

**豪迈科技(002595)/机械  
设备**

证券研究报告/公司深度报告

2023年2月23日

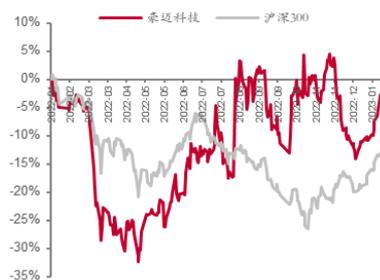
**评级：增持(维持)**
**市场价格：27.10 元**
**分析师：王可**
**执业证书编号：S0740519050004**
**Email: wangke03@zts.com.cn**
**分析师：郑雅梦**
**执业证书编号：S0740520080004**
**Email: zhengym@zts.com.cn**
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,294	6,008	6,731	7,650	8,442
营业收入增速(%)	21%	13%	12%	14%	10%
净利润(百万元)	1,007	1,053	1,242	1,456	1,637
净利润增长率(%)	17%	5%	18%	17%	12%
摊薄每股收益(元)	1.26	1.32	1.55	1.82	2.05
每股现金流量(元/股)	-0.16	0.15	1.18	1.44	1.73
净资产收益率(%)	17%	16%	17%	17%	16%
P/E	21.5	20.6	17.5	14.9	13.2
P/B	3.8	3.3	2.9	2.5	2.1

备注：股价取自2023年2月23日

**基本状况**

总股本(百万股)	800.00
流通股本(百万股)	533.38
市价(元)	27.10
市值(百万元)	21,680
流通市值(百万元)	14,455

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 2021年收入稳步增长，看好2022年盈利能力回升
- 2 2020年业绩符合预期，风电业务高速增长
- 3 全球轮胎模具龙头，风电产品快速增长

**报告摘要**
**■ 轮胎模具行业龙头，具备持续成长能力。**

①**发展历程**：公司深耕轮胎模具行业22年，已经成为全球轮胎模具行业的龙头企业；销售及售后渠道遍布全球，国际市场发展稳健。

②**主要产品**：轮胎模具盈利能力稳定，大型零部件业务收入增长。2022年上半年，公司轮胎模具业务收入为17.03亿元，同比减少1.61%，毛利率为36.38%，同比减少0.53pct，保持相对稳定状态；大型零部件加工业务收入为12.90亿元，同比增长4.17%，毛利率为13.83%，同比减少4.67pct。

③**财务分析**：下游需求旺盛，业绩稳健增长。2022年前三季度公司实现营业收入48.12亿元，同比增长6.22%；归母净利润8.69亿元，同比增长3.18%，业绩稳健增长。

④**股权结构**：管理层充分持股，核心利益充分绑定。截至2022年中报，公司高管合计持有44.44%股份，利益绑定充分，有助于增强决策执行能力，最终使得公司价值趋向最大化。

**■ 受益汽车行业复苏，轮胎模具稳定增长。**

①**全球汽车产业稳定发展，疫情管控放松促进消费复苏**。全球汽车存量市场巨大，汽车产业有望稳定发展。2018年下半年开始，国内汽车销/产量进入下行通道；2021年随着新冠肺炎疫情在全球范围内影响减弱，居民生产生活用车需求增加，全球汽车产销量出现回升。2022年底随着疫情管控放松，消费有望加快复苏，并且存量汽车市场依然巨大，预计汽车产业有望稳定发展，固定资产投资增长可期。

②**轮胎模具与产量高度相关，中长期需求向好**。轮胎模具为轮胎制造上游行业，受汽车行业影响较大。据公司投资者交流公告，全球轮胎模具市场空间在100-150亿元左右。受益于汽车行业复苏以及新能源车持续放量，轮胎模具中长期需求向好。

③**轮胎模具市场集中度较高，公司市场竞争力强**。自2014年开始，公司的轮胎模具业务收入超越韩国世和，成为世界龙头，之后一直维持着相对强势的增速；现已成为世界轮胎模具研发与生产基地，年产各类轮胎模具20000套，与全球前75名轮胎生产商中66家建立了业务关系，轮胎模具国际市场占有率约30%。

**■ 风电投资有望边际改善，大型零部件业务快速增长。**

①**风电需求放量可期，投资有望边际改善**。2021~2022年风电项目受疫情因素影响进度滞后，风电发电新增设备与基本建设投资完成额有所回落；2022年1-11月我国风电电源基本建设投资完成额为1511亿元，同比下降23.80%；2022年风电新增设备容量为3763万千瓦，同比下降21.00%。随着发电侧平价上网落地，需求将成为行业景气度的主导因素。“十四五”期间风电有望加速向替代能源发展，叠加疫情管控放宽，预计风电建设需求将明显放量，风电投资有望边际改善。

②**全球风电铸件需求快速增长**。根据中国铸造协会对风电设备行业平均水平进行测算，2021年风电铸件需求为186.22万吨。参考全球风能理事会对全球风电的装机容量的预测，2022-2026年全球风电铸件总需求为1114万吨。

③**我国铸件产量全球第一，风电铸件产能集中**。根据Modern Casting数据，2021年中国铸件产量5405.00万吨，占全球产量的52.81%。全球风电铸件制造产能中80%以上集中在中国。国内生产风电铸件的企业有20-30家，产能较为集中。豪迈科技目前铸

件产能已达到 24 万吨，产能快速扩张，近几年公司铸件收入规模呈现稳定增长趋势，2022 年上半年铸件盈利水平高于同行。

■ **自主研发实力强劲，机床业务未来可期。**

①**机床行业景气度回升，市场规模千亿级别。**2020 年我国机床行业为复苏起点，2021 年机床产值为 850 亿美元，同比增加 16.44%，2021 年我国机床市场规模约 2161 亿元，总体规模可观。目前机床行业处于上行周期，预计该上行周期持续 7~8 年。公司作为布局机床的民营企业，是推动我国机床行业发展的中坚力量，有望充分受益于行业景气度回升。

②**自主研发实力强劲，机床业务未来可期。**公司机床自主研发功底深厚，已研制大型龙门加工中心、数控电极铣机群、电火花机群、五轴打孔机群等核心设备，公司通过自主研发能够降低生产成本，提高经营稳定性。目前公司已推出机床关键零部件系列化直驱转台、精密加工中心、五轴联动加工中心等产品，产品获得市场认可并形成销售，未来有望成为新的利润增长点。

■ **维持“增持”评级。**公司作为轮胎模具行业龙头，有望受益于疫情管控放松、新能源车放量以及汽车行业的复苏，轮胎模具业务将持续放量。2022 年上半年公司铸件盈利水平高于同行，近几年铸件收入稳定增长，同时公司海外客户优质，产能扩张迅速，预计铸件业务有望稳定增长。我们看好公司的发展，上调公司业绩，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 12.42、14.56、16.37 亿元（前值为 12.04、13.24、14.14 亿元），根据最新股价，对应 PE 分别为 17、15、13 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**经济发展不及预期的风险；汇率波动风险；市场竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险。

## 内容目录

<b>1、轮胎模具行业龙头，具备持续成长能力</b> .....	<b>- 6 -</b>
1.1、发展历程：深耕轮胎模具行业，已成业内龙头企业 .....	- 6 -
1.2、主要产品：轮胎模具盈利能力稳定，大型零部件业务收入增长 .....	- 6 -
1.3、财务分析：下游需求旺盛，业绩稳健增长 .....	- 8 -
1.4、股权结构：管理层充分持股，股权激励提振员工积极性 .....	- 10 -
<b>2、受益汽车行业复苏，轮胎模具稳定增长</b> .....	<b>- 11 -</b>
2.1、全球汽车产业稳定发展，疫情管控放松促进消费复苏 .....	- 11 -
2.2、轮胎模具与产量高度相关，中长期需求向好 .....	- 13 -
2.3、公司产品竞争力强，市占率持续提升 .....	- 14 -
<b>3、风电投资有望边际改善，大型零部件业务快速增长</b> .....	<b>- 15 -</b>
3.1、风电将迎来需求放量，投资有望边际改善 .....	- 15 -
3.2、我国铸件产量全球第一，风电铸件产能集中 .....	- 17 -
<b>4、自主研发实力强劲，机床业务未来可期</b> .....	<b>- 19 -</b>
4.1、机床行业规模：国之重器，千亿产值 .....	- 19 -
4.2、自主研发实力强劲，机床业务未来可期 .....	- 21 -
<b>5、维持“增持”评级</b> .....	<b>- 23 -</b>
<b>6、风险提示</b> .....	<b>- 24 -</b>

**图表目录**

图表 1: 公司发展历程.....	- 6 -
图表 2: 公司轮胎模具产品.....	- 7 -
图表 3: 公司大型零部件主要产品示例.....	- 7 -
图表 4: 2022 年上半年公司分产品收入及毛利率.....	- 8 -
图表 5: 公司 2022 年上半年各主营业务占比.....	- 8 -
图表 6: 公司营业收入（百万元）及同比变化.....	- 8 -
图表 7: 公司归母净利润（百万元）及同比变化.....	- 8 -
图表 8: 公司整体毛利率、净利率变化.....	- 9 -
图表 9: 公司三项费用率变化情况.....	- 9 -
图表 10: 公司应收账款（百万元）及周转率变化.....	- 9 -
图表 11: 公司资产负债率变化情况.....	- 9 -
图表 12: 公司研发费用（万元）及占收入比重.....	- 10 -
图表 13: 公司政府补助（万元）.....	- 10 -
图表 14: 公司高管持股情况（截至 2022 年中报）.....	- 10 -
图表 15: 公司股权结构（截至 2022 年中报）.....	- 11 -
图表 16: 2022 年公司员工持股计划.....	- 11 -
图表 17: 全球汽车产量（万辆）及增速.....	- 12 -
图表 18: 全球汽车销量（万辆）及增速.....	- 12 -
图表 19: 全球汽车保有量（亿辆）及增速.....	- 12 -
图表 20: 中国汽车年产量（万辆）及增速.....	- 12 -
图表 21: 中国汽车年销量（万辆）及增速.....	- 12 -
图表 22: 中国汽车月产量（万辆）及增速.....	- 13 -
图表 23: 中国汽车月销量（万辆）及增速.....	- 13 -
图表 24: 轮胎年度产量（万条）及增速.....	- 14 -
图表 25: 轮胎月度产量（万条）及增速.....	- 14 -
图表 26: 轮胎模具上市公司收入（亿元）及增速.....	- 14 -
图表 27: 轮胎模具上市公司研发投入（百万元）及占收入比重.....	- 15 -
图表 28: 中国风电累计装机容量及全球占比.....	- 16 -
图表 29: 截至 2021 年底全球风电装机容量占比.....	- 16 -
图表 30: 中国风电新增装机容量及增速、占比.....	- 16 -
图表 31: 我国 2022 年 1-9 月的可再生能源发电量结构.....	- 16 -
图表 32: 风电电源基本建设投资完成额（亿元）及增速.....	- 17 -
图表 33: 风电发电新增设备容量（万千瓦）及增速、占比.....	- 17 -

