

道森股份 (603800)

2023 半年报点评: 业绩高增, 拟现金收购洪田 30% 少数股东股权

增持 (维持)

2023 年 08 月 16 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓旭

执业证书: S0600523030005
liuwx@dwzq.com.cn

研究助理 李文意

执业证书: S0600122080043
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,190	3,548	4,315	5,291
同比	86%	62%	22%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	106	230	366	483
同比	399%	116%	59%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.51	1.10	1.76	2.32
P/E (现价&最新股本摊薄)	63.02	29.19	18.33	13.89

关键词: #第二曲线

投资要点

- **受益于传统铜箔设备, 子公司洪田业绩大幅增长:** 2023 上半年公司营收 10.6 亿元, 同比+48%, 归母净利润 0.49 亿元, 同比+272%, 扣非净利润 0.36 亿元, 同比+216%。Q2 营收 6.7 亿元, 同比+59%, 环比+72%; 归母净利润 0.32 亿元, 同比-7.1%, 环比+78%。子公司洪田科技 2023 上半年净利润 1.0 亿元, 同比+600%。
- **盈利能力持续增强, 毛利率&净利率双高:** 2023 上半年公司毛利率为 22.6%, 同比+8.5pct, 净利率为 9.5%, 同比+7.8pct, 期间费用率为 11.7%, 同比+2.2pct, 其中销售费用率为 3.3%, 同比-1.6pct, 管理费用率 (含研发) 为 8.4%, 同比+2.0pct, 财务费用率为 0.1%, 同比+1.8pct。其中 Q2 单季度毛利率为 23.7%, 同比+8.3pct, 环比+3.0pct, 净利率 9.8%, 同比+1.9pct, 环比+1.0pct。
- **合同负债&存货高增, 在手订单充足保障业绩确定性:** 截至 2023Q2 末, 公司合同负债为 10.6 亿元, 同比+70%, 存货为 14.0 亿元, 同比+40%。目前洪田科技订单饱满, 已排至 2024 年, 我们预计阴极辊在 2023 年达到 600 台产能, 生箔机产能 800-1000 台套, 出货量为产能的 80% 左右, 阳极板产能 2000 台套, 出货量 1000 台套。
- **拟现金收购洪田 30% 少数股东股权, 进一步提升控制权:** 道森拟使用自有资金 4.5 亿元收购洪田科技 30% 少数股东股权 (东方汇山 17.65%、深圳光义 12.35%), 道森对洪田科技的持股比例由 51% 上升至 81%, 利于增厚上市公司归母净利润。2022 年洪田科技净利润为 1.5 亿元, 此次股东全部权益评估价值约 14.9 亿元, 估值约 10X, 我们判断后续待深圳首泰的业绩承诺 (2022-2024 年三年合计扣非归母净利润不低于 3.6 亿元) 完成后, 剩余 19% 股权收购有望落地。
- **复合铜箔一体机受益行业 0-1 发展:** (1) 首批订单落地: 1 台真空磁控溅射一体机及 1 台真空磁控溅射蒸发一体机, 均为道森首台套。(2) 积极扩充产能: 拟投资 10 亿扩充产能, 建设年产真空磁控溅射设备 100 套、真空蒸镀设备 100 套、复合铜箔一体机成套设备 100 套;(3) 合作方诺德股份布局复合集流体: 23 年 7 月诺德拟不超 7000 万元设立控股子公司, 研发生产复合集流体。
- **盈利预测与投资评级:** 暂不考虑洪田剩余 19% 股权收购落地&复合铜箔设备业绩贡献, 仅考虑传统铜箔设备, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.3 (前值 2.1, 上调 10%) / 3.7 (前值 3.2, 上调 16%) / 4.8 (前值 4.2, 上调 14%) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 29/18/14 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 下游扩产不及预期, 研发进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.25
一年最低/最高价	22.70/44.11
市净率(倍)	6.73
流通 A 股市值(百万元)	6,708.00
总市值(百万元)	6,708.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.79
资产负债率(% ,LF)	71.26
总股本(百万股)	208.00
流通 A 股(百万股)	208.00

相关研究

《道森股份(603800): 复合铜箔一体机首批订单落地, 传统+复合铜箔设备双轮驱动》

2023-08-01

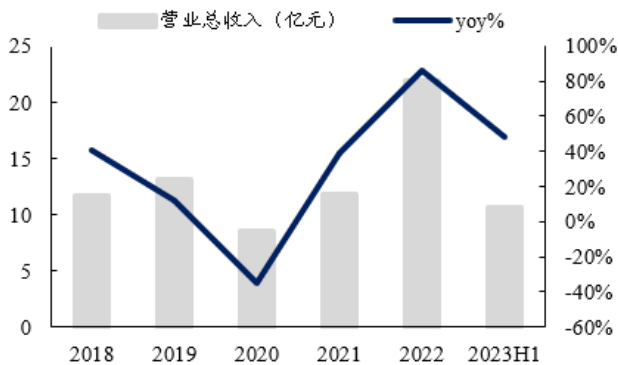
《道森股份(603800): 2023 年半年报业绩预告点评: 子公司洪田科技业绩大幅增长, 传统+复合铜箔设备驱动》

