

业绩符合预期，国产替代进行时

2022 年 02 月 24 日

➤ 公司披露《2021 年业绩快报》，2021 年实现营收 2.54 亿元 (+27.99%)，归母净利润 0.73 亿元 (+106.81%)；计算得出 2021Q4 公司实现营收 0.93 亿元 (+18.76%)，归母净利润 0.26 亿元 (+19.39%)。

➤ **业绩符合预期，国产替代进行时。**2021 年公司实现稳健增长，满足了航空、航天、军工等行业对五轴联动数控机床的迫切需求，实现了批量“进口替代”，同时在汽车、机械设备、模具、刀具、能源、电子、学校等多个行业领域得到广泛应用，实现了公司产品在军民各个领域均衡增长。

➤ **技术对标海外龙头，开启国产替代大周期。**公司通过参与“04 专项”实现技术突破，在其中承担 29 项（牵头 3 项+参研 26 项）课题，目前核心优势体现在数控系统、伺服驱动系统、数控机床技术可对标海外巨头且核心部件的自制率较高。例如，公司 KMC800U 五轴联动立式加工中心产品进入“军工领域国产高档数控机床供应目录”，2018 年 1 月至今，批量实现进口替代。2018 年我国国内产五轴机床销量近 600 台，公司市占率仅为 7.2%；2018 年国内产五轴数控机床产值约为 9.2 亿元，再加上近几年我国进口机床开销在 30 亿美元左右，公司未来可替代空间较大。

➤ **核心设备自主化率高，获得航空系客户认可。**公司实现高档数控系统技术，通用、专用五轴数控机床技术，高性能伺服驱动技术，直驱功能部件技术，高性能传感技术，高性能电机技术等核心技术的突破，保证了公司实现高端数控机床核心部件的自主化批量生产，在保障自主可控的同时完全有能力根据客户需求定义产品。航空航天（包括航发集团、航发科工、航发科技）为公司重要客户，2018-2020 年航空航天下游贡献公司收入的 33.6%、52.4%、47.1%。此外，公司的产品在汽车、机械设备、能源、船舶核电、刀具、模具、学校等领域均实现销售。

➤ **投资建议：**公司发布业绩快报，本次小幅调整盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别是 0.73（已披露）/0.92/1.50 亿元，对应 PE 分别是 121x/96x/59x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1.国产替代进度低于预期风险，目前国产五轴属于自主化起步阶段，军工国产化需求可能会比较快，但其他行业的替代进度难以评估，存在低于预期可能；2.客户认证的时间过长影响短期业绩释放风险，科德数控目前在航发系领域获得认可，但仍存在其他领域客户认证时间周期不可控风险。

推荐

维持评级

当前价格：

99.59 元



分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师：罗松

执业证号：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	198	254	420	579
增长率（%）	39.6	28.0	65.6	38.0
归属母公司股东净利润（百万元）	35	73	92	150
增长率（%）	-17.0	108.0	25.8	63.0
每股收益（元）	0.52	0.81	1.02	1.66
PE	189	121	96	59
PB	12.2	10.2	9.2	8.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 2 月 23 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	198	254	420	579
营业成本	115	150	240	331
营业税金及附加	1	1	1	2
销售费用	20	38	34	35
管理费用	16	30	38	41
研发费用	14	15	19	23
EBIT	38	19	88	148
财务费用	0	-2	-4	-5
资产减值损失	1	-2	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	39	83	105	171
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	39	83	105	171
所得税	4	10	13	20
净利润	35	73	92	150
归属于母公司净利润	35	73	92	150
EBITDA	52	31	104	168

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	141	417	425	579
应收账款及票据	81	97	142	195
预付款项	23	38	55	80
存货	184	164	197	181
其他流动资产	38	79	97	104
流动资产合计	467	795	915	1,138
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	130	118	142	172
无形资产	76	76	76	76
非流动资产合计	215	243	257	258
资产合计	682	1,038	1,172	1,396
短期借款	21	14	0	0
应付账款及票据	16	31	42	63
其他流动负债	60	83	128	180
流动负债合计	97	128	170	243
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	37	37	37	37
非流动负债合计	37	37	37	37
负债合计	133	164	207	280
股本	68	91	91	91
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	548	874	966	1,116
负债和股东权益合计	682	1,038	1,172	1,396

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.62	27.99	65.58	38.01
EBIT 增长率	24.81	-49.52	356.39	67.91
净利润增长率	-17.02	108.05	25.76	63.03
盈利能力 (%)				
毛利率	42.15	40.99	42.90	42.96
净利润率	17.70	28.91	21.96	25.94
总资产收益率 ROA	5.17	7.06	7.86	10.77
净资产收益率 ROE	6.43	8.39	9.55	13.47
偿债能力				
流动比率	4.81	6.21	5.38	4.68
速动比率	2.57	4.58	3.80	3.53
现金比率	1.45	3.26	2.50	2.38
资产负债率 (%)	19.58	15.84	17.62	20.04
经营效率				
应收账款周转天数	115.31	110.00	90.00	90.00
存货周转天数	584.77	400.00	300.00	200.00
总资产周转率	0.29	0.24	0.36	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.81	1.02	1.66
每股净资产	8.06	9.63	10.64	12.30
每股经营现金流	0.94	0.82	0.57	1.92
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	189	121	96	59
PB	12.2	10.2	9.2	8.0
EV/EBITDA	-2.31	270.70	81.25	49.36
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	35	73	92	150
折旧和摊销	13	12	16	20
营运资金变动	12	30	-56	4
经营活动现金流	64	74	52	174
资本开支	-25	-40	-30	-20
投资	60	-45	0	0
投资活动现金流	37	-40	-30	-20
股权募资	0	250	0	0
债务募资	-10	-7	-14	0
筹资活动现金流	-15	242	-14	0
现金净流量	86	276	8	154

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001