

海天精工(601882)

报告日期: 2023年04月25日

数控机床龙头，品类拓张+海外拓张打开新成长空间

——海天精工深度报告

投资要点

□ 数控机床龙头，业绩快速增长

公司专注于中高端数控机床的研发、生产和销售，是国内数控机床龙头企业之一，主要产品包括数控龙门加工中心、数控卧式加工中心、数控立式加工中心等。2022年营收约32亿元，同比增长约16%，归母净利润约5.2亿元，同比增长约40%。2013-2022年公司营收、归母净利润CAGR分别约15%，35%。

□ 机床行业：产业结构调整，民企崛起；国产化、高端化、智能化大势所趋；

机床行业空间大，增速稳：2021年全球机床消费额超5000亿元人民币，中国消费额约1500-2000亿元，2000-2021年中国消费额CAGR约10%。

民企崛起：产业结构调整升级过程中，民营机床企业较国企历史包袱小，在效率、决策、产权等方面具备一定优势，开始成为机床行业主力军。

中长期看，机床行业国产化、高端化、智能化大势所趋。近年来数控机床进口金额均值约200亿元人民币，2021年我国机床数控化率约36%，高端数控机床自给率不足10%，自主可控政策推进下，行业有望迎来发展良机。

□ 短期看，机床行业有望受益于机床更替周期+制造业复苏

更新需求：机床行业更替周期约7-10年，结合历史数据，预计拐点将至。

制造业复苏：2023年3月PMI51.9%，维持扩张态势；企业中长期贷款同比增速（滚动5个月）近几月均处于较高水平，预计制造业景气度有望回升。

□ 积极拓展新能源汽车领域与海外市场，有望再造一个海天

综合实力领先：公司深耕机床行业多年，在研发、工艺积累、产量、品牌效应相较于国内同业均具备优势，与海外巨头差距不断缩小。

积极拓展新能源汽车领域：公司对通用机型进行产品升级，推出新能源汽车专用型一站式零部件解决方案。产能方面，公司积极部署新生产基地扩产，为实现新能源汽车核心部件加工设备批量化生产积蓄潜力。

积极布局海外市场：公司背靠海天集团，在产品背书、技术协同、海外拓展均具备优势。公司于2013年开始涉足海外业务。凭借集团公司的海外渠道赋能，目前已经在海外多地实现布局，2013-2022年，公司海外营收由0.19亿元上升至3.9亿元，CAGR约40%，海外营收占比由2%提升至12%，发展迅速。

□ 盈利预测与估值

预计公司2023-2025年的归母净利润分别为6.1亿元、7.3亿元、8.4亿元，分别同比增长约16%、20%、15%，分别对应PE约28、24、20倍，公司作为数控机床龙头，产品齐全竞争力强，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示

1) 技术突破不及预期；2) 核心部件进口断供风险；3) 制造业复苏不及预期。

投资评级：买入(首次)

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：林子尧

执业证书号：S1230522080004
linziyao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 33.94
总市值(百万元)	17,716.68
总股本(百万股)	522.00

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3177	3969	4801	5652
(+/-) (%)	16%	25%	21%	18%
归母净利润	521	605	728	839
(+/-) (%)	40%	16%	20%	15%
每股收益(元)	1.00	1.16	1.39	1.61
P/E	33	28	24	20

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 6.1 亿元、7.3 亿元、8.4 亿元，分别同比增长约 16%、20%、15%，分别对应 PE 约 28、24、20 倍，公司作为数控机床龙头，产品齐全竞争力强，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 关键假设

制造业复苏：2月 PMI 为 52.6%，较1月提升 2.5pct；3月份 PMI 为 51.9%，制造业保持扩张态势

国产替代：当前数控化率偏低，政策大力扶持下，国产替代加速。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：机床行业竞争激烈，具备重技术、重资金等门槛，国内机床企业偏低端，数控系统等核心部件依赖进口，短时间机床企业盈利能力难以大幅提升。

我们认为：国内机床行业集中度向头部集中，未来行业格局将进一步稳固。公司作为行业龙头企业，有望在本轮制造业景气度上行叠加机床替换周期中受益。伴随政策持续优化下，核心零部件有望逐渐国产化，促使国产替代提速，公司盈利能力将进一步提升。此外公司积极拓展海外市场，也将为公司带来新的盈利增长点，市场空间，估值均有上行空间。

● 股价上涨的催化因素

国产替代进口，产能持续扩张；国家政策大力扶持驱动下，市场增量超预期；东南亚市场持续高需求。

● 风险提示

1) 技术突破不及预期；2) 核心部件进口断供风险；3) 制造业复苏不及预期。

正文目录

1 数控机床行业龙头，2013-2022 年归母净利润 CAGR 约 35%	6
1.1 中高端数控机床领军企业，专注龙门加工中心研发与生产	6
1.2 股权比例集中，实控人持股比例 53%	7
1.3 盈利成长性强，2019-2022 年归母净利润 CAGR 达 76.79%	7
2 机床行业：受益制造业复苏、国产替代、自主可控	9
2.1 机床行业空间大，增速稳，2021 年全球机床市场规模超 5000 亿元	9
2.2 机床行业分类多，2021 年龙门加工中心市场规模超 40 亿元	10
2.3 中国机床行业大而不强，高端机床亟需国产替代	11
2.4 竞争格局：高端产品仍以外资主导，民企逐渐崛起	13
2.5 机床行业更替周期约 7-10 年，或进入新一轮景气周期	15
2.6 政策持续加码，推进机床行业自主可控，国产替代大势所趋	17
3 积极拓展新能源汽车领域与海外市场，有望再造一个海天	18
3.1 公司在研发、工艺积累、产量、品牌效应均具备优势	18
3.2 积极切入新能源赛道，成长空间进一步打开	19
3.3 背靠海天集团，公司在产品背书、技术协同、海外拓展均具备优势	21
4 盈利预测	23
4.1 核心假设	23
4.2 盈利预测	24
5 风险提示	25

图表目录

图 1: 2022 年公司龙门加工中心占比总营收约 57%.....	6
图 2: 2022 年公司龙门加工中心毛利率约 31%.....	6
图 3: 张静章、张剑鸣、张静来、钱耀恩四位实控人合计持股比例约 53%.....	7
图 4: 公司深耕机床行业 20 余年, 技术积累深厚.....	7
图 5: 2013-2022 年公司营业收入 CAGR15%.....	8
图 6: 2013-2022 年公司归母净利润 CAGR35%.....	8
图 7: 近年来毛利率较为平稳, 2022 年净利率大幅提升 16%.....	8
图 8: 公司 2022 年期间费用率大幅下滑至 8.8%.....	8
图 9: 2002-2021 年全球机床行业产值 CAGR 约 4%.....	9
图 10: 2000-2021 年中国机床行业产值 CAGR 约 12%.....	9
图 11: 2000-2021 年中国机床消费额 CAGR 约 10%.....	9
图 12: 2021 年中国机床消费占比全球约 34%.....	9
图 13: 2021 年国内各类机床市场规模预估 (比例为机床各种类占比金属切削机床市场规模比例预估).....	10
图 14: 日本机床数控化率维持在 80%以上.....	11
图 15: 2021 年中国机床数控化率约 36%, 仍有较大提升潜力.....	11
图 16: 2018 年我国高端数控机床国产化率约 6%.....	12
图 17: 《中国制造 2025》规划下机床核心部件国产化率将提升.....	12
图 18: 2014-2021 年数控机床年均进口金额约 30 亿美元.....	12
图 19: 2014-2021 年数控机床年均出口金额约 10 亿美元.....	12
图 20: 我国数控机床出口数量大幅高于进口数量.....	12
图 21: 我国数控机床进口均价约为出口均价的 10 倍.....	12
图 22: 国内中高端数控机床行业架构.....	13
图 23: 2015 年机床行业民企资产占比已超过国企资产占比.....	13
图 24: 民企崛起: 2012-2019 年期间国内机床民营企业逐渐从走向台前.....	14
图 25: 复盘历史, 机床的更替周期大约在 7-10 年.....	15
图 26: 2022 年 7-10 月金属切削机床产量单月同比下滑幅度逐月收窄, 11-12 月受疫情影响下滑幅度增大.....	15
图 27: 企业中长期贷款增速进入回升通道, 下游企业投资意愿趋势向好.....	16
图 28: 2023 年 3 月 PMI 为 51.9%, 制造业维持扩张态势.....	16
图 29: 海天精工龙门加工中心产量大幅高于同业, 单位: 台.....	19
图 30: 海天精工龙门加工中心毛利率高于同业.....	19
图 31: 海天精工在新能源车领域应用.....	19
图 32: 数控机床在新能源车领域应用.....	19
图 33: 2013-2022 年海外营收 CAGR 约 40%.....	22
图 34: 2022 年海外营收占比约 12%.....	22
图 35: 公司已在中国香港、越南、印度、墨西哥、土耳其、马来西亚等地成立子公司.....	22
表 1: 2019 年世界前十数控机床厂商市占率合计约 34%.....	13
表 2: 2021 年国内主要机床厂商以民营企业为主 (标红为国企).....	14
表 3: 政策持续加码, 推进机床行业自主可控, 国产替代大势所趋.....	17
表 4: 海天精工高速龙门加工中心的最高转速、主轴最大扭矩、电机最大功率等参数均属于国内同业公司上乘.....	18
表 5: 海天精工的新能源汽车零部件一站式解决方案.....	20
表 6: 公司在立式和卧式主流机型各项指标亦可对标同业.....	20

