

2020 年报点评：主业逆势稳增，软件产品完善、服务模式落地

买入（维持）

2021 年 03 月 30 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 王紫敬

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

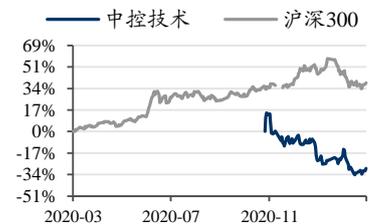
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,159	3,980	5,096	6,495
同比（%）	24.5%	26.0%	28.1%	27.5%
归母净利润（百万元）	423	535	673	842
同比（%）	15.8%	26.5%	25.8%	25.1%
每股收益（元/股）	0.86	1.08	1.36	1.70
P/E（倍）	89.48	70.85	56.31	44.97

投资要点

- **2020 年收入同比+24.5%、利润同比+15.8%，符合我们的预期。**公司发布 2020 年年报，20A 实现营收 31.59 亿元，同比+24.51%；实现归母净利润 4.23 亿元，同比增长 15.81%。其中 2020Q4，实现营收 10.9 亿元，同比+28.42%，环比+27.13%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比+22.91%，环比+75.59%。20 年公司毛利率下降 2.5pct，主要是产品结构变化、产品价格策略影响。
- **“工业 3.0”主业基本盘稳固，工业自动化及智能制造解决方案业务同比+14.65%，远高于行业增速。**公司工业自动化及智能制造解决方案业务（DCS/PLC/SIS&解决方案）2020 年收入 23.3 亿，同比+14.65%，显著好于行业，主要来自解决方案能力持续提升、份额显著扩大。
- **“工业 4.0”工业软件产品线逐渐完善，业务同比+39.4%。**2020 年公司工业软件业务收入 2.62 亿，同比+39.3%。公司工业软件产品逐渐丰富，同时开展工业软件产品“APP+SaaS”化改造，合计完成共 196 个 APP 应用开发，为未来的高速增长打好基础。
- **自动化仪表产能释放，收入大增 66.3%，但毛利率有所下降。**2020 年公司自动化仪表业务收入 3.58 亿，同比+66.3%，但毛利率下降 8.5pct 至 28.5%。公司募投的仪器仪表产能（压力变送器/调节阀）产能逐步落地，依托公司已有的销售资源与客勤关系，产品拓展迅速；但毛利率下降较多，随着规模的进一步提升毛利率有望改善。
- **5S 店加速拓展，S2B 平台模式落地。**2020 年中控成功开设并运营覆盖全国主要化工园区 5S 店 102 家，其中达成亿元店 7 家，同时 S2B 平台业务开始落地，20 年首年实现 0.42 亿运营收入。未来中控有望继续铺设 100-200 家 5S 店，覆盖国内大多数规模较大的化工园区，提升服务能力、响应速度的同时，S2B 业务有望成为重要增长点。
- **海外业务持续开拓，未来有望继续加速。**尽管 20 年海外疫情形式严峻，但公司通过市场策略调整，快速适应外部变化，20 年实现海外收入 1.2 亿，同比+26%。21 年疫情影响逐步降低，未来增长有望继续提速。
- **盈利预测与投资评级：**由于 20 年分部业绩与我们预期略有差异，我们小幅调整公司 2021-22 年归母净利润至 5.35（-0.03）/6.73（+0.02）亿，预计 2023 年归母净利润 8.42 亿元，同比分别+26.5%、+25.8%、+25.1%，对应现价 PE 分 71x、56x、45x，给予目标价 86.4 元，对应 21 年 80x PE，因为公司控制系统竞争力突出，工业软件业务前景可期，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，投资不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	76.65
一年最低/最高价	70.01/130.60
市净率(倍)	9.50
流通 A 股市值(百万元)	2991.87

