

评级： 买入

曲小溪

SAC 执证编号：S0110521080001

quxiaoxi@sczq.com.cn

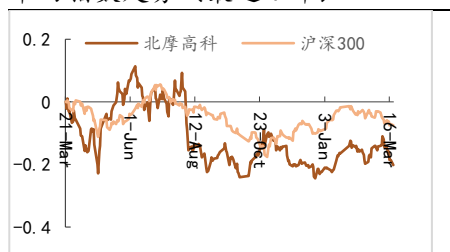
电话：010-8115 2676

张越

zhangyue3@sczq.com.cn

电话：17316258956

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	46.32
一年内最高/最低价(元)	66.29/43.40
市盈率(当前)	72.27
市净率(当前)	5.18
总股本(亿股)	3.32
总市值(亿元)	153.71

资料来源：聚源数据

相关研究

- 疫情影响二季度表现，飞机刹控及机轮业务高速增长
- 军机刹车制动龙头，民航耗材国产替代加速推进
- 协同整合子公司发力，一季度高增长延续

核心观点

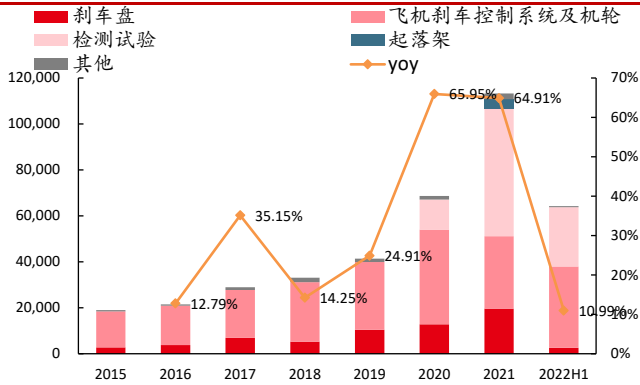
- **事件**：2023 年 3 月 3 日北摩高科与索通发展签署合作协议，共同开发碳/碳、碳/陶复合材料在锂电池负极材料和电解铝行业的应用。合作的形式是成立合资公司，其中公司股权占比 60%。业务分工方面，公司主要负责 C/C、C/Si 复合材料大型构件技术开发、生产制造，索通发展基于在预焙阳极生产以及服务电解铝客户的丰富经验主要负责产品的销售。
- **公司作为航空刹车龙头供应商，在复合材料领域具有深厚的研究制造经验**。公司自 2003 年起率先国内开展复合材料刹车盘的研制，经过近 20 年的发展，目前以 C/C、C/C/SiC 复合材料为主要原材料的刹车盘在军机市场具备领先地位，同时在技术方面公司也成为国内首家掌握 C/C 复合材料从预制体编织技术到快速沉积工艺具有全部自主知识产权的企业。在民用航空领域，公司凭借产品的高可靠性开创了 C/C 复合材料刹车盘的国产替代先河。22 年 1 月公司通过与海航签署航材供货协议进入民航飞机航材替换供应链体系，体现了公司相对海外龙头在碳碳复合材料刹车盘领域的竞争力。
- **强强联合优势互补，第二增长曲线可期**。北摩高科原有碳/碳、碳/陶材料技术与负极材料领域具有高度融合性，在锂电石墨化环节能够提供质量稳定、一致性好的碳/碳、碳/陶复合材料构件。索通发展作为预焙阳极龙头企业，在负极材料一体化布局优势明显。21 年之前公司收入规模主要依赖于下游军机的存量替换+新机列装，2015-2020 年营收复合增速达 29.27%。随着公司 21 年初完成对陕西蓝太的收购后切入民航飞机赛道，民品刹车起落架开始起量。随着公司切入锂电材料领域，有望开启第二增长曲线，带动非军品业务收入占比提升。
- **硅基复合材料凭借在比热容等方面的相对优势，远期来看有对传统石墨材料形成逐步替代的趋势**。负极材料分为碳和非碳两类，以人造/天然石墨为主的碳材料凭借高安全性和低成本占据了主要的市场份额。根据 GGII 数据，21 年我国石墨材料占负极整体出货量比重达 98%。出于石墨材料克容量已应用至理论极限，因此预计以硅基负极为主的高容量新型负极材料成为未来的发展方向。目前主流硅基负极技术路线包括 SiO/C 和 Si/C 复合材料。根据 SPIR 数据，22 年全球锂电池出货量为 948.1GWh，预计 25 年将达到 2344GWh，CAGR 达 35.22%。假设负极材料单位用量约 1.2kg/KWh，25 年复合材料渗透率达 4%，测算得到 25 年全球复合材料负极需求达 112.51 万吨，市场空间广阔。
- **投资建议**：复合材料在负极中的应用尚处于起步阶段，渗透率较低。公司作为航空刹车龙头，在复合材料研发制造方面具有多年的经验积累。通过与预焙阳极龙头索通强强联合，有望打造第二增长曲线。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 12.23/15.78/19.66 亿元，归母净利润分别为 4.72/5.88/7.36 亿元，对应 EPS 分别为 1.71/2.13/2.67 元，对应 PE 分别为 27.05/21.74/17.37，给予“买入”评级。
- **风险提示**：军费支出增速不及预期；复合负极材料研发进展不及预期等。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收(亿元)	11.32	12.23	15.78	19.66
营收增速(%)	64.91%	8.04%	28.99%	24.58%
净利润(亿元)	4.22	4.72	5.88	7.36
净利润增速(%)	33.43%	11.84%	24.42%	25.18%
EPS(元/股)	1.53	1.71	2.13	2.67
PE	30.25	27.05	21.74	17.37

