一步完善，冗杂流程得以简化，各分部间产研匹配效率得到显著提升；军机产品后续新型号陆续出现，为公司中长期成长性提供有力支撑。预计公司 2026 年至 2028 年的归母净利润分别为 7.36 亿元、8.13 亿元、10.05 亿元，同比增长分别为 12.92%、10.42%、23.63%，相应 26 年至 28 年 EPS 分别为 0.90、0.99、1.23 元，对应当前股价 PE 分别 37、34、27 倍，维持买入评级。

表 1：中直股份盈利预测表

|          | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 290.86 | 334.61 | 381.05 | 421.06 |
| 同比（%）    | -2.28  | 15.04  | 13.88  | 10.50  |
| 净利润（亿元）  | 6.52   | 7.36   | 8.13   | 10.05  |
| 同比（%）    | 17.27  | 12.92  | 10.42  | 23.63  |
| EPS（元）   | 0.80   | 0.90   | 0.99   | 1.23   |
| P/E      | 42     | 37     | 34     | 27     |

资料来源：Wind，中信建投证券，PE 对应 4 月 24 日收盘价

## 风险分析

1、目前我国军用直升机处于保有量持续上升阶段，新增需求不断提升，老旧替换加速进行。公司下属两大主机厂中，昌飞集团/航空正处于产品调整的阵痛期，昌飞集团/航空原有主力型号订单需求出现较大幅度波动。后续型号研发工作虽已在进行当中，但对于昌飞集团/航空整体营收与净利润贡献在近期或难以体现，短期内公司仍将以哈飞集团/航空产品为主力型号，公司整体业绩增幅尚不确定。

2、我国民用航空领域相关政策持续推进，但受相关基础建设限制以及部分尚未完全解决的客观飞行要求影响，对于民用直升机需求在短期内增速存在较大不确定性。

## 分析师介绍

### 黎韬扬

研发部执行总经理、军工与新材料团队首席分析师，北京大学硕士。2015-2017 年新财富、水晶球、Wind 军工行业第一名团队核心成员，2018-2024 年水晶球军工行业上榜，2018-2020 年 Wind 军工行业第一名，2019-2022 年金牛奖最佳军工行业分析团队，2018-2024 年新财富军工行业上榜、入围。

### 郭枫

美国丹佛大学金融学硕士。2016-2017 年新财富军工行业第一名团队成员，2017 年水晶球军工行业第二名团队成员，2017 年 Wind 军工行业第二名团队成员，2018 年水晶球军工行业第四名团队成员，2018-2019 年 Wind 军工行业第一名团队成员，2019 年金牛奖最佳军工行业分析团队成员。

**评级说明**

| 投资评级标准  |      | 评级   | 说明            |
|---|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15% 以上   |
|   |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|   |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|   |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|   |      | 卖出   | 相对跌幅 15% 以上   |
|   | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10% 以上   |
|   |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10% 以上   |

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk