

业绩持续向好，拉开十四五高速增长序幕

北摩高科(002985)

事件概述

公司发布2020年年报，报告期实现营收6.87亿元，同比增长65.95%；实现归母净利润3.16亿元，同比增长49.08%。每股收益为2.30元，同比增长21.69%。其中子公司京瀚禹实现营收1.31亿元，实现净利润5614.33万元。公司利润分配预案为：以150,160,000股为基数，向全体股东每10股派发现金红利3元（含税），送红股7股（含税）。

分析判断：

► 主营业务发展符合预期，十四五景气度无忧

公司军品营收实现6.53亿元，较去年增长1.17亿元，同比增长62.02%，民品实现营收3389.30万元，同比增长211.51%。可看出公司军品景气度高，民品已取得实质性突破。

其中传统业务飞机刹车控制系统及机轮业务收入同比增长39.79%，较2019年增速提升25个百分点；刹车盘（副）收入同比增长23.00%，主要系公司配套机型产量增加+配套机型范围扩大和产品种类扩张。

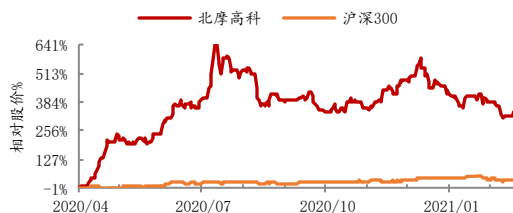
报告期内公司各项费用变动主要系收购京瀚禹所致，此外研发投入方面保持高位，研发人员同比增长106%，研发费用同比增长46.22%；资产负债表方面，应收账款和票据两项前瞻性指标增长均超过100%，其他各项指标较为稳定；利润率方面，京瀚禹产品毛利率为72.94%，与公司刹车控制系统及机轮基本持平，公司的整体毛利率水平维持高位，在正常范围内略有波动。

公司是我国军机刹车部件核心供应商，受益于十四五期间军机放量。公司主营为刹车控制系统及机轮、刹车盘（副）等刹车相关产品，产品广泛应用于战斗机、轰炸机、运输机、直升机等，目前已覆盖我国多款主力军机，在部分型号上实现了独家供货，部分型号上和中航制动共享市场。军机刹车市场的二元竞争格局和公司的核心市场地位能够让公司充分享受到军机放量的行业红利。

商业模式良好，耗材特性令公司产品受益于增量市场和存量维修保养市场。飞机刹车装置及刹车盘属于耗材，相较于飞机的其他系统寿命较短，且维修替换的周期与军机使用时间呈反比，当前我国实战演练力度不断加大，周边地区军机巡逻也愈加频繁，刹车系统消耗更加严重。公司相关产品定型装备后，配套关系基本锁定，可充分享受到后续存量维修替换的广阔市场。

评级及分析师信息

| | |
|-------------|--------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 买入 |
| 目标价格： | |
| 最新收盘价： | 139.93 |
| 股票代码： | 002985 |
| 52周最高价/最低价： | 258.68/27.04 |
| 总市值(亿) | 210.12 |
| 自由流通市值(亿) | 52.53 |
| 自由流通股数(百万) | 37.54 |



分析师：陆洲
邮箱：luzhou@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520110001
联系电话：010-59775364

研究助理：朱雨时
邮箱：zhuys@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

1. 【华西军工】北摩高科(002985)：品类扩张+系统集成的平台型公司 20210218 2021.02.18
- 2.
- 3.