表 7: 公司积极部署新生产基地扩产, 实现新能源汽车核心部件加工设备批量化生产	21
表 8: 海天精工业务拆分, 单位:万元.....	23
表 9: 可比公司估值对比.....	24
表附录: 三大报表预测值.....	26

1 数控机床行业龙头，2013-2022 年归母净利润 CAGR 约 35%

1.1 中高端数控机床领军企业，专注龙门加工中心研发与生产

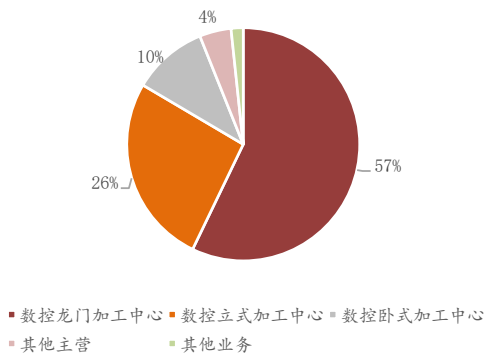
海天精工成立于 2002 年，成立以来专注于中高端数控机床的研发、生产和销售。公司历经 20 余年专业化高质量发展，已迈入国内数控机床行业第一梯队，是我国机床制造业掌握成熟、高端产品技术的领先企业之一，主要产品包括数控龙门加工中心、数控卧式加工中心、数控立式加工中心等。

2022 年营收约 32 亿元，同比增长约 16%，归母净利润约 5 亿元，同比增长约 40%。2013-2022 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别达 15%，35%。

公司主营业务为数控机床，2022 年数控机床业务总营收约 31.24 亿元，占比总营收约 98%，2022 年公司数控机床业务毛利率约为 27%。细分来看，公司机床类型可为龙门加工中心、立式加工中心、卧式加工中心以及其他主营业务。

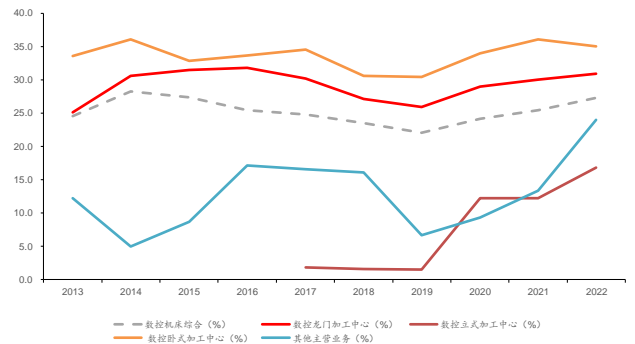
- 1) **龙门加工中心**：2022 年龙门加工中心营收约 18 亿元，占比总营收约 57%，毛利率约为 31%。该机床具备铣削，镗削，钻削，攻螺纹等多种加工功能，零件一次装夹可同时完成零件多个面上的孔系，平面及曲面的加工，实现连续自动加工。下游主要为工程机械，汽车零部件，模具，塑料机械等领域
- 2) **立式加工中心**：2022 年立式加工中心营收约 8 亿元，占比总营收约 26%，毛利率约 17%。该种类机床可实现小型零件的高速高效加工，如模具，盘类，小型箱体类复杂零件的高速大批量精密加工。下游主要为汽车零部件，工程机械，通用等领域。
- 3) **卧式加工中心**：2022 年卧式加工中心营收约 3 亿元，占比总营收约 10%，毛利率约 35%。该种类机床可实现多工作面的铣，钻，镗，铰，攻丝，两维，三维曲面等多工序加工，可在一次装夹中完成箱体孔系和平面加工，适用于箱体孔的调头铣孔加工，下游主要为汽车，轨道交通，航空航天，阀门，矿山机械，纺织机械，塑料机械，船舶，电力等领域。
- 4) **其他主营业务**：包含数控车床、数控落地镗铣加工中心等，2022 年营收约 1.39 亿元，占比总营收约 4%，毛利率约为 24%。

图1： 2022 年公司龙门加工中心占比总营收约 57%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 2022 年公司龙门加工中心毛利率约 31%

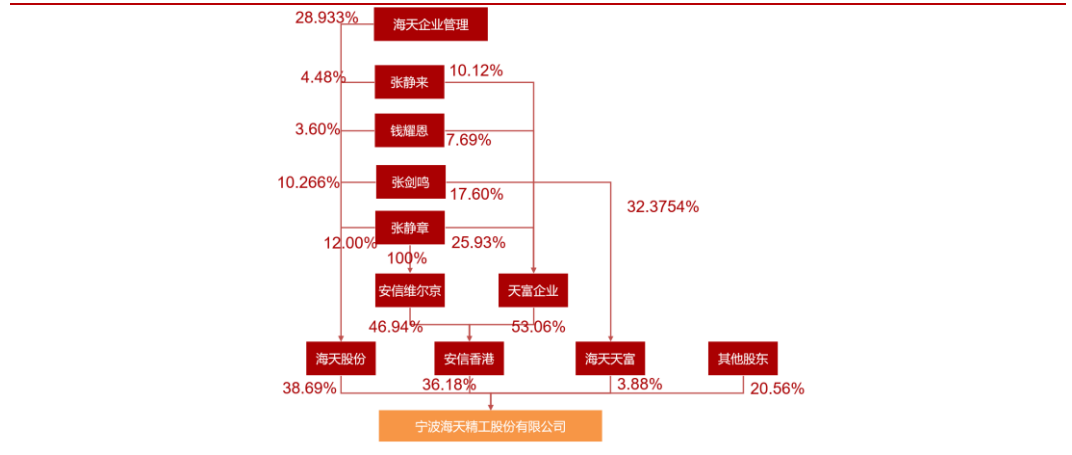


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 股权比例集中，实控人持股比例 53%

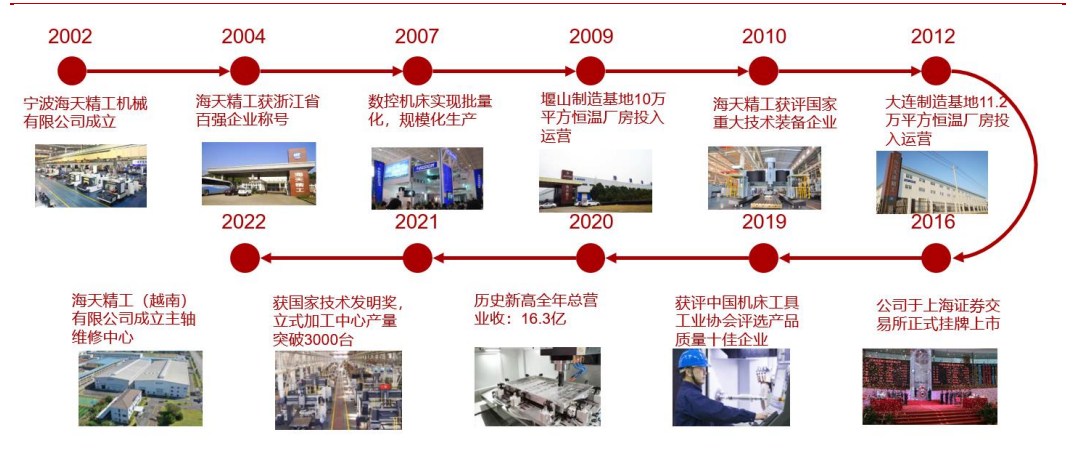
公司股权结构集中，实控人为张静章、张剑鸣、张静来、钱耀恩等四人，其中董事长张静章与执行总裁兼董事张剑鸣为父子关系，海天企业管理为实控人控制，因此实控人合计持股比例约 53%。

图3：张静章、张剑鸣、张静来、钱耀恩四位实控人合计持股比例约 53%



资料来源：公司公告（截至 2022 年 12 月 31 日），浙商证券研究所

图4：公司深耕机床行业 20 余年，技术积累深厚



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

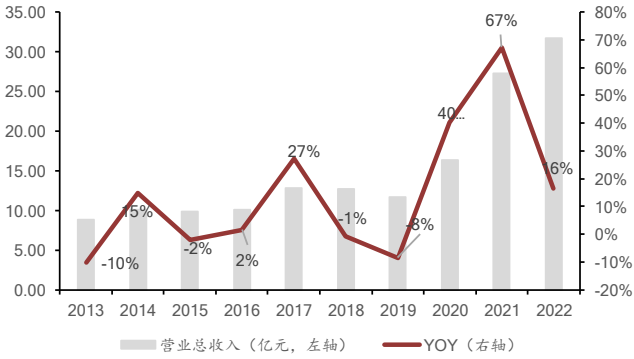
1.3 盈利成长性强，2019-2022 年归母净利润 CAGR 达 76.79%

2022 年营收约 32 亿元，同比增长约 16%，归母净利润约 5 亿元，同比增长约 40%。2013-2022 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别达 15%，35%。

净利率、毛利率：毛利率较为稳定，净利率稳步提升。公司销售毛利率由 2013 年的 25% 变动至 2022 年的 27%，毛利率中枢约 26%；公司销售净利率由 2013 年的 4% 提升至 2022 年的 16%，净利率中枢约 8%。

