

2025年03月06日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

90

公司基本信息

产业别	机械设备		
A 股价(2025/3/5)	76.62		
上证指数(2025/3/5)	3341.96		
股价 12 个月高/低	88.99/54.69		
总发行股数(百万)	102.24		
A 股数(百万)	101.70		
A 市值(亿元)	77.92		
主要股东	大连光洋科技集团有限公司 (25.57%)		
每股净值(元)	17.87		
股价/账面净值	4.29		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	15.1	1.2	-3.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

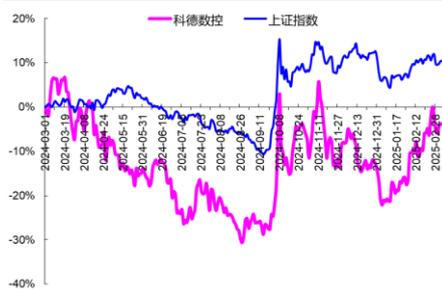
产品组合

高端数控机床	94.2%
关键功能部件	3.0%
高档数控系统	0.3%
自动化生产线	0.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0%
一般法人	0%

股价相对大盘走势



科德数控 (688305.SH)

买进 (Buy)

深耕高端数控机床，核心部件自主可控

结论与建议：

公司是国内极少数具备高档数控系统及五轴联动数控机床双研发体系的创新型企业，布局国内高速发展的航空、航天、新能源汽车等尖端产业。公司在数控系统、电主轴等多项核心零部件实现自研自产，业务毛利率领先同业。我们看好公司在数控机床的领先优势，首次覆盖，给予“买进”的投资建议。

■ **公司深耕高端数控机床业务，收入及利润维持快速增长：**公司于 2008 年成立，并推出自制高档数控系统；2009 年受国家 04 专项政策支持，公司定位高端五轴联动数控机床的研发，以及电机、主轴等核心功能部件的开发。截至 2024 年，公司已经形成高端数控机床产品矩阵，包括四大通用加工中心（五轴立式、五轴卧式、五轴卧式铣车复合、五轴龙门加工中心）和四大专用加工中心（五轴工具磨削中心、五轴叶片机、高速叶尖磨削中心、六轴五联动叶盘加工中心）；而在产品布局上，既有面向军工领域打造的高端 KD 系列，又有适用于民用领域的高性价比的德创系列。目前公司产品已经广泛应用于国内高速发展的航空航天、新能源汽车等尖端产业，充分受益于国内制造业升级浪潮。根据业绩快报数据计算，2017-2024 年公司收入从 0.75 亿元增长至 6.05 亿元，期间 CAGR 达 34.9%，其中高端数控机床业务收入占比达 90% 以上，且毛利率维持在 42% 水平线上。得益于收入端的快速增长以及机床业务的高毛利率，公司归母净利润从 2017 年的 0.07 亿元增长至 2024 年的 1.30 亿元，期间 CAGR 达 51.6%。

■ **国内高端制造升级+设备更新，推动五轴数控机床产业向上发展：**公司的核心产品—五轴联动数控机床是高端数控机床的塔尖，具备加工多线型、异形曲面等工件的能力，是解决飞机发动机叶轮、叶片、船用螺旋桨等加工的唯一手段。当前中国制造业正逐步向高端化转型，将驱动五轴数控机床产业向上发展。以航空产业为例，截至 2024Q3 中国民航运输飞机在册架数达 4352 架，而根据中国商飞预测，2024-2043 年中国航空运输市场将接收喷气客机 9323 架，中国有望成为全球最大的单一航空运输市场。随着国产飞机 C919、ARJ21 的推出，叠加全球航空制造业向中国迁移，国内航空产业链将迎来黄金发展期。而发动机叶片、旋涡转子、前后机身、机翼等部件生产高度依赖五轴联动数控机床，也将推动国内五轴数控机床产业向上发展。此外，2024 年 4 月工信部发布《推动工业领域设备更新实施方案》，也助推了机床存量的更新需求，并助力传统产业机床向数控机床转型。从统计局数据看，金属切削机床产量当月同比增速自 2024 年 3 月后触底回升，全年累计同比增长 10.5%，较 2023

