

中航证券研究所

分析师: 张 超

证券执业证书号: S0640519070001

分析师: 刘 琛

证券执业证书号: S0640520050001

研究助理: 邱净博

证券执业证书号: : S0640119100018

电话: 010-59562534

邮箱: liuchen@avicsec.com

科德数控 (688305) 2021 年中报点评: 高端五轴联动数控机床, 聚焦航空航天等重点领域

行业分类: 国防军工

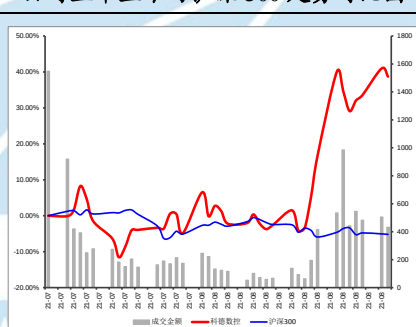
2021 年 8 月 31 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.31)	145.79

基础数据 (2021.8.31)

上证指数	3543.94
总股本 (亿股)	0.91
流通 A 股 (亿股)	0.18
资产负债率 (2021H1)	20.81%
ROE (2021H1 摊薄)	3.89%
PE (TTM)	256.28
PB (LF)	17.58

公司上市至今与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 8 月 31 日公告, 2021 年 H1 营收 1.05 亿元 (+42.42%), 归母净利润 2173.27 万元 (+305.60%), 扣非归母净利润 395.17 万元 (+258.68%), 毛利率 44.57% (+1.99pcts), 净利率 20.62% (+13.48pcts)。

➤ **投资要点:**

● 自主研发优势显现, 归母净利润增速翻三倍以上

报告期内, 公司营业收入 (1.05 亿元, +42.42%) 大幅增长, 主要系报告期内下游客户需求旺盛, 与此同时公司通过加强销售网络布局, 销售收入持续提升所致; 归母净利润 (2173.27 万元, +305.60%) 较上年同期增长三倍以上, 主要系报告期内公司销售收入大幅提升, 并且期间费用率 (21.26, -12.87pcts) 下降明显, 同时公司不断加大研发投入, 进一步优化产品结构等因素综合影响所致。公司毛利率 (44.57%, +1.99pcts) 维持较高水平, 主要系公司高档数控机床数控系统与关键功能部件自给率高, 另外公司也在不断优化、调整产品结构, 因此公司相对行业内可比企业具有明显成本优势。

从产品上看, 公司主要产品为**高端数控机床、高档数控系统与关键功能部件**。报告期内, 高端数控机床收入 (9451.72 万元, +49.93%) 实现快速增长, 主要系公司依托自身领先的技术优势和品牌效应, 产品竞争力不断提升, **成功实现了批量的“进口替代”**, 同时公司加大市场拓展力度, 下游客户需求有所增长所致;

高档数控系统收入 (49.15 万元, -29.88%) 与关键功能部件收入 (265.05 万元, -24.63%) 规模较小, 且有一定程度下滑, 主要系公司目前经营模式以高端数控机床整机销售为主, 自主研发的数控系统和关键功能部件主要用于自产整机, 独立对外销售量较小。我们认为, 未来伴随着公司高端数控机床整机下游应用领域的不断扩展, 数控系统及关键功能部件能够辐射到包括电动汽车、机械、工业自动化等在内的更多领域, 收入规模将实现快速增长。

● 费用管控效果明显, 研发投入快速增长, 打造全产业链技术优势

费用方面, 报告期内, 公司销售费用 (1,402.75 万元, +73.07%) 快速增长, 主要系销售人员薪酬、物流运输/业务宣传/差旅等各项费用增加所致; 管理费用 (918.78 万元, +19.33%) 稳定增长, 主要系报告期内公司管理人员薪酬增加、发行股份宣传材料制作费用增加所