基础数据

每股净资产(元)	8.07
资产负债率(%)	50.91
总股本(百万股)	494.08
流通 A 股(百万股)	39.03

相关研究

- 1、《中控技术 (688777)：流程工业“头号玩家”，科技引领进口替代》2020-11-23

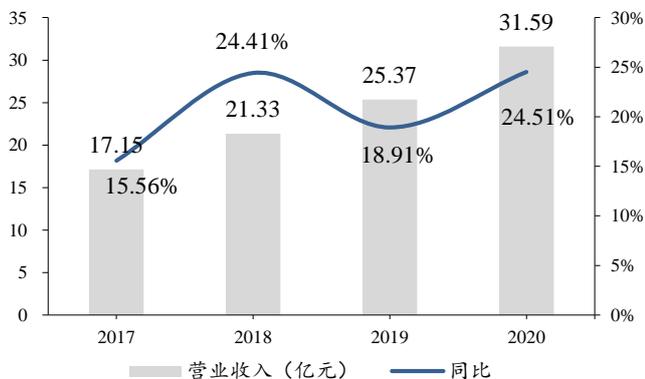
2020 年收入同比+24.5%、利润同比+15.8%，符合我们的预期。公司发布 2020 年年报，20A 实现营收 31.59 亿元，同比+24.51%；实现归母净利润 4.23 亿元，同比增长 15.81%。其中 2020Q4，实现营收 10.9 亿元，同比+28.42%，环比+27.13%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比+22.91%，环比+75.59%。

表 1：中控技术 2020 年年报核心财务数据（亿元）

中控技术	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	31.59	25.37	24.5%	10.90	8.49	28.4%	8.57	27.1%
毛利率	45.6%	48.1%	-2.5pct	43.8%	46.4%	-2.6pct	44.6%	-0.7pct
营业利润	4.67	4.01	16.3%	2.01	1.69	19.0%	1.14	75.8%
利润总额	4.65	4.07	14.3%	2.01	1.68	19.3%	1.14	76.4%
归属母公司净利润	4.23	3.65	15.8%	1.82	1.48	22.9%	1.03	75.6%
扣非归母净利润	0.00	2.74	-100.0%	-0.79	2.74	-128.7%	0.79	-200.0%
归母净利率	13.4%	14.4%	-1pct	16.7%	17.4%	-0.7pct	12.1%	4.6pct
股本	4.94	4.42	-	4.94	4.42	-	4.42	-
EPS	0.86	0.83	3.6%	0.37	0.33	10.0%	0.23	57.1%

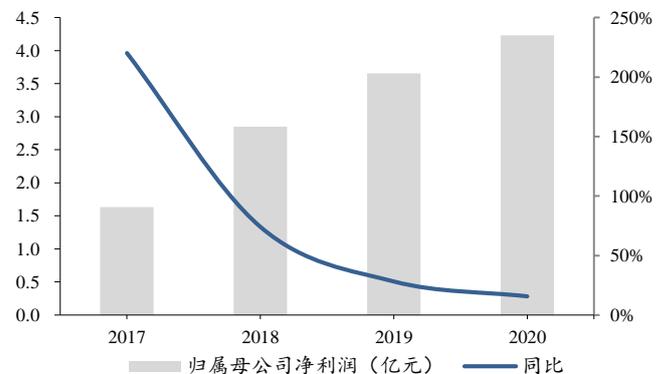
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：2020 年收入 31.59 亿元，同比+24.51%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2020 年归母净利润 4.23 亿元，同比+15.81%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

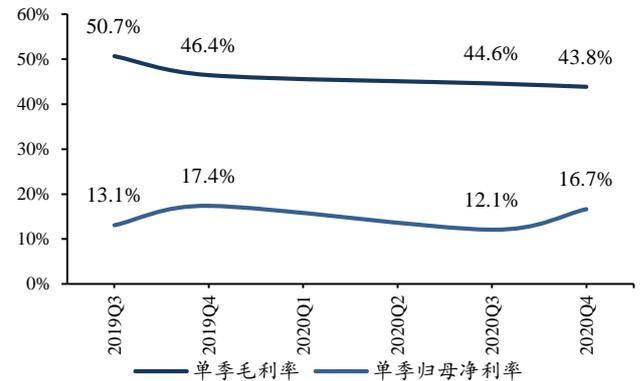
毛利率下降 2.5pct，主要是产品结构变化、产品价格策略影响。2020 年毛利率为 45.56%，同比下降 2.54pct，Q4 毛利率 43.84%，同比下降 2.60pct，环比下降 0.74pct，毛利率下降的原因主要是相对低毛利的仪表业务快速增长（同比+66%）、占比提升至 11%，同时为扩大份额价格有所下降；2020 年归母净利率为 13.40%，同比下降 1.01pct，Q4 归母净利率 16.66%，同比下降 0.75pct，环比上升 4.60pct，净利率降幅低于毛利率。

