

大族数控 (301200.SZ)
 / 机械设备

证券研究报告/公司点评

2022 年 3 月 31 日

评级：增持(维持)

市场价格：55.39

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@r.qizq.com.cn

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke@r.qizq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 420.00 |
| 流通股本(百万股) | 39.44 |
| 市价(元) | 55.39 |
| 市值(百万元) | 23263.80 |
| 流通市值(百万元) | 2184.32 |

相关报告

1. 产品结构升级推动行业景气度上升，PCB 钻孔设备龙头充分受益——大族数控 (301200.SZ) 深度报告
2. PCB 钻孔设备龙头，充分受益行业扩产及产品升级迭代——大族数控 (301200.SZ) 点评报告

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,210 | 4,081 | 5,868 | 7,780 | 10,504 |
| 营业收入增速 | 67% | 85% | 44% | 33% | 35% |
| 归属于母公司的净利润 | 304 | 699 | 1,078 | 1,436 | 2,002 |
| 净利润增长率 | 33% | 130% | 54% | 33% | 39% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.72 | 1.66 | 2.57 | 3.42 | 4.77 |
| 每股现金流量(元) | -0.12 | -0.58 | 1.61 | 1.89 | 0.65 |
| 净资产收益率 | 16.55% | 29.20% | 31.74% | 30.19% | 29.95% |
| P/E | 76.63 | 33.29 | 21.57 | 16.20 | 11.62 |
| PEG | 1.14 | 0.39 | 0.49 | 0.50 | 0.33 |
| P/B | 12.72 | 9.74 | 6.86 | 4.89 | 3.48 |

备注：股价取自 2022 年 3 月 30 日

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 40.81 亿元，同比增长 84.62%；实现归母净利润 6.99 亿元，同比增长 130.21%；实现扣非归母净利润 6.77 亿元，同比增长 128.19%。
- **2021 年业绩保持高增长趋势，盈利水平持续提升**
 - (1) **成长性分析：**2021 年公司营收同比增长 84.62%，归母净利润同比增长 130.21%。主要原因系：①随着 5G 通信网络升级和大数据的发展，2021 年通信设备、数据中心、新能源汽车、消费电子等新兴应用迅速发展，带动 PCB 行业需求快速增长；②2021 年公司所有品类产品全线迎来高增长，钻孔类设备、激光直接成像类设备等发机量再创新高，新增市场占有率继续维持领先态势。
 - (2) **盈利能力分析：**2021 年销售毛利率为 36.35%，同比增长 1.42pct；销售净利率为 17.11%，同比增长 3.36pct。主要因为①营收占比较高的钻孔类设备毛利率提升；②规模优势凸显费用率进一步下降。2021 年期间费用率为 17.33%，同比下降 2.13pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 6.80%、10.72%和-0.19%，同比分别-1.48pct、-0.38pct 和-0.26pct。
 - (3) **营运能力及经营现金流分析：**公司营运能力进一步提升，2021 年公司应收账款周转天数为 137.79 天，同比下降 21.70 天；公司经营活动产生的现金流量净额达到-2.44 亿元，同比下降 378.22%。经营活动产生的现金流量净额较上年同期降幅较大的原因主要系公司在 2021 年营收规模扩大，应收款项增加以及在手订单大幅增长相应增加备货所致。
 - (4) **持续加大研发投入：**2021 年，公司研发投入为 2.65 亿元，同比增长 59.11%，占营业收入的比例为 6.48%。研发投入的不断提升将助力公司产品维持行业领先优势。
- **PCB 产品结构升级迭代，设备需求呈几何级数增长。**伴随终端电子信息产业链的快速发展，高附加值 PCB 产业需求不断上涨，2000 年中高端产品占比仅为 22.1%，而到 2025 年相关占比有望达到 52.48%。代表更高技术含量的 HDI 板、高层板及挠性板等中高端产品需求日益提高。以钻孔设备为例，经测算在同等产出情况下，HDI 产线的钻孔设备投入分别为高多层板、低多层板的 2.16 倍及 5.60 倍，以钻孔设备为代表的 PCB 专用设备需求呈几何级数增长趋势。
- **产品矩阵齐全，持续横向拓展产品布局。**公司经过多年发展，目前产品已覆盖钻孔、曝光、成型及检测四大工序，凭借具有竞争力的产品矩阵及丰富的销售经验，积累丰富的客户资源。公司产品工序齐全，目前已覆盖全球多家领先 PCB 厂商的各个工序，协同效应亦促使公司在开拓及维护客户成本中维持在较低水平。未来公司将继续横向延伸现有产品线，在检测工序引入 AOI 检测设备、在层压工序新增层压设备等，持续完善在物理制程相关设备布局。
- **产品应用延伸，持续纵向拓展产品应用领域。**目前公司产品应用领域中，多层板仍占据主要份额。未来几年 HDI 板及 IC 封装基板将是复合增速最快的 PCB 产品，CAGR 分别为 6.7%及 9.7%。公司亦将在深耕多层板领先优势的基础上，纵向延伸产品在 HDI、FPC 及 IC 封装基板的应用领域，看好公司未来持续增长潜力。
- **维持“增持”评级。**基于公司未来的产品布局及应用领域延伸，我们调整盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润分别为 10.78 亿元、14.36 亿元、20.02 亿元