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

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: 010-59562524

传真: 010-59562637

致；财务费用（25.34 万元，+72.48%）较上年同期有所提升，但整体规模较小，主要系公司执行新租赁准则，租赁负债产生的利息支出增加所致。总体来看，除销售费用外，公司在营收大幅增长的前提下，各项费用增长较为温和，期间费用率（21.26，-12.87pcts）明显下降，体现出公司在拓展市场过程中，对费用管控能力较强。

公司研发投入（0.33 亿元，+14.57%）出现较大幅度增长，主要系公司持续加大研发投入力度，研发人员数量（170 人，+29.77%）增加，人员薪酬（0.11 亿元，+35.59%）相应增长所致。公司围绕核心技术领域，在非直驱转台、直驱内嵌式高精度转台、特殊功能夹具等产品和技术上持续优化和完善，实现了转台等相关功能部件精度的提升，进一步巩固核心技术优势。报告期内，公司**新增授权专利 20 项，其中发明专利 7 项，新增申请中专利 16 项**。研发项目方面，公司作为国家科技重大专项“高档数控机床与基础制造装备”专项（04 专项）的主要参与方之一，已承担 29 项相关课题项目与 7 项其他国家级课题项目，公司在研的 12 项课题已于 2020 年完成研发并通过内部结项，其中 9 项已通过国家相关部门组织的验收评审，另有 3 项在等待验收过程中，预计于今年全部完成国家验收评审工作。

总体来看，公司以国家战略和市场需求为牵引，在持续高强度的研发攻关下，实现多项技术成果的有效转化，并构建了公司在数控领域全产业链的技术优势。

现金流量方面，2021 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额（-0.54 亿元，较 2020H1 降低 0.48 亿元）下降明显，主要系公司销售订单增加，相应外购材料现金支出加大、员工薪酬增加，另外公司下拨 04 专项的项目资金规模提升共同影响所致；公司投资活动产生的现金流量净额（-0.23 亿元，较 2020H1 下降 0.24 亿元）有所下降，主要系公司用于购买理财产品的现金支出比上年同期减少所致；公司筹资活动产生的现金流量净额（-0.05 亿元，较 2020H1 上升 0.17 亿元）有所提升，主要系公司偿还银行借款较上年同期减少所致。

其他财务数据方面，报告期内，公司存货（2.32 亿元，较期初增长 26.20%）快速增长，其中原材料（0.66 亿元，较期初增长 38.03%）在产品（1.04 亿元，较期初增长 33.18%）、发出商品（0.19 亿元，较期初增长 43.03%）均呈现大幅增长，公司生产模式主要以订单合同为依据，并结合市场预测及历史同期订单趋势，进行适度预投产，结合以上数据，我们认为公司当前在手（意向）订单较为充足，在下游客户需求快速增长的情况下，存货未来将进一步兑现至利润表。

● 专精特新“小巨人”，打造高档数控系统及数控机床双研发体系创新型企业

随着我国工业结构持续优化升级，对于作为工业母机的机床需求日益增加，其中对高端机床需求尤为迫切，与此同时对机床的加工精度、效率、稳定性等指标要求也随之提升。高端数控机床主要应用于航空航天、电子、船舶、兵器、能源、汽车等重点领域，特别是航空航天等军工领域，**整体自主可控需求强烈，存量市场规模巨大**。公司主要产品为具有自主知识产权和核心技术的高档数控系统类产品、高端数控机床及关键功能部件，是国内极少数具备高档数控系统及高端数控机床双研发体系的创新型企业。

其中高端数控机床主要为高端五轴联动数控机床，具体产品包括系列化五轴立式（含车铣）、五轴卧式（含车铣）、五轴龙门、五轴卧式铣车复合四大通用加工中心和五轴磨削、五轴叶片两大系列化专用机床。

数控系统产品方面，则主要依托于公司自主研发的 GNC6X 系列高档数控系统，公司下属数控机床目前均使用该数控系统，作为公司的核心竞争能力之一，该系统目前可实现五轴立加（含车铣）、五轴卧加（含车铣）、五轴龙门等各类五轴机床控制。GNC6X 系列数控系统主要对标西门子 840D 数控系统，双方在基本功能和关键指标方面基本相当，硬件构架、资源及开放性部分指标甚至优于西门子 840D，公司能够最大程度地向客户开放系统功能，通过充分沟通为客户提供个性化配置调整，以达到产品的最优使用状态，进一步提升公司高端五轴数控机床的竞争优势。

