

2022年08月25日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

科德数控 (688305)

2022年中报点评：携手制造业大基金打造高端装备制造平台，Q2业绩创历史同期最高水平

报告摘要

公司8月24日公告，2022年H1，公司营业收入1.41亿元(+34.01%)，归母净利润0.27亿元(+26.25%)，扣非归母净利润0.15亿元(+280.40%)。毛利率43.02%(-1.55pcts)，净利率19.41%(-1.21pcts)。

◆扣非归母净利润增速亮眼，公司经营质量不断提升

报告期内，公司实现营业收入1.41亿元(+34.01%)，归母净利润0.27亿元(+26.25%)，扣非归母净利润0.15亿元(+280.40%)，2022年上半年，受益于公司多元化拓展销售渠道，五轴数控机床订单量持续增加，新增订单1.55亿元，数控机床平均单价183.61万元，公司营收及归母净利润稳步提升，同时伴随公司管理水平进一步加强，各项费用趋于稳定，扣除非经常性损益后的费用增幅低于营收增幅，故扣除非经常性损益的净利润显著增长。毛利率43.02%(-1.55pcts)，净利率19.41%(-1.21pcts)，小幅下滑，主要是产品结构变化所致。

期间费用率明显优化，管理效率进一步提升。报告期内，公司三费费用率为16.89%(-5.45pcts)，大幅下降，其中，销售费用率9.97%(-3.38pcts)，管理费用率7.37%(-1.38pcts)，财务费用率-0.45%(-0.69pcts)，总体来看，2022年上半年，公司期间费用率明显优化，我们认为主要是得益于公司经营战略优化，基于自身技术特点及优势，充分调研下游用户需求并开展用户行业分析，市场影响力持续扩大，宣传及推广效率增强，销售费用率及管理费用率进一步下降。

研发投入方面，报告期内公司研发费用1064.96万元(去年同期-113.07万元)，公司去年同期收到以前年度已费用化国拨项目的后补助资金，冲减了当期研发费用。研发投入4030.00万元(+20.31%)，公司紧跟下游用户需求及行业发展趋势，并将其反馈回研发系统，从而推动五轴联动数控机床、高档数控系统、关键功能部件的研发及生产效率。

◆不惧疫情扰动，Q2业绩创历史同期最高水平

投资评级

买入

维持评级

2022年08月24日

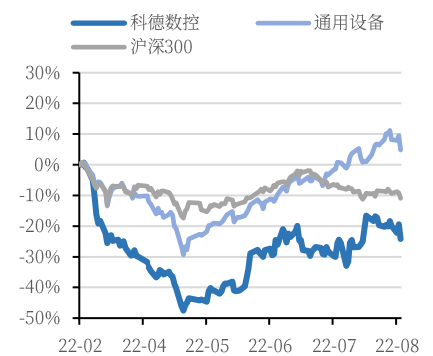
收盘价(元): 76.69

目标价(元): 80.85

公司基本数据

总股本(百万股)	93.18
总市值(百万)	7,145.80
流通股本(百万股)	49.59
流通市值(百万)	3,802.75
12月最高/最低价(元)	103.86/50.28
资产负债率(%)	25.43
每股净资产(元)	0.00
市盈率(TTM)	90.95
市净率(PB)	∞
净资产收益率(%)	3.27

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

刘琛 分析师
SAC执业证书: S0640520050001
联系电话: 010-59562521
邮箱: liuchen@avicsec.com

方晓明 研究助理
SAC执业证书: S0640120120034
联系电话: 010-59562523

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

邮箱: fangxm@avicsec.com

相关研究报告

2022Q2 公司实现单季度业绩历史同期最高水平, 季度营收 0.80 亿元 (+46.29%), 季度最高归母净利润 0.20 亿元 (+123.67%), 扣非归母净利润 0.11 亿元 (+152.00%)。2022Q2 公司在疫情扰动下, 通过提前备料备货、线上线下同步开拓客户等多种方式, 克服供应链紧张、物流限制及销售渠道有限等不利因素影响, 创下历史同期创下最好季度业绩。

◆ 军用领域: 首发新品获市场青睐, 在研产品布局未来增量空间

公司目前在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及产品, 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。

