

评级： 增持

核心观点

曲小溪

首席分析师

SAC 执证编号：S0110521080001

quxiaoxi@sczq.com.cn

电话：010-8115 2676

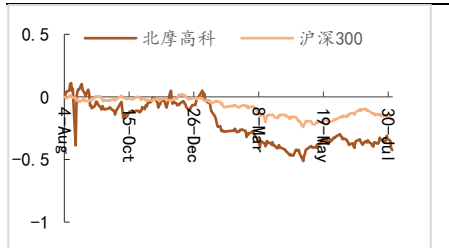
黄怡文

研究助理

huangyiwen@sczq.com.cn

电话：010-8115 2674

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)	52.86
一年内最高/最低价 (元)	103.92/43.62
市盈率 (当前)	43.18
市净率 (当前)	6.16
总股本 (亿股)	3.32
总市值 (亿元)	175.42

资料来源：聚源数据

相关研究

- 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
- 签订民航飞机航材采购协议，民航刹车盘国产替代步伐加速

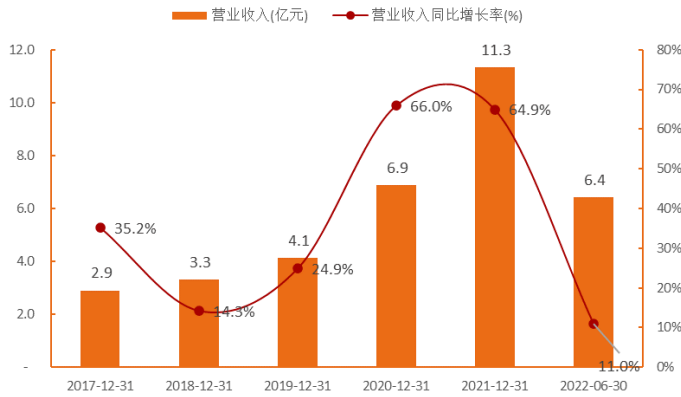
- **事件：**北摩高科发布 2022 半年报，2022 上半年公司实现营业收入 6.4 亿元、同比+10.99%；实现归母净利润 2.1 亿元、同比-7.09%；扣非归母净利润 2.1 亿元、同比-5.82%。
- **母公司营收增长 30.5%，产品结构原因毛利率有所下降：**公司 2022 上半年实现营收 6.4 亿元、同比+11%，其中母公司实现营收 3.8 亿元、同比+30.5%。飞机刹车控制系统及机轮业务实现营收 3.5 亿元、同比大幅增长 179.6%；刹车盘（副）业务实现营收 2585 万元、同比下降 78.9%；起落架业务在上半年没有实现收入。由于公司刹控及机轮业务毛利率低于刹车盘业务，产品结构的变化导致利润率水平有所下降，2022 上半年整体毛利率为 70.8%、同比下降 7 个百分点。
- **疫情与税收影响子公司京瀚禹业绩表现：**疫情反复对公司及子公司部分产品的生产交付产生一定冲击。公司 2022 上半年检测试验业务实现营收 2.6 亿元、同比下降 6.8%；毛利率为 73.7%、同比小幅下降 3.8 个百分点。检测试验业务主体子公司京瀚禹由于高新证书正在办理，目前在 25%税率下缴纳税款，去年同期适用 15%的所得税率，税款增加对其利润表现有一定影响。2022 上半年实现净利润 1.03 亿元，去年同期为 1.55 亿元、同比下降 33.1%。
- **持续加大研发投入，募投项目建设有所推迟：**公司上半年投入研发费用 4191 万元、同比增长 36.5%，研发费用率多年以来保持在 6.5%以上水平。自主创新的多项刹车制动技术和产品填补了国内空白，打破国际技术垄断、解决进口替代问题。以刹车盘（副）技术为基础，逐步向飞机机轮、刹车控制系统、起落架着陆全系统延伸，已具备独立完成飞机起落架着陆全系统整体设计、整机交付及试验验证能力的集成优势。受疫情等多重因素影响，公司首发募投“飞机机轮产品产能扩张建设项目”、“高速列车基础摩擦材料及制动闸片产业化项目”建设和投资进度有所放缓，“飞机着陆系统技术研发中心建设项目”延期至 2023 年底。
- **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.3/7.6/10.1 亿元，当前股价对应 PE 为 33/23/17 倍。公司产品具备耗材属性，同时受益于增量与存量市场；突破起落架这一高价值量系统部件，起落架前装与维修打开军品市场空间。进入国内民航飞机刹车盘后市场，未来有望复制军品市场前装+后市场、部件到系统的发展路径。我们继续看好公司业绩长期成长性，维持“增持”评级。
- **风险提示：**疫情反复影响供应链配套及产品交付的风险；军品价格下降影响产品毛利率的风险；新产品研制及批产进度不及预期的风险；民航市场国产替代进度不及预期的风险。