图表 34: 全球风电铸件需求预测 (万吨)	- 17 -
图表 35: 中国铸件产量 (万吨) 及增速、占比	- 18 -
图表 36: 全球主要风电铸件企业产能 (万吨)	- 18 -
图表 37: 铸件上市公司铸件收入 (亿元) 及增速	- 18 -
图表 38: 铸件上市公司铸件毛利率情况	- 18 -
图表 39: 机床工具产品分类	- 19 -
图表 40: 全球与中国机床产值	- 19 -
图表 41: 机床行业竞争梯队	- 20 -
图表 42: 2021 年中国机床行业上市公司前十名	- 20 -
图表 43: 公司参与第 25 届青岛国际机床展 (一)	- 21 -
图表 44: 公司参与第 25 届青岛国际机床展 (二)	- 21 -
图表 45: 自主研发自动化专用设备	- 21 -
图表 46: 公司业绩拆分	- 23 -
图表 47: 可比公司估值	- 23 -
图表 48: 公司盈利预测	- 25 -

## 1、轮胎模具行业龙头，具备持续成长能力

### 1.1、发展历程：深耕轮胎模具行业，已成业内龙头企业

- **公司深耕轮胎模具行业 22 年，已成为业内龙头。**公司成立于 1995 年，前身是高密第一纺织机械厂的一个机修车间；2001 年 12 月，公司正式进入轮胎模具制造行业；2011 年 6 月，公司在深交所主板上市。为加强国内市场拓展及客户服务，公司 2010 年成立辽宁豪迈，2013 年成立昆山豪迈，2014 年成立天津豪迈，并超越韩国世和成为全球轮胎模具龙头。
- **公司销售及售后渠道遍布全球，国际市场发展稳健。**公司子公司遍布欧洲、北美、南美、东南亚等地，各子公司主要负责公司产品的售后维修服务以及当地销售网络的拓展。2013 年公司收购美国 GMS 77.78% 股权成立豪迈美国，2014 年成立豪迈泰国并于当年投产，2015 年成立豪迈欧洲，2016 年成立豪迈印度，2018 年成立豪迈印尼，2020 年成立豪迈巴西，2021 年成立豪迈越南并于当年投产。经过多年国际市场的开拓，公司已经成为全球首屈一指的轮胎模具供应商，全球排名前 75 的轮胎生产商中有 66 家为公司客户。

**图表 1：公司发展历程**



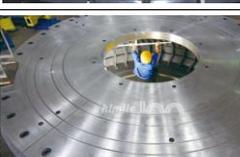
来源：公司公告，中泰证券研究所

### 1.2、主要产品：轮胎模具盈利能力稳定，大型零部件业务收入增长

- 轮胎模具作为轮胎成套生产线中的硫化成型装备，被大量应用于汽车、工程机械、自行车、摩托车、飞机等所使用的轮胎的加工中。公司主要产品包括乘用车模具、工程胎模具、载重胎模具以及巨型胎模具。2022

年上半年，公司轮胎模具业务收入为 17.03 亿元，同比减少 1.61%，占比为 53.97%，毛利率为 36.38%，同比减少 0.53pct，保持相对稳定状态。公司轮胎模具业务毛利率较高，随着公司加快落地节能减排新产品、推进工艺优化以及实施多项目降本增效，轮胎模具业务有望继续维持竞争优势。

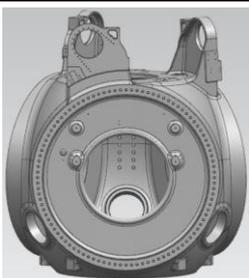
**图表 2：公司轮胎模具产品**

名称	示例	用途
乘用车模具		用于轿车、轻型载重车轮胎的硫化生产
载重胎模具		载重车轮胎、大客车轮胎的硫化生产
工程胎模具		挖掘机、推土机、装载机、工程运输车轮胎的硫化生产
巨型胎模具		大型工程机械、矿山、托运卡车用轮胎的硫化生产

来源：公司官网，中泰证券研究所

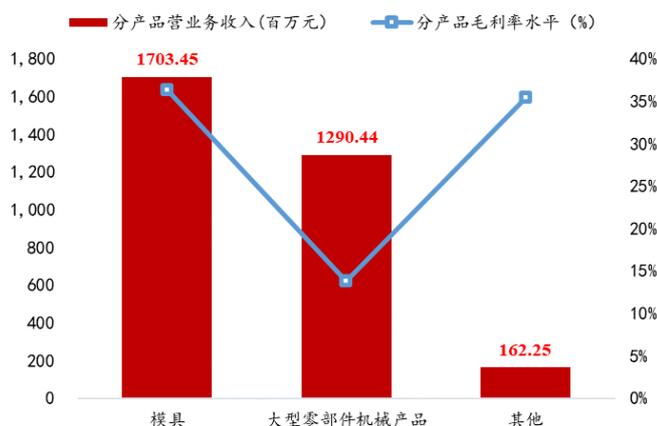
- 公司大型零部件机械产品以风电、燃气轮机能源类产品零部件的铸造及精加工为主，公司依托强大的研发、铸造实力和机械加工能力，形成了铸造加工一体化的综合优势，有利于更好满足客户需求。2022 年上半年，公司大型零部件机械产品实现营收 12.90 亿元，同比增长 4.17%，占比为 40.89%，毛利率为 13.83%，同比减少 4.67pct。受风电零部件业务订单及价格波动、原材料价格上涨等因素影响，公司大型零部件机械产品业务毛利率水平有所下滑。

**图表 3：公司大型零部件主要产品示例**

燃气轮机部件	风电底座	风电轮毂
		

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 4: 2022 年上半年公司分产品收入及毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 公司 2022 年上半年各主营业务占比

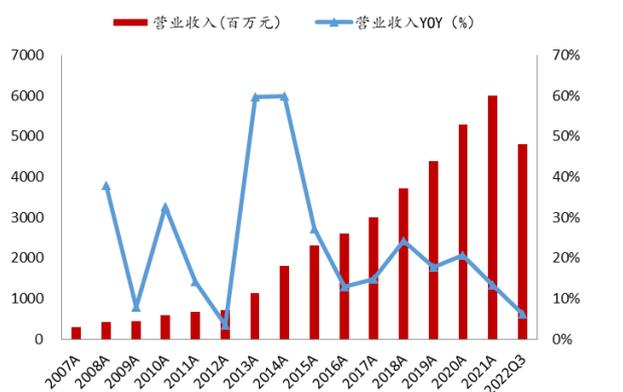


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 1.3、财务分析: 下游需求旺盛, 业绩稳健增长

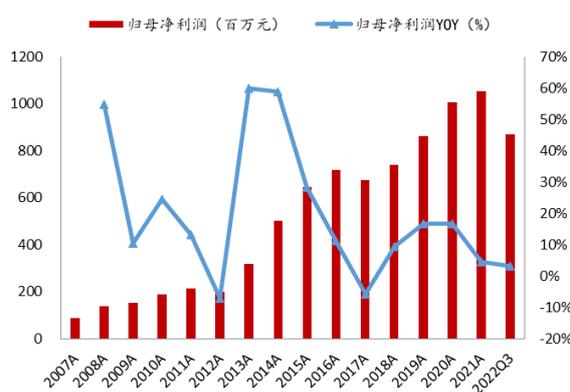
- 营收规模持续扩张, 未来净利润有望稳定增长。**2017-2018 年, 由于上游原材料价格持续上涨, 公司净利润增速低于营业收入增速, 随着 2018 年后原材料价格趋于平稳并略有下降, 公司营业收入及净利润增速趋于同步。2022 年前三季度, 公司实现营业收入 48.12 亿元, 同比增长 6.22%; 归母净利润 8.69 亿元, 同比增长 3.18%, 业绩稳健增长。受益于公司主业轮胎模具的市场占有率不断提高, 收入与利润呈持续稳定增长态势; 随着新能源车放量以及汽车行业的复苏, 轮胎模具需求有望放量, 公司有望持续受益。

图表 6: 公司营业收入 (百万元) 及同比变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 公司归母净利润 (百万元) 及同比变化

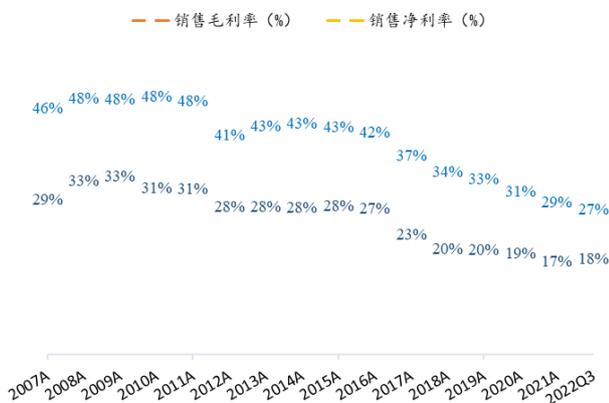


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 毛利率受原材料影响较大, 汇兑损益影响财务费用率。**公司毛利率自 2016 年以来略有下降, 主要是因为上游原材料涨价, 而公司终端产品并没有跟随原材料价格同步变化, 从而导致毛利率下滑, 随着上游原材料价格下行, 预计未来公司毛利率将维持稳中有升的态势。2022 年前三季度, 公司毛利率为 27.27%, 同比下降 1.64pct; 净利率为 18.05%, 同比下降 0.52pct。随着公司市场占有率的提升, 产品质量不断提高, 技术不断成熟, 公司毛利率整体有望趋于平稳。2022 年前三季度, 公司销售