① 新老客户拓展顺利, 航空航天领域技术优势显现

公司凭借高自主化率、高性价比、服务相应迅速等多方面优势, 在军工行业尤其是航空航天领域, 得到了包括航发集团、航空工业、航天科工、航天科技在内的多个军工央企及科研院所客户的广泛认可, 其中, 航发集团下属的所有主机厂均有采购公司设备。另外, 公司主力产品中的五轴联动立式加工中心、五轴联动卧式加工中心、五轴联动铣车复合加工中心、高速桥式五轴龙门加工中心、五轴磨削中心, 均列入《重大技术装备推广应用导向目录》之中。

在手订单情况方面, 2022 年上半年, 公司航空、航天、兵器领域上半年新增订单占比约 50%, 订单金额同比增长 65%。另外, 在新增客户方面, 报告期内, 公司通过公开招投标方式, 与中国航天科工飞航技术研究院、中科航星科技有限公司等企业首次建立合作关系。

② 产品结构多元化推动航空航天领域市场份额稳步提升

报告期内, 公司完成三款新品研制: KD 系列的 KTM120 五轴联动卧式镗铣车复合加工中心、德创系列的 KCX1200TM 五轴卧式铣车复合加工中心、德创系列的 DMC50 五轴立式加工中心, 并且目前均实现批量销售。其中, KTM120 五轴联动卧式镗铣车复合加工中心, 已与汉中某飞机起落架生产厂商达成合作。

在研产品方面, 公司结合市场需求, 积极开展航空结构件零件加工工艺分析及验证, 并提前布局航空航天领域的叶片、叶轮等零件铣磨复合加工, 飞机结构件高效高精度加工及批量化制造等应用场景, 相应研制了五轴铣磨复合加工中心、大型五轴翻板铣削加工中心、高效紧凑型专用卧式五轴加工中心(小翻板铣)等多款机床设备。其中, 大型五轴翻板铣削加工中心已和国内飞机制造厂对接, 并进行工艺验证, 未来有望实现国产大飞机批量制造。

伴随上述新品的批量投产，有望填补相关细分应用领域的国产化空白，公司产品结构将更加多元化，推动公司航空航天领域市场份额稳步提升。

◆ **民用领域：新老客户拓展顺利，多渠道销售拓展海外市场**

公司依托德创系列产品切入民品领域，积极拓展下游新型产业应用市场，在新能源汽车、能源电力、工程机械、刀具等领域的逐步发力。

① **民用领域多点开花，新老客户拓展顺利**

新客户拓展方面，报告期内，公司成功拓展了石油石化、水力发电、刀具等多行业领域客户，成功将五轴卧式铣车复合加工中心、五轴立式加工中心、五轴工具磨床等产品设备推广至上述行业领域重点客户，具体应用场景覆盖了包括石油开采井下设备配套轴类部件、水电工程类叶轮叶盘、各类齿轮加工等在内的各类设备零部件的生产制造中。

老客户方面，公司在风电领域的典型客户，即银川威力传动 2021 年购买公司 8 台五轴铣车复合中心，用于风电减速机壳体加工，2022Q2 又再次复购多台设备，用于扩充产能，进一步反映公司整机产品与数控系统协同性良好，产品品质得到客户广泛认可。

② **多渠道销售拓展海外市场，打造第二增长曲线**

另外，公司通过多元化拓展销售渠道，目前已成功打开欧洲及亚洲市场，实现了五轴联动数控机床产品的海外销售。报告期内新增出口订单涵盖 13 台五轴联动数控机床，其中 12 台出口欧洲，部分设备已经交付并投入使用，预计下半年将实现产品结构的多元化出口。

在此基础上，公司未来出口业务应用领域仍会集中在航空航天及高端民用制造业，同时将进一步围绕：加快产能扩产进度，满足国内外市场需求；布局境外售前及售后支持，提升用户体验等多方面进行相关业务布局。

