

疫情影响生产交付，二季度有望好转

核心观点

事件：公司发布 22 年报，实现营收 9.98 亿元 (-11.88%)，归母净利润 3.14 亿元 (-25.66%)。公司发布 23 年一季报，实现营收 3.15 亿元 (-14.55%)，归母净利润 1.35 亿元 (-12.57%)。公司预计 23 年上半年实现归母净利润 2.42~3.05 亿元 (+15~45%)。

- **22 年飞机刹车控制系统及机轮实现增长，刹车盘及检测试验业务有所下滑。**分业务看，公司刹车及机轮收入 4.10 亿元 (+29.74%)，毛利率 60.23% (-16.16pct)；刹车盘收入 1.35 亿元 (-31.38%)，毛利率 85.93% (-3.83pct)；检测试验收入 4.41 亿元 (-20.60%)，毛利率 69.50% (-11.26pct)。2022 年我国多地宏观环境严峻，部分下游客户所在地人员流动受限，军工产品的需求节奏和验收节奏出现变化，较大规模的停工停产也加大了按时交付、供应链管理和物流发货的难度，上述原因导致公司 22 年部分业务出现下滑，也在一定程度上对毛利率产生影响。22 年公司期间费用率增加 2.25pct 至 18.21%，综合毛利率下降 11.73pct 至 67.20%，全年净利率下降 8.81pct 至 39.72%。
- **一季度经营继续承压，公司预计二季度有望好转。**一季度公司收入和利润依然有所下滑，但前瞻性指标向好，期末存货达到 5.93 亿元，同比增长 57.37%，23Q1 毛利率回升至 69.85%。根据公司在季报中预计的 1-6 月份归母净利润实现正增长，可测算出单二季度将实现归母净利润 1.07~1.70 亿元，同比增长 92~204%。
- **22 年首次实现了民航业务收入，23 年军民市场有望迎来复苏。**虽然公司 2022 年度业绩由于外部环境的影响出现下滑，但公司仍然注重科研创新，在研项目众多，为未来的高质量发展奠定研发基础。同时，公司在 2022 年首次实现了民航业务收入，公司未来计划从产品质量、成本控制和服务保障方面入手，加快民航国产替代和自主可控的进程。随着外部环境向好，2023 年军工市场和民航市场有望迎来复苏。

盈利预测与投资建议

- 根据公司 22 年年报，考虑到刹车盘及检测业务收入不及预期，调整公司 23、24 年归母净利润为 5.18、6.82 亿元（前值为 8.35、10.96 亿元），新增 25 年归母净利润为 8.82 亿元，根据可比公司 23 年 30 倍市盈率，给予目标价 46.8 元，维持买入评级。

风险提示

军品列装和替换需求或订单收入确认不及市场预期；民品市场开拓进度不及市场预期；军品采购价格下降风险；应收账款风险

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,132	998	1,431	1,855	2,370
同比增长(%)	64.9%	-11.9%	43.4%	29.7%	27.7%
营业利润(百万元)	677	470	730	962	1,248
同比增长(%)	68.8%	-30.5%	55.2%	31.9%	29.7%
归属母公司净利润(百万元)	422	314	518	682	882
同比增长(%)	33.4%	-25.7%	65.1%	31.6%	29.2%
每股收益(元)	1.27	0.95	1.56	2.06	2.66
毛利率(%)	78.9%	67.2%	64.8%	65.4%	65.2%
净利率(%)	37.3%	31.5%	36.2%	36.8%	37.2%
净资产收益率(%)	18.7%	11.6%	16.2%	18.1%	19.7%
市盈率	36.5	49.1	29.7	22.6	17.5
市净率	6.3	5.2	4.5	3.8	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2023 年 04 月 21 日)	46.45 元
目标价格	46.8 元
52 周最高价/最低价	66.29/43.4 元
总股本/流通 A 股 (万股)	33,185/18,035
A 股市值 (百万元)	15,415
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2023 年 04 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.67	-2.42	-4.34	-12.45
相对表现	2.12	-3.68	-0.78	-13.37
沪深 300	-1.45	1.26	-3.56	0.92



证券分析师

王天一	021-63325888*6126 wangtianyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860510120021
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002
丁昊	dinghao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080002

联系人

宁小涵	ningxiaohan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

一季报开门红，民航突破打开成长空间	2022-04-20
航空刹车制动龙头，军民业务共同发力	2022-03-31

根据 22 年报数据，公司刹车盘及检测试验业务收入增速低于预期，且产品结构变化、竞争格局恶化导致毛利率有所下降。综合以上因素以及 23 年经营计划，我们调整公司 23、24 年归母净利润为 5.18、6.82 亿元（前值为 8.35、10.96 亿元）。

核心假设及盈利预测变动分析表 人民币百万元（标注除外）

	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
分产品盈利预测					
飞机刹车控制系统及机轮					
销售收入	725	890	496	603	733
变动幅度			-31.57%	-32.27%	
毛利率	76%	76%	59%	59%	58%
变动幅度			-16.99%	-17.86%	
刹车盘（副）					
销售收入	410	546	264	381	499
变动幅度			-35.45%	-30.30%	
毛利率	90%	90%	83%	81%	79%
变动幅度			-6.89%	-9.22%	
检测试验					
销售收入	799	959	573	745	931
变动幅度			-28.32%	-22.34%	
毛利率	80%	80%	70%	70%	70%
变动幅度			-10.76%	-10.76%	
起落架					
销售收入	280	480	84	114	194
变动幅度			-52.40%	-54.20%	
毛利率	30%	40%	15%	30%	40%
变动幅度			-15.00%	-10.00%	
其他					
销售收入	25	25	13	13	13
变动幅度			-52.40%	-54.20%	
毛利率	98%	98%	14%	14%	14%
变动幅度			-83.30%	-83.30%	
销售收入合计	2239	2900	1,431	1,855	2,370
变动幅度			-36.11%	-36.03%	
综合毛利率	75%	74%	65%	65%	65%
变动幅度			-9.88%	-8.95%	

