

➤ **事件：**2022 年 4 月 26 日，公司发布 2021 年报及 2022 年一季报。2021 年公司实现营收 8.4 亿元，YoY-12.8%；归母净利润 7.4 亿元，YoY+2220.9%；扣非归母净利润-1.4 亿元，上年同期 0.3 亿元。**年报业绩基本符合市场预期。**1Q22 公司实现营收 2.2 亿元，YoY+20.2%；归母净利润 0.2 亿元，YoY+132.8%；扣非归母净利润 0.2 亿元，YoY+1893.1%。

➤ **季度营收较为均衡；短期因素影响管理费用。**公司 2021Q1~Q4：1) 分别实现营收 1.9 亿元、2.1 亿元、2.1 亿元、2.4 亿元，季度间收入较为均衡；2) 分别实现归母净利润 0.09 亿元、6.71 亿元、-0.04 亿元、0.59 亿元。3) 2021 年整体期间费用率增加 13.03ppt 至 50.3%。主要是研发费用率 7.1%，较上期增加 1.84ppt，主要投向 ARJ21、某直升机以及发动机等项目，旨在开拓民航及通航市场，提升发动机深度维修与零部件自主研发制造能力；管理费用率 28.0%，较上期增加 9.29ppt，主要是实施股权激励计划确认激励费用 1650 万元，以及原子子华芯科技咨询服务费用 2434 万元、无形资产摊销增加 1107 万元共同导致；财务费用率 13.1%，较上期增加 1.57ppt。4) 投资收益 8.9 亿元，去年同期 0.4 亿元，主要是子公司华芯科技于 2021 年 6 月引入投资者导致公司股权被动稀释至 33.79%，**华芯科技不再纳入合并范围，公司对其投资由成本法转为权益法核算产生的投资收益 8.8 亿元。**5) 经营活动现金流净额 3.2 亿元，YoY+35.2%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金较去年同期增加 9048 万元导致。

➤ **聚焦核心装备研制保障、航空工程技术服务与飞行培训业务。**2021 年，公司 1) 核心装备研发制造与保障营收 1.7 亿元，YoY-35.2%，占总收入比例 20.7%。公司 2021 年研制的首台“中国制造”波音 737MAX 全动飞行模拟机通过中国民航局 D 级鉴定并交付客户，依托模拟机研制技术优势，公司还开拓了航空等多领域模拟仿真业务；2) 航空工程技术服务营收 4.1 亿元，YoY+6.2%，占总收入比例 48.5%，公司不断提高飞机整机、部附件的维修深度和开发建设新能力；3) 航空培训营收 1.3 亿元，YoY+24.0%，占总收入比例 15.3%，昆明、天津、沈阳顺利通过 CAAC 质量管理体系认证，保持并巩固了国内民营培训龙头地位。

➤ **投资建议：**公司是我国最大的飞机大修、航空部附件维修、飞机客机改货机的民营企业，聚焦核心装备、航空工程技术服务以及飞行培训业务，核心主业稳健发展，飞行模拟机等研发成果显著。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润分别是 0.72 亿元、1.00 亿元、1.41 亿元，当前股价对应 2022~2024 年 PE 为 96x/69x/49x。**首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。**

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；民用市场开拓不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	841	878	1041	1251
增长率 (%)	-12.8	4.4	18.7	20.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	736	72	100	141
增长率 (%)	2220.9	-90.2	38.8	41.1
每股收益 (元)	0.97	0.10	0.13	0.19
PE	9	96	69	49
PB	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 05 月 10 日收盘价)

**谨慎推荐**

首次评级

当前价格：

**9.20 元**

**分析师：尹会伟**

执业证号：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com


**分析师：李哲**

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe\_yj@mszq.com

**研究助理：孔厚融**

执业证号：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

## 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	841	878	1041	1251
营业成本	531	469	539	624
营业税金及附加	17	18	21	26
销售费用	18	19	22	27
管理费用	235	246	289	347
研发费用	60	59	70	85
EBIT	-46	67	100	143
财务费用	110	92	87	77
资产减值损失	-35	0	0	0
投资收益	898	43	44	45
<b>营业利润</b>	<b>691</b>	<b>66</b>	<b>106</b>	<b>160</b>
营业外收支	-4	-4	-3	-2
<b>利润总额</b>	<b>687</b>	<b>63</b>	<b>103</b>	<b>158</b>
所得税	-6	13	21	32
净利润	693	50	82	126
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>736</b>	<b>72</b>	<b>100</b>	<b>141</b>
EBITDA	196	250	283	327

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	371	622	375	168
应收账款及票据	602	598	674	770
预付款项	14	13	15	17
存货	340	285	311	342
其他流动资产	242	254	260	264
<b>流动资产合计</b>	<b>1570</b>	<b>1772</b>	<b>1634</b>	<b>1562</b>
长期股权投资	1458	1473	1764	2059
固定资产	2503	2438	2352	2252
无形资产	320	463	606	749
<b>非流动资产合计</b>	<b>5149</b>	<b>5143</b>	<b>5414</b>	<b>5688</b>
<b>资产合计</b>	<b>6718</b>	<b>6914</b>	<b>7048</b>	<b>7249</b>
短期借款	65	194	194	194
应付账款及票据	148	185	200	227
其他流动负债	910	883	915	957
<b>流动负债合计</b>	<b>1122</b>	<b>1263</b>	<b>1309</b>	<b>1378</b>
长期借款	1431	1431	1431	1431
其他长期负债	81	81	81	81
<b>非流动负债合计</b>	<b>1512</b>	<b>1512</b>	<b>1512</b>	<b>1512</b>
<b>负债合计</b>	<b>2634</b>	<b>2775</b>	<b>2820</b>	<b>2890</b>
股本	757	757	757	757
少数股东权益	-18	-40	-58	-73
<b>股东权益合计</b>	<b>4084</b>	<b>4140</b>	<b>4228</b>	<b>4360</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>6718</b>	<b>6914</b>	<b>7048</b>	<b>7249</b>

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-12.79	4.38	18.65	20.18
EBIT 增长率	-130.81	243.84	49.70	43.71
净利润增长率	2220.94	-90.19	38.77	41.05
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	36.80	46.53	48.24	50.12
净利率	82.46	5.72	7.89	10.10
总资产收益率 ROA	10.95	1.04	1.42	1.95
净资产收益率 ROE	17.94	1.73	2.34	3.19
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.40	1.40	1.25	1.13
速动比率	1.08	1.17	1.00	0.87
现金比率	0.33	0.49	0.29	0.12
资产负债率 (%)	39.21	40.13	40.02	39.86
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	255.76	242.97	230.82	219.28
存货周转天数	233.23	221.57	210.49	199.97
总资产周转率	0.13	0.13	0.15	0.17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.97	0.10	0.13	0.19
每股净资产	5.40	5.47	5.59	5.76
每股经营现金流	0.42	0.35	0.23	0.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	9	96	69	49
PB	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	44.59	34.53	31.36	27.80
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	693	50	82	126
折旧和摊销	243	183	183	183
营运资金变动	77	60	-64	-64
<b>经营活动现金流</b>	<b>318</b>	<b>266</b>	<b>175</b>	<b>217</b>
资本开支	-424	-166	-165	-165
投资	-1279	-14	-292	-295
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1420</b>	<b>-138</b>	<b>-413</b>	<b>-415</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-176	129	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>779</b>	<b>117</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-325</b>	<b>251</b>	<b>-247</b>	<b>-207</b>

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
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