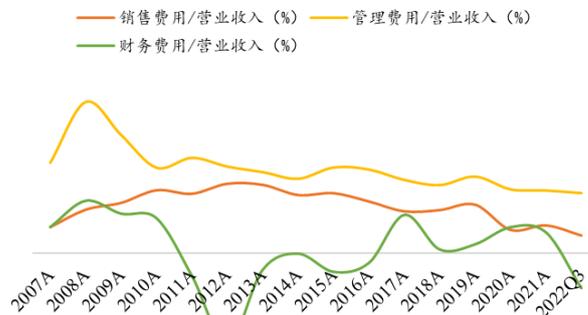
费用率为 0.70%，同比下降 0.01pct；管理费用率为 2.42%，同比基本持平；财务费用率为-1.41%，同比减少 2.11pct，主要是因为人民币贬值，造成汇兑收益增加。

图表 8：公司整体毛利率、净利率变化



来源：公司公告，中泰证券研究所

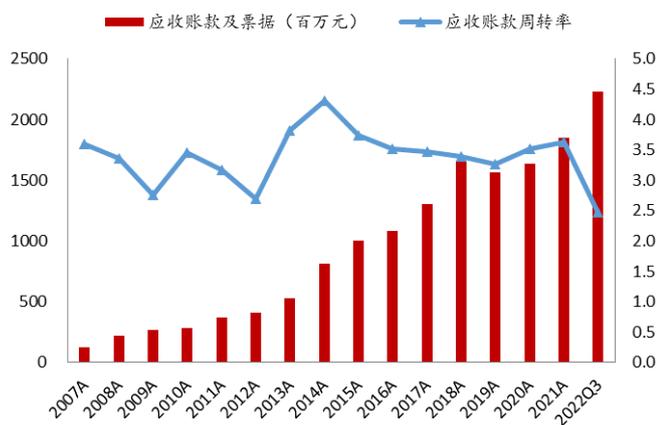
图表 9：公司三项费用率变化情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

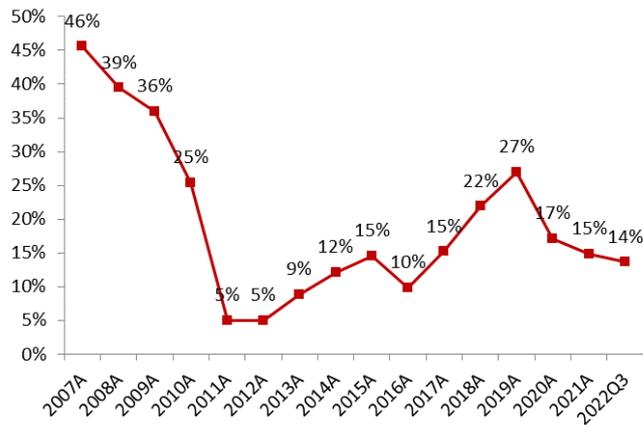
- **应收账款周转率回升，资产负债率有所降低。**随着公司业务规模快速增长，应收账款规模增长管控好；2022 年前三季度，公司应收账款及票据为 22.29 亿元，同比下降 11.59%，应收账款周转率为 2.47，同比下降 0.18。随着公司生产规模的不断扩大，公司 2012-2019 年资产负债率稳步上升；2020 年以来，公司的负债呈现逐年下降趋势，同时公司资产逐年增长，资产负债率明显下降，公司偿债能力增强；2022 年前三季度，公司信用等级相对较低的已贴现未到期票据减少，资产负债率有所下降。随着公司各项业务发展成熟，产能完善，公司资产负债率有望降低，资本结构将进一步优化。

图表 10：公司应收账款（百万元）及周转率变化



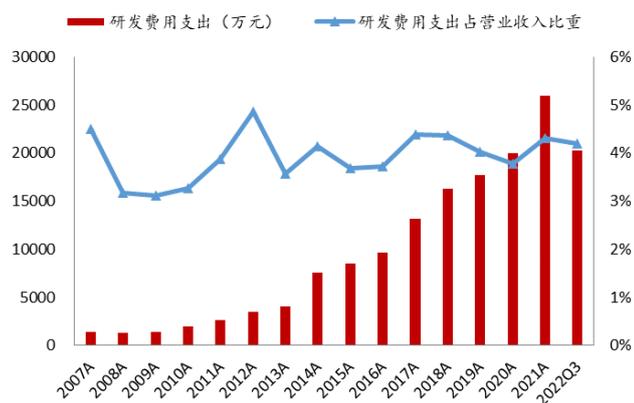
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：公司资产负债率变化情况

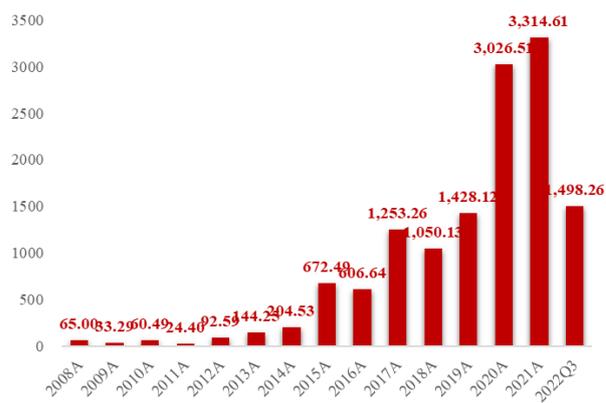


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司注重研发创新，产品质量受客户高度认可。**公司始终将自主研发与技术工艺创新作为工作重点，积极推动自动化生产，持续对专用设备进行升级和更新换代，同时不断完善公司技术研发体系，进一步提高产品的竞争力。2022 年前三季度，公司研发费用为 2.02 亿元，同比增长 11.69%，占营收比重为 4.20%。公司产品质量过硬，与多家世界 500 强客户建立战略合作关系，多次赢得客户“最佳供应商”奖项。

**图表 12: 公司研发费用 (万元) 及占收入比重**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 13: 公司政府补助 (万元)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

#### 1.4、股权结构: 管理层充分持股, 股权激励提振员工积极性

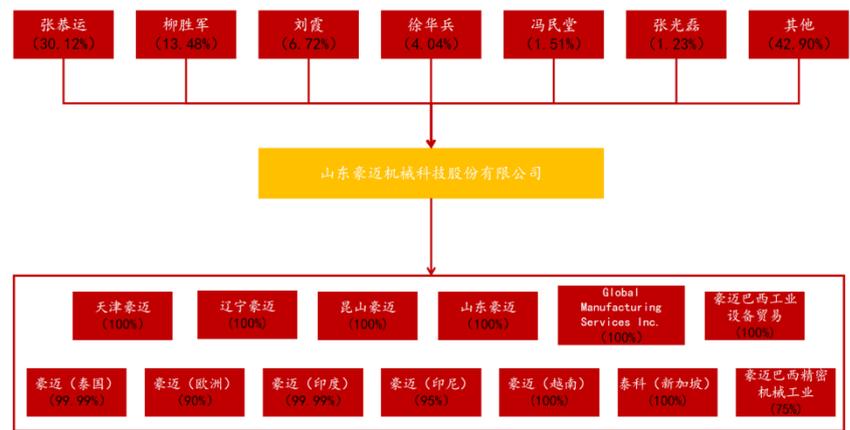
- 管理层持股充分。**公司实际控制人是董事长张恭运先生, 直接持有公司 30.12% 股份。大股东柳胜军为公司监事会主席, 直接持有公司 13.48% 的股份。张恭运先生、柳胜军先生为公司最初创始人, 上市以来从未减持与质押, 张恭运先生在 2021 年第四季度增持 0.06%, 可见大股东在经营上有定力、有格局。公司管理层充分持股, 截至 2022 年中报合计持有公司 44.44% 股份, 利益绑定充分, 有助于增强决策执行能力, 最终使得公司价值趋向最大化。

**图表 14: 公司高管持股情况 (截至 2022 年中报)**

姓名	职务	持股数 (万股)	持股比例 (%)
张恭运	董事长	24,097.67	30.12%
单既强	董事、总经理	324.78	0.41%
张伟	董事、副总经理	221.94	0.28%
徐德辉	董事、副总经理	4.5	0.01%
刘海涛	财务总监	1.76	0.00%
王晓东	董事	109.08	0.14%
姚远	董事	0.54	0.00%
柳胜军	监事会主席	10,784.50	13.48%
杜平	监事	2.62	0.00%
王明涛	监事	1.34	0.00%
合计		35,548.73	44.44%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 公司股权结构 (截至 2022 年中报)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **股权激励提高员工积极性, 助力公司稳健发展。**2022 年 9 月, 公司发布员工持股计划, 拟向约 2600 名激励对象发放不超过 482 万股, 占总股本比例不超过 0.6025%, 此次员工持股计划已于 2022 年 11 月完成非交易过户。员工持股计划的实施能有效激发员工积极性, 提高经营效率, 降低经营成本, 有望助力公司稳健发展。

图表 16: 2022 年公司员工持股计划

持有人	职务	拟认购份额 (万份)	占员工持股计划总份额的比例 (%)	占公司总股本的比例 (%)
徐德辉	董事、副总经理	11.8932	2.47%	0.01%
姚远	董事			
杜平	职工监事			
王明涛	职工监事			
刘海涛	财务总监			
李静	董事会秘书			
其他参加对象 (合计不超过2594人)		470.1068	97.53%	0.59%
合计		482	100.00%	0.60%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 2、受益汽车行业复苏, 轮胎模具稳定增长

### 2.1、全球汽车产业稳定发展, 疫情管控放松促进消费复苏

- 汽车产业是全球规模最大的产业之一, 已经成为美德日韩等发达国家的支柱产业, 具有产业关联度高、涉及范围广、技术要求高、综合性强、零部件数量众多、附加值大等特点, 对工业结构升级和相关产业发展具有很强的带动作用。自 2010 年起全球汽车行业经历了七年的产销量持续增长; 受全球汽车消费疲软叠加新冠肺炎疫情影响, 2018~2020 年消费者购车热情降低、汽车销量不断下降, 全球汽车产量持续下滑。2020 年全球汽车产销量分别为 7,762.16 万辆、7,797.12 万辆, 分别同比下滑 15.43%和 14.60%。2021 年随着新冠肺炎疫情在全球范围内影响减弱, 居民生产生活用车需求增加, 全球汽车产销量出现回升。2022 年底随着疫

