

公司刹车盘通过两大航司认证，民品业务打开成长新空间

北摩高科（002985.SZ）重大事项点评 | 2022.1.6

中信证券研究部



付宸硕
首席军工分析师
S1010520080005



陈卓
军工分析师
S1010521010004



联系人：刘意

核心观点

根据公司 2022 年 1 月 3 日公告，碳碳复材刹车盘已通过海航航空技术有限公司、祥鹏航空联合项目组考核验证，并签订十年供货协议，协议签订加速了碳碳复材刹车盘国产替代，民航业务有望成为公司未来重要的业绩增长点。在军品需求、飞机着陆系统、民航航材业务三重逻辑驱动下，公司或进入黄金发展期。考虑到公司军品订单向好，民品市场持续扩张以及着陆系统配套层级提升，维持公司“买入”评级。

■ **碳碳复材刹车盘通过两大航司验证，签订十年供货协议。**据 2022 年 1 月 3 日公告，公司碳碳复合材料刹车盘经过质量体系审查、技术、安全评估及装机飞行测试，通过了海航航空技术有限公司、云南祥鹏航空有限责任公司联合项目组的考核，并签订十年航材采购供货协议，自 2022 年 1 月 1 日起生效。目前公司已在民航市场积极布局，于 2021 年 2 月收购陕西蓝太航空，2022 年 1 月签订 PMA 件长期供货协议；截至当前公司拥有上海凯奔、正定分公司及陕西蓝太等 3 个具有民用飞机维修资质的公司，包括波音、空客共计 16 个机型 67 个件号维修能力；根据公司公告的计划，未来还将整合 8 个飞机刹车盘 PMA 资质，进一步拓展业务。

■ **加速碳碳复材刹车盘国产替代，民航业务有望成新增长点。**目前国内民航刹车制动领域均由国外巨头所垄断，在欧美国家对我国科技封锁升级的背景下，民航飞机配套件自主可控需求迫切。此次协议签订打破了国外巨头在国内民航刹车制动领域的长期垄断，加速了碳碳复合材料刹车盘国产替代步伐。截至 2020 年底我国共有民航全行业运输飞机 3903 架；据中航工业集团预测，我国 2021-2040 年间将补充民用客机共 7646 架。民航刹车盘存量市场和增量市场国产替代空间巨大。此次协议签订标志着公司正式进入国内航空公司民航飞机航材替换供应链体系，民航业务有望成为公司未来重要的业绩增长点。

■ **三重逻辑驱动，公司进入黄金发展期。**公司是我国刹车制动领域核心供应商，充分受益于军民用市场需求景气度，我们认为公司已进入发展快车道：1、公司刹车制动产品具有耗材特性，我国实战化训练的持续推进，将加大对刹车产品的损耗，进而为公司军品业务提供长期需求空间；2、公司目前正通过前期募投项目向飞机着陆系统拓展，以实现从零部件供应商向分系统制造商的升级，进而提升在着陆全系统领域的竞争力；3、收购蓝太航空并成功进入国内航空公司民航耗材供应链，民航业务有望进一步提振公司业绩。

■ **风险因素：**军品订单放量不及预期；装备列装进展不及预期；民品开发不及预期。

■ **投资建议：**公司是我国刹车制动领域核心供应商，预计未来将充分受益我国军用航空装备的快速放量以及民用需求的持续扩张。考虑到公司军品订单的快速增长及民品业务扩张趋势，上调公司 2021/22/23 年净利润预测至 5.2/7.6/10.6 亿元（原预测为 5.2/7.3/10.2 亿元），现价对应 PE 分别为 62/42/30 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 2022 年 50 倍 PE，目标价 149 元，维持“买入”评级。

北摩高科 002985

评级	买入（维持）
当前价	126.00 元
目标价	149.00 元
总股本	255 百万股
流通股本	131 百万股
总市值	322 亿元
近三月日均成交额	312 百万元
52 周最高/最低价	218.59/83.3 元
近 1 月绝对涨幅	9.28%
近 6 月绝对涨幅	39.47%
近 12 月绝对涨幅	4.30%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	413.79	686.68	1,217.90	1,731.80	2,367.42
营业收入增长率 YoY	25%	66%	77%	42%	37%
净利润(百万元)	212.30	316.50	519.18	759.12	1,062.36
净利润增长率 YoY	42%	49%	64%	46%	40%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.83	1.24	2.03	2.97	4.16
毛利率	76%	74%	65%	67%	69%
净资产收益率 ROE	18.87%	15.30%	20.42%	23.83%	26.42%
每股净资产 (元)	4.41	8.10	9.96	12.48	15.75
PE	151.8	101.6	62.1	42.4	30.3
PB	28.6	15.6	12.7	10.1	8.0
PS	77.7	46.8	26.4	18.6	13.6
EV/EBITDA	126.7	78.1	51.2	34.2	24.2