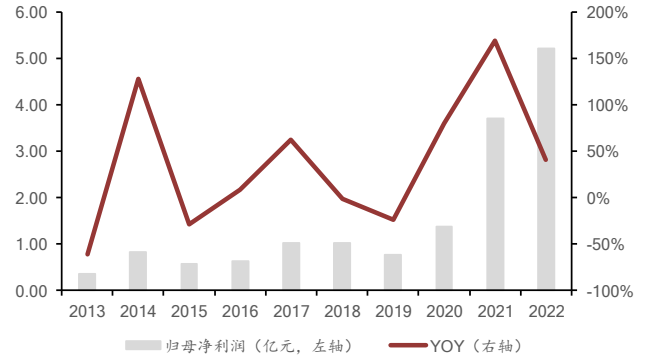
期间费用率：2022 年公司期间费用率大幅下降。从 2018 年的 13.5% 下降至 2022 年的 8.8%，其中管理费用率从 2.8% 下降至 1.3%，研发费用率从 4.39% 下降至 3.72%，销售费用率从 6.23% 下降至 4.8%。财务费用率波动主要系汇兑损益导致。

图5: 2013-2022 年公司营业收入 CAGR15%



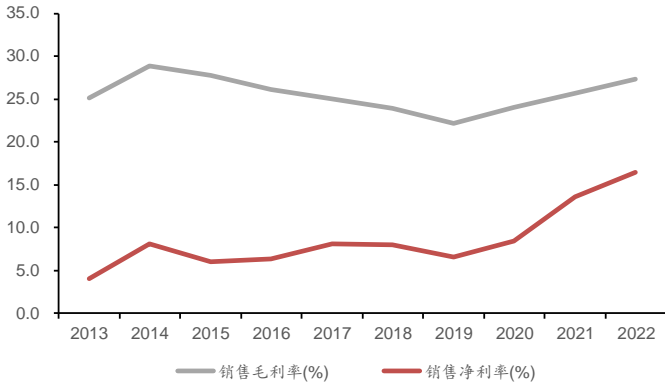
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2013-2022 年公司归母净利润 CAGR35%



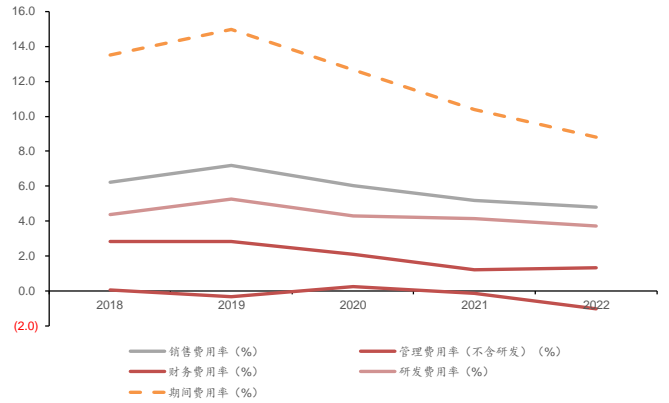
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 近年来毛利率较为平稳, 2022 年净利率大幅提升 16%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 公司 2022 年期间费用率大幅下滑至 8.8%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 机床行业：受益制造业复苏、国产替代、自主可控

2.1 机床行业空间大，增速稳，2021 年全球机床市场规模超 5000 亿元

供给端：根据德国机床制造商协会数据，2021 年全球机床行业产值约 709 亿欧元（按欧元比人民币汇率 1:8，折合人民币超 5000 亿元），2002-2021 年 CAGR 约 4%，我国机床产值约 218 亿欧元（按欧元比人民币汇率 1:8，折合人民币约 1500-2000 亿元），占比约 31%，2000-2021 年 CAGR 约 12%。

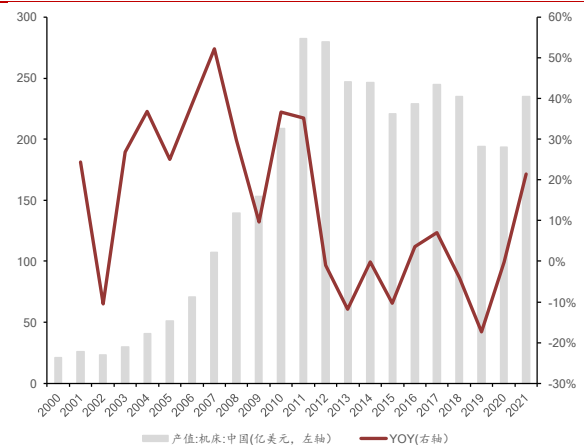
需求端：根据德国机床制造商协会数据，2021 年全球机床消费约 703 亿欧元（按欧元比人民币汇率 1:8，折合人民币超 5000 亿元），我国机床消费额约 236 亿欧元（按欧元比人民币汇率 1:8，折合人民币约 1500-2000 亿元），占比约 34%，2000-2021 年 CAGR 约 10%。

图9： 2002-2021 年全球机床行业产值 CAGR 约 4%



资料来源：德国机床制造商协会，浙商证券研究所

图10： 2000-2021 年中国机床行业产值 CAGR 约 12%



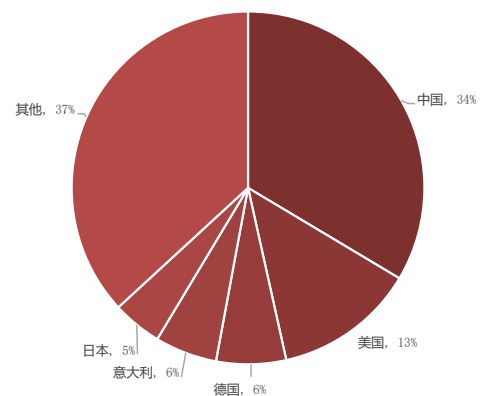
资料来源：德国机床制造商协会，浙商证券研究所

图11： 2000-2021 年中国机床消费额 CAGR 约 10%



资料来源：德国机床制造商协会，Gardner，浙商证券研究所

图12： 2021 年中国机床消费占比全球约 34%



资料来源：德国机床制造商协会，浙商证券研究所

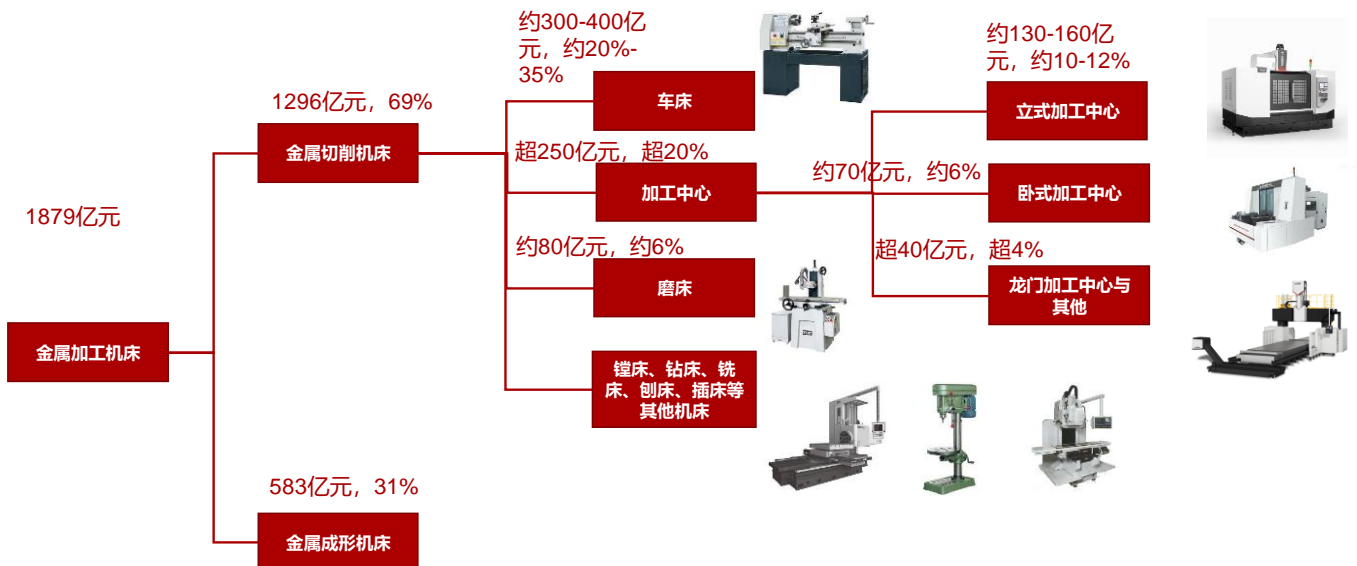
2.2 机床行业分类多，2021 年龙门加工中心市场规模超 40 亿元

机床行业分类多，数控切削机床为重要细分领域。根据国家制定的机床型号编制方法，机床分为 11 大类：车床，钻床，镗床，磨床，齿轮加工机床，螺纹加工机床，铣床，刨插床，拉床，锯床和其他机床。在每一类机床中，又按工艺范围，布局型式和结构性能分为若干组，每一组又分为若干个系（系列）。

我们综合中国机床工业工具协会、上市公司招股书、海关总署、中国机床年鉴（2020）等数据，对各类机床市场规模进行大致测算，测算结果如下：

- 1) **车床**：根据浙海德曼招股书，车床占比金切机床市场份额约 20-35%，根据 2021 年机床工具工业协会数据，金切机床市场规模（消费额）约 1296 亿元，因此可大致测算得我国车床市场规模 2021 年约 300-400 亿元。
- 2) **加工中心**：预计 2021 年市场规模约 250 亿元，占比金切机床比例超 20%。可分为立式加工中心、卧式加工中心及龙门加工中心。其中
 - a) **立式加工中心**：根据 MIR 数据，2021 年国内立加销售量约 5.3 万台，按单价 25-30 万元/台测算，立加市场规模约 130-160 亿元。
 - b) **卧式加工中心**：根据中国机床年鉴（2020）以及海关总署数据，大致预测市场规模约 70 亿元以上。
 - c) **龙门加工中心**：根据中国机床年鉴（2020）、海关总署数据以及海天精工占比 2020 年年鉴数据测算，预计市场规模超 40 亿元。
- 3) **磨床**：主要依赖于进口，根据中国机床年鉴（2020）以及海关总署数据，预计 2021 年市场规模约 80 亿元，占比金切机床约 6%比例。