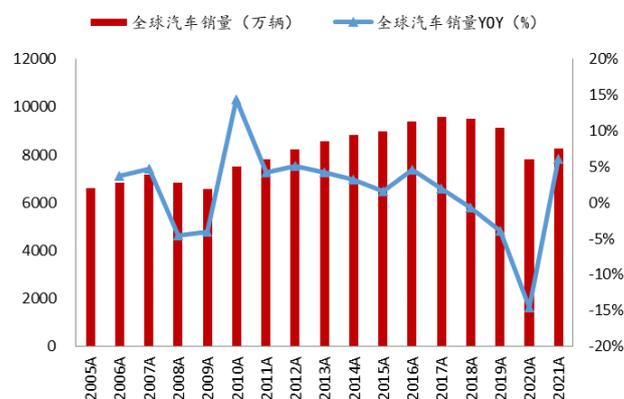
情管控放松，消费有望加快复苏，并且存量汽车市场依然巨大，预计未来全球汽车产业有望稳定发展。

图表 17: 全球汽车产量 (万辆) 及增速



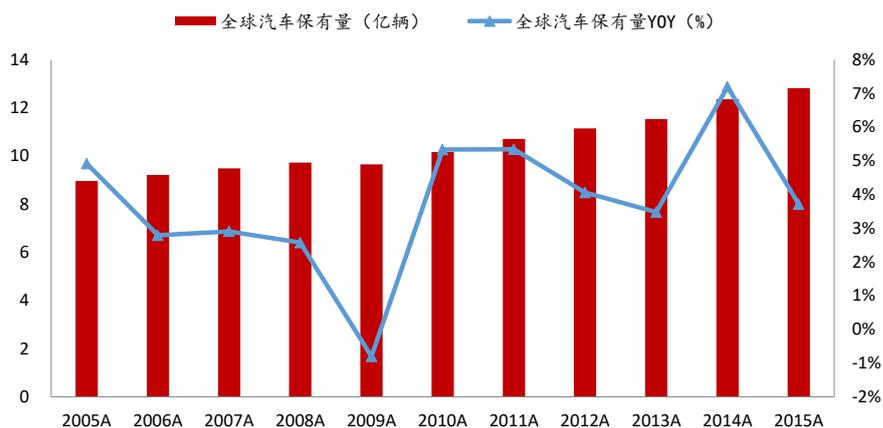
来源: 国际汽车制造商协会, 中泰证券研究所

图表 18: 全球汽车销量 (万辆) 及增速



来源: 国际汽车制造商协会, 中泰证券研究所

图表 19: 全球汽车保有量 (亿辆) 及增速

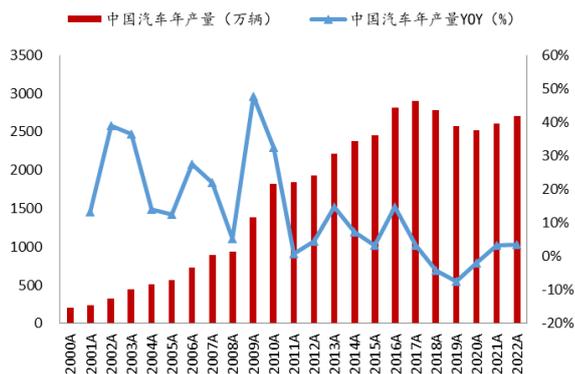


来源: 中国汽车工业年鉴, 中泰证券研究所

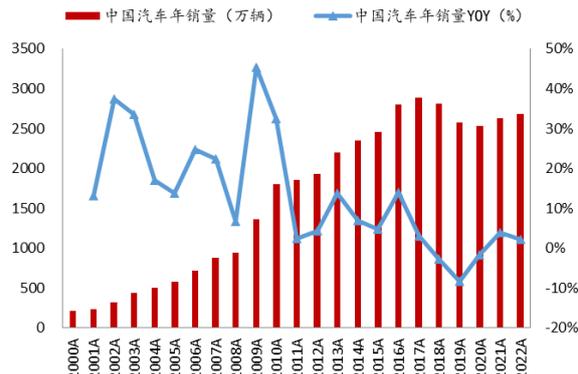
- 从产业规模看，中国汽车产量从 2006 年的 727.97 万辆增长至 2022 年的 2,702.10 万辆，复合增长率达 8.54%，中国汽车销量从 721.60 万辆增长至 2,686.40 万辆，复合增长率达 8.59%。2018-2020 年汽车销/产量双双处于下行通道，打击了汽车板块的固定资产投资热情。2021-2022 年汽车销/产量呈正增长，中国汽车市场回暖明显。2022 年，中国汽车市场尽管受疫情频发、芯片结构性短缺、动力电池原材料价格较高等诸多不利因素冲击，但在购置税减半等稳增长、促消费政策的有效拉动下，中国汽车产销分别同比增长 3.60%、2.24%，展现出强大的发展韧性。我们预计 2023 年汽车市场将继续呈现稳中向好发展态势，新能源汽车蓄势待发，汽车行业固定资产投资增长可期。

图表 20: 中国汽车年产量 (万辆) 及增速

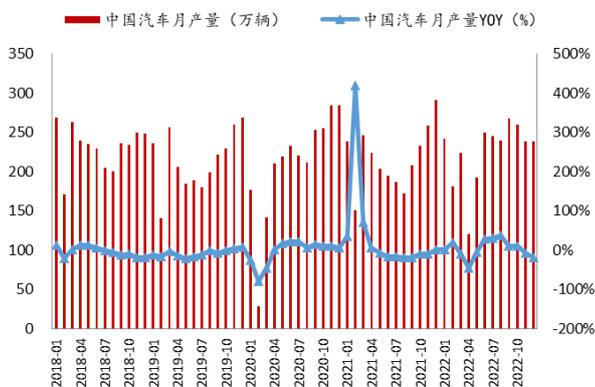
图表 21: 中国汽车年销量 (万辆) 及增速



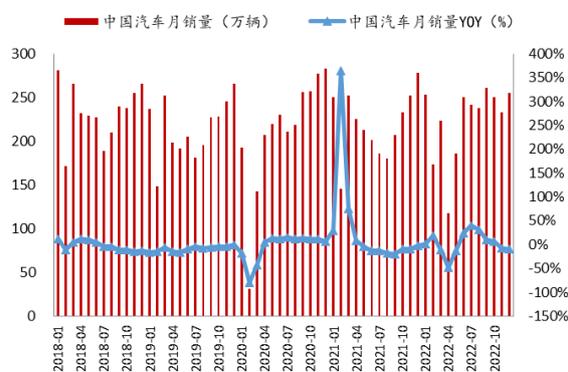
来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所



来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

**图表 22：中国汽车月产量（万辆）及增速**


来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

**图表 23：中国汽车月销量（万辆）及增速**


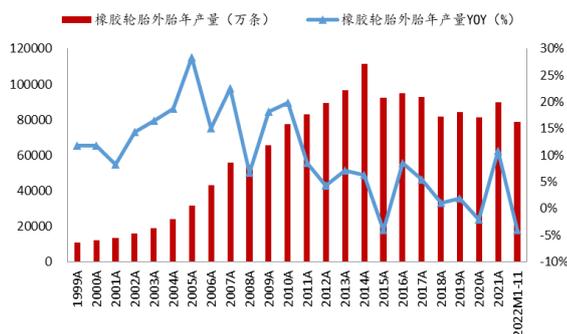
来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

## 2.2、轮胎模具与产量高度相关，中长期需求向好

- **轮胎模具为轮胎制造上游行业，受汽车行业影响较大。**轮胎模具作为轮胎成套生产线中的硫化成型装备，被大量应用于汽车、工程机械、自行车、摩托车、飞机等所使用的轮胎加工中，轮胎的花纹、图案、字体以及其它外观特的成型都依赖于轮胎模具。轮胎模具行业作为轮胎行业的上游企业，其需求量除与轮胎的生产规模密切相关外，还受到轮胎规格、花纹等的更新换代速度的影响。随着汽车工业的快速发展，对轮胎的质量、性能等方面的要求也越来越高。
- **子午线轮胎性能更优，需专用模具。**子午线轮胎结构与斜交轮胎不同，具有使用寿命长、滚动阻力小、承载能力大、附着性好等特点。子午线轮胎对材料及制造技术要求很高，成本相较斜交轮胎较高，但由于子午线轮胎性能优越所以应用越来越普遍。子午线轮胎的制造需要专用轮胎模具，随着轮胎子午化率越来越高，子午线轮胎模具需求加速释放。
- **全球轮胎模具市场规模约 100-150 亿元。**整体来看，全球轮胎模具行业没有明确的市场统计口径，据公司投资者交流公告，全球轮胎模具市场空间在 100-150 亿元左右。受益于汽车行业复苏以及新能源车持续放量，国内轮胎生产在 2022 年 11 月同比为负转正且增速不断加快，叠加轮胎