主要财务数据变动分析表 人民币百万元（标注除外）

	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,239	2,900	1,431	1,855	2,370
变动幅度			-36.11%	-36.03%	
营业利润	1,280	1,655	730	962	1,248
变动幅度			-42.98%	-41.86%	
归属母公司净利润	835	1096	518	682	882

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变动幅度			-37.95%	-37.74%	
每股收益 (元)	3.27	4.29	1.56	2.06	2.66
变动幅度			-52.27%	-52.10%	
毛利率(%)	75%	74%	65%	65%	65%
变动幅度			-9.88%	-8.95%	
净利率(%)	37%	38%	36%	37%	37%
变动幅度			-1.07%	-1.01%	

表 1: 北摩高科可比上市公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2022/4/21	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中简科技	300777	52.72	0.46	1.39	1.58	1.96	115.13	37.93	33.42	26.86	
光威复材	300699	51.20	1.46	1.80	2.26	2.78	34.99	28.41	22.66	18.45	
天宜上佳	688033	18.86	0.31	0.38	0.81	1.16	60.51	49.63	23.30	16.27	
中航西飞	000768	25.54	0.23	0.19	0.42	0.56	108.82	135.78	61.41	45.81	
钢研高纳	300034	36.61	0.63	0.74	1.09	1.52	58.37	49.20	33.45	24.02	
	调整后 平均						75.90	45.59	30.05	23.11	

数据来源: Wind, 东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,145	715	518	740	1,089	营业收入	1,132	998	1,431	1,855	2,370
应收票据、账款及款项融资	1,670	1,970	2,495	2,864	3,422	营业成本	239	327	504	642	825
预付账款	20	19	33	43	55	营业税金及附加	9	8	15	20	25
存货	365	544	837	1,067	1,371	销售费用	39	41	41	51	56
其他	2	36	36	37	37	管理费用及研发费用	149	151	140	180	218
流动资产合计	3,203	3,283	3,920	4,751	5,973	财务费用	(7)	(10)	(6)	(6)	(9)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	46	44	40	40	40
固定资产	229	400	491	574	603	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	122	60	169	178	126	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	57	56	55	54	53	其他	19	33	33	33	33
其他	337	391	358	354	349	营业利润	677	470	730	962	1,248
非流动资产合计	745	907	1,073	1,160	1,131	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	3,947	4,190	4,993	5,911	7,104	营业外支出	0	9	0	0	0
短期借款	28	0	0	0	0	利润总额	676	461	730	962	1,248
应付票据及应付账款	308	382	589	750	964	所得税	127	65	109	144	187
其他	884	135	135	136	137	净利润	550	396	620	818	1,061
流动负债合计	1,220	517	724	886	1,100	少数股东损益	127	82	102	136	179
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	422	314	518	682	882
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.27	0.95	1.56	2.06	2.66
其他	73	104	104	104	104						
非流动负债合计	73	104	104	104	104	主要财务比率					
负债合计	1,293	622	828	990	1,204		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	202	607	709	845	1,024	成长能力					
实收资本(或股本)	255	332	332	332	332	营业收入	64.9%	-11.9%	43.4%	29.7%	27.7%
资本公积	1,267	1,434	1,434	1,434	1,434	营业利润	68.8%	-30.5%	55.2%	31.9%	29.7%
留存收益	909	1,172	1,690	2,310	3,110	归属于母公司净利润	33.4%	-25.7%	65.1%	31.6%	29.2%
其他	20	24	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,654	3,568	4,165	4,921	5,900	毛利率	78.9%	67.2%	64.8%	65.4%	65.2%
负债和股东权益总计	3,947	4,190	4,993	5,911	7,104	净利率	37.3%	31.5%	36.2%	36.8%	37.2%
						ROE	18.7%	11.6%	16.2%	18.1%	19.7%
						ROIC	21.9%	12.6%	15.9%	17.9%	19.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	32.8%	14.8%	16.6%	16.7%	16.9%
净利润	550	396	620	818	1,061	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	45	43	52	67	79	流动比率	2.62	6.35	5.41	5.36	5.43
财务费用	(7)	(10)	(6)	(6)	(9)	速动比率	2.32	5.30	4.26	4.16	4.18
投资损失	0	(0)	(0)	(0)	(0)	营运能力					
营运资金变动	171	(1,187)	(627)	(447)	(660)	应收账款周转率	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9
其它	(612)	613	4	0	0	存货周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
经营活动现金流	147	(145)	45	431	471	总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
资本支出	(117)	(154)	(247)	(153)	(50)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.27	0.95	1.56	2.06	2.66
其他	(35)	(26)	0	0	0	每股经营现金流	0.58	-0.44	0.13	1.30	1.42
投资活动现金流	(151)	(180)	(247)	(153)	(50)	每股净资产	7.39	8.92	10.42	12.28	14.69
债权融资	(5)	3	0	0	0	估值比率					
股权融资	107	243	0	0	0	市盈率	36.5	49.1	29.7	22.6	17.5
其他	324	(360)	6	(56)	(73)	市净率	6.3	5.2	4.5	3.8	3.2
筹资活动现金流	426	(113)	6	(56)	(73)	EV/EBITDA	20.6	29.3	19.0	14.4	11.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.0	32.0	20.4	15.4	11.9
现金净增加额	422	(438)	(197)	222	348						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。