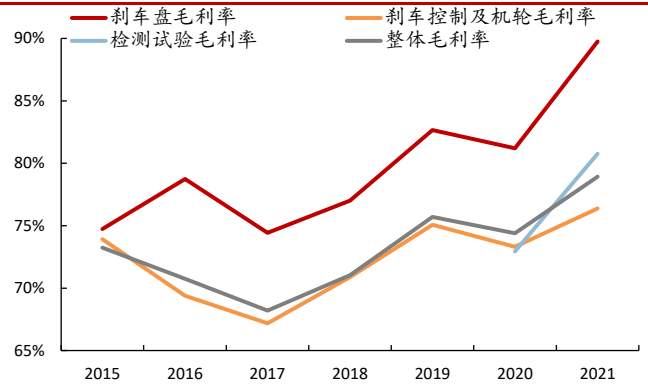
资料来源: Wind, 首创证券

图 1 北摩高科收入（万元）及增速（%）



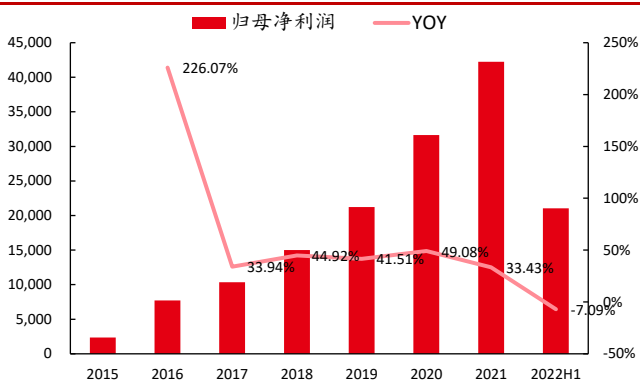
资料来源: Wind, 首创证券

图 2 北摩高科分产品毛利率 (%)



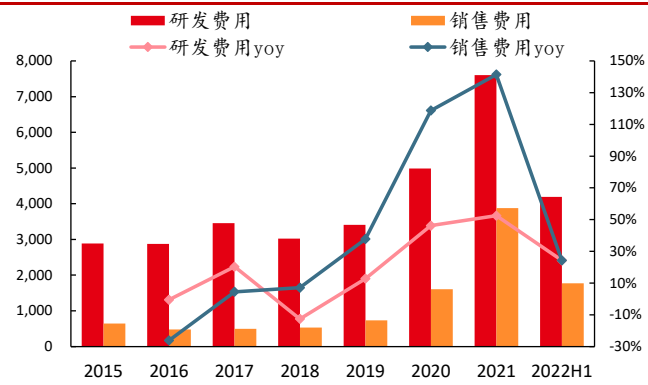
资料来源: Wind, 首创证券

图 3 北摩高科归母净利润（万元）及增速（%）



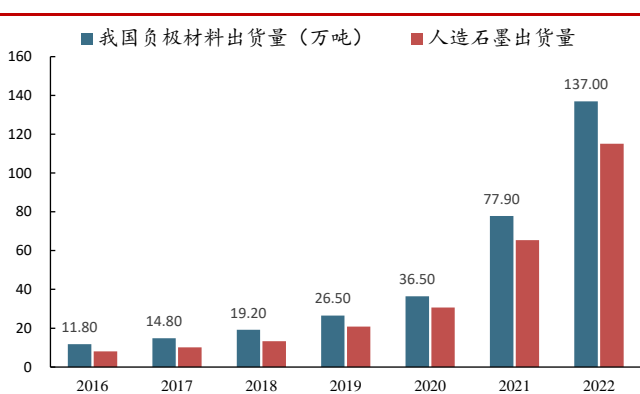
资料来源: Wind, 首创证券

图 4 北摩高科研发费用（万元）和销售费用



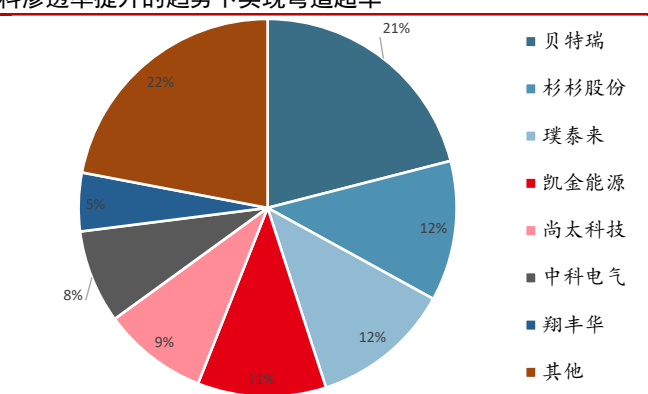
资料来源: Wind, 首创证券

图 5 我国人造石墨占负极材料整体出货量（万吨）比重较高



资料来源: 高工锂电, 首创证券

图 6 2021 年负极材料市场竞争集中度高，新玩家有望在复合材料渗透率提升的趋势下实现弯道超车



资料来源: EVTank, 首创证券

分析师简介

曲小溪，首创证券研究发展部机械及军工行业首席分析师，曾先后进入华创证券、方正证券、长城证券研究部。从事机械及高端装备行业的研究相关工作，曾获得第九届新财富最佳分析师电力设备新能源行业第二名；第九、第十、第十一届水晶球最佳分析师机械行业分别获得第四、第三、第四名。

张越，研究助理，北京大学计算机技术硕士，2022年7月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现