公司作为工业和信息化部授予的专精特新“小巨人”企业，目前在航空航天、清洁能源、汽车等国家重点领域实现了广泛应用并处于领先地位，其中公司的 KMC800U 五轴联动立式加工中心产品已成功进

入“军工领域国产高档数控机床供应目录”。自 2018 年 1 月至今，实现批量进口替代。

● 聚焦航空航天，国产化大趋势下技术优势逐渐显现

在航空航天领域，公司在与其相关的五轴联动数控机床整机、数控系统及关键功能部件方面形成了一系列核心技术和核心产品，公司高端数控机床设备可满足航空航天发动机叶轮、叶片、机匣等关键零部件/长轴类、盘类、套筒类等回转体类复杂结构零件/大型结构件、壁板类件的加工制造。下游客户覆盖包括航发集团、航天科工、航天科技在内的多个军工央企及科研院所。

另外值得注意的是，报告期内，公司新增参与制定了 2 项国家标准，分别为五轴联动加工中心 RTCP 精度检验 (GB/T39953-2021)、五轴联动加工中心 S 形试件精度检验 (GB/T39967-2021)，其中后者是由航空工业成飞作为第一完成单位牵头起草的国家标准，预计 2021 年 10 月 1 日实施。公司此次参与到成飞自主发明设计的 S 试件五轴机床检测的标准制定过程，进一步印证公司长期致力于五轴联动数控机床、高档数控系统及关键功能部件的技术突破、设计创新、精细制造及标准制定，并已形成了具有自主知识产权的核心技术，进一步奠定了公司在国内高端机床制造行业的技术领先地位。

②募投项目稳步推进，面向航空航天高档数控机床产业化能力逐步提升

募投项目方面，面向航空航天高档五轴数控机床产业化能力提升工程项目，投资总额为 4.62 亿元，建设期为 3 年。该项目达产后预计共新增年产能 503 台（现有年产能约为 120 台，+419.17%），新增年收入 7.68 亿元，净利润 1.57 亿元。

从具体新增产能情况来看，募投项目主要聚焦于**五轴立式加工中心高端数控机床**产能的提升，该系列机床广泛应用于航空、航天领域的典型产品，具有高精度、高效加工航空航天发动机叶轮、叶片、机匣等典型关键零部件的能力，目前已在多个高端用户单位实现了批量“进口替代”，此次对其产能的大幅提升，也表明公司未来将持续发力该领域，进一步保持公司在中小航空发动机市场优势。

图表 1：公司募投项目新增产能情况

产品	新增年产能（台）
五轴立式加工中心高端数控机床	305
德创一经济型五轴立式加工中心	110
五轴翻板铣	3
五轴卧式加工中心系列	37
中大型五轴车铣复合加工中心五轴车铣复合系列	22
五轴高速桥式龙门加工中心系列	18
大型叶盘六轴高效加工中心五轴叶片加工中心	4
德创二经济型五轴卧式加工中心	4
合计	503

数据来源：WIND，中航证券研究所

我们认为，公司针对航空航天、国防军工等领域，在现有产品上将不断进行升级换代，形成多规格布局，补充相应市场需求。随着现有主要客户的产能扩张与产品序列丰富，以及伴随着十四五期间，以航空航天为首的军工行业下游需求以及对于进口替代需求快速提升的大背景下，公司将通过继续深入与上述主要客户合作，以及积极开展新合作领域，以此实现稳定存量、确保增量，进一步提高公司面向航空航天高档五轴数控机床产业化的能力。

