

## 北摩高科 (002985)

### 2023 年报及 2024 年一季报点评：聚焦航空及军工

#### 主赛道，民机业务有望成为第二曲线

##### 报告摘要

◆ 事件：公司 4 月 24 日公告，2024Q1 实现营收 (2.40 亿元，同比-23.71%)，归母净利润 (0.73 亿元，同比-45.63%)，毛利率 (62.63%，同比-7.22pcts)，净利率 (37.34%，同比-13.06pcts)。2023 年实现营收 (9.54 亿元，-4.39%)，归母净利润 (2.17 亿元，-30.95%)，毛利率 (59.78%，-7.42pcts)，净利率 (26.82%，-12.90pcts)。

◆ 军用飞机刹车制动系统的重要供应企业。公司主要从事军、民两用航空航天飞行器起落架着陆系统和刹车制动产品，主要产品包括飞机刹车控制系统及机轮、刹车盘(副)、起落架和检测试验等。公司目前主要收入来源于军品，产品广泛应用于歼击机、轰炸机、运输机、教练机、军贸机、直升机及航天高空飞行器等重点军工装备，服务范围遍及 5 大战区。近年来大力拓宽民航市场，民机业务同比增速较快，未来将成为公司业务重要的组成部分。

◆ 检测试验价格下降致收入减少，起落架业务有望成为新的业绩增长点。2023 年公司营收 (9.54 亿元，-4.39%) 有所下降，主要系子公司京瀚禹部分检测试验定价下降所致。单看北摩高科母公司，收入 (6.15 亿元，+11.82%) 保持稳定增长态势；归母净利润 (2.17 亿元，-30.95%) 的下降主要受以下因素综合影响：1. 毛利率相对较低的民航业务占比提升导致公司产品结构变动，2. 应收账款计提的信用减值损失 (-1.18 亿元，+164.28%) 增加，3. 京瀚禹部分检测试验价格下降，而房租、设备折旧及人员投入大幅增加；毛利率 (59.78%，-7.42pcts)、净利率 (26.82%，-12.90pcts) 均有所下降。

##### 2023 年按产品领域来看：

投资评级

买入

维持评级

2024 年 05 月 09 日

收盘价(元): 28.70

目标价(元): 40.00

##### 公司基本数据

总股本(百万股) 331.85

总市值(百万) 9,524.20

流通股本(百万股) 207.28

流通市值(百万) 5,949.06

12 月最高/最低价(元) 45.00/21.01

资产负债率(%) 34.18

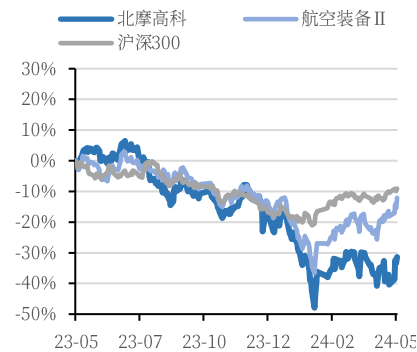
每股净资产(元) 8.04

市盈率(TTM) 61.12

市净率(PB) 3.57

净资产收益率(%) 2.75

##### 股价走势图



##### 作者

梁晨 分析师

SAC 执业证书: S0640519080001

联系电话: 010-59562536

邮箱: liangc@avicsec.com

王绮文 分析师

SAC 执业证书: S0640524010001

邮箱: wangqw@avicsec.com

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

股市有风险入市需谨慎

①飞机刹车控制系统及机轮，收入（4.14 亿元，+1.18%）小幅提升，主要系公司某型飞机主机轮状态鉴定进入批产，若干型号机轮实现装机，毛利率（63.98%，+3.75pcts）保持平稳增长；

②检测试验，该业务主体为子公司京瀚禹，此业务 2023 年收入（3.27 亿元，-25.73%）大幅下降，主要系部分检测试验价格下降所致，毛利率（60.06%，-9.44pcts）有所下降。京瀚禹为扩大在军用装备检验检测领域的影响力，持续拓展环境试验领域，新增北京环境试验中心，并于 2023 年 11 月完成 CNAS 取证；

③刹车盘（副），收入（1.92 亿元，+42.94%）大幅增长，主要系民航客户拓展所带来业务规模的提升，但民品业务的低毛利率也导致此业务毛利率（51.92%，-34.01pcts）有所下降。另外，公司 2023 年参加巴黎航展和迪拜航展，签订了若干型号飞机机轮、刹车等产品采购和定制开发协议，或为公司带来业绩新增量，民航业务将加速成为公司业绩增长的第二曲线；