◆ **携手制造业大基金打造高端装备制造平台**

公司 IPO 阶段有三个募投项目和一个补充流动资金的项目，但因实际募资差距较大（计划募集资金 9.8 亿元，实际募集资金 1.9 亿元），公司对募投项目进行调整，只保留“面向航空航天高档五轴数控机床产业化能力提升工程”和“新一代智能化五轴数控系统及关键功能部件研发”两个项目，并且前者由于建设资金缺口，原计划于 2023 年 4 月投产的募投项目，建设期需延长一年，至 2024 年 4 月建设完成。

为保证上述 IPO 募投项目扩产建设顺利进行，以及前次取消“航空航天关键部件整体加工解决方案研发验证平台”的项目重启，公司以简易程序定增，募集资金总额 1.60 亿元，高效弥补资金缺口。

另外，在此次定增中，制造业大基金认购 1.50 亿元，认购比例达 93.7%，我们认为，此次公司牵手国家制造业大基金是合作的起点，未来双方有望围

绕高度自主化的数控机床整机、数控系统、关键功能部件等各细分领域展开更多深度合作，打造“中国制造”的高端装备制造平台。

◆ **定增募资助力扩产，十四五末既定目标不变**

产能规划方面，公司规划按照每年新增 100 台产能的扩产节奏，预计十四五末年实现年产 500 台五轴数控机床的产能目标，虽然此次募投项目建设延期一年，但公司 2025 年既定目标不变。截至 2022 年上半年，公司实际生产入库 96 台，产量提升已完成既定目标，预计 2022 年全年既定生产目标（250-300 台）也可实现。

◆ **投资建议**

我们认为：

- ① 公司目前在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及产品，同时凭借高自主化率、高性价比、服务相应迅速等多方面优势，在制及在研新品获得客户广泛青睐，伴随产品品结构的持续丰富及优化，将进一步推动公司在航空航天领域市场份额稳步提升；
- ② 公司依托德创系列产品切入民品领域，积极拓展下游新型产业应用市场，在新能源汽车、能源电力、工程机械、刀具等领域的逐步发力。另外，通过多元化拓展销售渠道，公司目前已成功打开欧洲及亚洲市场，实现了五轴联动数控机床产品的海外销售，打造第二成长曲线；
- ③ 国家制造业大基金参与公司定增，未来双方将会围绕高度自主化的数控机床整机、数控系统、关键功能部件等各细分领域展开更多深度合作，携手打造“中国制造”的高端装备制造平台。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 4.07 亿元、5.72 亿元和 7.36 亿元，归母净利润分别为 0.96 亿元、1.30 亿元、1.65 亿元，EPS 分别为 1.05 元、1.44 元、1.82 元，维持“买入”评级，目标价格 80.85 元，分别对应 75 倍、56 倍及 44 倍 PE。

风险提示：产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷，原材料价格波动影响毛利率的风险，市场竞争加剧的风险等。

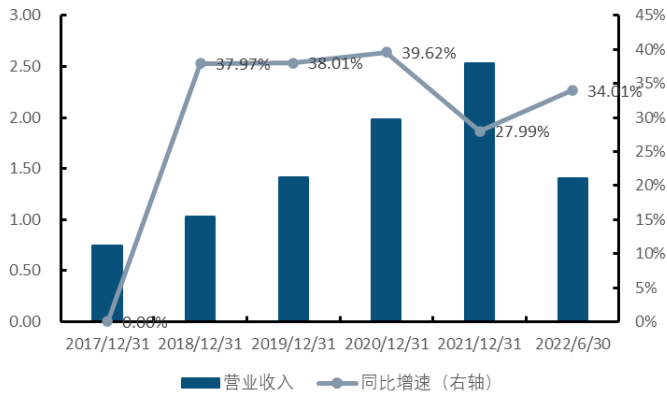
财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	198.13	253.59	406.66	572.06	735.89
增长率（%）	0.40	27.99	60.36	40.67	28.64
归母净利润（百万元）	35.23	72.87	95.59	130.14	165.00
增长率（%）	-0.17	106.81	31.19	36.14	26.79

毛利率 (%)	44.21	42.15	43.14	43.14	43.13
每股收益 (元)	0.39	0.80	1.05	1.44	1.82
市盈率 PE	165.05	79.81	60.83	44.68	35.24
市净率 PB	10.61	7.16	6.40	5.60	4.83
净资产收益率 ROE (%)	6.43	8.97	10.53	12.53	13.71

