

华中数控（300161）

数控系统自主可控率先受益者，校企混改深化激发活力

投资评级

买入
首次评级

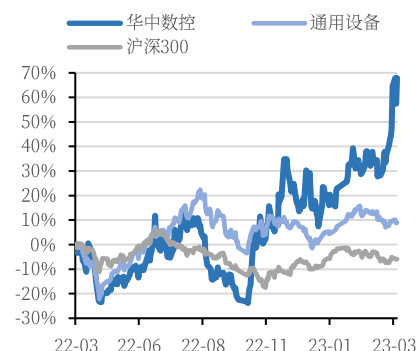
2023 年 03 月 29 日

收盘价(元): 35.72

公司基本数据

总股本(百万股)	198.70
总市值(百万)	7,097.45
流通股本(百万股)	168.61
流通市值(百万)	6,022.65
12 月最高/最低价(元)	37.55/15.68
资产负债率(%)	50.59
每股净资产(元)	7.93
市盈率(TTM)	1,053.80
市净率(PB)	4.50
净资产收益率(%)	-3.42

股价走势图



作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书: S0640521040001	
闫智	研究助理
SAC 执业证书: S0640122070030	
邮箱: yanz@avicsec.com	
卢正羽	分析师
SAC 执业证书: S0640521060001	

相关研究报告

报告摘要

◆ 国内数控系统龙头，率先受益智能制造国产替代浪潮。

我国机床行业大而不强，机床数控化率与欧美等发达国家存在较大差距，且高端数控机床国产化率较低，国内外复杂经济形势影响下，产业自主可控愈加迫切。数控系统是数控机床的“大脑”，是数控机床中技术含量较高的核心部件，决定数控机床的功能及可靠度。高端数控机床中，数控系统价值约占机床成本的 20-40%，目前国内高档数控系统主要依赖国外进口，国内企业市占率不足 10%，国产替代空间广阔。公司为国产数控系统龙头，主打产品华中 8 型高性能数控系统与德国、日本等国家相关产能功能全面对标，标准型数控系统产品 600 余项功能对标匹配度达到 100%，高档型数控系统产品 1900 余项功能对标匹配度超过 98%，在机床数控系统国产替代浪潮中率先受益。

◆ 机器替人大势所趋，加码产能强化核心竞争力。

政策支持、机器替人、制造业复苏与自主可控四重因素叠加，国内机器人产业链将迎重要发展机遇，预计 2025 年我国制造业机器人密度将达 492 台/万人。据高工机器人数据，2023 年我国工业机器人市场整体增速预期为 20%-25%。公司凭借积淀深厚的数控技术和伺服电机技术顺利拓展工业机器人，其核心零部件自供率超过 80%，目前已推出 BR 双旋、垂直多关节、水平多关节、SCARA、Delta、特殊系列六大系列的 40 余款工业机器人新品，实现了从小负载到中大负载的全覆盖，并与富士康、共进电子、捷荣技术、凌丰集团建立了良好的合作关系。近期公司发布定增预案拟新建 2 万套工业机器人产能，规模效应体现后盈利能力与市占率有望抬升。

◆ 卓尔智造控股份额拟再次扩大，管理、盈利将迎拐点向上。

公司原控股股东为华中科技大学产业集团，为落实校企改革要求，2019 年 11 月公司控股股东变更为卓尔智造；2021 年 4 月华中科技大学产业集团将其股份通过同一控制下国有股权无偿划转至华科资产，同年卓尔智造以现金

股市有风险 入市需谨慎

4.28 亿元参与定增；2022 年 9 月公司收到华科资产减持计划，目前该计划正在实施；2023 年发布的定增预案披露，卓尔将认购发行股票数量的 30%-40%，其持股比例将进一步扩大。卓尔全面赋能公司高质量发展，给予资金与资源支持，加大市场化布局、提高决策效率，同时注重人才激励，公司管理与盈利能力将迎来拐点向上。

◆ 盈利预测

公司为国内高端数控系统龙头，在智能制造国产替代浪潮中将率先受益，此外，伴随校企混改持续深入，利润有望逐渐增厚，预计公司 2022-24 年实现营收 16.35 亿元/20.67 亿元/25.83 亿元，归母净利润 0.16 亿元/1.06 亿元/1.81 亿元，当前股价对应市盈率为 439X/67X/39X，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

制造业复苏不及预期、国产替代不及预期、资产减值风险、市场竞争加剧、新品开发不及预期、管理改善不及预期。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1322.39	1633.83	1635.37	2066.92	2582.64
增长率（%）	45.95	23.55	0.09	26.39	24.95
归母净利润（百万元）	27.77	31.23	16.16	106.45	181.02
增长率（%）	81.19	12.44	-48.25	558.67	70.06
毛利率（%）	39.31	31.47	31.07	32.46	32.87
每股收益（元）	0.14	0.16	0.08	0.54	0.91
市盈率 PE	255.54	227.27	439.18	66.68	39.21
市净率 PB	6.01	4.35	4.31	4.08	3.73
净资产收益率 ROE（%）	2.35	1.91	0.98	6.11	9.52