④起落架业务，实现收入 448 万元，业务占比 0.47%，主要系公司多种型号起落架产品达到重要应用节点，进入科研或小批试生产阶段。另外，公司起落架业务取得了一系列进展，如某型项目实现装机试飞、完成了若干新型号飞机的研制和试验任务、完成了某型飞机新构型起落架的原理样件验证（该构型为国内首创），同时，还开拓了航天项目无人机起落架新赛道。而公司控股孙公司天津全顺金属表面处理有限公司“军民两用大型飞机起落架的表面处理生产线”的投产使用将为起落架产品各阶段进度提供有力保障。起落架业务也有望成为公司新的业绩增长点。

◆ **研发人员大幅增长，经营活动产生现金流明显改善。**2023 年公司三费费率（总额 1.11 亿元，三费费率 11.67%，+1.38pcts）小幅增加；研发费用（0.86 亿元，同比+8.32%，研发费用率 8.98%，同比+1.05pcts）略有增长，研发人员（203 人，同比+32.87%）大幅增加。

从现金流量表来看，2023 年公司经营活动产生的现金流量净额（2.01 亿元，+238.50%）明显改善，主要得益于回款较好、同时子公司京瀚禹享受税收优惠及退税。

◆ **应收账款管控较好，存货增长以应对市场需求放量。**从资产负债表来看，2023 年公司应收账款（18.56 亿元，同比+7.54%）管控较好，增速明显放缓；预付款项（0.48 亿元，同比+150.14%）、合同负债（0.04 亿元，同比+233.23%）快速增长，存货（7.20 亿元，同比+32.40%，其中原材料增长

#### 相关研究报告

2023 年中报点评：民航业务开始发力，提升配套层级有望助力公司规模上台阶 —2023-09-27

36.83%，半成品增长 45.13%) 大幅增长，我们认为需求增长之下为应对市场变化所进行准备。

◆ **2024Q1 收入及利润均有所下降，期间费用增长影响净利率。**2024Q1，公司实现营收（2.40 亿元，同比-23.71%）和归母净利润（0.73 亿元，同比-45.63%）均有所下降，主要是军工下游客户需求节奏的变化导致，但公司军工业务的市场份额没有发生变化，未来随着客户需求的变化有望复苏。毛利率（62.63%，同比-7.22pcts）下降主要是毛利率相对较低的起落架业务占提升导致，净利率（37.34%，同比-13.06pcts）快速下降主要是收入下降导致期间费用率占比提升（17.94%，+4.65pcts；期间费用 0.43 亿元，同比+2.93%），此外 2023Q1 公司收到增值税退税款，而 2024Q1 并未收到。

◆ **产能扩建与技术研发已落地，积极拓展民用大飞机起落架领域技术实力。**公司 2023 年 10 月公告，公司对募投项目“飞机机轮产品产能扩建项目”和“飞机着陆系统技术研究中心建设项目”的架构方案、机型选择进行了优化，降低了设备采购金额，将节余的募集资金用于新增“民用大飞机起落架着陆系统综合试验项目”及补充流动资金，新增项目预计 2025 年年底落地，届时将进一步加大提升公司民用大飞机起落架产品的研发试验能力，助力公司积极参与大飞机战略规划。

“飞机机轮产品产能扩建项目”和“飞机着陆系统技术研究中心建设项目”已于 2023 年年底落地。随着公司刹车盘、机轮和起落架着陆系统等主要产品的产能落地，叠加军工十四五“下半场”需求放量，公司有望在未来实现盈利能力的跨越式增长。

◆ **京瀚禹检测试验业务有望触底反弹。**公司 2024 年 3 月公告，收购京瀚禹 36.75% 股权，收购完成后公司持有京瀚禹 87.75% 股权。京瀚禹与北航已经成立了联合实验室，将继续加深战略合作布局。分析类试验业务未来将加强和航天方面的合作，进入航天院级供方，环境试验已经成型，2024 年将全面承接客户任务，根据业务需要在西安和南京建设试验能力。同时，公司将加强业内合作，拓展新项目，项目方向包括晶圆测试、成品测试、汽车电子、大功率器件、软件测评等，最终形成一站式、全方位的专业可靠性检测机构。我们认为，军工元器件检测是军工武器装备质量保障的基石，随着行业需求的向好，未来价格和订单有望修复，同时随着京瀚禹股权及治理的改善，未来京瀚禹检测试验业务有望触底反弹。

◆ **不断提升配套层级，聚焦航空主业。**公司以刹车盘（副）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，并朝着集成化和智能