### 盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营收(亿元)	11.32	14.20	19.36	24.85
营收增速(%)	64.9%	25.4%	36.3%	28.4%
净利润(亿元)	4.22	5.30	7.61	10.09
净利润增速(%)	33.4%	25.6%	43.5%	32.5%
EPS(元/股)	1.65	1.60	2.29	3.04
PE	32.0	33.1	23.0	17.4

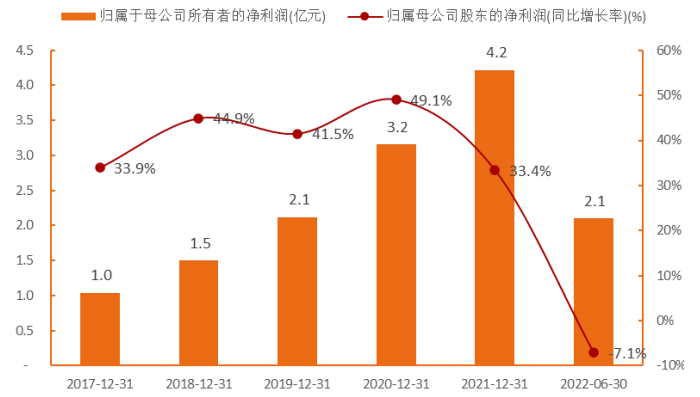
资料来源: Wind, 首创证券

图 1: 北摩高科 2017-2022H 营收及增速



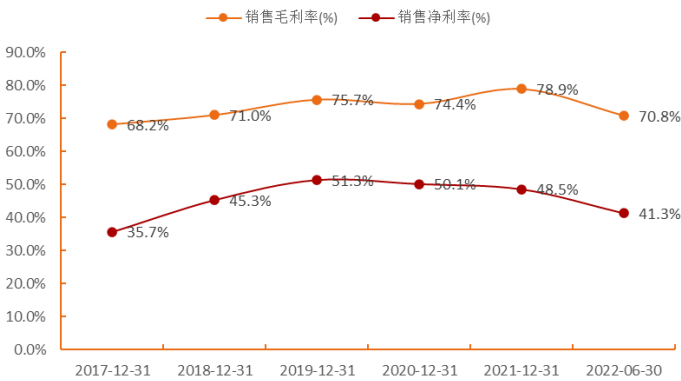
资料来源: Wind, 首创证券

图 2: 北摩高科 2017-2022H 归母净利润及增速



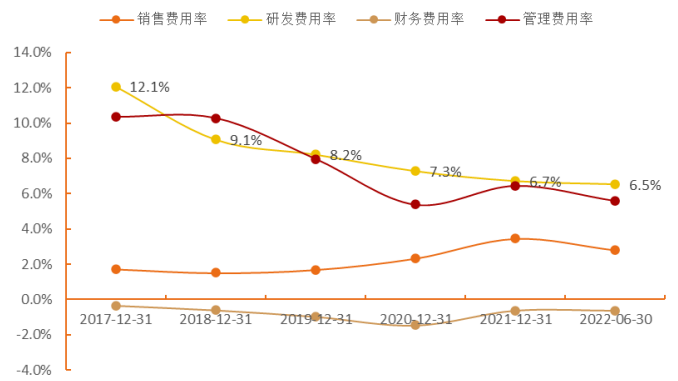
资料来源: Wind, 首创证券

图 3: 北摩高科 2017-2022H 毛利率及净利率



资料来源: Wind, 首创证券

图 4: 北摩高科 2017-2022H 期间费用率



资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,203	3,642	4,723	5,900	经营活动现金流	147	159	863	1,103
现金	1,145	1,214	1,837	2,715	净利润	422	530	761	1,009
应收账款	1,483	1,704	1,936	1,988	折旧摊销	44	74	95	114
其它应收款	1	1	2	2	财务费用	3	-12	-17	-26
预付账款	20	28	37	49	投资损失	-	-24	-26	-27
存货	365	456	584	728	营运资金变动	-484	-567	-145	-198
其他	189	239	327	419	其它	161	158	194	231
非流动资产	745	877	1,020	1,128	投资活动现金流	-151	-188	-209	-197
长期投资	-	-	-	-	资本支出	-122	-229	-217	-223
固定资产	229	286	356	400	长期投资	-	-	-	-
无形资产	281	381	434	501	其他	-29	42	7	26
其他	235	210	230	227	筹资活动现金流	426	98	-30	-29
资产总计	3,947	4,519	5,743	7,028	短期借款	319	1	1	1
流动负债	1,220	1,016	1,330	1,433	长期借款	6	-6	-	-
短期借款	28	29	30	31	其他	101	103	-31	-30
应付账款	202	281	375	486	现金净增加额	422	69	623	878
其他	990	706	925	916					
非流动负债	73	62	68	65	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	-	-	-	-	成长能力				
其他	73	62	68	65	营业收入	64.9%	25.4%	36.3%	28.4%
负债合计	1,293	1,079	1,398	1,498	营业利润	68.8%	20.4%	39.3%	29.4%