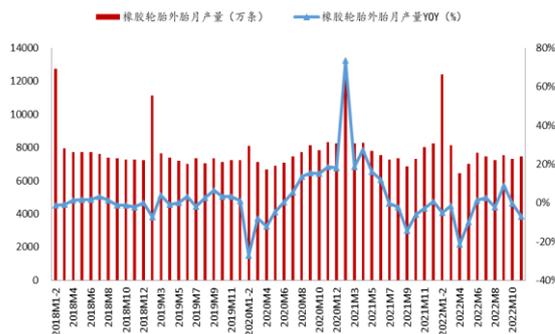
子午化率的不断提高，轮胎模具需求有望持续增长。

图表 24：轮胎年度产量（万条）及增速



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 25：轮胎月度产量（万条）及增速



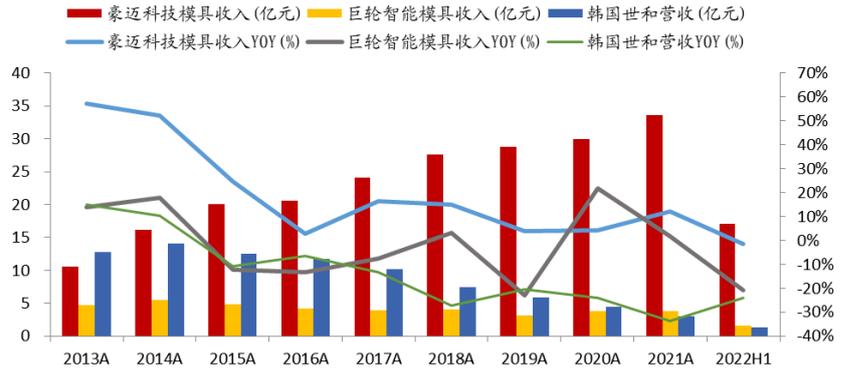
来源：国家统计局，中泰证券研究所

### 2.3、公司产品竞争力强，市占率持续提升

■ **轮胎模具市场集中度较高，公司市场竞争力强。**轮胎模具市场集中度较高，全球轮胎模具市场主要由轮胎模具生产商豪迈科技、韩国世和、巨轮智能主导，因轮胎模具属于轮胎生产中的耗材，故许多轮胎生产商有自有轮胎模具产能。公司经过多年发展，已经成为轮胎模具行业市场占有率最高的公司。

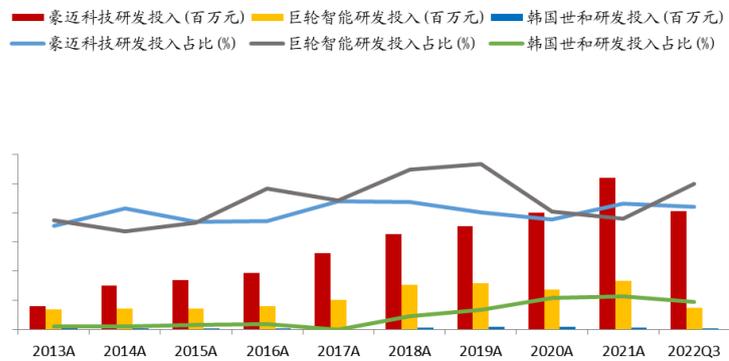
- 1) **豪迈科技**：根据公司官网，公司现已成为世界轮胎模具研发与生产基地，年产各类轮胎模具 20000 套，与全球前 75 名轮胎生产商中 66 家建立了业务关系，是世界轮胎三强米其林、普利司通和固特异的优质供应商，轮胎模具国际市场占有率约 30%，轮胎模具出口额占国内同类产品的 90% 以上。自 2014 年开始，超越韩国世和成为世界龙头，之后一直维持着一个相对强势的增速。
- 2) **韩国世和**：成立于 1981 年，主营轮胎模具（生产铸模、雕刻模具、容器）、轮胎制造设备（轮胎成型机、轮胎成型鼓、硫化机）、航运和租赁建筑物等。韩国世和业务与豪迈科技重合度高，在 2013 年以前为国际最大的轮胎模具公司，2015 年收入开始下滑，2016 年主业开始亏损且不断扩大，2022 年上半年收入规模仅 1.38 亿元，为豪迈科技同期模具收入的 8%，行业市占率不断下滑；主要是因为韩国世和研发投入过低，导致产品竞争力下降、经营不善等。
- 3) **巨轮智能**：位于广东省揭东经济开发区，是国内首家上市的轮胎模具开发制造企业；除轮胎模具外，还经营液压式轮胎硫化机、精密机床和工业机器人等业务。过去 3 年，巨轮智能轮胎模具收入规模维持在 3-4 亿元。

图表 26：轮胎模具上市公司收入（亿元）及增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 27: 轮胎模具上市公司研发投入 (百万元) 及占收入比重



来源: wind, 中泰证券研究所

### 3、风电投资有望边际改善，大型零部件业务快速增长

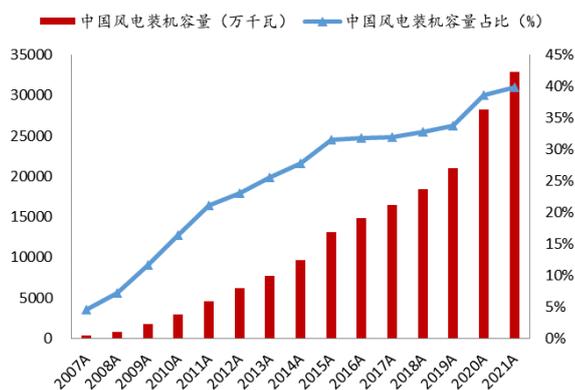
- 根据产业链调研，铸件与大型零部件加工属于先后工序的关系，是同一批客户的不同产品需求，所以公司将铸造与零部件加工业务合并为大型零部件机械产品，故后文提及的铸件即为公司报表中的大型零部件机械产品。

#### 3.1、风电将迎来需求放量，投资有望边际改善

- 可再生能源的利用成国际共识，风电成本下降带来替代需求上升。随着国际社会对能源安全、生态环境、异常气候等问题的日益重视，减少化石能源燃烧，加快开发和利用可再生能源已成为世界各国的普遍共识和一致行动。根据国际能源署（IEA）《世界能源展望 2022》报告：为实现 2050 年净零排放的目标，2050 年全球可再生能源装机占比需超过 80%，其中光伏与风电将贡献主要增量。光伏和风电的发电量占比将从 2021 年的 10% 增加到 2030 年的 40%，在 2050 年有望达到 70%。近几年风电行业的技术进步和大兆瓦机型迭代加速，风电发电成本大幅下降，基本具备了和传统能源公平竞争的条件。随着风电行业上网电价补贴的退坡或取消，行业将迎来全面的发展机遇和广阔的市场空间。

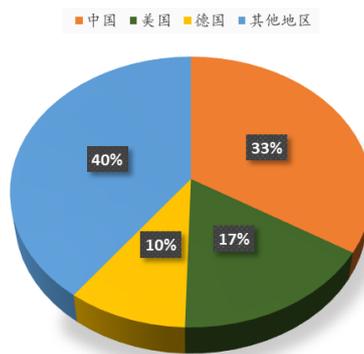
■ **我国风电发展迅速，装机量稳居世界首位。**截至 2021 年底，我国风电累计装机容量突破 3.28 亿千瓦，全球占比 39.88%，居世界首位；美、德分别位居第二、三，装机量分别为 1.33 亿千瓦、0.64 亿千瓦。2021 年，我国风电新增装机容量 4,686.08 万千瓦，全球占比 50.33%。从我国 2022 年 1-9 月的可再生能源发电量结构来看，水电、光伏发电、风电、生物质发电占比分别是 35.22%、31.06%、30.19%、3.52%，同比增速分别是 5.73%、28.78%、17.17%、14.82%，风电增速较快。

图 28：中国风电累计装机容量及全球占比



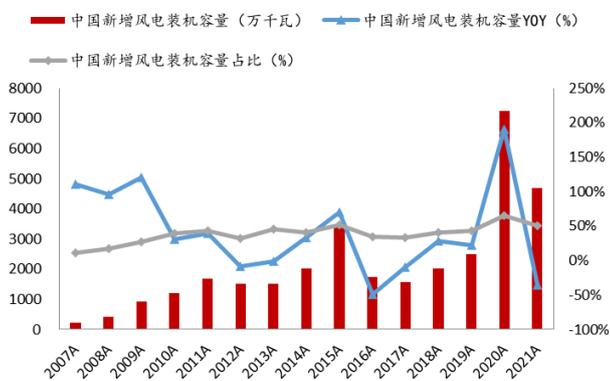
来源：BP, 中泰证券研究所

图 29：截至 2021 年底全球风电装机容量占比



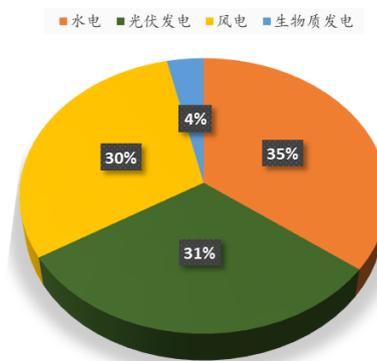
来源：BP, 中泰证券研究所

图 30：中国风电新增装机容量及增速、占比



来源：BP, 中泰证券研究所

图 31：我国 2022 年 1-9 月的可再生能源发电量结构

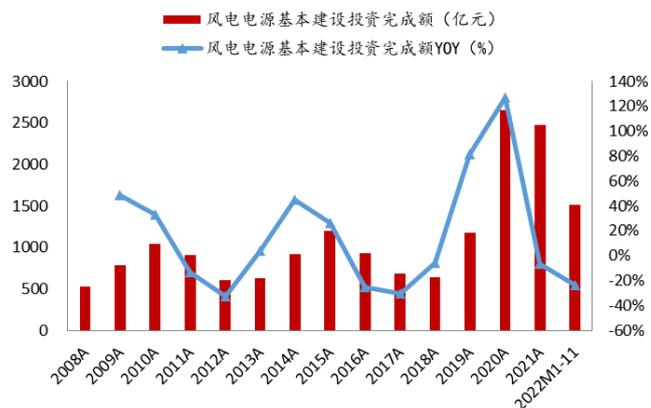


来源：国家统计局, 中泰证券研究所

■ **风电需求放量可期，投资有望边际改善。**根据中央补贴政策，2018 年之前核准的陆上风电项目需要在 2020 年 12 月 31 日之前完成并网，海上风电项目需要在 2021 年 12 月 31 日之前并网。2020 年我国风电行业迎来抢装潮，风电电源基本建设投资完成额与发电新增设备容量达到高峰。2021~2022 年风电项目受疫情因素影响进度滞后，风电发电新增设备与基本建设投资完成额有所回落；2022 年 1-11 月我国风电电源基本建设投资完成额为 1511 亿元，同比下降 23.80%；2022 年风电新增设备容量为 3763 万千瓦，同比下降 21.00%。总体而言，2018 年之前，国内风电产业的核心驱动力是政府补贴；2020 年后，随着发电侧平价上网落地，需求将成为行业景气度的主导因素。“十四五”期间风电有望加速向替