图 13： 2021 年国内各类机床市场规模预估（比例为机床各种类占比金属切削机床市场规模比例预估）



资料来源：中国机床工具工业协会，浙海德曼招股说明书，海关总署，Wind，中国机床年鉴（2020），浙商证券研究所测算

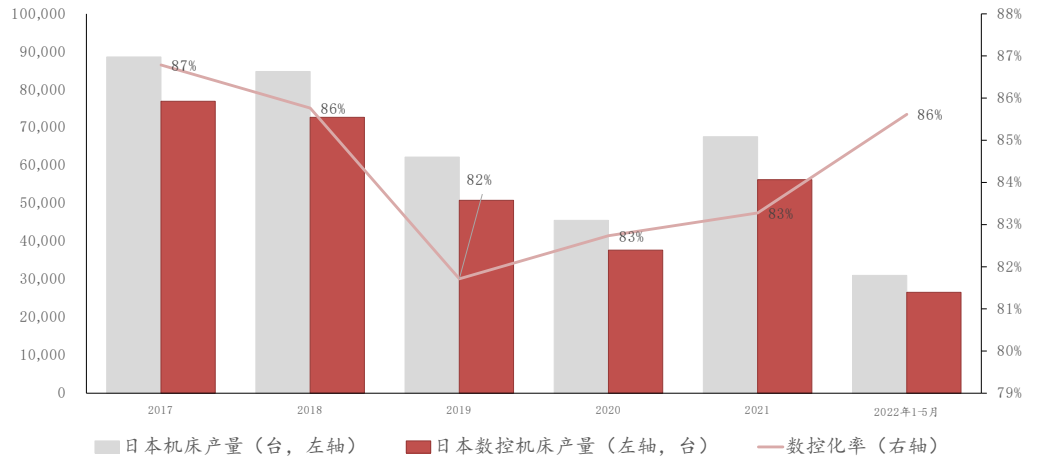
2.3 中国机床行业大而不强，高端机床亟需国产替代

2021年我国机床数控化率约36%，仍有较大提升潜力

数控机床是装备制造业智能制造的工作母机，是衡量一个国家装备制造业发展水平和产品质量的重要标志。从数控化率来看，海外发达国家机床数控化率高，日、美、德数控化率均超70%，其中日本机床数控化率维持在80%以上。

根据日本机床工业协会数据，2021年日本工业机床产量约6.8万台，其中数控机床产量约5.6万台，数控化率约83%，2017至2021年，日本机床数控化率维持在80%以上。

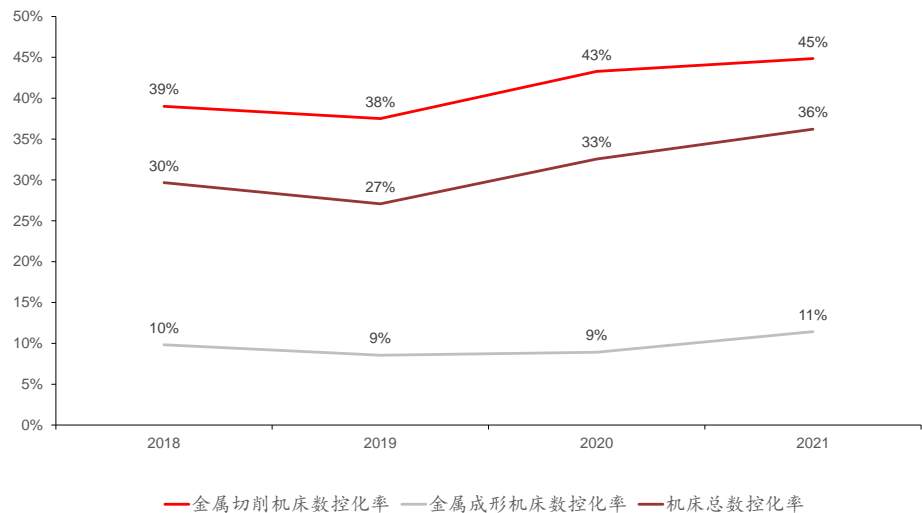
图14：日本机床数控化率维持在80%以上



资料来源：日本机床工业协会，智研咨询，浙商证券研究所

中国机床数控化率持续提升，根据中国机床协会数据，2018-2021年中国金属加工机床数控化率持续提升，由2018年的30%提升至2021年的36%，达历史新高，但相较欧美日等发达国家仍有较大提升潜力。

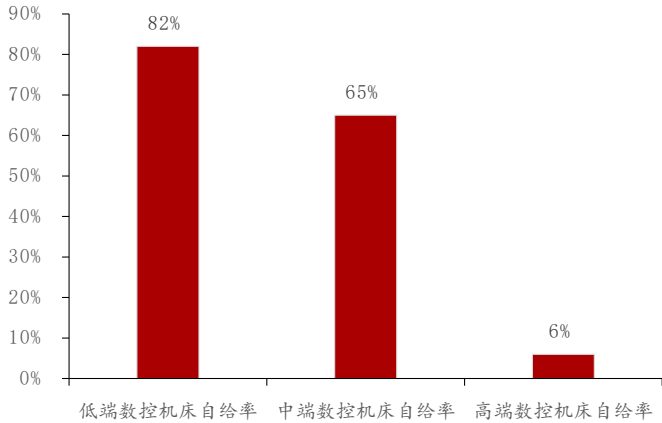
图15：2021年中国机床数控化率约36%，仍有较大提升潜力



资料来源：中国机床工业协会，智研咨询，浙商证券研究所

目前国内高端数控机床严重依赖进口，由于高端机床下游主要为航空、军工等高精尖领域，涉及到国家安防等领域，因此亟需国产替代。根据《机械工业“十四五”发展纲要》提及，我国高端数控机床自给率不足10%，根据前瞻研究院数据，2018年中国高端数控机床国产化率仅约6%。

图16: 2018年我国高端数控机床国产化率约6%



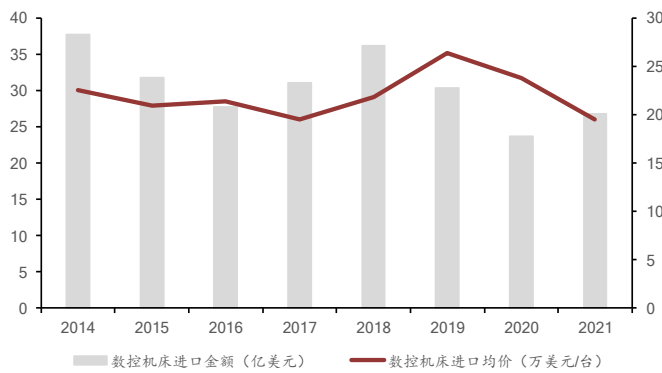
资料来源: 前瞻研究院, 浙商证券研究所

图17: 《中国制造2025》规划下机床核心部件国产化率将提升

核心部件	2020年国产化率	2025年国产化率(预计)
数控系统	标准型: 60% 智能型: 10%	标准型: 80% 智能型: 30%
主轴	50%	80%
丝杆	50%	80%
导轨	50%	80%

