

## 道森股份 (603800.SH)

## 强烈推荐 (维持)

## 扭亏为盈符合预期，复合铜箔设备前景可观

道森股份发布 2022 年报及 2023 年 1 季报，营收分别同比+86.4%和+33.5%，净利润均实现扭亏为盈。业绩符合预期，主要归因于洪田科技的并表和传统油气设备业务改善。公司控股洪田科技，持续推进向新能源设备制造商的转型，在复合铜箔设备居于行业领先地位。公司在手订单饱满，新建基地为公司产能提供保障。我们认为，复合铜箔设备有望实现放量增长，公司 23 年业绩确定度高，继续维持“强烈推荐”评级。

□ 22 年及 23 年 Q1 均扭亏为盈，业绩符合预期。2022 年，道森股份实现收入 21.9 亿元，同比+86.4%；归母净利润 1.06 亿元，去年同期为-0.36 亿元。2022Q4 单季度实现收入 7.3 亿元，同比+72.6%；归母净利润 0.43 亿元，同比+188.3%。2023Q1 营收 3.9 亿元，同比+33.5%；归母净利润 0.18 亿元，去年同期-0.21 亿元。洪田科技的并表和传统油气业务的复苏是公司业绩改善的主要原因。

□ 控股洪田科技，由传统油气设备制造商向新能源高端装备制造战略转型，盈利能力显著上升。受并表洪田科技的影响，公司 22 年期间费用率下降到 9.8%，同比-4.6pct，其中：销售费用率为 3.6%，同比-1.2pct；研发费用率为 2.8%，同比-0.2pct；管理费用率为 3.6%，同比-1.4pct；财务费用率为-0.1%，同比-1.7pct。公司 22 年毛利率为 21.0%，同比+8.9pct；净利率 4.9%，同比+7.9pct。22 年 Q4 毛利率为 27.0%，同比+12.6pct；净利率 5.9%，同比+2.4pct；23 年 Q1 毛利率 20.7%，同比+8.4pct，净利率 4.6%，同比+11.7pct。2022 年公司电解铜箔板块毛利率为 30.2%，未来，该板块业务占比将不断提高并成为公司盈利的主体，公司整体盈利能力将持续增强。

□ 在手订单充足，23 年业绩确定性高。洪田科技在电解铜箔高端生产装备制造领域客户资源积累丰富，已与国内外知名铜箔制造商建立密切的合作关系。2023 年 Q1 末公司合同负债为 9.3 亿元，存货为 11.9 亿元，表明公司在手订单充足。据 22 年报披露，2023 年，公司与诺德股份签订销售合同待履约金额达 10.7 亿元，合同期限为 2023 年 1 月至 11 月，将保障全年业绩增长。

□ 强化铜箔设备行业地位，加码产能扩张。公司于 2022 年 5 月在江苏省盐城市拿地，计划新建高端成套设备产业园，建成后将成为国内设计规模宏大、技术前沿的电解铜箔设备产业园区。预计于 2023 年三季度整体竣工交付投入使用。2023 年 3 月，公司披露控股子公司洪田科技将在江苏省南通市新投资建设新能源高端装备制造项目，项目计划总投资 10 亿元，项目完全达产后预计实现年产真空磁控溅射设备 100 套、真空蒸镀设备 100 套、复合铜箔一体机成套设备 100 套、锂电生箔机成套设备 200 套及阳极板 6000 套等。

□ 前瞻布局复合铜箔赛道，将成未来新增增长点。2022 年，公司在苏州设立全资子公司“苏州洪田高端装备研究院有限公司”，有助于公司在电解铜箔设备、真空磁控溅射设备、复合铜箔设备、新材料、涂布设备等新能源高端装备关键技术及关键生产工艺上取得进一步突破，全面提升企业核心竞争力。公司积极前瞻性布局复合铜箔设备赛道，创新性推出真空磁控溅射一体机等复合铜箔一体机产品解决方案。根据公司公众号，4 月份公司将在南通洪田科技厂区召开真空磁控溅射一体机新品发布会，复合铜箔一体机设备落地后，相关订单将进一步推动公司业绩增长。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。作为铜箔设备领域的领先企业，公司凭借技术

中游制造/机械

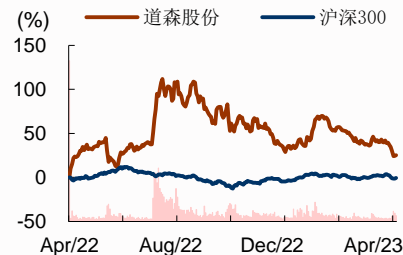
当前股价：25.01 元

## 基础数据

总股本 (万股)	20800
已上市流通股 (万股)	20800
总市值 (亿元)	52
流通市值 (亿元)	52
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	14.3
资产负债率	69.1%
主要股东	科云新材料有限公司
主要股东持股比例	28.0%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-24	29
相对表现	-8	-34	26



