

业绩短期承压但符合市场预期；继续关注公司变化

2022 年 10 月 31 日

➤ **事件：**公司 10 月 28 日发布了 2022 年三季度报，前三季度实现营收 106.1 亿元，YoY-25.2%；归母净利润 0.5 亿元，YoY-92.3%；扣非归母净利润 0.2 亿元，YoY-96.4%。**公司业绩基本符合市场预期。**业绩下降主要是公司产品结构调整，以及直升机部分型号订单减少共同导致，我们的综合点评如下：

➤ **受产品结构调整及部分订单减少影响，前三季度业绩承压。**单季度看，公司：**1)**1Q22~3Q22 分别实现营收 16.3 亿元(YoY-49.2%)、51.3 亿元(YoY-17.2%)、38.6 亿元 (YoY-19.6%)；1Q22~3Q22 分别实现归母净利润 0.11 亿元 (YoY-93.1%)、0.06 亿元 (YoY-97.4%)、0.3 亿元 (YoY-86.9%)。**2)** 3Q22 毛利率 11.4%，同比减少 0.30ppt；净利率 0.8%，同比减少 4.11ppt。公司前三季度毛利率 9.4%，同比减少 2.53ppt；净利率 0.37%，同比减少 3.92ppt。**由于产品结构调整及公司直升机部分型号订单减少，导致营收、净利润下降明显，公司业绩承压。**

➤ **期间费用率有所上升；股份划转完成或利于公司未来改革发展。**费用端，公司 2022 年前三季度期间费用率 8.5%，同比增加 1.44ppt。其中：**1)** 销售费用率 0.9%，同比增加 0.17ppt，销售费用 0.9 亿元，同比减少 6.7%；**2)** 管理费用率 5.0%，同比增加 1.05ppt，管理费用 5.3 亿元，同比减少 5.4%；**3)** 研发费用率 2.6%，同比增加 0.25ppt，研发费用 2.8 亿元，同比减少 17.4%；**4)** 财务费用率-0.05%，去年同期-0.02%。**国有股份划转方面**，2022 年 8 月 25 日，哈航集团持有的公司 26.71%股本以及中直有限持有的 12.78%公司股本均已过户至中航科工名下。中航科工直接和间接持股比例增至 49.30%，仍为公司控股股东。此次划转或有助于理顺股权关系，或利于助力公司做强直升机主业。

➤ **应收/存货有所增长。**截至 3Q22 末，公司：**1)** 应收账款及票据 93.0 亿元，较年初增加 168.9%，主要由于本期来自客户的回款暂时较少；**2)** 预付款项 2.9 亿元，较年初减少 29.4%；**3)** 存货 154.2 亿元，较年初增加 17.8%；**4)** 合同负债 20.6 亿元，较年初减少 11.7%；**5)** 应付账款及票据 163 亿元，较年初增加 31.7%，主要是由于本期尚未支付供应商的货款较多；**6)** 经营活动现金流净额-33.3 亿元，去年同期-6.5 亿元，主要是本期来自客户的回款暂时性较少。

➤ **投资建议：**公司是国内目前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。今年二季度公司下调全年经营计划指引，当前市场或已经充分消化此预期。我们持续关注公司产品结构调整和订单恢复情况。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 3.33 亿元、4.39 亿元、5.67 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 78x/59x/46x。**维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示：**下游需求恢复缓慢；订单增长不及预期等。

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	15347	18456	22178
增长率 (%)	10.9	-29.6	20.3	20.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	913	333	439	567
增长率 (%)	20.5	-63.5	31.6	29.2
每股收益 (元)	1.55	0.57	0.74	0.96
PE	28	78	59	46
PB	2.7	2.6	2.5	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

43.90 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孔厚融

执业证书：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书：S0100122030069

电话：010-85127668

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

相关研究

1.中直股份 (600038.SH) 2022 年一季报点评：受疫情及产品结构影响，1Q22 业绩低于预期-2022/05/05

2.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-2022/04/03

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	15347	18456	22178
营业成本	19081	13629	16348	19645
营业税金及附加	19	23	27	32
销售费用	157	140	169	199
管理费用	933	746	889	1047
研发费用	576	424	500	583
EBIT	1025	384	523	673
财务费用	3	11	21	26
资产减值损失	0	-2	-2	-2
投资收益	-1	9	11	12
营业利润	1016	382	517	668
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	1015	381	516	667
所得税	101	57	77	100
净利润	914	324	439	567
归属于母公司净利润	913	333	439	567
EBITDA	1291	632	706	857

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3520	3526	4014	4560
应收账款及票据	3457	2906	3427	4039
预付款项	413	477	572	688
存货	13005	12955	14762	17030
其他流动资产	3209	2327	2752	3262
流动资产合计	23604	22190	25528	29578
长期股权投资	27	28	29	31
固定资产	1798	1886	1962	2029
无形资产	528	525	523	520
非流动资产合计	3424	3897	3948	3999
资产合计	27027	26087	29476	33578
短期借款	252	1009	1261	1513
应付账款及票据	12378	10891	13064	15698
其他流动负债	3477	2662	3219	3905
流动负债合计	16108	14562	17544	21116
长期借款	94	59	59	59
其他长期负债	898	1243	1243	1243
非流动负债合计	992	1302	1302	1302
负债合计	17100	15864	18846	22418
股本	589	589	589	589
少数股东权益	302	292	292	293
股东权益合计	9928	10223	10630	11159
负债和股东权益合计	27027	26087	29476	33578

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.86	-29.57	20.25	20.17
EBIT 增长率	28.90	-62.55	36.30	28.71
净利润增长率	20.53	-63.50	31.59	29.21
盈利能力 (%)				
毛利率	12.43	11.19	11.42	11.42
净利率	4.19	2.11	2.38	2.56
总资产收益率 ROA	3.38	1.28	1.49	1.69
净资产收益率 ROE	9.49	3.36	4.24	5.22
偿债能力				
流动比率	1.47	1.52	1.46	1.40
速动比率	0.45	0.46	0.44	0.42
现金比率	0.22	0.24	0.23	0.22
资产负债率 (%)	63.27	60.81	63.94	66.77
经营效率				
应收账款周转天数	55.35	66.42	65.10	63.79
存货周转天数	248.77	347.00	329.65	316.46
总资产周转率	0.81	0.59	0.63	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	1.55	0.57	0.74	0.96
每股净资产	16.33	16.85	17.54	18.43
每股经营现金流	2.46	-0.52	0.87	0.99
每股股利	0.47	0.47	0.47	0.47
估值分析				
PE	28	78	59	46
PB	2.7	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	17.77	37.99	33.67	27.41
股息收益率 (%)	1.06	1.06	1.06	1.06

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	914	324	439	567
折旧和摊销	266	248	183	183
营运资金变动	246	-901	-138	-203
经营活动现金流	1450	-306	515	582
资本开支	-133	-257	-34	-34
投资	0	-266	-1	-1
投资活动现金流	-477	-513	-24	-23
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-131	1067	252	252
筹资活动现金流	-355	825	-3	-13
现金净流量	618	6	488	546

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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。	公司评级	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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026