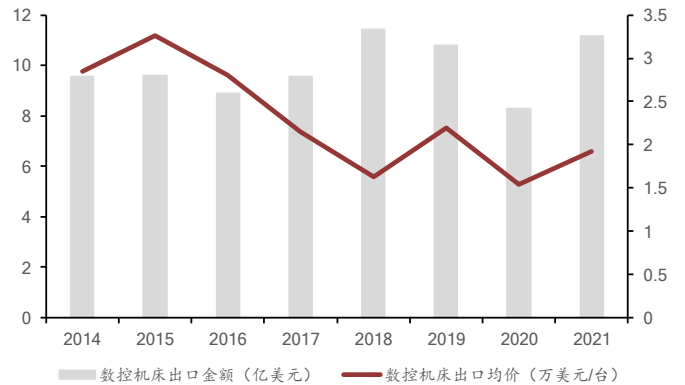
资料来源: 《中国制造2025》重点领域技术路线图, 浙商证券研究所

图18: 2014-2021年数控机床年均进口金额约30亿美元



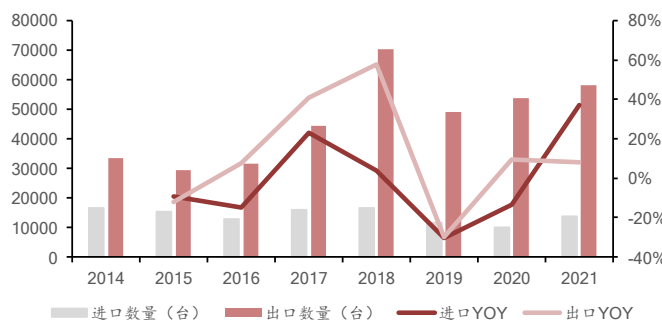
资料来源: 中国机床工具工业协会, 智研咨询, 浙商证券研究所

图19: 2014-2021年数控机床年均出口金额约10亿美元



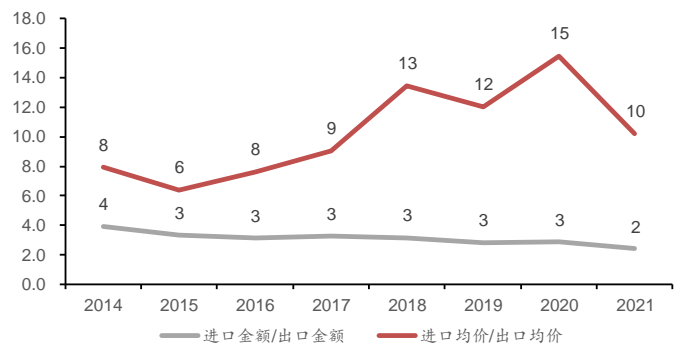
资料来源: 中国机床工具工业协会, 智研咨询, 浙商证券研究所

图20: 我国数控机床出口数量大幅高于进口数量



资料来源: 中国机床工具工业协会, 智研咨询, 浙商证券研究所

图21: 我国数控机床进口均价约为出口均价的10倍



资料来源: 中国机床工具工业协会, 智研咨询, 浙商证券研究所

2.4 竞争格局：高端产品仍以外资主导，民企逐渐崛起

世界范围看，2019 年全球前十数控机床企业均为外资企业。其中以日本、德国、美国为主导，按营收额统计，2019 年前 10 机床厂商营收总额约 276 亿美元，占比 2019 年全球机床市场规模（消费额）约 34%。

表1：2019 年世界前十数控机床厂商市占率合计约 34%

排名	企业名称	国家	营收（亿美元）	全球市占率（2019）
1	山崎马扎克	日本	52.8	6%
2	通快	德国	42.4	5%
3	德玛吉森精机	德国&日本	38.2	5%
4	马格	美国	32.6	4%
5	天田	日本	31.1	4%
6	大隈	日本	19.4	2%
7	牧野	日本	18.8	2%
8	格劳博	德国	16.8	2%
9	哈斯	美国	14.8	2%
10	埃马克	德国	8.7	1%

资料来源：赛迪顾问，Gardner，前瞻研究院，浙商证券研究所，注：市占率按 2019 年全球机床消费额约 821 亿美元测算

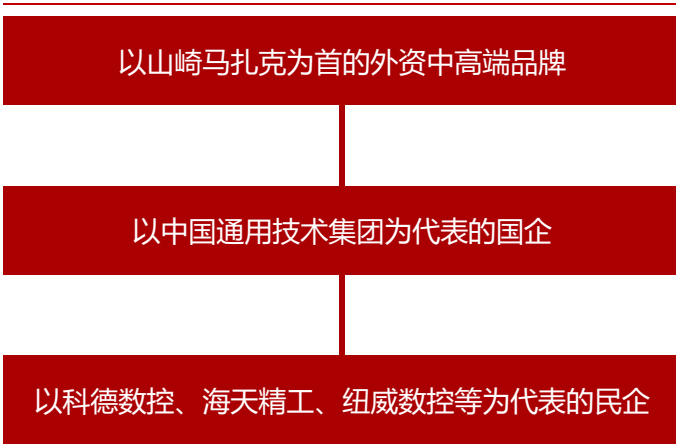
国内机床行业大致可分为三大梯队，其中：

第一梯队：历史悠久，实力雄厚的外资企业，主营业务是高端数控机床，如日本山崎马扎克，德国通快，德马吉森精机，美国马格等。目前大多数都已在中国投资或合资建厂。

第二梯队：国内最先起步，并具有一定技术实力，资金实力和品牌影响力的民企和国企。从最早的国营企业“十八罗汉”，到现在如海天精工，创世纪，纽威数控等新主力军民营企业。

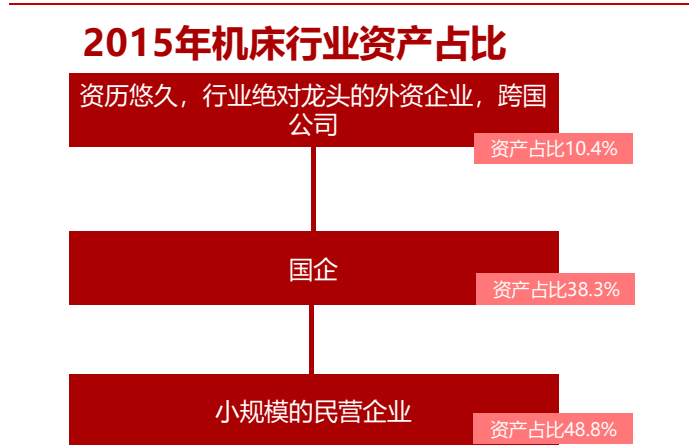
第三梯队：规模较小，技术含量较低的主营低端数控机床的小型民营企业。产品价格便宜，产品加工精度要求不高，主要应用于一般民用产品，汽车零部件粗加工等领域。

图22：国内中高端数控机床行业架构



资料来源：浙商证券研究所

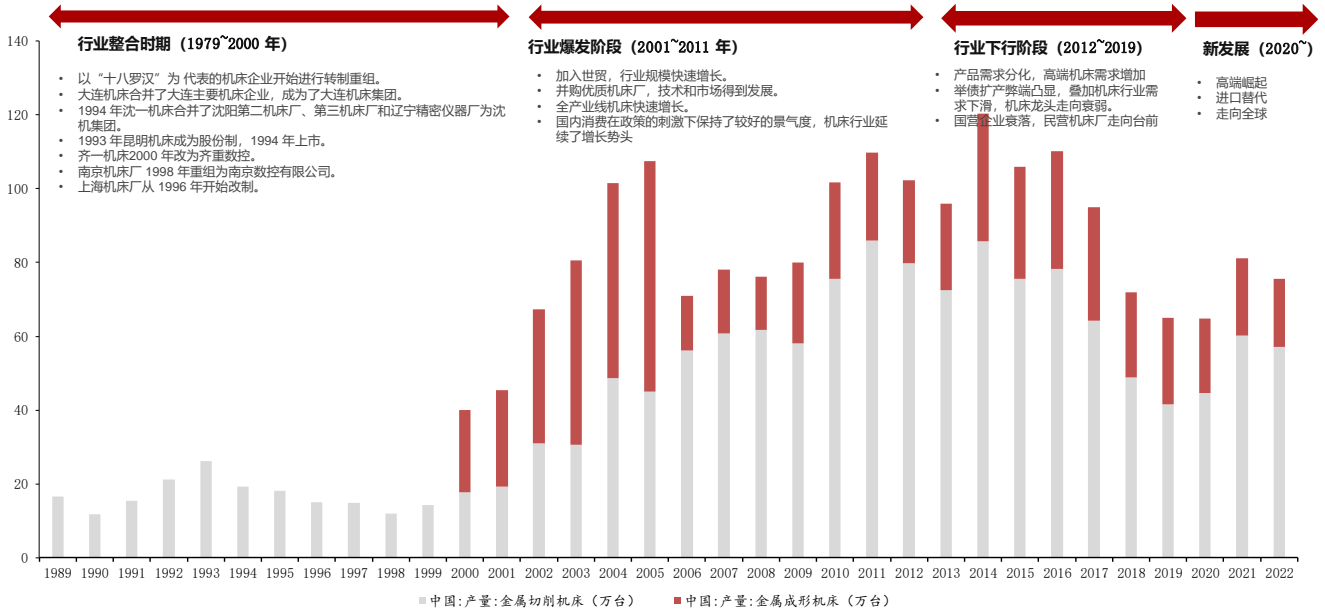
图23：2015 年机床行业民企资产占比已超过国企资产占比



资料来源：《中国机床工具工业年鉴 2016》，浙商证券研究所

从国内各厂商来看，国内机床民营企业崛起，逐渐替代国企机床企业走向台前。从2021年国内主要机床上市公司销售数据来看，国内主要机床企业营收额约166亿元，占比国内机床市场规模（消费额）约9%。从产量来看，国内主要机床企业产量约7万台，占比国内市场规模（产量）约9%。

图24：民企崛起：2012-2019年期间国内机床民营企业逐渐从走向台前



资料来源：机床工具工业协会，Wind，浙商证券研究所

表2：2021年国内主要机床厂商以民营企业为主（标红为国企）

公司	产量（台）	销量（台）	机床业务营收（亿元）	销售均价（万元/台）	机床业务毛利率	2021年市占率（按产量）	2021年市占率（按消费额）
创世纪	25769	25093	51.23	20.41	29.97%	3.2%	2.7%
秦川机床	13196	13277	24.28	18.29	16.68%	1.6%	1.3%
沈阳机床	10100	10100	10.82	10.71	6.61%	1.2%	0.6%
海天精工	4882	4357	26.79	61.49	25.50%	0.6%	1.4%
浙海德曼	4211	3994	4.61	11.54	34.63%	0.5%	0.2%
华东重机	3508	2782	5.01	18.01	25.54%	0.4%	0.3%
纽威数控	3050	2971	17.04	57.35	25.16%	0.4%	0.9%
国盛智科	1850	1747	8.33	47.68	29.16%	0.2%	0.4%
友佳国际（退市）	1836	1836	8.12	44.20	24.61%	0.2%	0.4%
日发精机	1696	1553	7.89	50.80	32.81%	0.2%	0.4%
科德数控	158	126	2.33	185.22	43.62%	0.02%	0.1%
合计	70256	67836	166.45	47.79	25.08%	9%	9%