## 相关报告

1、《道森股份 (603800) — 转型铜箔设备，开启成长新征程》2022-11-07

胡小禹 S1090522050002  
✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn  
吴洋 研究助理  
✉ wuyang2@cmschina.com.cn  
朱艺晴 研究助理  
✉ zhuyiqing@cmschina.com.cn

优势和拓张的产能，有望进一步提高市占率。其中，复合铜箔设备有望实现放量增长。23/24/25 年预计实现营收 23.8/32.8/38.8 亿,净利润 2.56/3.71 亿/4.39 亿元，对应 PE 分别为 20.3/14.0/11.8 倍。维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：下游投资强度不及预期；并购洪田科技剩余股份进度不及预期；竞争对手突破核心技术；公司市占率、毛利率下降；人才流失。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1175	2190	2376	3284	3878
同比增长	39%	86%	8%	38%	18%
营业利润(百万元)	(38)	196	553	803	951
同比增长	-476%	-620%	182%	45%	18%
归母净利润(百万元)	(36)	106	256	371	439
同比增长	-920%	-399%	141%	45%	18%
每股收益(元)	-0.17	0.51	1.23	1.78	2.11
PE	-146.1	48.9	20.3	14.0	11.8
PB	6.0	5.2	4.2	3.3	2.6

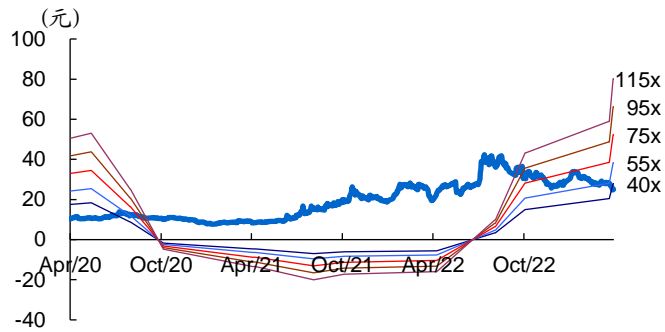
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业收入	423	292	421	747	730	390
营业成本	362	256	357	583	533	309
营业费用	22	20	14	17	27	14
管理费用	15	16	13	28	21	21
研发费用	10	7	10	20	25	15
财务费用	6	4	-15	-3	11	7
投资收益	1	0	0	0	7	0
营业利润	11	-18	34	87	93	42
归属母公司净利润	15	-21	34	50	43	18
<b>主要比率</b>						
毛利率	14.3%	12.3%	15.4%	21.9%	27.0%	20.7%
营业费用率	5.2%	6.8%	3.4%	2.3%	3.7%	3.7%
管理费用率	3.6%	5.3%	3.1%	3.8%	2.9%	5.3%
研发费用率	2.3%	2.3%	2.4%	2.7%	3.5%	3.9%
财务费用率	1.5%	1.3%	-3.6%	-0.3%	1.5%	1.7%
营业利润率	2.6%	-6.2%	8.1%	11.7%	12.7%	10.8%
有效税率	-102.0%	-16.5%	0.0%	11.5%	19.0%	18.5%
净利率	3.5%	-7.2%	8.1%	6.7%	5.9%	4.6%
<b>YoY</b>						
收入	52.1%	68.4%	40.5%	167.7%	72.6%	33.5%
归属母公司净利润	-22.5%	上年同期为负	上年同期为负	上年同期为负	188.3%	上年同期为负