图 3：2020 年毛利率、净利率同比-2.54、-1.01pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：20Q4 毛利率、净利率同比-2.6、-0.75pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

“工业 3.0”主业基本盘稳固，工业自动化及智能制造解决方案业务同比+14.65%，远高于行业增速。2020 年受石油化工行业资本开支收缩、新冠疫情等因素影响，流程型行业需求相对疲弱，据睿工业，2020 年项目型市场整体规模 523 亿，同比-6.4%，分产品来看 DCS/中大型 PLC 分别 70.1 亿/66.6 亿，同比+2.2%/+3.5%。公司工业自动化及智能制造解决方案业务（DCS/PLC/SIS&解决方案）2020 年收入 23.3 亿，同比+14.65%，显著好于行业，主要来自解决方案能力持续提升、份额显著扩大。据睿工业，2020 年中控 DCS 市占率达 28.5%，同比提升 1.5pct，其中在石化领域市占率达 34%、同比+4pct；据 ARC 统计，2020 年中控 SIS 市占率达 22.4%、同比-2.1pct、位居国内第二。

“工业 4.0”工业软件产品线逐渐完善，业务同比+39.4%。2020 年公司工业软件业务收入 2.62 亿，同比+39.3%；同时由于大项目占比提升，毛利率同比-9.4pct 至 49.2%。公司工业软件产品逐渐丰富，形成了以实时数据库(RTDB)为基础、先进过程控制(APC)、制造执行系统(MES)和仿真培训软件(OTS)四大产品体系，同时开展工业软件产品“APP+SaaS”化改造，合计完成共 196 个 APP 应用开发，为未来的高速成长打好基础。

自动化仪表产能释放，收入大增 66.3%，但毛利率有所下降。2020 年公司自动化仪表业务收入 3.58 亿，同比+66.3%，但毛利率下降 8.5pct 至 28.5%。公司募投的仪器仪表产能（压力变送器/调节阀）产能逐步落地，依托公司已有的销售资源与客勤关系，产品拓展迅速；但由于前期采用降价方式提升大客户份额，因此毛利率下降较多，随着规模的进一步提升毛利率有望改善。

5S 店加速拓展、S2B 平台模式落地。2020 年中控成功开设并运营覆盖全国主要化工园区 5S 店 102 家，其中达成亿元店 7 家，同时 S2B 平台业务开始落地，20 年首年实现 0.42 亿运营收入，实现多家大客户和行业标杆客户的强强联合，用户粘性不断增加。未来中控有望继续铺设 100-200 家 5S 店，覆盖国内大多数规模较大的化工园区，提升服务能力、响应速度的同时，S2B 业务有望成为重要增长点。

海外业务持续开拓，未来有望继续加速。 尽管 20 年海外疫情形式严峻，但公司通过市场策略调整，快速适应外部变化，20 年实现海外收入 1.2 亿，同比+26%，实现了百万吨乙烯海外业绩的突破，工业软件及解决方案获海外高端客户的认可。21 年疫情影响逐步降低，未来增长有望继续提速。

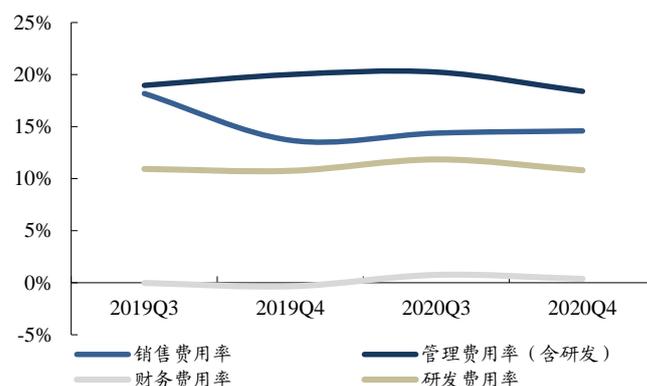
期间费用率下降 2.5pct，管理降本成效显著。 公司 2020 年费用同比增长 15.22% 至 7.74 亿元，期间费用率下降 2.51 个百分点至 35.98%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 9.65%、上升 19.16%、上升 18.95%、上升 551.50% 至 4.84 亿元、6.41 亿元、3.62 亿元、0.12 亿元；费用率分别下降 2.08、下降 0.91、下降 0.54、上升 0.47 个百分点至 15.32%、20.29%、11.46%、0.37%。Q4，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +36.90%/+18.10%/+29.07%/-233.34%，费用率分别为 14.59%/18.39%/10.81%/0.37%。

