

道森股份 (603800.SH)
 / 机械设备

证券研究报告/公司点评

2024年1月16日

评级：增持（维持）

市场价格：25.88

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

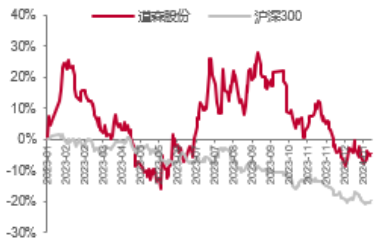
分析师：张晨飞

执业证书编号：S0740522120001

Email: zhangcf01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	208
流通股本(百万股)	208
市价(元)	25.88
市值(百万元)	5,383
流通市值(百万元)	5,383

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 电解铜箔设备龙头，复合集流体打开空间

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,175	2,190	2,792	3,645	4,676
增长率 yoy%	39%	86%	27%	31%	28%
净利润(百万元)	-36	106	203	351	484
增长率 yoy%	-920%	399%	91%	73%	38%
每股收益(元)	-0.17	0.51	0.98	1.69	2.32
每股现金流量	-0.59	0.31	0.03	2.57	3.19
净资产收益率	-4%	9%	14%	19%	20%
P/E	-151.2	50.6	26.5	15.3	11.1
P/B	6.2	5.4	4.6	3.7	2.8