资料来源：iFinD，中航证券研究所

表1 公司分产品收入预测表

单位：百万元		2020	2021	2022E	2023E	2024E
数控系统及机床	收入	620.05	839.05	729.97	948.97	1,200.44
	增速	51.87%	35.32%	-13.00%	30.00%	26.50%
	毛利率	36.25%	32.00%	33.00%	34.00%	35.00%
机器人	收入	423.07	648.41	804.03	1,005.04	1,256.30
	增速	1.18%	53.26%	24.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	35.19%	29.08%	28.00%	30.00%	30.00%
特种装备	收入	225.00	97.39	58.43	64.28	70.71
	增速	320.84%	-56.72%	-40.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	59.97%	0.00%	50.00%	50.00%	50.00%
新能源汽车配套	收入	37.52	20.14	14.10	16.92	20.31
	增速	518.01%	-46.30%	-30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	-	-	30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入	16.75	28.83	28.83	31.71	34.88
	增速	-16.60%	72.15%	0.00%	10.00%	10.00%
	毛利率			30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	1,322.39	1,633.83	1,635.37	2,066.92	2,582.64
	增速	45.95%	23.55%	0.09%	26.39%	24.95%
	毛利率	39.31%	31.47%	31.07%	32.46%	32.87%

资料来源：Wind，中航证券研究所预测

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	607	855	654	827	1033	营业收入	1322	1634	1635	2067	2583
应收票据及账款	668	764	936	1184	1479	营业成本	803	1120	1127	1396	1734
预付账款	75	89	90	113	142	税金及附加	8	10	10	13	16
其他应收款	83	63	76	113	177	销售费用	132	155	155	186	220
存货	802	883	988	765	855	管理费用	113	132	139	155	181
其他流动资产	18	25	35	42	50	研发费用	221	207	245	248	258
流动资产总计	2254	2678	2779	3044	3736	财务费用	30	26	24	30	38
长期股权投资	12	20	20	20	20	资产减值损失	-89	-48	-16	-10	-13
固定资产	289	342	308	298	314	信用减值损失	-32	-29	-16	-14	0
在建工程	6	36	113	257	409	其他经营损益	-0	0	-0	-0	-0
无形资产	134	141	133	126	118	投资收益	-5	1	1	1	1
长期待摊费用	20	17	11	5	8	公允价值变动损益	-0	0	0	0	0
其他非流动资产	138	165	222	229	222	资产处置收益	0	0	0	0	0
非流动资产合计	600	720	807	934	1091	其他收益	159	125	135	150	160
资产总计	2854	3399	3586	3978	4826	营业利润	49	34	38	165	284
短期借款	677	426	562	750	989	营业外收入	4	9	8	8	8
应付票据及账款	393	488	463	421	665	营业外支出	7	2	3	3	3
其他流动负债	221	399	490	615	766	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	1291	1313	1515	1786	2420	利润总额	46	40	43	170	289
长期借款	110	109	97	86	75	所得税	5	-2	21	26	43
其他非流动负债	89	152	130	130	130	净利润	41	42	22	145	246
非流动负债合计	199	261	227	216	205	少数股东损益	14	11	6	38	65
负债合计	1490	1574	1741	2001	2625	归属母公司净利润	28	31	16	106	181
股本	173	199	199	199	199	EBITDA	135	128	162	313	456
资本公积	750	1146	1146	1146	1146	NOPLAT	71	63	38	166	274
留存收益	258	289	303	397	557	EPS (元)	0.1	0.2	0.1	0.5	0.9
归属母公司权益	1181	1633	1648	1742	1901						
少数股东权益	183	191	197	235	300						
股东权益合计	1364	1825	1845	1977	2201						
负债和股东权益合计	2854	3399	3586	3978	4826						

现金流量表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	41	42	-98	12	104
折旧与摊销	59	61	95	112	129
财务费用	30	26	24	30	38
投资损失	5	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-211	35	-233	-9	-90
其他经营现金流	142	36	141	156	166
经营性现金净流量	67	199	-73	300	347
资本支出	37	45	177	240	285
长期投资	2	-22	0	0	0
其他投资现金流	-14	-62	-49	-22	-24
投资性现金净流量	-50	-128	-225	-262	-309
短期借款	196	-252	136	189	239
长期借款	80	-1	-13	-11	-11
普通股增加	0	26	0	0	0
资本公积增加	-0	395	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-49	-26	-43	-60
筹资性现金净流量	249	120	97	135	168
现金流量净额	266	191	-201	173	206

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营收增长率	46.0%	23.6%	0.1%	26.4%	25.0%
营业利润增长率	197.6%	-29.7%	11.8%	332.6%	72.2%
EBIT 增长率	83.1%	-12.0%	0.4%	199.2%	63.5%
EBITDA 增长率	39.5%	-5.4%	26.6%	93.5%	46.0%
归母净利润增长率	81.2%	12.4%	-48.3%	558.7%	70.1%
经营现金流增长率	968.7%	197.5%	-	512.5%	15.6%
盈利能力					
毛利率	39.3%	31.5%	31.1%	32.5%	32.9%
净利率	2.1%	1.9%	1.0%	5.1%	7.0%
营业利润率	3.7%	2.1%	2.3%	8.0%	11.0%
ROE	2.4%	1.9%	1.0%	6.1%	9.5%
ROA	1.0%	0.9%	0.5%	2.7%	3.8%
ROIC	3.9%	3.0%	1.8%	6.7%	9.8%
估值倍数					
P/E	255.5	227.3	439.2	66.7	39.2
P/S	5.4	4.3	4.3	3.4	2.7
P/B	6.0	4.3	4.3	4.1	3.7
股息率	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%
EV/EBIT	51.0	97.4	118.5	40.7	25.8
EV/EBITDA	28.6	50.9	49.1	26.1	18.5
EV/NOPLAT	54.7	103.9	210.3	49.1	30.8

资料来源：iFinD，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:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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