此外公司还将依托自身在飞机着陆制动领域的深厚造诣，**筹建军民两用飞机起落架着陆系统维修基地**，对军民两用飞机起落架进行的日常维护和修理，保障飞机使用安全，预计 2-3 年内取得盈利增长点。

► **起落架系统已取得阶段性成果，产品集成度进一步提升**

报告期公司为提升产品丰富度和集成度而研发多年的飞机起落架系统已取得阶段性成果。后续公司将持续推进新型特种机、某新型歼击机、某新型教练机起落架、起落架收放控制系统和前轮转弯控制系统的研制，某新型进口飞机起落架国产化等在研产品的定型、批产及列装，并通过完善国际领先的飞机着陆系统试验中心进一步提升产品集成度和附加值，从而增加市场占有率。

► **民品实现营收大幅提升，民机市场“从零到一”突破可期**

报告期内公司民品营收大幅增长，其中民机方面发展良好，在产品性能和资质方面均有进展。2020 年 6 月公司研制的空客 A320 飞机国产炭刹车盘系统装机在博鳌机场试飞成功，标志着公司在产品性能方面已能够满足民航客机要求。公司于 2020 年 12 月收购蓝太航空 66.67% 股权，公司可凭借蓝太航空的多项 PMA 资质快速切入民机刹车市场，蓝太航空则可利用公司的平台优势进一步做大做强。后续公司将进一步巩固现有波音、空客飞机国产化刹车产品市场，开发更多的产品型号，并逐步向民用飞机起落架着陆系统延伸。

高铁刹车闸片产品方面，公司将继续加大该领域的投入并加快产业化步伐，建设国际先进的高铁闸片生产线扩大产能；开发多型号的高铁闸片产品，助力高铁装备高速、高质量发展，为公司带来新的盈利增长点。

投资建议

公司后续发展逻辑如下：(1) 公司是我国军机刹车部件核心供应商，受益于十四五期间军机放量；(2) 公司向系统级产品延伸，有效提升单架飞机配套产品价值量；(3) 公司产品属于耗材，军机列装数量提升+实战演练强度和频次提升将加速刹车盘损耗，公司维修替换市场将逐步扩大；(4) 子公司京瀚禹盈利能力强，业务具备一定协同性，将持续促进公司所涉行业产业链的有效延伸，挖掘新的利润增长点，有利于提高公司的产业整合能力和综合盈利能力，提升持续盈利能力与抗风险能力，从而促进公司的长远发展。(5) 公司民机市场有望实现“从零到一”的突破，为公司中长期发展奠定坚实基础。

考虑到公司收购的京瀚禹盈利水平强，将公司 2021 年收入从 9.16 亿元调整至 9.19 亿元，净利润从 5.13 亿元调整至 5.14 亿元；2022 年考虑到公司发展将更为稳定，收入从 13.45 亿元调整至 13.16 亿元，净利润从 7.38 亿元调整至 7.25 亿元。我们预计公司 2021-2023 年将分别实现营收 9.19 亿元，13.16 亿元和

18.91 亿元，实现归母净利润 5.14 亿元，7.25 亿元和 10.22 亿元，对应 EPS 分别为 3.42 元，4.83 元和 6.81 元，对应 PE 分别为 41X、29X 和 20X，维持“买入”评级。

风险提示

受军方采购政策和需求及国内外形势变化的影响，存在军品订单不及预期的风险；民机业务拓展存在资质获取进度不及预期的风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 414 | 687 | 919 | 1,316 | 1,891 |
| YoY (%) | 24.9% | 65.9% | 33.8% | 43.2% | 43.7% |
| 归母净利润(百万元) | 212 | 316 | 514 | 725 | 1,022 |
| YoY (%) | 41.5% | 49.1% | 62.3% | 41.2% | 40.9% |
| 毛利率 (%) | 75.7% | 74.4% | 74.2% | 73.6% | 73.3% |
| 每股收益 (元) | 1.41 | 2.11 | 3.42 | 4.83 | 6.81 |
| ROE | 18.9% | 15.3% | 19.5% | 21.2% | 22.6% |
| 市盈率 | 98.97 | 66.39 | 40.90 | 28.97 | 20.56 |