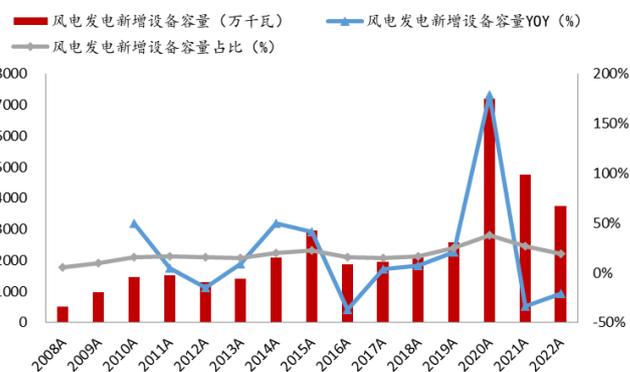
代能源发展，叠加疫情管控放宽，预计风电建设需求将明显放量，风电投资有望边际改善。

**图表 32：风电电源基本建设投资完成额（亿元）及增速**



来源：中国电力企业联合会，中泰证券研究所

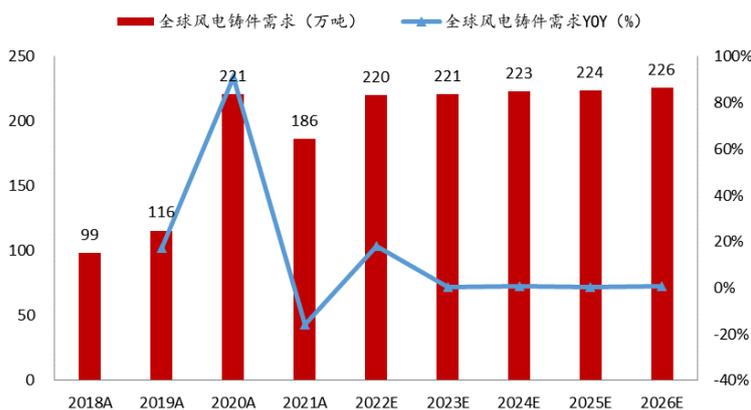
**图表 33：风电发电新增设备容量（万千瓦）及增速、占比**



来源：wind，中泰证券研究所

- 全球风电铸件需求快速增长。**风电铸件是风电机组设备的重要零部件，其市场需求与风电整机行业的发展密切相关，其发展受风电行业整体需求的拉动。2021 年，全球风电新增装机容量 93.11GW；根据中国铸造协会对风电设备行业平均水平进行测算，每 MW 风电整机大约需要 20-25 吨铸件，保守按照 20 吨/MW 铸件计算，2021 年风电铸件需求为 186.22 万吨。参考全球风能理事会预测，2022-2026 年全球风电的装机容量将增加 557GW 的新容量，对应全球风电铸件总需求约为 1114 万吨。在“十四五”期间，我国清洁能源占比将进一步提升，为风电产品的需求带来根本性的扩大。

**图表 34：全球风电铸件需求预测（万吨）**



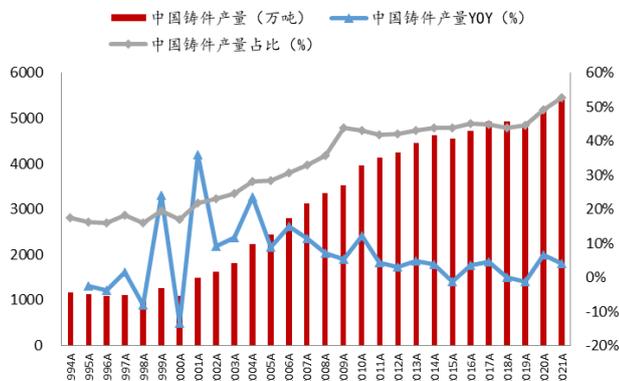
来源：全球风能理事会，中国铸造协会，中泰证券研究所

### 3.2、我国铸件产量全球第一，风电铸件产能集中

- 我国铸件产量全球第一，全球风电产能主要集中在中国。**根据 Modern Casting 数据,2021 年中国铸件产量 5405.00 万吨,占全球产量的 52.81%,位居全球第一。全球风电铸件制造产能中 80%以上集中在中国,剩余 20%左右分布在印度和欧洲。虽然国外铸件产品有一定技术优势,随着国内

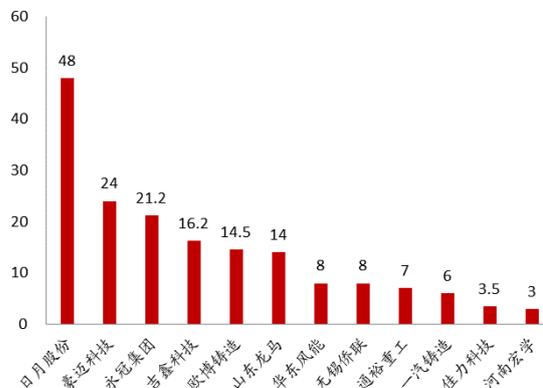
企业技术水平不断提高，国产铸件性价比持续提升；国内目前生产风电铸件的企业有 20-30 家，2022 年上半年产能规模较大的主要有日月股份（48 万吨）、豪迈科技（24 万吨）、永冠集团（21.2 万吨）、吉鑫科技（16.2 万吨）等公司。

图表 35：中国铸件产量（万吨）及增速、占比



来源：Modern Casting，中泰证券研究所

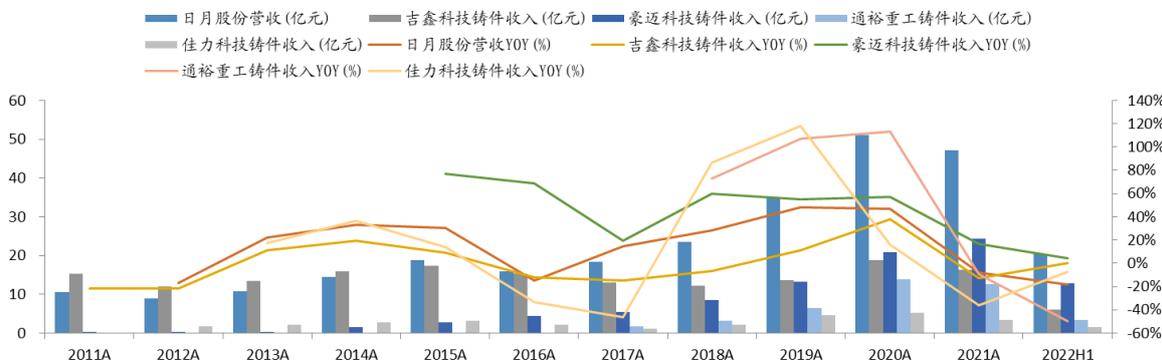
图表 36：全球主要风电铸件企业产能（万吨）



来源：各公司公告，各公司官网，中泰证券研究所

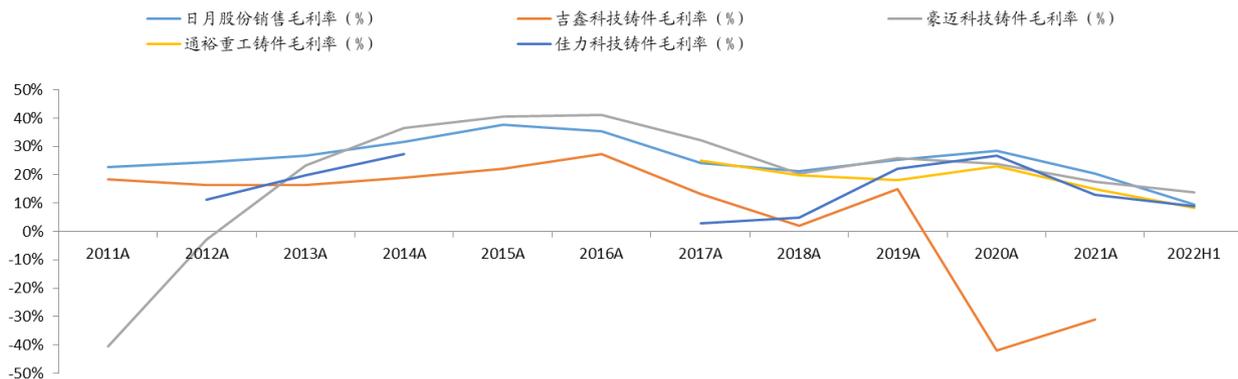
- 1) **日月股份：风电铸造行业龙头，产能优势明显。**日月股份成立于 1984 年，主营大型及特大型重大装备铸件，已成为装备先进、技术力量雄厚、多品种、批量生产的国内最大的铸造生产企业之一，以生产“厚大断面球铁铸件”见长，处于铸造行业的龙头地位；2022 年上半年，日月股份实现营业收入 20.40 亿元，同比下降 18.01%；毛利率为 9.47%，同比下降 17.29pct。2022 年上半年由于市场需求下降及疫情叠加影响，公司产品销量出现下降，从而导致业绩下滑。截至 2022 年 6 月底，公司已经形成 48 万吨铸造产能，成为全球风电铸件和注塑机产品的主要供货商。
- 2) **豪迈科技：海外客户居多，产能快速扩张。**豪迈科技风电产品主要客户以国外客户居多，大多是以西门子、GE 为代表的风电企业。目前公司铸件产能已达到 24 万吨，产能快速扩张。2022 年上半年，豪迈科技大型零部件机械产品收入为 12.90 亿元，同比增长 4.17%；毛利率为 13.83%，同比下降 4.67pct，受风电零部件业务订单及价格波动、原材料价格上涨等因素影响，该业务毛利率水平有所下滑。近几年公司铸件收入规模呈现稳定增长趋势，2022 年上半年铸件盈利水平高于同行。