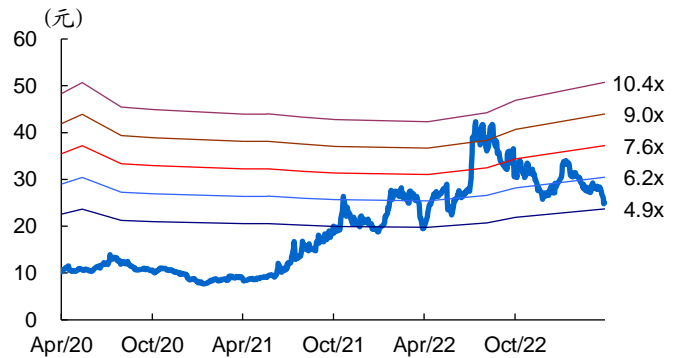
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 道森股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 道森股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1404	2947	3336	4697	5954
现金	285	713	1328	1942	2700
交易性投资	46	0	0	0	0
应收票据	65	212	356	493	582
应收款项	511	612	345	477	564
其它应收款	9	152	165	228	269
存货	430	964	845	1151	1359
其他	57	294	296	407	480
<b>非流动资产</b>	392	750	613	497	397
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	323	231	134	53	(15)
无形资产商誉	31	382	344	309	278
其他	37	137	136	134	134
<b>资产总计</b>	<b>1795</b>	<b>3697</b>	<b>3949</b>	<b>5194</b>	<b>6351</b>
<b>流动负债</b>	859	2243	2029	2637	3051
短期借款	275	275	275	275	275
应付账款	505	846	767	1045	1234
预收账款	25	864	783	1067	1259
其他	54	258	203	251	283
<b>长期负债</b>	53	246	246	246	246
长期借款	40	225	225	225	225
其他	12	21	21	21	21
<b>负债合计</b>	<b>911</b>	<b>2489</b>	<b>2274</b>	<b>2883</b>	<b>3297</b>
股本	208	208	208	208	208
资本公积金	498	507	507	507	507
留存收益	163	282	539	871	1255
少数股东权益	15	212	421	725	1084
归属于母公司所有者权益	869	997	1253	1586	1969
<b>负债及权益合计</b>	<b>1795</b>	<b>3697</b>	<b>3949</b>	<b>5194</b>	<b>6351</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	(123)	63	593	584	742
净利润	(37)	168	466	675	799
折旧摊销	53	54	78	58	41
财务费用	17	(6)	24	20	17
投资收益	(6)	(7)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(142)	(176)	66	(154)	(94)
其它	(7)	31	(13)	15	10
<b>投资活动现金流</b>	164	(86)	89	89	89
资本支出	(39)	(94)	59	59	59
其他投资	203	8	30	30	30
<b>筹资活动现金流</b>	(45)	260	(66)	(59)	(73)
借款变动	(21)	239	(42)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	9	0	0	0
股利分配	(1)	0	0	(38)	(56)
其他	(23)	12	(24)	(20)	(17)
<b>现金净增加额</b>	<b>(4)</b>	<b>238</b>	<b>615</b>	<b>614</b>	<b>758</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	1175	2190	2376	3284	3878
营业成本	1031	1729	1568	2135	2521
营业税金及附加	5	11	12	17	20
营业费用	56	78	76	102	120
管理费用	58	78	76	105	124
研发费用	36	62	95	131	155
财务费用	19	(3)	24	20	17
资产减值损失	(13)	(68)	(1)	(1)	0
公允价值变动收益	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	4	23	23	23	23
投资收益	6	7	7	7	7
<b>营业利润</b>	(38)	196	553	803	951
营业外收入	0	5	5	5	5
营业外支出	4	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	(41)	200	556	806	954
所得税	(4)	32	90	131	156
少数股东损益	(2)	61	210	304	359
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(36)</b>	<b>106</b>	<b>256</b>	<b>371</b>	<b>439</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	39%	86%	8%	38%	18%
营业利润	-476%	-620%	182%	45%	18%
归母净利润	-920%	-399%	141%	45%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.2%	21.1%	34.0%	35.0%	35.0%
净利率	-3.0%	4.9%	10.8%	11.3%	11.3%
ROE	-4.0%	11.4%	22.8%	26.2%	24.7%
ROIC	-1.4%	10.9%	24.6%	27.6%	25.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.8%	67.3%	57.6%	55.5%	51.9%
净负债比率	17.6%	14.7%	12.7%	9.6%	7.9%
流动比率	1.6	1.3	1.6	1.8	2.0
速动比率	1.1	0.9	1.2	1.3	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.6	2.5	1.7	2.1	2.0
应收账款周转率	2.7	3.1	3.1	3.9	3.7
应付账款周转率	2.6	2.6	1.9	2.4	2.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.17	0.51	1.23	1.78	2.11
每股经营净现金	-0.59	0.31	2.85	2.81	3.57
每股净资产	4.18	4.79	6.02	7.62	9.47
每股股利	0.00	0.00	0.18	0.27	0.32
<b>估值比率</b>					
PE	-146.1	48.9	20.3	14.0	11.8
PB	6.0	5.2	4.2	3.3	2.6
EV/EBITDA	263.0	30.1	11.0	8.2	7.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

招商机械团队：7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。2020 年获 WIND 最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。