● 投资建议

我们认为，公司作为工业和信息化部授予的专精特新“小巨人”企业，目前在航空航天、清洁能源、汽车等国家重点领域实现了广泛应用并处于领先地位：

①公司作为工业和信息化部授予的专精特新“小巨人”企业，目前在航空航天、清洁能源、汽车等国家重点领域实现了广泛应用并处于领先地位，相关产品进入“军工领域国产高档数控机床供应目录”，实现批量进口替代；

②在航空航天领域，公司在与其相关的五轴联动数控机床整机、数控系统及关键功能部件方面形成了一系列核心技术和核心产品，并参与到成飞自主发明设计的 S 试件五轴机床检测的标准制定过程，进一步印证公司在国内高端机床制造行业的技术领先地位；

③伴随着十四五期间，以航空航天为首的军工行业下游需求以及对于进口替代需求快速提升的大背景下，公司将通过继续深入与上述主要客户合作，以及积极开展新合作领域，以此实现稳定存量、确保增量，进一步提高公司面向航空航天高档五轴数控机床产业化的能力。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 3.11 亿元、4.63 亿元和 6.50 亿元，归母净利润分别为 0.60 亿元、0.87 亿元、1.22 亿元，EPS 分别为 0.67 元、0.96 元、1.34 元，我们给予“买入”评级，目标价格 157.45 元，分别对应 235 倍、164 倍及 118 倍 PE。

- **风险提示：**产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷，公司产品下游市场拓展不及预期。

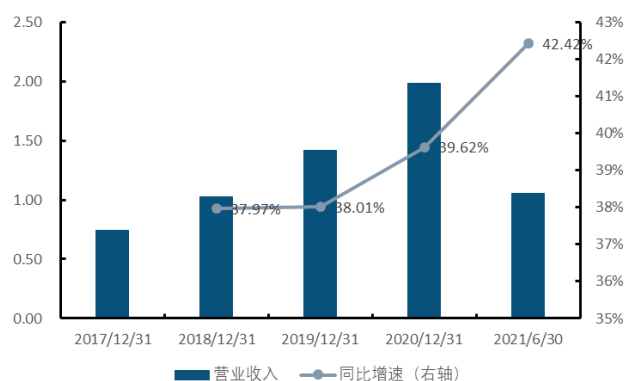
盈利预测：

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	141.90	198.13	310.95	462.51	649.61
增长率 (%)	38.01%	39.62%	56.94%	48.74%	40.45%
归属母公司股东净利润	42.46	35.23	60.47	87.47	121.64
增长率 (%)	213.07%	-17.02%	71.62%	44.65%	39.07%
每股收益 (EPS) (元)	0.468	0.388	0.667	0.964	1.341

数据来源：WIND，中航证券研究所

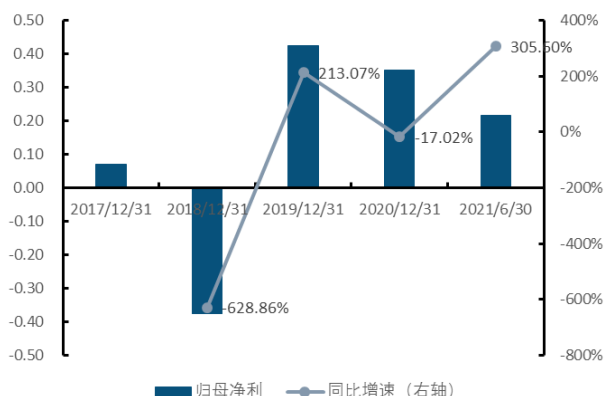
公司半年报主要财务数据

图 2: 公司半年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



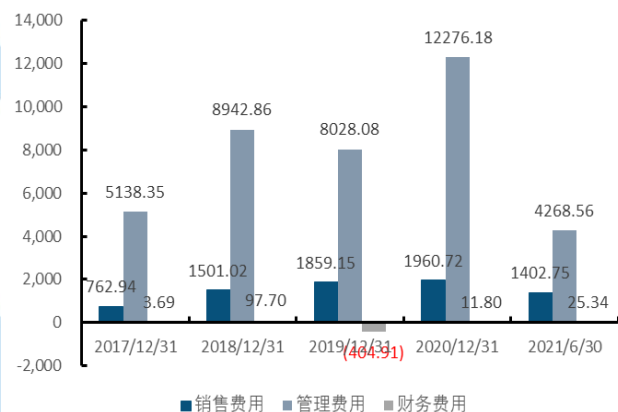
资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 3: 公司半年报归母净利润 (单位: 亿元; %)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