化的方向发展。2021 年公司正式完成起落架着陆系统的交付，实现了从零部件供应商、材料供应商向系统供应商、整体方案解决商的跨越式转变，配套层级显著提升，未来随着起落架产品的销售，有望增厚公司利润。此外，由于高铁闸片生产资质厂家的日益增加，市场较为拥挤，竞争激烈，公司回归航空主赛道，拟终止“高速列车基础摩擦材料及制动闸片产业化项目”，并将节余募集资金用于永久补充流动资金。

#### ◆ 投资建议：

- 1、随着民航自主可控需求，公司民航刹车片或逐渐发力，市场渗透不断提升。
- 2、公司不断推进刹车盘、机轮和起落架着陆系统的生产能力建设，聚焦核心主业，而随着军工行业十四五“下半场”需求向好，公司有望进一步扩大利润空间。
- 3、公司不断提升配套层级，已经具备起落架的生产能力，公司新增募投项目在国产大飞机起落架产品研发试验能力的发力，将助力公司在军机、民机方面将双管齐下，增厚盈利规模。

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 13.02 亿元、16.36 亿元和 20.58 亿元，归母净利润分别为 3.50 亿元、4.49 亿元和 5.51 亿元，EPS 分别为 1.05 元、1.35 元和 1.66 元。维持“买入”评级，目标价 40.00 元，对应 2024-2026 年预测 EPS 的 38 倍、30 倍及 24 倍 PE。

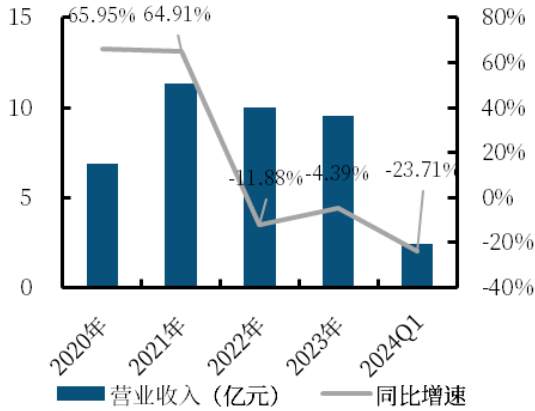
#### ◆ 风险提示

客户集中度高，军品审价导致的产品降价，民航拓展不顺，市场景气度下降

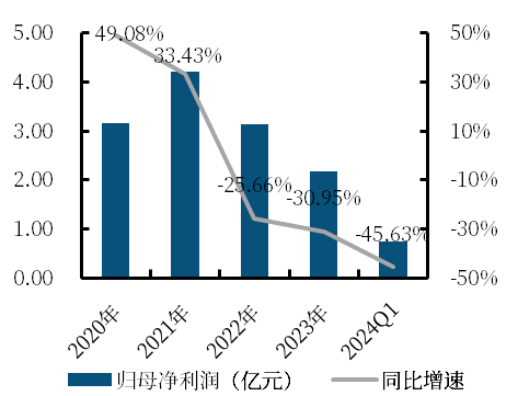
#### ◆ 盈利预测

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	954.02	1302.18	1636.04	2058.42
增长率	-4.39%	36.49%	25.64%	25.82%
归属母公司股东净利润	217.43	349.89	449.49	551.37
增长率	-30.74%	60.92%	28.47%	22.67%
每股收益(EPS) (元)	0.66	1.05	1.35	1.66

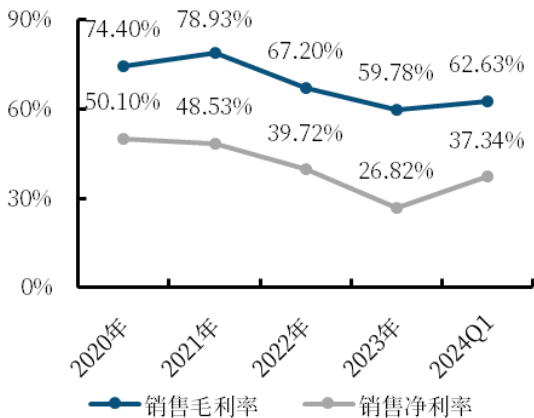
资料来源：iFind，中航证券研究所

**● 公司主要财务数据**
**图1 公司近5年营业收入及增速情况**


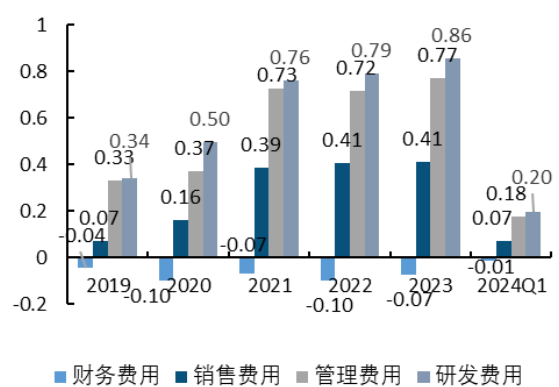
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图2 公司近5年归母净利润及增速情况**