年增速提高 4.1pcts，行业周期有望上行。

- **国内高端机床行业面临“卡脖子”，公司产品可实现国产化替代：**国内高端机床国产化率不足 10%，且高档数控系统等核心部件也依赖进口。近年来西方国家依据“巴统协定”和“瓦森纳协定”对高端机床、高档数控系统出口进行管制，导致国内重要企业的战略装备生产出现“卡脖子”难题。而公司是国内极少数的具备高端数控机床及高档数控系统双研发体系的创新型企业，并且在尖端产品上也已实现国产替代。以用于加工飞机发动机叶尖的高速叶尖磨削中心为例，公司 KBTG 1000 在磨削长度、工件长度、主轴转速、砂轮架回转范围等性能参数已追平国际龙头达诺巴特的 DANTIP-R3，并且价格仅为达诺巴特的 1/2-2/3，有望实现国产替代，目前航发集团成员单位已复购该产品。此外，公司在核心部件上也基本实现自主可控，五轴联动数控机床自主化率达到 85%。其中，高档数控系统是高端数控机床的控制核心，而公司自研的 GNC 系列高档数控系统实现了 GNC 60/61/62 的数次迭代，能够对标西门子竞品 840D，且在开放性、适配性和性价比上更具优势，并已实现对外销售。
- **公司核心部件自主可控，毛利率高于同业：**近年来公司毛利率维持在 42% 水平线上，远高于同业水平（2024Q1-Q3 上市机床企业平均毛利率为 25.4%），一方面是因为公司产品均为高端五轴联动数控机床，均价超 180 万/台，高于同类型企业；另一方面，高档数控系统约占成本的 20%-40%，而公司凭借自研 GNC 系列节省了大量的版权成本，并且电机、电主轴、铣头等核心功能部件也实现了自主可控。费用方面，2024 年前三季度公司期间费用率为 20.69%，同比下降 3.05pcts，分项来看，销售、管理、研发、财务费用率同比分别变动-2.23、-0.68、-0.28、+0.14pcts，控费效果显著。盈利方面，根据业绩快报数据，2024 年公司实现扣非后归母净利润 1.0 亿元，YOY+36.8%；归母净利率为 17.4%，同比提高 0.4 pcts。
- **公司订单饱满，未来将持续扩产：**得益于航空航天等领域的旺盛需求，2024 年公司新签订单额 YOY+24%，订单增长显著，我们估计公司将逐渐接近饱和。为扩张产能，公司 2024 年完成定增 6.0 亿元，将于大连、沈阳、银川三地建设制造基地，并将不同类别的高端五轴机床及核心功能部件的产能布局进行调配。新产线预计 2025 年开始陆续投入使用，至 2028 年全部达产后公司合计产能将达到 1100 台左右（2024 年产能约 500 台），这将助力公司持续扩大市场份额，提高收入规模和盈利水平。
- **盈利预测及投资建议：**预计 2024-2026 年公司实现净利润 1.3 亿元、1.6 亿元、2.2 亿元，yoy 分别为+28%、+25%、+34%，EPS 为 1.2 元、1.6 元、2.2 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 60 倍、48 倍、36 倍，对此给予“买进”的投资建议。
- **风险提示：**行业竞争加剧、海外供应链断供、海外市场开拓不顺、制造业景气回落

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	60	102	130	163	218
同比增减	%	-17.04	68.70	27.79	25.19	33.85
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.66	1.09	1.28	1.60	2.15
同比增减	%	-29.81	65.83	17.08	25.19	33.85
A 股市盈率(P/E)	X	116.09	70.00	59.79	47.76	35.68
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.25	0.42	0.56	0.75
股息率 (Yield)	%	0.00	0.33	0.55	0.73	0.98

### 【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	315	452	605	794	1006
经营成本	182	244	575	449	573
营业税金及附加	0	1	2	3	3
销售费用	30	48	52	72	81
管理费用	22	28	33	48	54
财务费用	-2	-2	-2	-4	-4
资产减值损失	0	0	0	-1	0
投资收益	2	11	2	5	6
营业利润	65	115	147	182	244
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	65	115	148	182	244
所得税	5	13	18	19	26
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	60	102	130	163	218

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	269	246	531	412	404
应收帐款	126	142	177	222	277
存货	394	471	613	736	809
流动资产合计	977	1000	1370	1602	1763
长期投资净额	3	3	3	4	4
固定资产合计	149	200	420	546	682
在建工程	6	6	45	54	38
无形资产	359	500	890	1068	1196
资产总计	1336	1500	2260	2671	2959
流动负债合计	201	284	378	491	565
长期负债合计	104	82	99	113	128
负债合计	305	366	476	604	693
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1031	1134	1783	2067	2266
负债和股东权益总计	1336	1500	2260	2671	2959

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动产生的现金流量净额	-6	45	60	94	162
投资活动产生的现金流量净额	-29	-53	-359	-285	-221
筹资活动产生的现金流量净额	163	-15	584	73	51
现金及现金等价物净增加额	128	-24	285	-118	-8

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。