2023-07-14

1. 受益于传统铜箔设备，子公司洪田业绩大幅增长

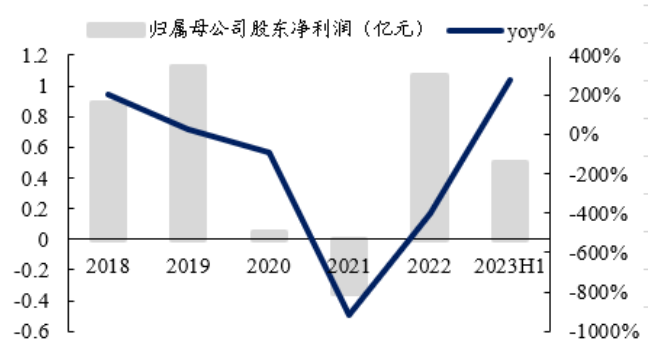
2023 上半年公司营收 10.6 亿元，同比+48%，归母净利润 0.49 亿元，同比+272%，扣非净利润 0.36 亿元，同比+216%。Q2 营收 6.7 亿元，同比+59%，环比+72%；归母净利润 0.32 亿元，同比-7.1%，环比+78%。子公司洪田科技 2023 上半年净利润 1.0 亿元，同比+600%。

图1：2023 上半年公司营收 10.6 亿元，同比+48%



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：2023 上半年公司归母净利润 0.49 亿元，同比+272%

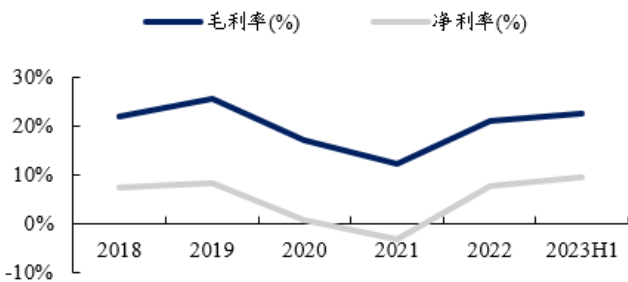


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2. 盈利能力持续增强，毛利率&净利率双高

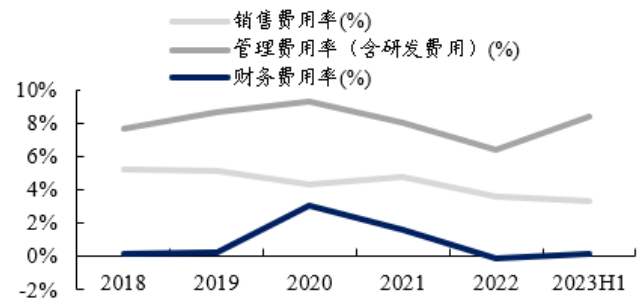
2023 上半年公司毛利率为 22.6%，同比+8.5pct，净利率为 9.5%，同比+7.8pct，期间费用率为 11.7%，同比+2.2pct，其中销售费用率为 3.3%，同比-1.6pct，管理费用率（含研发）为 8.4%，同比+2.0pct，财务费用率为 0.1%，同比+1.8pct。其中 Q2 单季度毛利率为 23.7%，同比+8.3pct，环比+3.0pct，净利率 9.8%，同比+1.9pct，环比+1.0pct。

图3：2023 上半年公司毛利率为 22.6%，净利率为 9.5%



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图4：2023 上半年公司期间费用率为 11.7%，同比+2.2pct

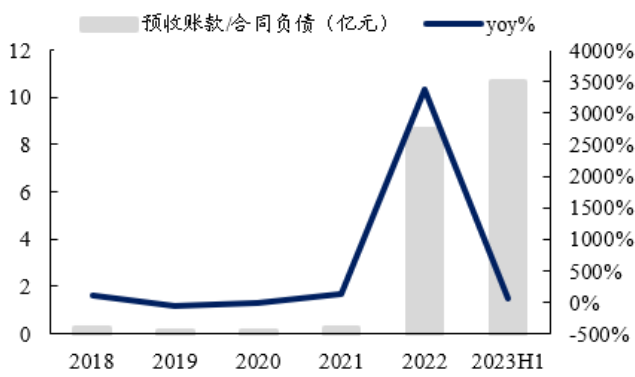


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

3. 合同负债&存货高增，在手订单充足保障业绩确定性

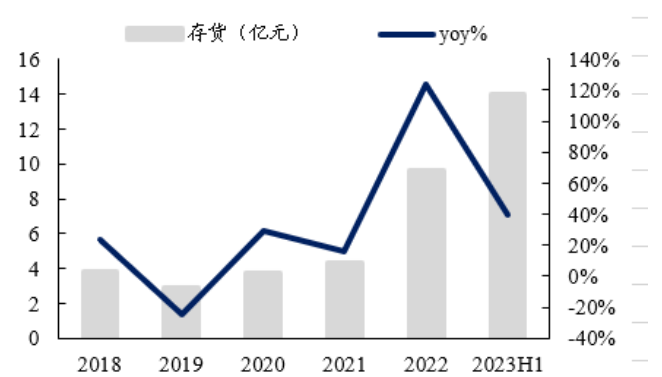
截至 2023Q2 末，公司合同负债为 10.6 亿元，同比+70%，存货为 14.0 亿元，同比+40%。目前洪田科技订单饱满，已排至 2024 年，我们预计阴极辊在 2023 年达到 600 台产能，生箔机产能 800-1000 台套，出货量为产能的 80%左右，阳极板产能 2000 台套，出货量 1000 台套。