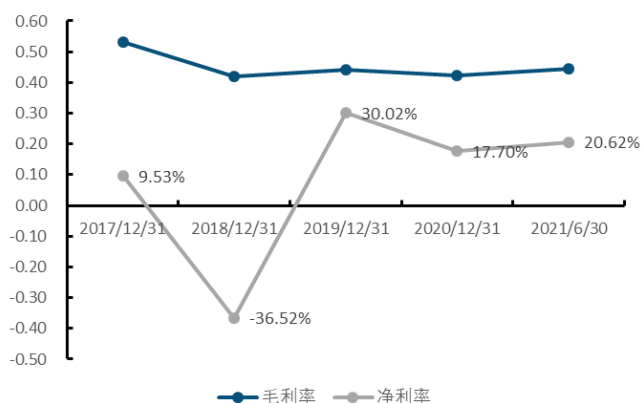
图 4: 公司半年报三费情况 (单位: 万元)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

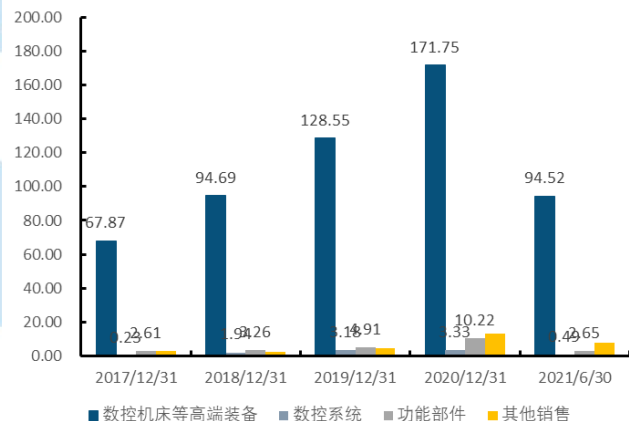
注: 表中管理费用包含研发费用

图 5: 公司半年报毛利率变化情况 (单位: %)



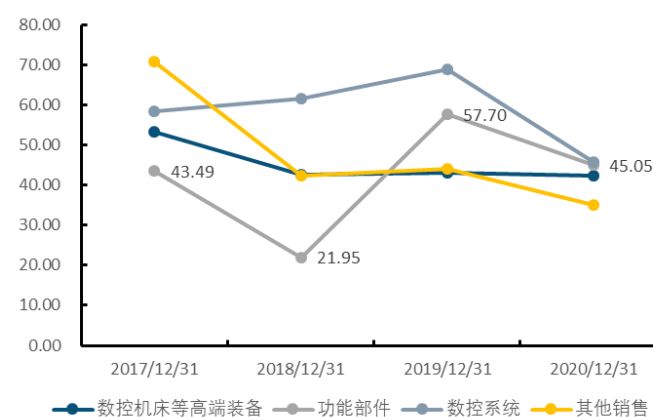
资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司 2021 半年报收入结构 (单位: 百万元; %)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 7: 公司各业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: WIND, 中航证券研究所