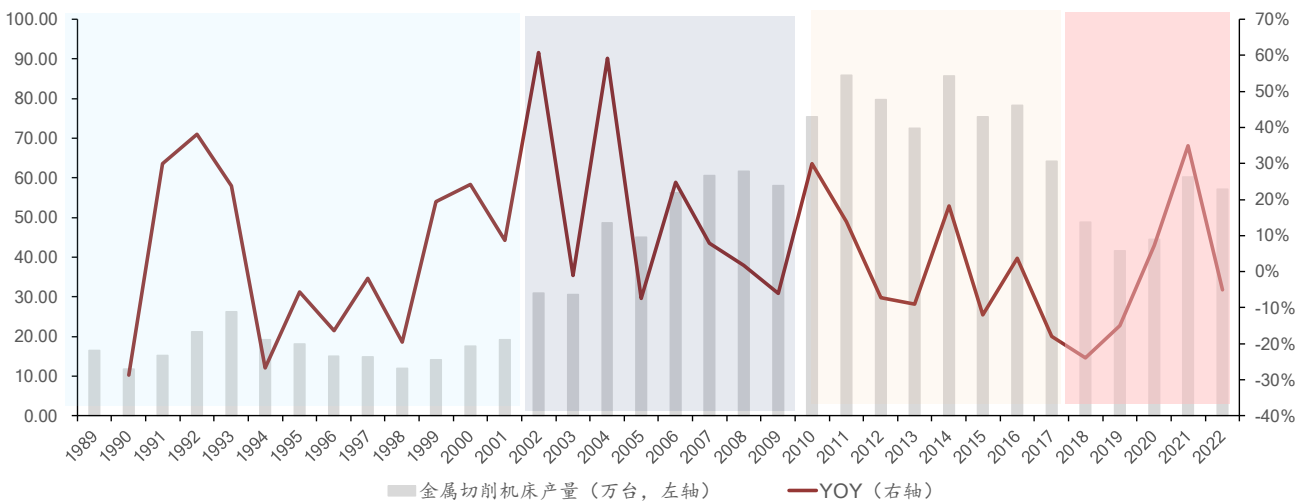
资料来源：各公司公告，浙商证券研究所，注：友佳国际已退市，使用数据为2021年11月公告数据，2021年按中国机床消费额按机床协会数据1879亿元测算

2.5 机床行业更替周期约 7-10 年，或进入新一轮景气周期

机床产量周期：复盘历史，以金属切削机床为例，我国金属切削机床每隔一定年份产量发生一次跳变，以跳变年份作为周期起点统计，从 1989 年开始，我国机床行业大约经历 4 轮周期，周期间隔约 7-10 年。

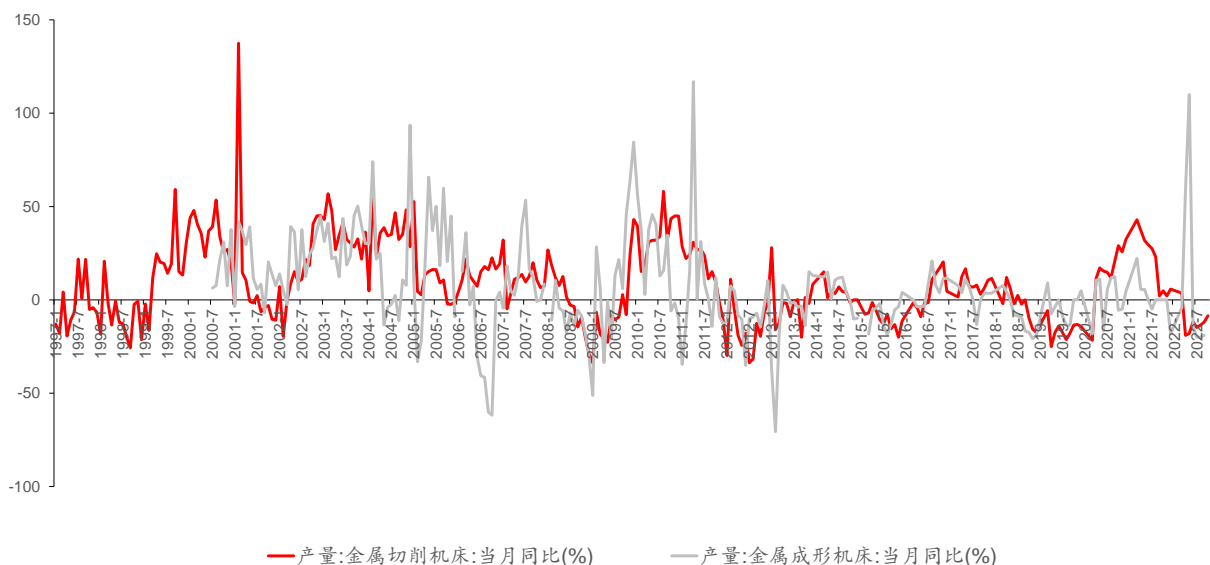
机床产量：根据中国机床协会数据，金属切削机床产量 2022 年 7-12 月分别同比下滑 15%、13.5%、12%、8.5%、13.2%、11.7%，2022 年 7-10 月单月同比降幅逐月收窄，11-12 月受疫情放开影响，下滑幅度增大。结合机床自身行业更替周期约 7-10 年，我们认为更替周期叠加制造业景气度回升，机床行业或将迎来新一轮向上周期。

图25： 复盘历史，机床的更替周期大约在 7-10 年



资料来源：Wind，浙商证券研究所

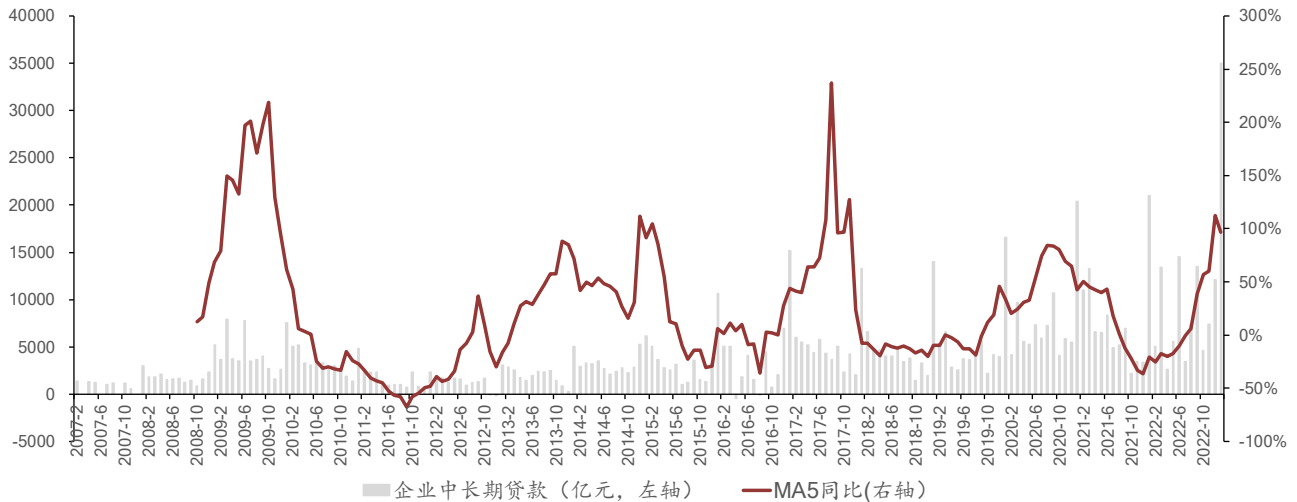
图26： 2022 年 7-10 月金属切削机床产量单月同比下滑幅度逐月收窄，11-12 月受疫情影响下滑幅度增大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

企业中长期贷款是企业基于自身生产情况作出的决策，一定程度可体现下游扩产意愿，其增速可作为需求端指引的前瞻性指标。企业中长期贷款同比增速（滚动5个月）由2022年7月回正，2022年10月-2023年1月（滚动五个月）同比增速分别为57%、60%、112%、96%，下游企业投资意愿趋势向好。

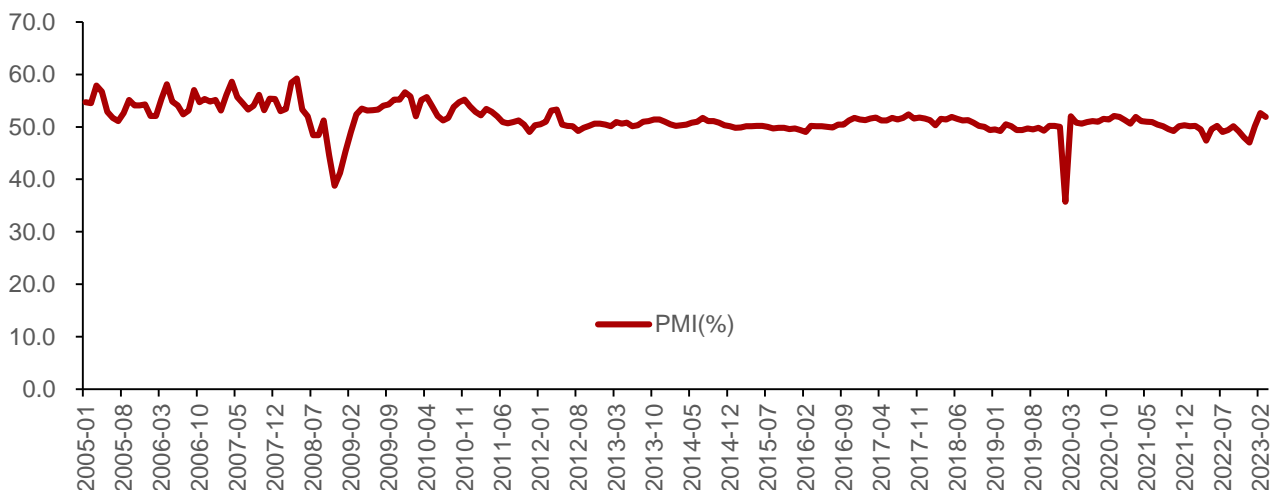
图27： 企业中长期贷款增速进入回升通道，下游企业投资意愿趋势向好



资料来源：Wind，浙商证券研究所

PMI 逐步回升，制造业景气度向好。2023年1月 PMI 为 50.1%，重回枯荣线以上，2月 PMI 为 52.6%，较1月大幅提升 2.5 个百分点，为近 12 个月最高值。3月 PMI 为 51.9%，连续 3 个月位于枯荣线上方，制造业保持扩张态势。预计 2023 年制造业景气有望改善。