资料来源: WIND, 中航证券研究所

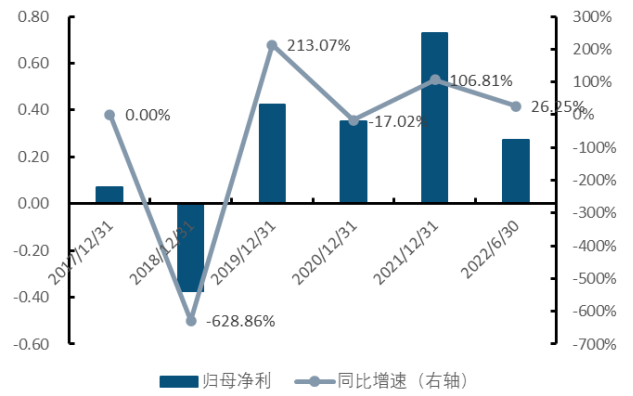
公司年报主要财务数据

图1 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



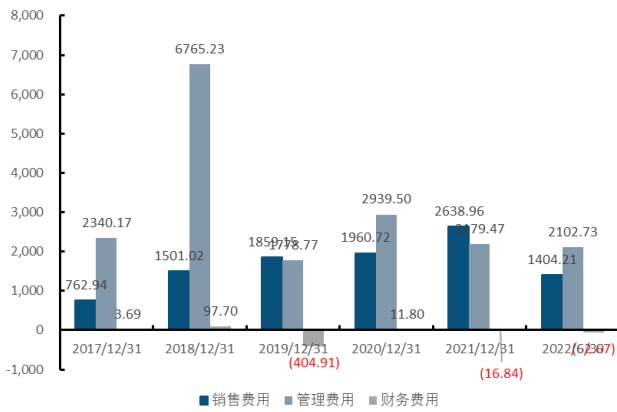
资料来源: WIND,中航证券研究所

图2 公司年报归母净利润 (单位: 亿元; %)



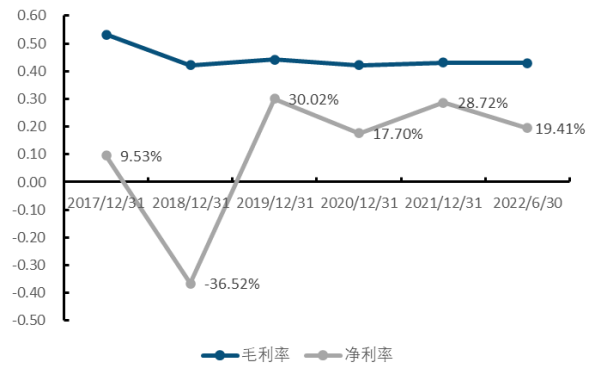
资料来源: WIND,中航证券研究所

图3 公司年报三费情况 (单位: 万元)



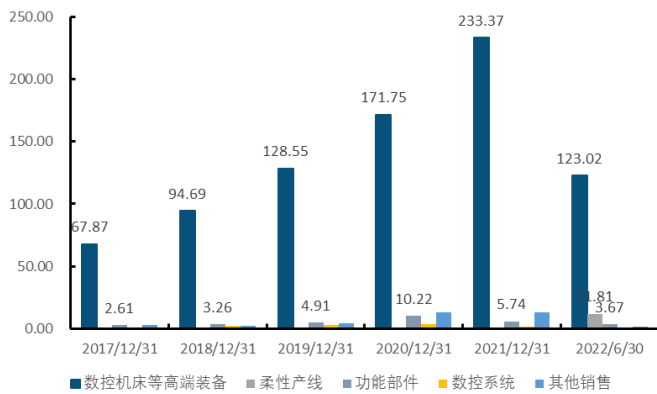
资料来源: WIND,中航证券研究所

图4 公司年报毛利率变化情况 (单位: %)