备注：股价取自 2024 年 1 月 16 日

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年业绩预告，预计 2023 年度归母净利润为 1.85-2.25 亿元，同比增速为 73.80%-111.37%。预计扣非后归母净利润为 1.25-1.50 亿元，同比增速为 41.56%-69.87%。
- **Q4 业绩高增长，电解铜箔设备龙头快速发展。**分季度看，2023Q4，公司单季度归母净利润约为 1.24-1.64 亿元，同比增速约为 187.51%-280.06%；单 Q4 扣非后归母净利润约为 0.77-1.02 亿元，同比增速约为 180.74%-271.42%。公司单 Q4 业绩高速增长，经营情况向好。
- **电解铜箔市场需求稳健，公司同时布局轻薄化和复合化两大趋势。**
 - ①**电解铜箔终端需求稳健，向轻薄化方向发展。**随着电子产品智能化、5G 发展等因素推动，预计 PCB 铜箔需求稳步增长，根据 GGII 预测，2030 年全球电子电路铜箔出货量将达 82.3 万吨，2021-2030 年 CAGR 为 3.1%。对于锂电池铜箔而言，厚度越薄，单位面积铜箔质量越轻，电池能量密度越高。根据江铜铜箔，与 8 μ m 锂电铜箔相比，6 μ m 和 4.5 μ m 铜箔可提升电池能量密度 5%和 9%，单位电池铜的用量减少，也有利于降低锂电池成本，国内主流电池厂纷纷进行更轻薄锂电铜箔的切换。
 - ②**复合铜箔优势明显，市场空间广阔。**复合铜箔采用 PET/PP 薄膜两边镀铜的“三明治结构”，具有安全性高、成本低、能量密度高等优点，有望替代传统锂电电解铜箔。目前多家企业布局复合铜箔、工艺成熟度迅速提升、电池厂验证持续推进，行业蓄势待发。根据测算，假设 2025 年行业渗透率达到 30%，则复合铜箔市场空间约 314 亿元。
 - ③**公司是电解铜箔设备龙头，布局轻薄化和复合化两大趋势。**1. 锂电铜箔核心设备为阴极辊，公司控股子公司洪田科技打破国外垄断，目前已成功研制出直径 3 米，幅宽 1.82 米的超大规模电解铜箔阴极辊、生箔机以及配套设备，能稳定生产高端极薄的锂电铜箔；2. 公司研发复合铜箔一体机，具有高效率、自动化、环境友好和场地要求低等优势，公司真空磁控溅射一体机通过实验测试，各项指标优良。随着复合集流体行业发展，预计公司真空镀膜设备业务将快速增长。
- **盈利预测：**公司控股子公司洪田科技实现高端阴极辊国产化，产品竞争力强，将受益于行业需求增长；同时公司布局复合集流体干法设备，打开长期成长空间。我们维持盈利预测不变，预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 27.92、36.45、46.76 亿元，归母净利润分别为 2.03、3.51、4.84 亿元，2024 年 1 月 16 日股价对应 PE 分别为 26.5、15.3、11.1 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示。**电解铜箔需求下降的风险；市场竞争加剧的风险；复合集流体行业进展不及预期的风险；复合集流体设备技术路线不确定的风险；市场空间测算偏差的风险；报告引用数据更新不及时的风险等。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	713	698	911	1,195	营业收入	2,190	2,792	3,645	4,676
应收票据	212	146	249	339	营业成本	1,729	2,108	2,689	3,403
应收账款	612	754	875	1,029	税金及附加	11	8	11	14
预付账款	132	63	81	102	销售费用	78	98	124	159
存货	964	950	1,054	1,267	管理费用	78	98	128	164
合同资产	51	16	26	42	研发费用	62	112	182	257
其他流动资产	315	62	86	119	财务费用	-3	11	2	-10
流动资产合计	2,947	2,673	3,255	4,050	信用减值损失	-33	-15	-5	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-37	-15	-10	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	231	403	575	749	投资收益	7	5	0	0
在建工程	39	49	49	39	其他收益	23	15	0	0
无形资产	73	76	82	98	营业利润	196	348	494	689
其他非流动资产	406	410	104	106	营业外收入	6	3	0	0
非流动资产合计	750	937	809	992	营业外支出	2	1	0	0
资产合计	3,697	3,610	4,065	5,042	利润总额	200	350	494	689
短期借款	275	537	208	150	所得税	32	42	61	92
应付票据	409	366	509	676	净利润	168	308	433	597
应付账款	437	632	815	1,041	少数股东损益	61	105	82	113
预收款项	0	6	2	3	归属母公司净利润	107	203	351	484
合同负债	863	56	73	94	NOPLAT	165	318	435	589
其他应付款	4	4	4	4	EPS (按最新股本摊薄)	0.51	0.98	1.69	2.32
一年内到期的非流动负债	42	42	42	42					
其他流动负债	213	248	301	367	主要财务比率				
流动负债合计	2,243	1,890	1,954	2,376	会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
长期借款	225	225	225	225	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	86.4%	27.5%	30.6%	28.3%
其他非流动负债	21	20	20	20	EBIT增长率	-981.2%	83.7%	37.4%	37.1%
非流动负债合计	246	245	245	245	归母公司净利润增长率	-399.0%	91.0%	72.5%	37.8%
负债合计	2,489	2,135	2,199	2,621	获利能力				
归属母公司所有者权益	997	1,159	1,468	1,910	毛利率	21.1%	24.5%	26.2%	27.2%
少数股东权益	212	316	399	512	净利率	7.7%	11.0%	11.9%	12.8%
所有者权益合计	1,208	1,475	1,866	2,422	ROE	8.8%	13.8%	18.8%	20.0%
负债和股东权益	3,697	3,610	4,065	5,042	ROIC	14.0%	18.9%	21.8%	24.6%
					偿债能力				
					资产负债率	67.3%	59.1%	54.1%	52.0%
					债务权益比	46.6%	55.9%	26.5%	18.0%
					流动比率	1.3	1.4	1.7	1.7
					速动比率	0.9	0.9	1.1	1.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9
					应收账款周转天数	92	88	80	73
					应付账款周转天数	77	91	97	98
					存货周转天数	145	163	134	123
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.51	0.98	1.69	2.32
					每股经营现金流	0.30	0.03	2.57	3.19
					每股净资产	4.79	5.57	7.06	9.18
					估值比率				
					P/E	51	26	15	11
					P/B	5	5	4	3
					EV/EBITDA	4	3	2	1

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。