

受疫情及产品结构影响，1Q22 业绩低于预期

2022 年 05 月 05 日

➤ **事件：**公司近期发布 2022 年一季报，实现营收 16.3 亿元，YoY -49.2%；归母净利润 0.1 亿元，YoY -93.1%；扣非归母净利润 476.1 万元，YoY -97.0%。**1Q22 业绩表现低于市场预期。**营收和业绩下滑的原因主要是受疫情及产品结构的影响，部分产品交付量同比下降。

➤ **利润率下滑，短期业绩承压。**公司 1Q22 毛利率 11.17%，同比下降 4.21ppt。净利率 0.33%，同比大幅下降 4.62ppt。同时，公司期间费用率同比增加 1.66ppt 至 11.0%，具体看，销售费用率 1.8%，同比增加 0.85ppt；管理费用率 9.1%，同比增加 3.25ppt；研发费用率 0.8%，同比减少 1.83ppt，研发费用 0.1 亿元，同比减少 84.2%，主要是自筹资金的科研项目较少所致。

➤ **应收/预付/存货有不同程度增长，或预示公司所处行业景气仍然较高。**截至 2022 年一季度末，公司 1) 货币资金 18.9 亿元，较年初减少 46.3%，主要是来自客户的回款较少所致；2) 应收账款及票据 48.8 亿元，较年初增加 41.2%；3) 预付款项 2.3 亿元，较年初减少 44.2%；4) 存货 149.5 亿元，较年初增加 15.0%；5) 合同负债 23.3 亿元，与年初相近；6) 经营活动现金流净额-153.8 亿元，去年同期为-2.3 亿元，主要是来自客户的回款暂时性较少所致。

➤ **2022 年关联采购、接受劳务预计增长 97%，存款额度上调至 130 亿元。**公司预计 2022 年关联采购、接受劳务交易额为 127.6 亿元，较去年实际发生额增长 97%；同时 2022 年公司上调存款额度至 130 亿元，同比 2021 年存款额度增长近 117%，或预示公司未来合同负债出现较大幅度增长。

➤ **哈航、中直有限拟将持有股份划转，中航科工控股比例增至 49.30%。**2022 年 2 月 21 日公司发布公告，哈航集团拟将持有的 26.71% 的无限售条件流通股股份和中直有限拟将所持有的 12.78% 的无限售条件流通股股份，按账面净值全部划转给中航科工，本次股份划转完成后，哈航集团和中直有限不再持有本公司股份，中航科工仍为公司的控股股东，但总持股比例增至 49.30%。公司股权结构得到调整，或有利于公司推进后续改革进展。

➤ **投资建议：**公司是当前国内直升机制造业中规模最大、产值最高、产品系列最全的主力军，或将受益于“十四五”期间航空装备需求的快速增长以及通航市场的加速发展。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 11.36 亿元、13.74 亿元、16.55 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 22x/18x/15x。我们考虑到行业持续高景气和公司在产业链中的核心地位，给予公司 2022 年 25 倍 PE，2022 年 EPS 为 1.93 元/股，对应目标价 48.25 元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求低于预期；政策性风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

42.70 元

目标价：

48.25 元



分析师：尹会伟

执业证号：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理：孔厚融

执业证号：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

相关研究

1. 中直股份 (600038.SH) 2021 年报及关联交易点评报告：业绩增长符合预期；产品结构优化利润率提升

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21790	26889	31835	37060
增长率 (%)	10.9	23.4	18.4	16.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	913	1136	1374	1655
增长率 (%)	20.5	24.4	21.0	20.4
每股收益 (元)	1.55	1.93	2.33	2.81
PE	28	22	18	15
PB	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21790	26889	31835	37060
营业成本	19081	23577	27913	32494
营业税金及附加	19	24	28	32
销售费用	157	193	224	256
管理费用	933	1151	1336	1524
研发费用	576	711	825	942
EBIT	1025	1232	1509	1813
财务费用	3	4	3	2
资产减值损失	0	-2	-2	-2
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	1016	1263	1528	1840
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	1015	1262	1527	1839
所得税	101	126	152	183
净利润	914	1136	1375	1656
归属于母公司净利润	913	1136	1374	1655
EBITDA	1291	1415	1692	1997

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3520	5102	7048	9308
应收账款及票据	3457	3027	3492	3986
预付款项	413	510	603	702
存货	13005	16067	18071	20195
其他流动资产	3209	3908	4585	5301
流动资产合计	23604	28614	33800	39493
长期股权投资	27	27	28	29
固定资产	1798	1694	1574	1444
无形资产	528	517	505	494
非流动资产合计	3424	3266	3108	2949
资产合计	27027	31880	36908	42443
短期借款	252	252	252	252
应付账款及票据	12378	15295	18108	21080
其他流动负债	3477	4277	5117	6025
流动负债合计	16108	19825	23478	27357
长期借款	94	94	94	94
其他长期负债	898	898	898	898
非流动负债合计	992	992	992	992
负债合计	17100	20817	24470	28349
股本	589	589	589	589
少数股东权益	302	302	303	303
股东权益合计	9928	11064	12438	14094
负债和股东权益合计	27027	31880	36908	42443

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.86	23.40	18.40	16.41
EBIT 增长率	28.90	20.15	22.51	20.19
净利润增长率	20.53	24.35	21.01	20.45
盈利能力 (%)				
毛利率	12.43	12.31	12.32	12.32
净利率	4.19	4.22	4.32	4.47
总资产收益率 ROA	3.38	3.56	3.72	3.90
净资产收益率 ROE	9.49	10.55	11.32	12.00
偿债能力				
流动比率	1.47	1.44	1.44	1.44
速动比率	0.45	0.42	0.46	0.49
现金比率	0.22	0.26	0.30	0.34
资产负债率 (%)	63.27	65.30	66.30	66.79
经营效率				
应收账款周转天数	55.35	38.75	37.97	37.21
存货周转天数	248.77	248.77	236.33	226.88
总资产周转率	0.81	0.84	0.86	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	1.55	1.93	2.33	2.81
每股净资产	16.84	18.77	21.10	23.91
每股经营现金流	2.46	2.74	3.35	3.89
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	28	22	18	15
PB	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.22	14.60	11.06	8.24
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	914	1136	1375	1656
折旧和摊销	266	183	184	184
营运资金变动	246	290	395	428
经营活动现金流	1450	1613	1976	2290
资本开支	-133	-24	-23	-23
投资	0	-1	-1	-1
投资活动现金流	-477	-25	-24	-24
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-131	0	0	0
筹资活动现金流	-355	-6	-6	-6
现金净流量	618	1582	1946	2260

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001