(2022-2023 年预期的前值为 10.04 亿元、13.50 亿元);按照 2022 年 3 月 30 日股价,对应 PE 分别为 22、16、12 倍。维持“增持”评级。

- **风险提示:** 行业 and 市场竞争风险、产业政策变化的风险、技术被赶超或替代的风险、部分原材料境外依赖及单一供应商采购风险、产品质量控制风险、新冠疫情加剧导致经营环境恶化的风险。

图表 1: 大族数控盈利预测模型

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|-------|-------|--------|--------|-----------------|--------|-------|-------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 219 | 1,761 | 2,334 | 3,151 | 营业收入 | 4,081 | 5,868 | 7,780 | 10,504 |
| 应收票据 | 374 | 495 | 657 | 912 | 营业成本 | 2,597 | 3,557 | 4,762 | 6,566 |
| 应收账款 | 2,026 | 2,914 | 3,864 | 5,216 | 税金及附加 | 21 | 30 | 39 | 53 |
| 预付账款 | 16 | 22 | 29 | 40 | 销售费用 | 277 | 366 | 467 | 525 |
| 存货 | 1,213 | 1,375 | 1,638 | 2,877 | 管理费用 | 173 | 235 | 311 | 420 |
| 合同资产 | 36 | 24 | 39 | 66 | 研发费用 | 265 | 469 | 594 | 683 |
| 其他流动资产 | 138 | 171 | 235 | 330 | 财务费用 | -8 | -1 | -1 | -1 |
| 流动资产合计 | 3,986 | 6,737 | 8,757 | 12,526 | 信用减值损失 | -32 | -30 | -20 | -20 |
| 其他长期投资 | 2 | 2 | 2 | 2 | 资产减值损失 | -16 | -10 | -10 | -10 |
| 长期股权投资 | 99 | 99 | 99 | 99 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 53 | 120 | 241 | 283 | 投资收益 | -8 | 1 | 1 | 1 |
| 在建工程 | 1 | 261 | 211 | 111 | 其他收益 | 95 | 46 | 46 | 35 |
| 无形资产 | 420 | 521 | 659 | 845 | 营业利润 | 795 | 1,220 | 1,625 | 2,264 |
| 其他非流动资产 | 283 | 293 | 304 | 319 | 营业外收入 | 2 | 10 | 10 | 10 |
| 非流动资产合计 | 859 | 1,296 | 1,516 | 1,660 | 营业外支出 | 3 | 6 | 6 | 6 |
| 资产合计 | 4,845 | 8,033 | 10,273 | 14,187 | 利润总额 | 794 | 1,224 | 1,629 | 2,268 |
| 短期借款 | 641 | 2,090 | 2,264 | 3,171 | 所得税 | 96 | 146 | 193 | 266 |
| 应付票据 | 295 | 216 | 361 | 617 | 净利润 | 698 | 1,078 | 1,436 | 2,002 |
| 应付账款 | 610 | 1,162 | 1,438 | 1,890 | 少数股东损益 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 0 | 43 | 58 | 40 | 归属母公司净利润 | 699 | 1,078 | 1,436 | 2,002 |
| 合同负债 | 61 | 88 | 116 | 157 | NOPLAT | 692 | 1,077 | 1,435 | 2,001 |
| 其他应付款 | 10 | 10 | 10 | 10 | EPS (按最新股本摊薄) | 1.66 | 2.57 | 3.42 | 4.77 |
| 一年内到期的非流动负债 | 34 | 34 | 34 | 34 | | | | | |
| 其他流动负债 | 650 | 843 | 1,083 | 1,433 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 2,302 | 4,486 | 5,365 | 7,352 | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 84.6% | 43.8% | 32.6% | 35.0% |
| 其他非流动负债 | 149 | 149 | 149 | 149 | EBIT增长率 | 126.2% | 55.6% | 33.1% | 39.3% |
| 非流动负债合计 | 149 | 149 | 149 | 149 | 归母公司净利润增长率 | 130.2% | 54.3% | 33.2% | 39.4% |
| 负债合计 | 2,451 | 4,635 | 5,515 | 7,502 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 2,388 | 3,392 | 4,753 | 6,679 | 毛利率 | 36.3% | 39.4% | 38.8% | 37.5% |
| 少数股东权益 | 6 | 6 | 6 | 6 | 净利率 | 17.1% | 18.4% | 18.5% | 19.1% |
| 所有者权益合计 | 2,394 | 3,397 | 4,758 | 6,685 | ROE | 29.2% | 31.7% | 30.2% | 30.0% |
| 负债和股东权益 | 4,845 | 8,033 | 10,273 | 14,187 | ROIC | 27.0% | 22.7% | 23.5% | 23.2% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 50.6% | 57.7% | 53.7% | 52.9% |
| | | | | | 债务权益比 | 34.5% | 66.9% | 51.4% | 50.2% |
| | | | | | 流动比率 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| | | | | | 速动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.7 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 138 | 152 | 157 | 156 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 77 | 90 | 98 | 91 |
| | | | | | 存货周转天数 | 139 | 131 | 114 | 124 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.66 | 2.57 | 3.42 | 4.77 |
| | | | | | 每股经营现金流 | -0.58 | 1.61 | 1.89 | 0.65 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.69 | 8.08 | 11.32 | 15.90 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 33 | 22 | 16 | 12 |
| | | | | | P/B | 10 | 7 | 5 | 3 |
| | | | | | EV/EBITDA | 37 | 23 | 17 | 12 |

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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。