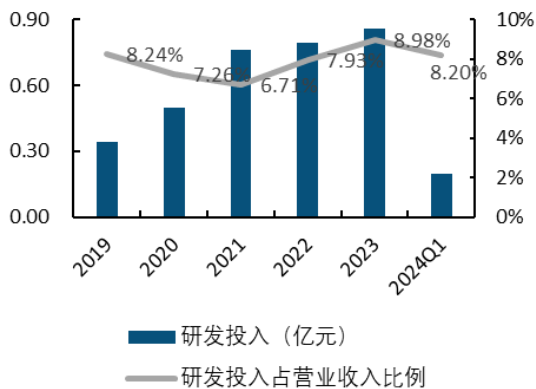
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图3 公司近5年毛利率及净利率情况**


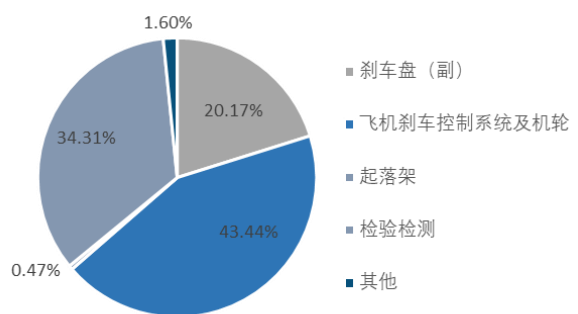
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图4 公司近5年期间费用情况（亿元）**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图5: 公司近5年研发投入情况（亿元）**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图6: 公司2023年产品结构**


资料来源: 年报, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (百万元)

利润表	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债表	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	954.02	1302.18	1636.04	2058.42	货币资金	752.49	1252.49	1118.28	873.85
营业成本	383.74	486.90	622.73	812.05	应收票据及账款	1999.29	2283.27	2720.76	3214.52
税金及附加	5.22	8.64	10.85	13.65	预付账款	48.15	67.78	86.28	108.56
销售费用	41.36	52.09	57.26	65.87	其他应收款	3.16	4.64	6.05	7.61
管理费用	77.22	101.57	109.61	133.80	存货	719.96	973.80	1262.52	1646.34
研发费用	85.69	111.99	129.25	156.44	其他流动资产	57.57	88.69	120.08	147.42
财务费用	-7.25	9.10	20.54	19.87	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产	506.65	592.69	758.95	881.56
信用减值损失	-118.23	-104.17	-124.34	-158.50	在建工程	111.18	115.59	90.00	80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	54.68	49.21	43.74	38.27
投资收益	1.10	1.10	1.10	1.10	长期待摊费用	19.98	17.98	15.98	13.99
公允价值变动损益	0.09	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	302.81	302.81	302.81	302.81
资产处置收益	0.02	0.02	0.02	0.02	资产总计	4575.92	5748.96	6525.46	7314.94
其他收益	41.26	41.26	41.26	41.26	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	292.26	470.10	603.83	740.63	应付票据及账款	527.32	695.00	885.47	1152.44
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	124.80	129.28	130.87	131.35
营业外支出	0.32	0.32	0.32	0.32	流动负债合计	652.12	824.28	1016.34	1283.79
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	41.58	630.70	686.17	559.32
利润总额	291.94	469.78	603.51	740.30	其他非流动负债	47.66	47.66	47.66	47.66
所得税	36.06	58.02	74.53	91.43	非流动负债合计	89.24	678.36	733.82	606.97
净利润	255.88	411.76	528.98	648.88	负债合计	741.36	1502.64	1750.17	1890.76
少数股东损益	38.45	61.87	79.49	97.50	股本	331.85	331.85	331.85	331.85
归属母公司股东净利润	217.43	349.89	449.49	551.37	资本公积	1435.66	1435.66	1435.66	1435.66
<b>现金流量表</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	留存收益	1417.79	1767.68	2217.17	2768.55
经营性现金净流量	188.97	44.05	14.95	66.37	归属母公司权益	3185.30	3535.19	3984.68	4536.06
投资性现金净流量	-150.93	-124.08	-184.08	-164.08	少数股东权益	649.25	711.12	790.61	888.11
筹资性现金净流量	-3.22	580.03	34.92	-146.72	股东权益合计	3834.55	4246.32	4775.29	5424.17
现金流量净额	34.82	500.00	-134.21	-244.43	负债和股东权益合计	4575.92	5748.96	6525.46	7314.94

资料来源: iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10 以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10~10 之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10 以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637