图表 37：铸件上市公司铸件收入（亿元）及增速



来源：wind，中泰证券研究所（注：豪迈科技铸件收入为财务报表中大型零部件机械产品情况）

图表 38：铸件上市公司铸件毛利率情况



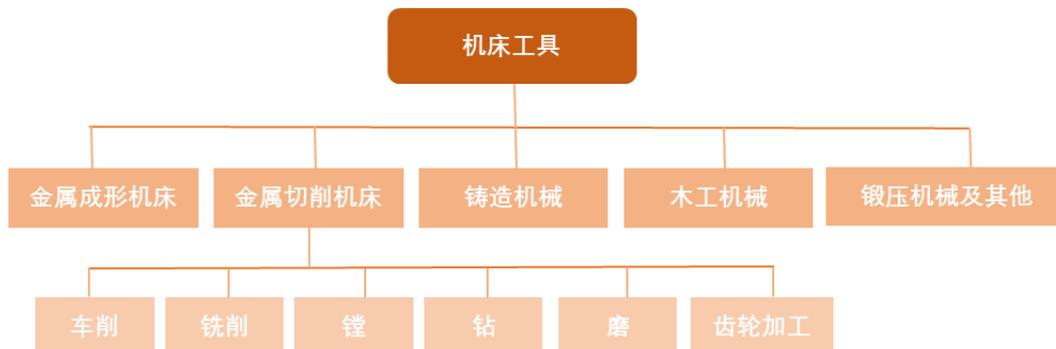
来源: wind, 中泰证券研究所

## 4、自主研发实力强劲，机床业务未来可期

### 4.1、机床行业规模：国之重器，千亿产值

- **机床行业是关系国家经济的战略性产业，是装备制造业的加工母机。**机床主要包括金属切削机床、金属成形机床、铸造机械、木工机械、机床附件、工量具及量仪、磨料磨具和其他金属加工机械等八个子行业。下游客户包括传统机械、汽车工业、电力设备等行业，几乎所有金属切削、成形过程均需借助机床实现。**2009年，国内机床制造业的经济规模超越德国和日本跃居世界第一位，并且一直保持至今。**

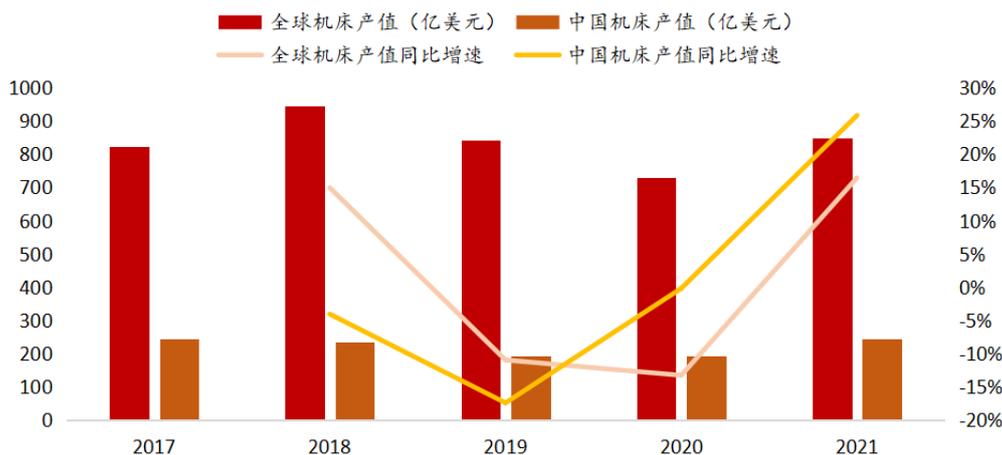
图表 39：机床工具产品分类



来源: 海天精工招股说明书, 中泰证券研究所

- **机床行业进入上行周期，市场规模千亿级别。**2017-2021年，全球与中国机床产值增速呈现波动变化走势，得益于疫后经济复苏，2021年全球机床产值为850亿美元，同比增加16.44%，中国机床产值为243.6亿美元，同比增加25.83%。受下游制造业景气度波动和更新换代周期影响，我国机床行业于2012-2019年进入下行调整期，在2019年达到低谷，2020年为复苏起点，2021年产值出现较大幅度增长，2022年为机床行业复苏后的第二年，目前机床行业已进入上行周期，预计上行周期持续7~8年。2021年我国机床市场规模约2161亿元，总体规模可观。

图表 40：全球与中国机床产值



来源: Gardner, 中泰证券研究所

- 机床行业竞争格局：第一梯队主要为外资企业。**机床行业竞争中的第一梯队为实力雄厚的外资企业、跨国公司，包括 MAZAK、DMG、MORI、OKUMA、友佳国际等，产品集中在高端数控机床。第二梯队为大型国有企业、具有一定知名度和技术实力的民营企业，括济南二机床集团、海天精工、创世纪、国盛智科、科德数控、浙海德曼，产品集中在中端机床。第三梯队为技术含量较低、规模较小的众多民营企业，集中在低端机床。在军工、新能源汽车、光伏、风电、工程机械、船舶海工带动下，中国机床行业有望加速高端机床领域进口替代的脚步。

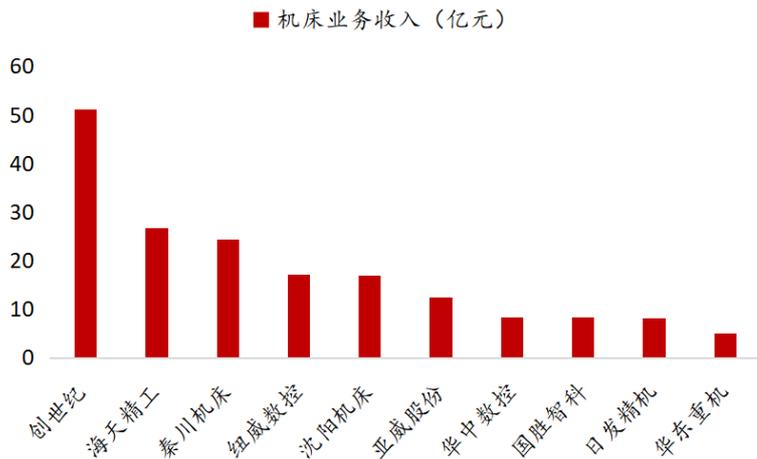
图表 41：机床行业竞争梯队

梯队	代表公司	产品特点
第一梯队	实力雄厚的外资企业、跨国公司，包括MAZAK、DMG、MORI、OKUMA、友佳国际等	高端数控机床
第二梯队	大型国有企业、具有一定知名度和技术实力的民营企业，括济南二机床集团、海天精工、创世纪、国盛智科、科德数控、浙海德曼	中端机床
第三梯队	技术含量较低、规模较小的众多民营企业	低端机床

来源: 华经情报网, 中泰证券研究所

- 民营企业积极转型，成为业内中坚力量。**2012 年开始，随着国内制造业转移升级，机床行业进入下行周期，竞争加剧，低档通用型机床市场需求大幅下降；中高档型、定制型和自动化成套类机床市场需求快速增长。这一变化与国内机床行业的供给结构形成明显错位，境外先进机床企业利用产品优势快速抢占国内高端市场份额。近年来，国内涌现了一批以创世纪、海天精工、乔锋智能为代表的民营企业抓住了转型升级的机遇，致力于打造国产中高档数控机床产品，不断突破中高档数控机床核心技术，并且得到市场广泛认可，综合竞争力大幅提高，成为我国机床行业的中坚力量。

图表 42：2021 年中国机床行业上市公司前十名

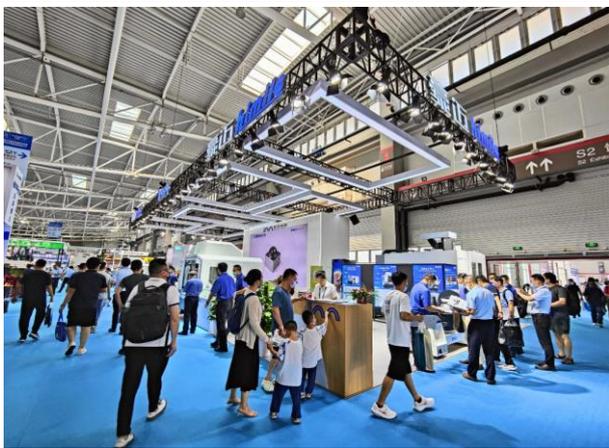


来源：华经情报网，中泰证券研究所

#### 4.2、自主研发实力强劲，机床业务未来可期

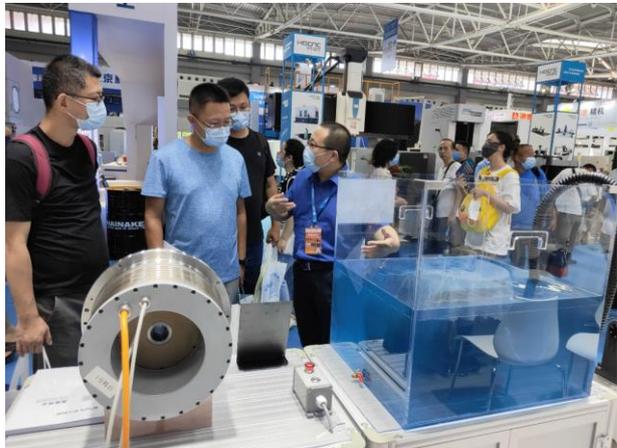
- **积极布局机床业务。**公司自 1995 年成立不久便开始研发机床装备，并致力于关键功能部件的自主研制。2022 年 7 月，公司将子公司山东豪迈激光设备有限公司变更为山东豪迈数控机床有限公司，将公司机床业务相关的资产、人员等划转至该子公司，公司机床业务现有人员 1000 余人，具有规模化数控机床及关键功能部件的生产能力。2022 年 8 月，山东豪迈数控机床有限公司参加“第 25 届青岛国际机床展”，主要展出系列化直驱转台、精密加工中心、五轴联动加工中心三类产品。

图表 43：公司参与第 25 届青岛国际机床展（一）



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 44：公司参与第 25 届青岛国际机床展（二）



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **公司自主研发能力强，产品已获客户认可。**公司拥有较为深厚的机床研发功底，已自主研制大型龙门加工中心、数控电极铣机群、电火花机群、五轴打孔机群、铣花机群等核心设备。通过自主研发，公司能够降低成本，提高经营稳定性。目前公司机床关键零部件摇篮转台已自制成功，并进行批量生产和销售；已推出五轴机床等高档机床，并开始对外销售；直驱转台达到了欧洲水准，正在进行批量生产和销售。公司的机床产品已获市场认可，未来有望成为新的利润增长点。