图28： 2023年3月 PMI 为 51.9%，制造业维持扩张态势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.6 政策持续加码，推进机床行业自主可控，国产替代大势所趋

早期在 2015 年及 2018 年，发改委与工信部分别提出《中国制造 2025》与《国家智能制造标准体系建设指南（2018）》，将高端数控机床列为十项重点领域。

2021 年以来国家相继出台多项政策以加速推进高端数控机床自主可控。

机床相关：1) 2021 年 3 月“十四五规划”提及推动高端数控机床产业创新发展；2) 8 月国资委扩大会议提及针对工业母机等加强核心技术攻关；3) 2022 年 9 月首批中证机床 ETF 发行将为拥有核心技术、科创能力突出的机床企业提供直接融资便利；4) 首个国内主导的机床数控系统标准发布表明我国在 04 专项支持下建立的“高档数控系统关键技术标准体系”成果得到了国际认可。

制造业相关：1) 2022 年 9 月财政部、税务总局及科技部联合发文宣布高新技术企业于 2022Q4 新购置设备、器具，将其作为固定资产核算的，可以选择在计算应纳税所得额时一次性在税前扣除，同时允许按 100% 在税前加计扣除；2) 央行设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款，额度为 2000 万以上。

表3：政策持续加码，推进机床行业自主可控，国产替代大势所趋

时间	政策及会议名称	与机床相关
2015	中国制造 2025	开发一批精密、高速、高效、柔性数控机床与基础制造装备及集成制造系统。加快 高档数控机床 、增材制造等前沿技术和装备的研发。
2018	国家智能制造标准体系建设指南	依据基础共性标准和关键技术标准，围绕新一代信息技术、 高档数控机床和机器人 、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农业机械装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等十大重点领域，同时兼顾传统制造业转型升级的需求，优先在重点领域实现突破，并逐步覆盖智能制造全应用领域。
2021.3	第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	深入实施智能制造和绿色制造工程，发展服务型制造新模式，推动制造业高端化智能化绿色化。培育先进制造业集群，推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、 高端数控机床 、医药及医疗设备等产业创新发展。
2021.8	国务院国资委扩大会议	把科技创新摆在更加突出的位置，推动中央企业主动融入国家基础研究、应用基础研究创新体系，针对 工业母机 、高端芯片、新材料、新能源汽车等加强关键核心技术攻关，努力打造原创技术“策源地”，肩负起产业链“链主”责任，开展补链强链专项行动，加强上下游产业协同，积极带动中小微企业发展
2021.12	“十四五”智能制造发展规划	围绕关键工艺、 工业母机 、数字孪生、工业智能等重点领域，支持行业龙头企业联合高校、科研院所和上下游企业建设一批制造业创新载
2022.9	首批中证机床 ETF 发行	华夏、国泰基金的 中证机床 ETF 获证监会批复
2022.10	首个中国主导国际标准发布	ISO23218 系列国际标准是 04 国家科技重大专项的标志性成果之一。它的成功发布表明我国在 04 专项支持下建立的“高档数控系统关键技术标准体系”成果得到了国际认可 ，标志着我国在机床数控系统国际标准领域实现“零”的突破。
制造业相关		
2022.9	高新技术企业购置设备、器具企业所得税税前一次性扣除和 100% 加计扣除政策	高新技术企业在 2022 年 10 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间新购置的设备、器具，允许当年一次性全额在计算应纳税所得额时扣除，并允许在税前实行 100% 加计扣除。
2022.9	央行设立设备更新改造专项再贷款	设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高

2022.10

党的二十大报告

于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。设备更新改造专项再贷款额度为2000亿元以上，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构。

坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。

资料来源：互联网，工信部，发改委，科德数控招股书，浙商证券研究所

3 积极拓展新能源汽车领域与海外市场，有望再造一个海天

3.1 公司在研发、工艺积累、产量、品牌效应均具备优势

海天精工龙门加工中心国内领先优势明显。公司以龙门业务起家，深耕研发及制造近20年，拥有深厚的工艺积累和品牌效应，相较于国内同行具有一定领先优势，主要可体现于：

- 1) **研发与工艺积累：**海天精工重视技术和产品研发，在数控机床研发领域已经有超过二十年的经验积累。2012-2022年，公司研发支出从0.38亿元增长至1.18亿元，研发支出CAGR约12%。截至2022年年报，公司已取得238项专利，包括机械双摆铣头、自动铣头、电主轴、伺服刀库、数控回转工作台、自动头库等。公司已掌握电主轴零部件的设计、制造及检测等多项核心技术，拥有研发并生产立加、车床、龙门、卧加等多种机床电主轴的能力。

龙门加工中心主流机型性能达到国内领先水平。通过筛选出国内外知名度较高，产品应用较多的龙头公司的龙门加工中心进行对比，可以发现海天精工的五轴龙门加工中心在主轴最高转速及三轴行程等指标方面已达国际领先水平，在定位精度/AC轴转位精度/进给速度/AC轴转速等指标方面，虽然较国际领先企业略有差距，但与国内同类产品相比，具有一定竞争优势。

表4：海天精工高速龙门加工中心的最高转速、主轴最大扭矩、电机最大功率等参数均属于国内同业公司上乘

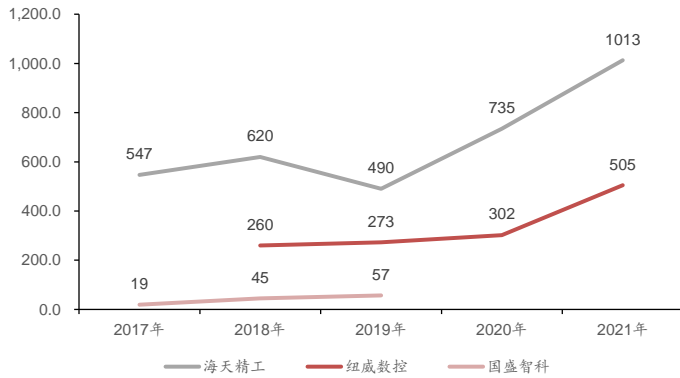
产品参数	单位	海天精工	纽威数控	日发精机	科德数控
		MOUP 13X16	PM1320L	RFMP2016	KGHM2030U
工作台尺寸(宽度X长度)	mm	1300X1800	1300X2100	1400X2000	2000X3000
工作台行程 X/Y/Z	mm	1600/1300/700	2200/1300/700	2200/1750/700	3000/2000/750
龙门有效宽度	mm	1380	1400	1600	2100
主轴最高转速	rpm	18000	15000	6000	18000 (可选 12000/24000)
主轴扭矩	N.m	87/130	34/46	-	84/125
主轴电机功率	KW	25/35	11.7/15.8	22/26	30

资料来源：各公司官网，机床网，浙商证券研究所

- 2) **产量：**与国内主要同业纽威数控和国盛智科进行对比，2020年、2021年公司龙门产量均为纽威数控产量的两倍以上，2017-2019年同期产量也远高于国盛智科。

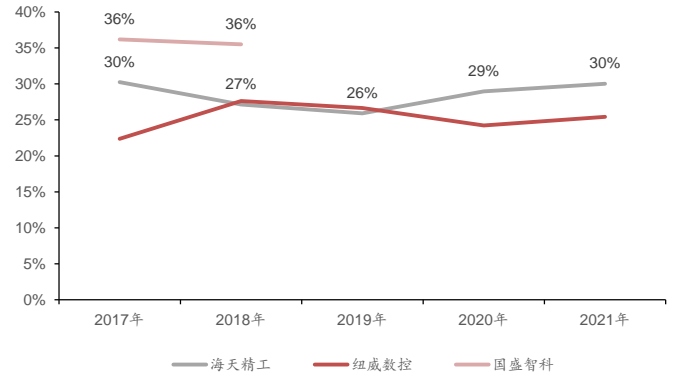
3) 品牌效应: 公司龙门加工中心毛利率处于行业前列, 与国内主要龙门生产企业纽威数控和国盛智科进行对比, 国盛智科历史毛利率较高主要系其钣金件为自制, 具备一定成本优势。与纽威数控相比, 公司龙门加工中心毛利率自 2020 年以来始终高于纽威数控。

图29: 海天精工龙门加工中心产量大幅高于同业, 单位: 台



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所, 注: 国盛智科数据为龙门加工中心销量, 纽威数控数据为大型加工中心产量