图5: 截至 2023Q2 末，公司合同负债为 10.6 亿元，同比+70%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2023Q2 末，公司存货为 14.0 亿元，同比+40%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 拟现金收购洪田 30%少数股东股权，进一步提升控制权

道森拟使用自有资金 4.5 亿元收购洪田科技 30%少数股东股权（东方汇山 17.65%、深圳光义 12.35%），道森对洪田科技的持股比例由 51%上升至 81%，利于增厚上市公司归母净利润。2022 年洪田科技净利润为 1.5 亿元，此次股东全部权益评估价值约 14.9 亿元，估值约 10X，我们判断后续待深圳首泰的业绩承诺（2022-2024 年三年合计扣非归母净利润不低于 3.6 亿元）完成后，剩余 19%股权收购有望落地。

5. 复合铜箔一体机受益行业 0-1 发展

(1) 首批订单落地: 1 台真空磁控溅射一体机及 1 台真空磁控溅射蒸发一体机，均为道森首台套。(2) 积极扩充产能: 拟投资 10 亿扩充产能，建设年产真空磁控溅射设备 100 套、真空蒸镀设备 100 套、复合铜箔一体机成套设备 100 套;(3) 合作方诺德股份布局复合集流体: 23 年 7 月诺德拟不超 7000 万元设立控股子公司，研发生产复合集

流体。

6. 盈利预测与投资评级

暂不考虑洪田剩余 19%股权收购落地&复合铜箔设备业绩贡献，仅考虑传统铜箔设备，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 2.3（前值 2.1，上调 10%）/3.7（前值 3.2，上调 16%）/4.8（前值 4.2，上调 14%）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 29/18/14 倍，维持“增持”评级。

7. 风险提示

下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

道森股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,947	3,007	3,392	4,854	营业总收入	2,190	3,548	4,315	5,291
货币资金及交易性金融资产	713	70	268	1,221	营业成本(含金融类)	1,729	2,644	3,066	3,705
经营性应收款项	969	1,571	1,406	1,700	税金及附加	11	35	35	42
存货	964	1,092	1,327	1,555	销售费用	78	160	186	212
合同资产	51	71	86	106	管理费用	78	142	173	212
其他流动资产	250	202	306	273	研发费用	62	124	151	185
非流动资产	750	772	791	808	财务费用	(3)	6	6	6
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	23	0	0	0
固定资产及使用权资产	253	275	294	311	投资净收益	7	18	22	26
在建工程	39	39	39	39	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	73	73	73	73	减值损失	(70)	0	0	0
商誉	308	308	308	308	资产处置收益	1	35	43	53
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	196	491	765	1,009
其他非流动资产	69	69	69	69	营业外净收支	4	0	0	0
资产总计	3,697	3,779	4,183	5,662	利润总额	200	491	765	1,009
流动负债	2,243	1,912	1,598	2,139	减:所得税	32	49	61	81
短期借款及一年内到期的非流动负债	317	317	317	317	净利润	168	442	704	929
经营性应付款项	846	1,357	1,028	1,545	减:少数股东损益	61	212	338	446
合同负债	863	53	61	74	归属母公司净利润	106	230	366	483
其他流动负债	216	186	193	203	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	1.10	1.76	2.32
非流动负债	246	266	281	291	EBIT	185	443	706	936
长期借款	225	245	260	270	EBITDA	247	472	736	969
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.05	25.49	28.95	29.98
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	4.86	6.48	8.48	9.13
其他非流动负债	14	14	14	14	收入增长率(%)	86.39	62.05	21.62	22.62
负债合计	2,489	2,178	1,879	2,430	归母净利润增长率(%)	398.99	115.89	59.23	31.97
归属母公司股东权益	997	1,177	1,543	2,025					
少数股东权益	212	424	761	1,207					
所有者权益合计	1,208	1,600	2,304	3,233					
负债和股东权益	3,697	3,779	4,183	5,662					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	63	(610)	173	919	每股净资产(元)	4.79	5.66	7.42	9.74
投资活动现金流	(86)	3	15	29	最新发行在外股份(百万股)	208	208	208	208
筹资活动现金流	260	(35)	9	4	ROIC(%)	10.55	20.32	25.67	25.64
现金净增加额	269	(643)	197	953	ROE-摊薄(%)	10.68	19.53	23.72	23.84
折旧和摊销	62	28	31	33	资产负债率(%)	67.32	57.65	44.92	42.91
资本开支	(86)	(15)	(7)	3	P/E(现价&最新股本摊薄)	63.02	29.19	18.33	13.89
营运资本变动	(213)	(1,033)	(502)	31	P/B(现价)	6.73	5.70	4.35	3.31

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>