少数股东权益	202	356	553	782	归属母公司净利润	33.4%	25.6%	43.5%	32.5%
归属母公司股东权益	2,452	3,084	3,793	4,749	获利能力				
负债和股东权益	3,947	4,519	5,743	7,028	毛利率	78.9%	75.3%	75.8%	75.6%
					净利率	48.5%	48.2%	49.5%	49.8%
					ROE	17.2%	17.2%	20.1%	21.2%
					ROIC	20.9%	19.9%	21.9%	22.1%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	偿债能力				
营业收入	1,132	1,420	1,936	2,485	资产负债率	32.8%	23.9%	24.3%	21.3%
营业成本	239	351	468	608	净负债比率	0.8%	0.5%	0.4%	0.4%
营业税金及附加	9	11	14	17	流动比率	2.62	3.58	3.55	4.12
营业费用	39	48	65	84	速动比率	2.33	3.13	3.11	3.61
研发费用	76	94	126	159	营运能力				
管理费用	73	90	120	152	总资产周转率	0.29	0.31	0.34	0.35
财务费用	-7	-12	-17	-26	应收账款周转率	0.79	0.79	0.93	1.07
资产减值损失	-46	-47	-49	-50	应付账款周转率	0.94	0.95	0.95	0.95
公允价值变动收益	-	-	-	-	每股指标(元)				
投资净收益	19	24	26	27	每股收益	1.65	1.60	2.29	3.04
营业利润	677	815	1,135	1,469	每股经营现金	0.58	0.48	2.60	3.32
营业外收入	0	0	0	0	每股净资产	9.60	9.29	11.43	14.31
营业外支出	0	0	0	0	估值比率				
利润总额	676	815	1,135	1,469	P/E	32.0	33.1	23.0	17.4
所得税	127	130	178	231	P/B	5.50	5.69	4.63	3.69
净利润	550	684	958	1,238					
少数股东损益	127	154	196	229					
归属母公司净利润	422	530	761	1,009					
EBITDA	742	900	1,237	1,580					
EPS (元)	1.65	1.60	2.29	3.04					

## 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。

黄怡文，研究助理，中央财经大学金融硕士，2021年8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

### 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

### 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

	评级	说明
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
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