图 5：2020 年期间费用 7.74 亿元，同比+15.22%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

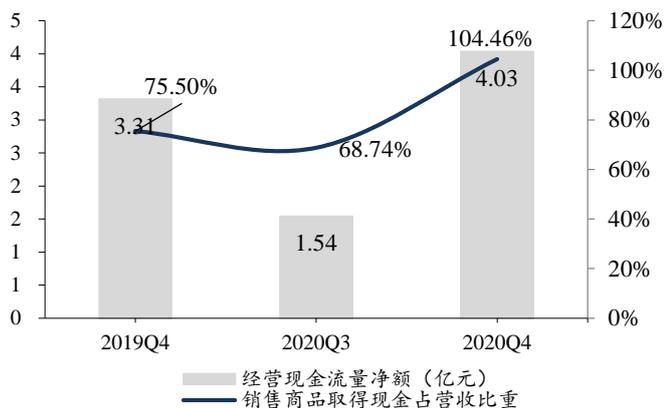
图 6：2020Q4 期间费用率 33.35%，同比+0.02pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

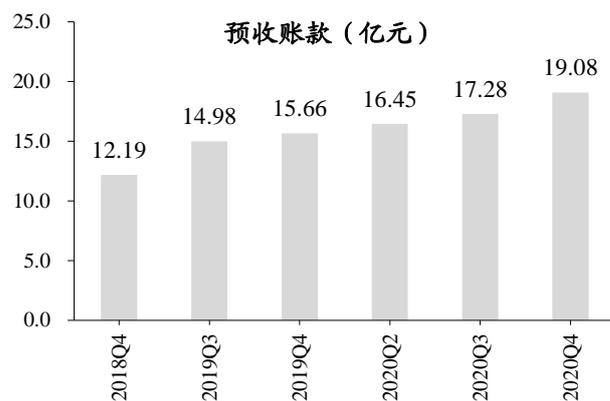
现金流稳健，预收款+合同负债稳增、预示着订单向好。 2020 年经营活动现金流量净流入 6.96 亿元，同比增长 40.47%，其中 Q4 经营活动现金流量净额 4.03 亿元；销售商品取得现金 29.16 亿元，同比增长 29.71%。期末预收款项+合同负债 19.08 亿元，比年初增长 21.83%。期末应收账款 7.14 亿元，较期初下降 0.65 亿元，应收账款周转天数下降 20.33 天至 85.06 天。期末存货 20.71 亿元，较期初上升 6.75 亿元；存货周转天数上升 17.58 天至 362.94 天。

图 7: Q4 现金净流入 4.03 亿元, 同比+21.78%



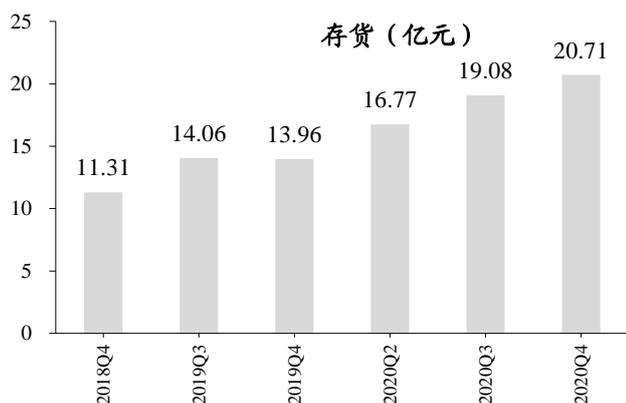
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: Q4 期末预收款项 19.08 亿元, 较年初+21.83%