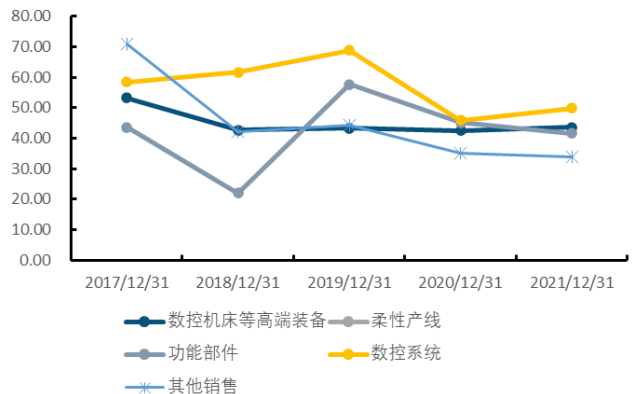
资料来源: WIND,中航证券研究所

图5 公司各业务收入结构 (单位: 万元)



资料来源: WIND,中航证券研究所

图6 公司各业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: WIND,中航证券研究所



财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

报表预测						
利润表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	141.90	198.13	253.59	406.66	572.06	735.89
减: 营业成本	79.17	114.61	144.20	231.23	325.33	418.50
营业税金及附加	0.65	0.69	0.67	1.45	2.04	2.62
营业费用	18.59	19.61	26.39	42.70	60.18	77.49
管理费用	11.81	15.62	18.30	20.33	31.46	41.95
研发费用	5.98	13.78	3.49	17.91	20.60	23.07
财务费用	-4.05	0.12	-0.17	0.21	0.26	0.35
资产减值损失	-1.06	1.03	-0.70	1.00	2.00	3.00
加: 投资收益	2.11	1.19	0.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-3.25	-1.00	-3.22	-2.49	-2.49	-2.49
营业利润	35.65	46.65	62.29	92.83	132.19	171.91
加: 其他非经营损益	20.69	4.11	25.62	16.81	16.81	16.81
利润总额	56.34	50.75	87.91	109.64	149.00	188.71
减: 所得税	5.64	3.96	10.19	10.61	14.45	18.32
净利润	50.70	46.79	77.71	99.03	134.55	170.39
减: 少数股东损益	0.15	-0.16	-0.05	-0.06	-0.08	-0.10
归属母公司股东净利润	42.46	35.23	72.87	95.59	130.14	165.00
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	62.26	140.80	125.99	210.65	299.42	386.64
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	107.53	105.79	186.46	258.94	332.01	406.08
其他应收款 (合计)	111.36	184.81	173.96	111.36	184.81	173.96
存货	177.28	183.62	300.53	277.54	313.98	383.52
其他流动资产	8717.60	1833.93	2288.64	29.75	38.68	50.28
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	133.18	132.27	145.45	127.79	110.13	92.47
无形资产和开发支出	73.24	78.73	113.77	101.43	89.10	76.76
其他非流动资产	8.27	4.19	20.31	-189.03	-338.24	-438.53
资产总计	649.79	681.84	990.81	1066.49	1243.31	1455.75
短期借款	25.90	21.25	19.15	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	70.03	74.05	85.09	96.84	116.66	132.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	66.47	59.42	93.01	61.42	88.35	119.86
负债合计	136.50	133.48	178.10	158.25	205.01	252.55
股本	68.04	68.04	90.72	90.72	90.72	90.72
资本公积	436.50	436.50	605.34	605.34	605.34	605.34
留存收益	8.36	43.59	116.46	212.05	342.19	507.19
归属母公司股东权益	512.89	548.13	812.52	908.11	1038.25	1203.25
少数股东权益	0.40	0.23	0.19	0.13	0.05	-0.06
股东权益合计	513.29	548.36	812.71	908.24	1038.30	1203.20
负债和股东权益合计	649.79	681.84	990.81	1066.49	1243.31	1455.75
现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金净流量	-64.11	63.86	-65.34	85.25	67.91	64.38
投资性现金净流量	-102.07	37.29	-127.38	15.27	15.13	15.13
筹资性现金净流量	48.99	-14.74	177.65	-15.87	5.74	7.72
现金流量净额	-117.18	86.41	-15.06	84.65	88.77	87.22

数据来源：WIND，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: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 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, liyuqi@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。

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