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 687 | 919 | 1,316 | 1,891 | 净利润 | 344 | 514 | 725 | 1,022 |
| YoY (%) | 65.9% | 33.8% | 43.2% | 43.7% | 折旧和摊销 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 营业成本 | 176 | 237 | 347 | 504 | 营运资金变动 | -288 | -14 | -371 | -593 |
| 营业税金及附加 | 7 | 9 | 13 | 19 | 经营活动现金流 | 108 | 490 | 341 | 411 |
| 销售费用 | 16 | 16 | 22 | 32 | 资本开支 | -24 | -160 | -190 | -195 |
| 管理费用 | 37 | 50 | 71 | 102 | 投资 | -285 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -10 | -13 | -14 | -11 | 投资活动现金流 | -305 | -151 | -177 | -176 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 799 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 4 | 9 | 13 | 19 | 债务募资 | 0 | -10 | 0 | 41 |
| 营业利润 | 401 | 597 | 843 | 1,188 | 筹资活动现金流 | 612 | -10 | 0 | 40 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金净流量 | 415 | 329 | 164 | 275 |
| 利润总额 | 401 | 597 | 843 | 1,188 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | 57 | 84 | 118 | 166 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 344 | 514 | 725 | 1,022 | 营业收入增长率 | 65.9% | 33.8% | 43.2% | 43.7% |
| 归属于母公司净利润 | 316 | 514 | 725 | 1,022 | 净利润增长率 | 49.1% | 62.3% | 41.2% | 40.9% |
| YoY (%) | 49.1% | 62.3% | 41.2% | 40.9% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 2.11 | 3.42 | 4.83 | 6.81 | 毛利率 | 74.4% | 74.2% | 73.6% | 73.3% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率率 | 50.1% | 55.9% | 55.1% | 54.0% |
| 货币资金 | 722 | 1,051 | 1,216 | 1,491 | 总资产收益率 ROA | 11.6% | 16.4% | 18.0% | 19.1% |
| 预付款项 | 12 | 36 | 69 | 101 | 净资产收益率 ROE | 15.3% | 19.5% | 21.2% | 22.6% |
| 存货 | 217 | 312 | 428 | 594 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 1,196 | 942 | 1,274 | 1,829 | 流动比率 | 5.32 | 9.63 | 8.43 | 7.23 |
| 流动资产合计 | 2,147 | 2,340 | 2,987 | 4,015 | 速动比率 | 4.76 | 8.20 | 7.02 | 5.97 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金比率 | 1.79 | 4.33 | 3.43 | 2.68 |
| 固定资产 | 113 | 217 | 385 | 594 | 资产负债率 | 16.7% | 9.4% | 10.1% | 11.4% |
| 无形资产 | 57 | 67 | 82 | 97 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 579 | 792 | 1,051 | 1,324 | 总资产周转率 | 0.25 | 0.29 | 0.33 | 0.35 |
| 资产合计 | 2,725 | 3,133 | 4,038 | 5,339 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 10 | 0 | 0 | 41 | 每股收益 | 2.11 | 3.42 | 4.83 | 6.81 |
| 应付账款及票据 | 201 | 191 | 280 | 408 | 每股净资产 | 13.78 | 17.55 | 22.84 | 30.17 |
| 其他流动负债 | 192 | 52 | 74 | 107 | 每股经营现金流 | 0.72 | 3.26 | 2.27 | 2.73 |
| 流动负债合计 | 403 | 243 | 354 | 556 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 51 | 51 | 51 | 51 | PE | 66.39 | 40.90 | 28.97 | 20.56 |
| 非流动负债合计 | 51 | 51 | 51 | 51 | PB | 14.03 | 7.97 | 6.13 | 4.64 |
| 负债合计 | 455 | 294 | 406 | 607 | | | | | |
| 股本 | 150 | 150 | 150 | 150 | | | | | |
| 少数股东权益 | 202 | 202 | 202 | 202 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,271 | 2,838 | 3,632 | 4,732 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 2,725 | 3,133 | 4,038 | 5,339 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

朱雨时：华西证券研究所军工行业研究助理，电子科技大学学士、中央财经大学硕士，2020年加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。