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	102.83	141.90	198.13	310.95	462.51	649.61
增长率(%)	37.97%	38.01%	39.62%	56.94%	48.74%	40.45%
归属母公司股东净利润	-37.55	42.46	35.23	60.47	87.47	121.64
增长率(%)	-628.86%	213.07%	-17.02%	71.62%	44.65%	39.07%
每股收益(EPS)	-0.414	0.468	0.388	0.667	0.964	1.341
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	-0.636	-0.707	0.704	0.852	0.704	0.975
销售毛利率	42.12%	44.21%	42.15%	44.97%	45.11%	45.62%
销售净利率	-36.52%	30.02%	17.70%	19.36%	18.82%	18.64%
净资产收益率(ROE)	-9.33%	8.28%	6.43%	9.94%	12.57%	14.88%
投入资本回报率(ROIC)	-24.36%	10.35%	7.33%	12.91%	20.05%	26.94%
市盈率(P/E)	-352.19	311.48	375.38	218.72	151.20	108.73
市净率(P/B)	32.87	25.79	24.13	21.73	19.00	16.17
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	102.83	141.90	198.13	310.95	462.51	649.61
减: 营业成本	59.52	79.17	114.61	171.11	253.87	353.26
营业税金及附加	0.72	0.65	0.69	1.56	2.32	3.26
营业费用	15.01	18.59	19.61	34.20	50.88	71.46
管理费用	53.99	11.81	15.62	24.88	37.46	53.27
研发费用	13.66	5.98	13.78	24.25	34.27	48.07
财务费用	0.98	-4.05	0.12	0.22	0.37	0.58
资产减值损失	6.33	-4.31	0.03	2.30	2.90	3.50
加: 投资收益	0.77	2.11	1.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	15.38	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.41	5.27	3.97	3.22	3.22	3.22
营业利润	-46.20	48.21	38.90	54.72	83.33	119.71
加: 其他非经营损益	0.01	0.04	0.14	5.19	5.19	5.19
利润总额	-46.19	48.25	39.04	59.91	88.52	124.90
减: 所得税	-8.63	5.64	3.96	5.23	7.57	10.53
净利润	-37.55	42.61	35.07	54.67	80.95	114.37
减: 少数股东损益	0.00	0.15	-0.16	-0.28	-0.40	-0.56
归属母公司股东净利润	-37.55	42.46	35.23	60.47	87.47	121.64
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	172.41	62.26	140.80	199.44	266.52	359.57
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	63.23	107.53	105.79	111.93	155.60	182.03
其他应收款 (合计)	138.57	111.36	184.81	138.57	111.36	184.81
存货	150.31	177.28	183.62	196.63	209.57	261.44
其他流动资产	3898.48	8717.60	1833.93	30.00	42.00	54.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	71.71	133.18	132.27	122.52	113.62	104.40
无形资产和开发支出	57.33	73.24	78.73	70.40	62.08	53.75
其他非流动资产	13.36	8.27	4.19	-172.13	-187.24	-342.11
资产总计	567.32	649.79	681.84	731.07	849.38	1015.19
短期借款	20.67	25.90	21.25	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	93.79	70.03	74.05	104.49	130.13	167.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	71.10	66.47	59.42	1.71	1.71	1.71
负债合计	164.89	136.50	133.48	106.20	131.84	168.93
股本	66.00	68.04	68.04	68.04	68.04	68.04
资本公积	370.54	436.50	436.50	436.50	436.50	436.50
留存收益	-34.11	8.36	43.59	104.06	191.53	313.18
归属母公司股东权益	402.44	512.89	548.13	608.60	696.07	817.71
少数股东权益	0.00	0.40	0.23	-0.05	-0.45	-1.01
股东权益合计	402.44	513.29	548.36	608.55	695.62	816.70
负债和股东权益合计	567.32	649.79	681.84	714.75	827.46	985.64
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	-57.67	-64.11	63.86	77.31	63.91	88.45
投资性现金净流量	-25.18	-102.07	37.29	-0.68	-2.08	-2.44
筹资性现金净流量	229.81	48.99	-14.74	-17.99	5.24	7.04
现金流量净额	146.96	-117.18	86.41	58.64	67.08	93.05

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 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。

我们设定的行业投资评级如下:

- 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。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券研究所首席分析师。

刘琛, SAC 执业证书号: S0640520050001, 中航证券分析师, 北京航空航天大学新媒体学士, 2018 年加入中航证券研究所, 从事军工、通信行业研究。

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, 在此申明, 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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

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。

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。