

2022 年 11 月 01 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

科德数控 (688305):

2022 年三季报点评: 深耕高端机床国产化, 军民领域多点发力

报告摘要

◆ 事件:

公司 10 月 26 日公告, 2022 前三季度营收 2.07 亿元 (+28.50%), 归母净利润 0.33 亿元 (-28.49%), 扣非归母净利润 0.21 亿元 (+155.17%), 毛利率 41.71% (-0.95pcts), 净利率 16.08% (-12.86pcts); 其中 Q3 单季度营收 0.66 亿元 (+18.11%); 归母净利润 0.06 亿元 (-76.27%), 扣非归母净利润 0.06 亿元 (+37.45%)。

投资要点:

◆ 营收规模稳定增长, 持续加大新产品研发投入

报告期内, 公司实现营业收入 2.07 亿元 (+28.50%), 毛利率 41.71% (-0.95pcts), 五轴联动数控机床订单增加, 产能扩建逐步落地, 营收规模稳步上升; 归母净利润 0.33 亿元 (-28.49%), 净利率 16.08% (-12.86pcts), 去年同期公司收到政府上市补贴 0.19 亿元, 增加去年同期非经常性损益; 扣非归母净利润 0.21 亿元 (+155.17%), 扣非后盈利能力出现较大提升。

公司前三季度, 期间管理费用率 7.60% (-0.73pcts), 销售费用率 9.83% (-2.33pcts), 财务费用率 -0.81% (-0.62pcts), 研发费用率 7.79% (+6.86pcts), 其中公司研发费用率增长较为明显, 系公司新增主持国拨项目较多, 该阶段投入规模较大所致。公司前三季度研发投入合计 0.80 亿元, 同比增长 48.49%, 研发投入占营业收入的比例为 38.51%, 增加 5.19pcts。后续随着项目研制顺利开展, 新产品通过客户验证和应用, 有望贡献新的业绩增长。

总体来看, 2022 年前三季度, 公司期间费用率结构明显优化, 销售费率下降 2.33pcts, 管理费率下降 0.73pcts 我们认为主要是得益于公司经营战略优化及市场影响力持续扩大。

公司三季度存货 4.10 亿元 (+54.98%), 存货呈现上升趋势, 系部分订单延后四季度交付, 同时公司订单充足, 提前备货生产。

投资评级

买入

维持评级

2022 年 11 月 01 日

收盘价(元):

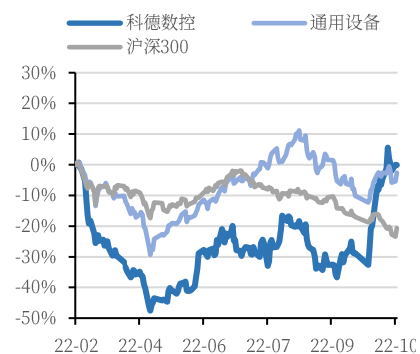
101.10

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	93.18
总市值(百万)	9,420.27
流通股本(百万股)	49.59
流通市值(百万)	5,013.14
12 月最高/最低价(元)	112.54/50.28
资产负债率(%)	23.65
每股净资产(元)	10.78
市盈率(TTM)	158.11
市净率(PB)	9.38
净资产收益率(%)	0.59

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

卢正羽 分析师
SAC 执业证书: S0640521060001
联系电话: 010-59219562
邮箱: luzhy@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

◆ 航空航天领域：军机、发动机、C919 多领域布局

邮箱：fangxm@avicsec.com

相关研究报告

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 —2022-08-29

今年以来，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，新增中标订单金额同比增幅超过 50%。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。

公司凭借高自主化率、高性价比、服务响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。

在民机领域，随着 C919 的适航取证及年底交付，增量市场宽广。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。

在新增客户方面，报告期内，公司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。

◆ 民用领域：新能源、石油化工等民用领域多点开花，

民用领域按照下游行业拆分，可以拆分为机械设备、新能源、汽车、模具、能源、电子等产业领域。

2022Q3 公司新增新能源汽车零部件订单，针对新能源汽车电机六面体壳体、减速器壳体等零部件加工，公司的五轴机床已有广泛应用，该领域尚未达到集中放量的阶段，预计未来几年会有较为明朗的前景。

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。

◆ 海外订单有序拓展。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，在出口订单首次交付并且获得认可后，再次签订了新的订单，目前在手出口订单占今年新增订单超过 20%。