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2022 年 1 月 4 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	414	687	1,218	1,732	2,367
营业成本	101	176	424	569	731
毛利率	75.7%	74.4%	65.2%	67.1%	69.1%
税金及附加	4	7	13	18	24
销售费用	7	16	26	35	44
销售费用率	1.8%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%
管理费用	33	37	64	88	114
管理费用率	8.0%	5.4%	5.3%	5.1%	4.8%
财务费用	(4)	(10)	(1)	25	53
财务费用率	-1.0%	-1.4%	-0.1%	1.4%	2.3%
研发费用	34	50	89	127	175
研发费用率	8.2%	7.3%	7.3%	7.4%	7.4%
投资收益	0	4	6	10	28
EBITDA	254	412	628	940	1,327
营业利润	248	401	612	897	1,264
营业利润率	59.92%	58.38%	50.23%	51.82%	53.40%
营业外收入	0	0	14	18	25
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	248	401	625	915	1,289
所得税	36	57	92	128	174
所得税率	14.4%	14.2%	14.7%	14.0%	13.5%
少数股东损益	0	28	14	28	53
归属于母公司股东的净利润	212	316	519	759	1,062
净利率	51.3%	46.1%	42.6%	43.8%	44.9%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	307	722	1,080	1,548	2,235
存货	171	217	522	699	893
应收账款	451	1,067	1,550	2,278	3,288
其他流动资产	73	140	298	437	512
流动资产	1,002	2,147	3,451	4,961	6,929
固定资产	77	113	195	273	349
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	57	57	57	57	57
其他长期资产	183	409	409	409	409
非流动资产	316	579	660	739	814
资产总计	1,318	2,725	4,111	5,700	7,743
短期借款	0	10	787	1,557	2,574
应付账款	97	139	359	493	610
其他流动负债	45	254	154	169	189
流动负债	141	403	1,300	2,219	3,374
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	52	51	51	51	51
非流动性负债	52	51	51	51	51
负债合计	193	455	1,352	2,270	3,425
股本	113	150	255	434	738
资本公积	529	1,265	1,265	1,265	1,265
归属于母公司所有者权益合计	1,125	2,069	2,543	3,185	4,021
少数股东权益	0	202	217	244	297
股东权益合计	1,125	2,271	2,759	3,430	4,318
负债股东权益总计	1,318	2,725	4,111	5,700	7,743

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	212	344	533	787	1,115
折旧和摊销	10	21	18	28	37
营运资金的变化	-100	-291	-866	-947	-1,212
其他经营现金流	26	34	33	68	95
经营现金流合计	149	108	-281	-65	36
资本支出	-127	-24	-100	-106	-113
投资收益	0	4	6	10	28
其他投资现金流	-1	-285	0	0	0
投资现金流合计	-128	-305	-94	-96	-85
权益变化	0	799	0	0	0
负债变化	0	-10	777	770	1,017
股利支出	0	-113	-45	-116	-227
其他融资现金流	0	-64	1	-25	-53
融资现金流合计	0	612	733	628	737
现金及现金等价物净增加额	20	415	358	468	687

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	24.9%	65.9%	77.4%	42.2%	36.7%
营业利润	40.6%	61.7%	52.6%	46.7%	40.9%
净利润	41.5%	49.1%	64.0%	46.2%	39.9%
利润率 (%)					
毛利率	75.7%	74.4%	65.2%	67.1%	69.1%
EBITDA Margin	61.4%	60.0%	51.6%	54.3%	56.1%
净利率	51.3%	46.1%	42.6%	43.8%	44.9%
回报率 (%)					
净资产收益率	18.9%	15.3%	20.4%	23.8%	26.4%
总资产收益率	16.1%	11.6%	12.6%	13.3%	13.7%
其他 (%)					
资产负债率	14.6%	16.7%	32.9%	39.8%	44.2%
所得税率	14.4%	14.2%	14.7%	14.0%	13.5%
股利支付率	53.0%	14.2%	22.4%	29.9%	22.2%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》及《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。