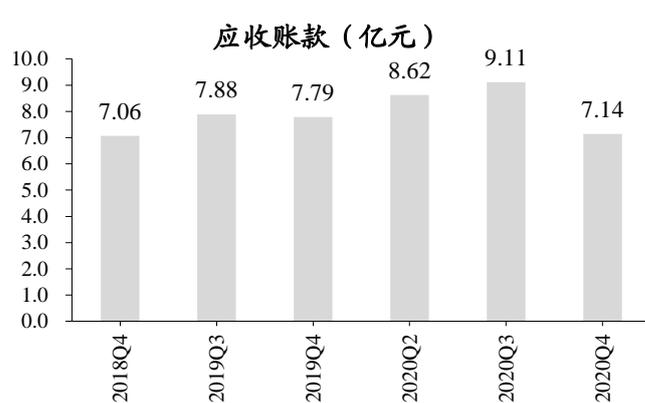
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: Q4 期末存货 20.71 亿元, 较期初+6.75 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: Q4 期末应收账款 7.14 亿元, 较期初-0.65 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 由于 20 年分部业绩与我们预期略有差异, 我们小幅调整公司 2021-22 年归母净利润至 5.35 (-0.03) / 6.73 (+0.02) 亿, 预计 2023 年归母净利润 8.42 亿元, 同比分别+26.5%、+25.8%、+25.1%, 对应现价 PE 分 71x、56x、45x, 给予目标价 86.4 元, 对应 21 年 80x PE, 因为公司控制系统竞争力突出, 工业软件业务前景可期, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 投资不及预期

中控技术三大财务预测表

资产负债表 (百万)					利润表 (百万元)				
元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	7,775	10,270	10,708	13,299	营业收入	3,159	3,980	5,096	6,495
现金	1,324	2,831	2,038	3,118	减:营业成本	1,720	2,154	2,766	3,514
应收账款	1,183	1,944	2,060	3,043	营业税金及附加	28	40	51	65
存货	2,071	2,272	3,305	3,780	营业费用	484	609	775	984
其他流动资产	3,198	3,222	3,305	3,357	管理费用	641	796	1,012	1,280
非流动资产	444	511	583	671	财务费用	12	10	2	1
长期股权投资	11	8	5	2	资产减值损失	-8	0	0	0
固定资产	234	298	377	466	加:投资净收益	45	19	21	25
在建工程	9	9	10	12	其他收益	176	180	200	220
无形资产	35	40	36	36	营业利润	467	583	728	911
其他非流动资产	155	156	156	156	加:营业外净收支	-1	9	14	19
资产总计	8,219	10,781	11,292	13,969	利润总额	465	592	742	930
流动负债	4,124	6,138	6,028	7,927	减:所得税费用	35	47	59	74
短期借款	4	4	444	4	少数股东损益	6	10	10	14
应付账款	1,489	1,520	2,344	2,565	归属母公司净利润	423	535	673	842
其他流动负债	2,631	4,614	3,240	5,358	EBIT	426	530	683	866
非流动负债	60	60	60	60	EBITDA	426	561	724	921
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	60	60	60	60	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4,184	6,198	6,088	7,987	每股收益(元)	0.86	1.08	1.36	1.70
少数股东权益	49	60	70	83	每股净资产(元)	8.07	9.15	10.38	11.93
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	3,986	4,523	5,134	5,899	股)	491	494	494	494
负债和股东权益	8,219	10,781	11,292	13,969	ROIC(%)	173.1%	-65.7%	56.9%	226.5%
					ROE(%)	10.6%	11.9%	13.1%	14.3%
					毛利率(%)	45.6%	45.9%	45.7%	45.9%
					销售净利率(%)	13.4%	13.4%	13.2%	13.0%
					资产负债率(%)	50.9%	57.5%	53.9%	57.2%
					收入增长率(%)	24.5%	26.0%	28.1%	27.5%
					净利润增长率(%)	15.9%	26.8%	25.3%	25.3%
					P/E	89.48	70.85	56.31	44.97
					P/B	9.50	8.38	7.38	6.42
					EV/EBITDA	80.52	58.38	46.97	35.32

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

注: 21年初股权激励行权导致股本增加

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>