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。

◆ 高端制造的“工业母机”，智能制造发展的基础

数控机床是制造业生产线中设备数量占比最高的加工设备，因此也被称为高端制造的“工业母机”，是智能制造发展的基础，目前智能装备制造已经迎来制造业转型升级发展的新阶段。

高端工业母机具有高精度、高复杂性、高效高动态的特点，处于制造业价值链和产业链的核心环节。政策与资金方面，工业和信息化部表示，计划会同有关部门继续做好工业母机行业顶层设计，积极推进专项接续，进一步完善协同创新体系和机制，突破核心关键技术，强化产业基础，培育优质企业和产业集群，保持产业链供应链稳定；2022 年 9 月 18 日，首批两只中证机床 ETF 获证监会批复；2022 年 8 月，国家制造业转型升级基金战略入股国内精密轴承行业先进企业苏州长城精工科技股份有限公司；《中国制造 2025 重点领域技术路线图》提出：到 2020 年，高档数控机床国产化率超过 70%，电主轴国产化率达 50%；到 2025 年，高档数控机床国产化率将超过 80%，电主轴国产化率将达到 80%。

公司作为国内少数自主掌握高档数控系统及高端数控机床双研发体系的创新型领军企业，坚持以进口替代为核心，随着机床更新周期拐点驱动，行业迎来黄金发展期，国产龙头技术及性价比优势进一步凸显，掌握核心技术的头部企业盈利能力进一步增强，有望在规模效应下进一步释放业绩弹性。

◆ 投资建议

我们认为：

- ① 公司报告期内国产替代驱动营收保持较高增长，短期净利率受非经常性收益影响存在短期下滑，净利率存在增长空间。
- ② 航空航天领域，公司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；在民机领域，随着 C919 的适航取证及年底交付，增量市场宽广。在新能源汽车领域，针对电机六面体壳体、减速器壳体等零部件加工，公司的五轴机床已有广泛应用，此外公司在风电等领域也有较好的应用。

- ③ 数控机床是高端制造的“工业母机”，公司作为国内极少数自主掌握高档数控系统及高端数控机床双研发体系的创新型领军企业，有望在规模效应下进一步释放业绩弹性。

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。

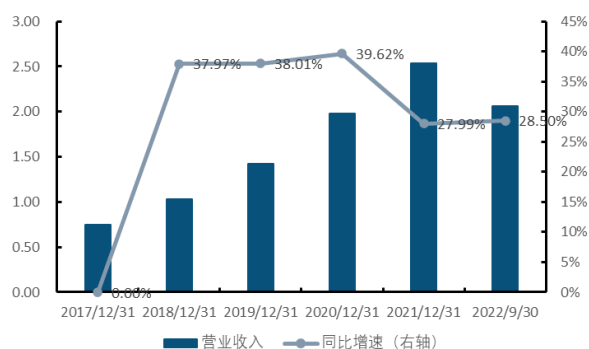
风险提示：产品项目研发进展不及预期，宏观环境低迷，原材料价格波动影响毛利率的风险，市场竞争加剧的风险等。

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（%）	39.62	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（%）	-17.02	106.81	31.19	36.14	26.79
毛利率（%）	42.15	43.14	43.14	43.13	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