图表 45：自主研制自动化专用设备



自主研制的大型龙门加工中心



自主研制的铣花机群



自主研制的数控电极铣机群



自主研制的电火花机群



自主研制的五轴打孔机群



五轴加工中心车间

来源：公司官网，中泰证券研究所

## 5、维持“增持”评级

- 公司作为轮胎模具行业龙头，有望受益于疫情管控放松、新能源车放量以及汽车行业的复苏，轮胎模具业务将持续放量。2022年上半年公司铸件盈利水平高于同行，近几年铸件收入稳定增长，同时公司海外客户优质，产能扩张迅速，预计铸件业务有望稳定增长，增厚公司业绩。同时，公司积极布局机床业务，于2022年已实现机床产品销售，贡献当期收入，并且我们预计2023-2024年机床行业景气度较高，公司有望充分受益，实现机床订单与收入快速增长。我们看好公司的发展，上调公司业绩，预计2022-2024年公司归母净利润为12.42、14.56、16.37亿元（前值为12.04、13.24、14.14亿元），对应PE分别为17、15、13倍，维持“增持”评级。

**图表 46：公司业绩拆分**

业务拆分	业务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	核心假设
轮胎模具	轮胎模具收入（百万元）	2,993.90	3,357.47	3,626.07	3,916.15	4,229.44	公司作为轮胎模具行业龙头，有望受益于疫情管控放松、新能源车放量以及汽车行业的复苏，轮胎模具业务将持续放量
	轮胎模具收入YOY (%)	4.17%	12.14%	8.00%	8.00%	8.00%	
	轮胎模具收入占比 (%)	56.55%	55.88%	53.87%	51.19%	50.10%	
	轮胎模具毛利率 (%)	34.51%	36.08%	36.50%	36.80%	37.00%	
	轮胎模具毛利润（百万元）	1,033.22	1,211.25	1,323.51	1,441.14	1,564.89	
大型零部件机械	大型零部件机械收入（百万元）	2,087.40	2,441.08	2,685.19	2,953.71	3,249.08	2022年上半年公司铸件盈利水平高于同行，近几年铸件收入稳定增长，同时公司海外客户优质，产能扩张迅速，预计铸件业务有望持续发力，增厚公司业绩
	大型零部件机械收入YOY (%)	56.73%	16.94%	10.00%	10.00%	10.00%	
	大型零部件机械收入占比 (%)	39.43%	40.63%	39.89%	38.61%	38.49%	
	大型零部件机械毛利率 (%)	23.96%	17.43%	17.80%	18.20%	19.00%	
	大型零部件机械毛利润（百万元）	500.12	425.48	477.96	537.57	617.32	
其他业务	其他业务收入（百万元）	213.18	209.78	420.00	780.00	963.00	其他业务包括机床业务及汽车轮胎模具相关装备，预计机床业务将明显贡献业绩增量
	其他业务收入YOY (%)	17.64%	-1.60%	100.21%	85.71%	23.46%	
	其他业务收入占比 (%)	4.03%	3.49%	6.24%	10.20%	11.41%	
	其他业务毛利率 (%)	40.49%	36.92%	38.50%	38.50%	38.50%	
	其他业务毛利润（百万元）	86.31	77.45	161.70	300.30	370.76	
合计	营业收入（百万元）	5,294.48	6,008.33	6,731.25	7,649.86	8,441.52	
	营业收入YOY (%)	20.68%	13.48%	12.03%	13.65%	10.35%	
	销售毛利率 (%)	30.59%	28.53%	29.17%	29.79%	30.24%	
	销售毛利润（百万元）	1,619.65	1,714.18	1,963.18	2,279.02	2,552.97	
业绩	销售净利率 (%)	19.02%	17.53%	18.45%	19.03%	19.39%	
	归母净利润（百万元）	1,007.21	1,053.18	1,241.60	1,455.81	1,636.61	
	归母净利润YOY (%)	16.74%	4.56%	17.89%	17.25%	12.42%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 47：可比公司估值**

公司	代码	2023/2/23 股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				数据来源
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
巨轮智能	002031.SZ	3.48	-0.21	-	-	-	-16.32	-	-	-	-
日月股份	603218.SH	24.35	0.69	0.33	0.84	1.14	35.29	72.73	29.03	21.28	Wind一致预期
吉鑫科技	601218.SH	4.29	0.21	-	-	-	20.07	-	-	-	-
海天精工	601882.SH	31.30	0.71	0.98	1.20	1.50	44.08	31.88	25.99	20.88	Wind一致预期
创世纪	300083.SZ	8.77	0.34	0.43	0.62	0.81	25.79	20.40	14.17	10.80	Wind一致预期
		均值					36.17	41.67	23.06	17.65	-
豪迈科技	002595.SZ	27.10	1.32	1.55	1.82	2.05	20.58	17.46	14.89	13.25	中泰机械预测数据

来源：wind，中泰证券研究所

## 6、风险提示

- **经济发展不及预期的风险。**汽车轮胎模具行业、风电铸件行业的发展，与经济环境及政策密不可分，随着国内外经济形势及政策的变化，可能会影响到公司产品的销售和收入的增长。
- **汇率波动风险。**公司一直致力于开拓海外市场，发展国外高端客户。随着世界轮胎制造商全球采购数量的增加、国内模具制造水平的提高以及国外市场对公司产品的逐步认可，公司出口销售收入占比较高。我国人民币实行有管理的浮动汇率制度，汇率的波动将直接影响到公司出口产品的销售定价，从而影响到公司的盈利水平，给公司经营带来一定风险。此外，随着出口业务规模的不断增长，公司的外币资产也将随之增加，人民币对外币的汇率波动会给公司带来汇兑损益。
- **市场竞争加剧的风险。**作为中高档轮胎模具制造领域的优势企业，公司在技术水平、市场份额、产销规模等方面与国内竞争对手相比具有较强的竞争优势。主导产品的年产销量均居全国前茅，保持了较高的市场份额，体现出较强的竞争能力。但是，伴随着模具行业的市场竞争，如果公司不能及时在产能规模、技术研发、产品质量、效率成本等方面进一步增强实力，可能会对公司业绩产生不利影响。
- **原材料价格波动的风险。**公司主要原材料为锻钢、生铁、铝锭等，近几年国内钢材、有色金属等价格都出现了不同幅度的波动，原材料价格的上涨降低了公司的毛利率和净利率水平，给盈利能力带来不利影响。

图表 48: 公司盈利预测

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	411	1,127	2,049	3,195	营业收入	6,008	6,731	7,650	8,442
应收票据	94	106	120	132	营业成本	4,294	4,768	5,371	5,889
应收账款	1,754	1,966	2,234	2,465	税金及附加	60	67	76	84
预付账款	90	100	113	124	销售费用	67	75	85	94
存货	1,450	1,610	1,814	1,989	管理费用	152	170	193	213
合同资产	0	0	0	0	研发费用	259	289	329	363
其他流动资产	992	1,111	1,263	1,394	财务费用	51	31	31	37
流动资产合计	4,792	6,020	7,593	9,299	信用减值损失	-11	-9	-8	-9
其他长期投资	26	26	26	26	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	416	416	416	416	公允价值变动收益	6	2	3	3
固定资产	1,910	1,713	1,542	1,393	投资收益	36	40	44	48
在建工程	97	97	97	97	其他收益	33	40	44	48
无形资产	350	347	345	353	营业利润	1,197	1,411	1,655	1,860
其他非流动资产	53	53	53	53	营业外收入	5	5	4	5
非流动资产合计	2,852	2,652	2,479	2,338	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	7,644	8,672	10,072	11,637	利润总额	1,197	1,411	1,654	1,860
短期借款	225	225	225	225	所得税	146	172	201	226
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,051	1,239	1,453	1,634
应付账款	299	332	374	410	少数股东损益	-2	-2	-3	-3
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,053	1,241	1,456	1,637
合同负债	58	65	74	82	NOPLAT	1,096	1,266	1,480	1,666
其他应付款	10	10	10	10	EPS (按最新股本摊薄)	1.32	1.55	1.82	2.05
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6					
其他流动负债	407	451	507	556	主要财务比率				
流动负债合计	1,006	1,090	1,197	1,289	会计年度	2021E	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	13.5%	12.0%	13.6%	10.3%
其他非流动负债	127	127	127	127	EBIT增长率	1.7%	15.6%	16.9%	12.6%
非流动负债合计	127	127	127	127	归母公司净利润增长率	4.6%	17.9%	17.3%	12.4%
负债合计	1,133	1,217	1,324	1,416	获利能力				
归属母公司所有者权益	6,505	7,451	8,747	10,223	毛利率	28.5%	29.2%	29.8%	30.2%
少数股东权益	6	4	1	-2	净利率	17.5%	18.4%	19.0%	19.4%
所有者权益合计	6,511	7,455	8,748	10,222	ROE	16.2%	16.7%	16.6%	16.0%
负债和股东权益	7,644	8,672	10,072	11,637	ROIC	19.6%	19.7%	19.6%	18.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	14.8%	14.0%	13.1%	12.2%
					债务权益比	5.5%	4.8%	4.1%	3.5%
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	流动比率	4.8	5.5	6.3	7.2
经营活动现金流	118	947	1,150	1,385	速动比率	3.3	4.0	4.8	5.7
现金收益	1,362	1,552	1,740	1,904	营运能力				
存货影响	-507	-160	-204	-175	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7
经营性应收影响	-184	-232	-295	-254	应收账款周转天数	99	99	99	100
经营性应付影响	16	33	42	36	应付账款周转天数	24	24	24	24
其他影响	-570	-245	-133	-126	存货周转天数	100	116	115	116
投资活动现金流	-170	-40	-37	-42	每股指标 (元)				
资本支出	-316	-81	-83	-93	每股收益	1.32	1.55	1.82	2.05
股权投资	4	0	0	0	每股经营现金流	0.15	1.18	1.44	1.73
其他长期资产变化	142	41	46	51	每股净资产	8.13	9.31	10.93	12.78
融资活动现金流	186	-191	-191	-197	估值比率				
借款增加	-146	0	0	0	P/E	21	17	15	13
股利及利息支付	-300	-207	-242	-269	P/B	3	3	2	2
股东融资	0	0	1	2	EV/EBITDA	19	17	15	14
其他影响	632	16	50	70					

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。