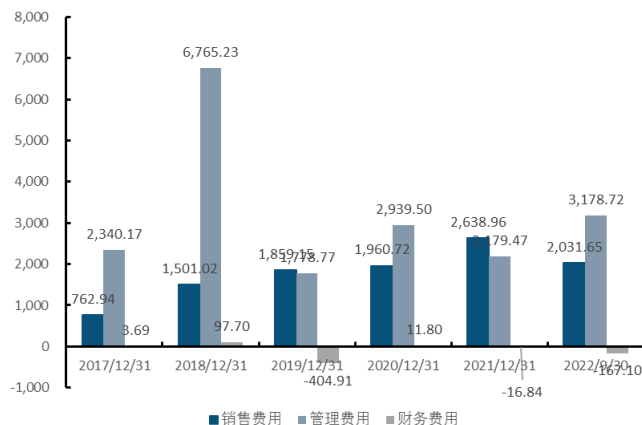
公司年报及三季报主要财务数据

图1 公司年报及三季报营业收入及增速（单位：亿元；%）



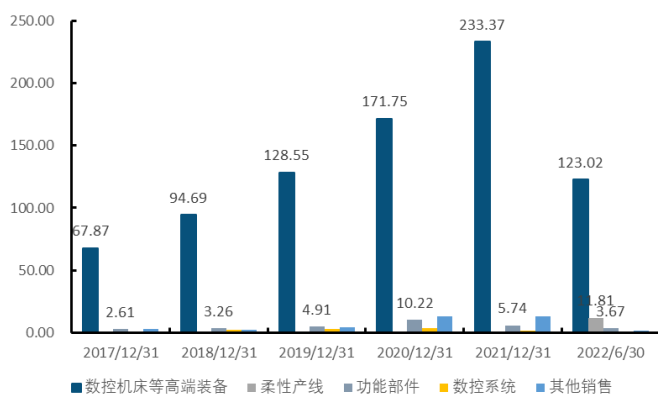
资料来源：WIND,中航证券研究所

图3 公司年报及三季报三费情况（单位：万元）



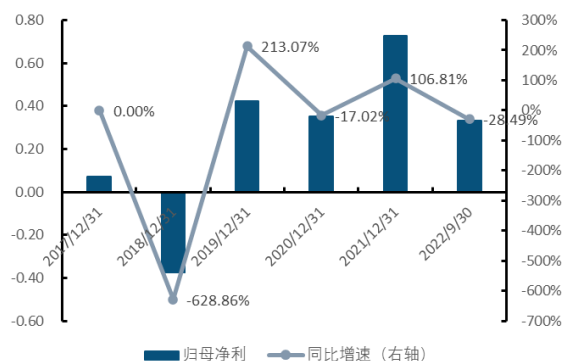
资料来源：WIND,中航证券研究所（管理费包含研发费用）

图5 公司各业务收入结构（单位：万元）



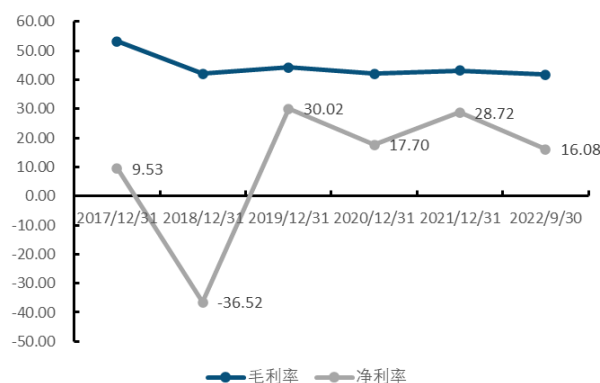
资料来源：WIND,中航证券研究所

图2 公司年报及三季报归母净利润（单位：亿元；%）



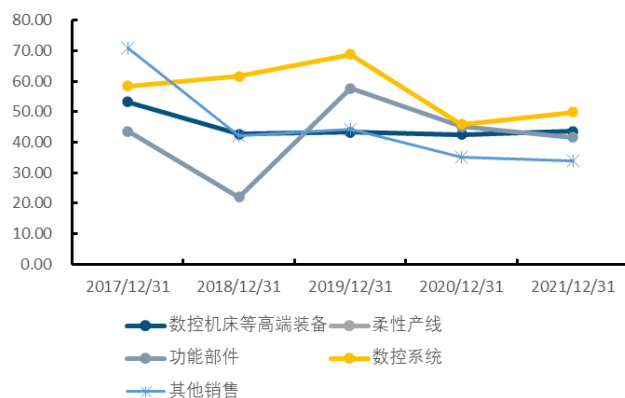
资料来源：WIND,中航证券研究所

图4 公司年报及三季报毛利率变化情况（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

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	141.90	198.13	253.59	406.66	572.06	735.89
增长率(%)	38.01%	39.62%	27.99%	60.36%	40.67%	28.64%
归属母公司股东净利润	42.46	35.23	72.87	95.59	130.14	165.00
增长率(%)	213.07%	-17.02%	106.81%	31.19%	36.14%	26.79%
每股收益(EPS)	0.468	0.388	0.803	1.054	1.435	1.819
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	-0.707	0.704	-0.720	0.940	0.749	0.710
销售毛利率	44.21%	42.15%	43.14%	43.14%	43.13%	43.13%
销售净利率	30.02%	17.70%	28.72%	23.49%	22.73%	22.41%
净资产收益率(ROE)	8.28%	6.43%	8.97%	10.53%	12.53%	13.71%
投入资本回报率(ROIC)	8.57%	6.62%	11.78%	12.43%	17.95%	21.92%
市盈率(P/E)	136.95	165.05	79.81	60.83	44.68	35.24
市净率(P/B)	11.34	10.61	7.16	6.40	5.60	4.83
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	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发送或为任何就送发、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