图30: 海天精工龙门加工中心毛利率高于同业



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所, 注: 纽威数控数据为大型加工中心项目

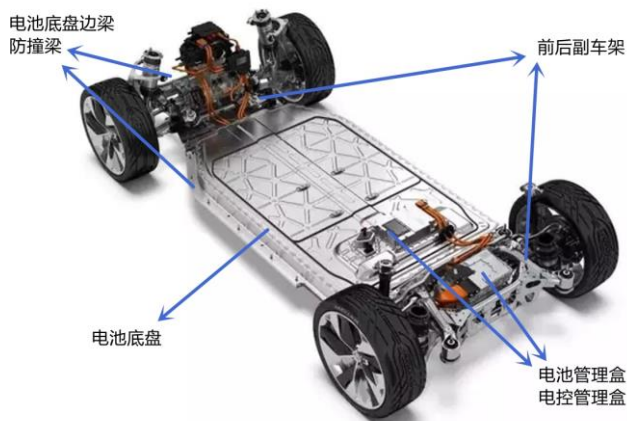
3.2 积极切入新能源赛道, 成长空间进一步打开

汽车行业是机床最重要的下游应用行业, 根据头豹研究院数据, 2020 年数控机床行业主要下游汽车、航空航天、模具、工程机械占比分别为 40%、17%、13%、10%。

伴随新能源车行业及机床行业不断发展, 新能源汽车有望为数控机床行业打开新增量空间。纯电动汽车相较于传统汽车, 其动力总成发生重大变化。纯电动汽车相较于传统汽车, 取消了发动机, 传动机构发生了改变, 增加了电源系统和驱动电机等新机构, 主要由动力系统(电池、电机、电控)、制动系统、汽车电子、底盘、车身等组成。

参考全球数控机床龙头马扎克相关资料, 数控机床有望在转向节、刹车盘、万向节、变速箱、变频器壳体、电机壳体等新领域打开增量空间。

图31: 海天精工在新能源车领域应用



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图32: 数控机床在新能源车领域应用



资料来源: e-works, 马扎克, 浙商证券研究所

表5: 海天精工的新能源汽车零部件一站式解决方案

产品名称	加工零部件	性能指标	产品特点
HPC1000 卧式加工中心	前后副车架加工	XYZ 轴快移速度: 60M/min 电主轴: HSK100A-8000rpm BC 轴: 五轴联动	厚实整体床身, 优化了筋腔结构, 搭载集成式高速电主轴, 能够应对从高速、高精度到重切削加工。高速进给的伺服轴和快速旋转的 APC。
BEL/BFL 高速龙门加工中心	电池底盘加工	XYZ 轴快移速度: 60/40/36 M/min 电主轴: HSK63A-24000rpm 电主轴: BT40-12000rpm	基础部件高刚性, 运动部件轻量化。横梁立柱一体龙门框架高速移动结构。A/C 头可缩入滑鞍内, 缩短立柱横梁高度, 提升了机床的刚性。
CFV1000Lite 立式加工中心	立式 电池、电控管理盒加工	XY 轴快移速度: 48M/min Z 轴加速度: 1G 电主轴: BBT30-18000rpm 主轴 0-6000 启停快: 0.2s T-T 换刀: 0.8s	分离式刀库结构, 实现预先备刀, 保证换刀效率, 最大可拓展到 30 把刀库。
CHM550 立式加工中心	立式加工 电池底盘边梁、防撞梁加工	XYZ 轴快移速度: 36/36/36M/min 主轴转速: 12000rpm 主轴功率: 7.5/18kW	采用动柱式的立式加工中心, 可以实现配置 B 摆加工曲面零件。刀库随立柱沿 X 轴一起移动, 换刀速度较传统刀库固定床身上大幅提高。整个加工区域采用带顶全防护设计, 保证了工厂的整洁。

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

表6: 公司在立式和卧式主流机型各项指标亦可对标同业

五轴联动立式加工中心性能指标对比				
项目	海天精工	纽威数控	国盛智科	日本马扎克
具体机型	VMC850 II	VM650F	MX650	VARIAXISi-700
主轴转速 rpm	8000	18000	15000	12000
三轴行程 X/Y/Z	850/500/500	650/550/500	650/550/500	630/1100/600
进给速度 X/Y/Z (m/min)	36/36/36	48/48/40	36/36/36	60/60/56
卧式加工中心性能指标对比				
项目	海天精工	纽威数控	日发精机	格劳博
具体机型	HPC650	HE63S	RFMH63P	G750
主轴转速 rpm	8000	8000	10000	9000
三轴行程 X/Y/Z	1050/900/900	1000/850/1000	1000/800/1000	1000/1100/1170
进给速度 X/Y/Z (m/min)	40	60	60	60/50/75

资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

积极部署新生产基地扩产, 实现新能源汽车核心部件加工设备批量化生产。公司目前拥有宁波大港、宁波堰山、大连海天精工、海天华南、高端数控机床智能化生产基地共五大制造基地。2022 年以来公司持续布局新产能:

1) 华南基地: 2022 年 11 月, 依托海天华南基地的海天精工机械(广东)首台立式加工中心 VMC II 下线, 标志着新基地投入使用。完全投产后, 海天精工机械(广东)产能预计超过 500 台/月, 产品包括立式加工中心、数控车床、钻攻机等。

2) 高端数控机床智能化生产基地: 2022 年 4 月, 公司公告拟与宁波经济技术开发区管委会签署项目投资协议书, 投资建设高端数控机床智能化生产基地项目, 项目总投资 10

亿元。通过高端数控机床智能化生产基地的建设，公司产能布局将得到进一步的完善。2022年9月，高端数控机床智能化生产基地项目正式开工建设，建成后将用于新能源汽车核心部件加工设备的批量化、柔性化、自动化生产。

表7: 公司积极部署新生产基地扩产，实现新能源汽车核心部件加工设备批量化生产

基地名称	投资金额（亿元）	基地面积	生产产品
宁波大港制造基地	未披露	8万	核心功能部件，卧式加工中心，非标小型机床，中大规格数控车床，数控车削中心，数控转台核心零部件，机床电主轴等
宁波堰山制造基地	近5亿	10万	各类中大型龙门加工中心，桥式高速龙门加工中心及五轴加工机床，数控立式车床等
大连海天精工制造基地	一期投资6亿	11.2万	立式车床，卧式车床和立式加工中心等
广东海天精工机械	未披露	未披露	2022年11月11日基地首台立式加工中心VMC II系列正式下线，该基地主要生产立式加工中心，数控机床，钻攻机等产品，完全投产后产能超500台/月
宁波高端数控机床智能化生产基地（在建）	一期总投资10亿	27万	新能源汽车核心部件加工设备的批量化，柔性化和自动化生产

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 背靠海天集团，公司在产品背书、技术协同、海外拓展均具备优势

海天集团创建于1966年，经50多年的创业开拓，现已发展成为总资产超百亿的大型跨国公司。集团下辖两个上市公司（海天国际和海天精工）、海天驱动、海天金属、海天智联等五大制造企业及其附属70余家海内外子公司。2021年度海天集团总产值超过211亿元，产品及客户遍布全球130多个国家和地区。

背靠海天集团，公司资源优势明显。我们预计可以体现在产品背书、技术协同、海外拓展等。

产品背书：高端机床的制造壁垒极高，机床企业需要在机床实际使用过程中，通过不同场景的应用以及试错反馈来不断优化机床的设计和制造技术，有时还需要定制化的改造来满足特定细分场景的需求。海天精工成立的初衷，便是解决海天集团下辖注塑机业务的机加工需求，因此能够得到大量的产品应用机会，快速实现产品升级迭代。同时海天国际在注塑机领域是国内领先多年的龙头公司，在全球市场也占据一席之地，有其作为大客户为公司产品背书，海天精工的机床业务拓展也更为顺利。

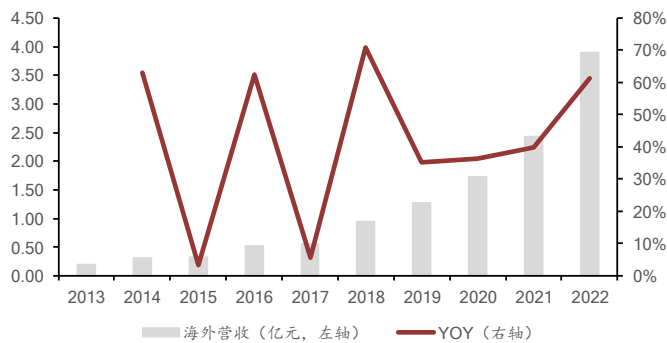
技术协同：2021年12月海天金属向美利信交付首台8800T大型压铸机，成为全球唯数不多的大型压铸机生产商。新能源车一体化压铸趋势下，海天金属超大型压铸机大有可为。一体化压铸需配合大型数控机床进行精加工，海天精工协同效应有望凸显。海天金属与海天精工作为兄弟企业，有望实现协同效应，共同为客户定制一体化压铸全套解决方案。

海外拓展: 海天集团作为大型跨国企业,海外销售渠道布局完善。旗下海天国际在海外9个国家设有直属子公司,销售和服务伙伴遍及60多个国家和地区,服务超过遍布130个国家和地区。

背靠海天集团完善的海外渠道,公司海外业务发展迅速。海天精工于2013年成立海天精工香港子公司,开始涉足海外业务。凭借集团公司的海外渠道赋能,截至2021年公司已在香港、越南、印度、墨西哥、土耳其、马来西亚成立6家子公司。

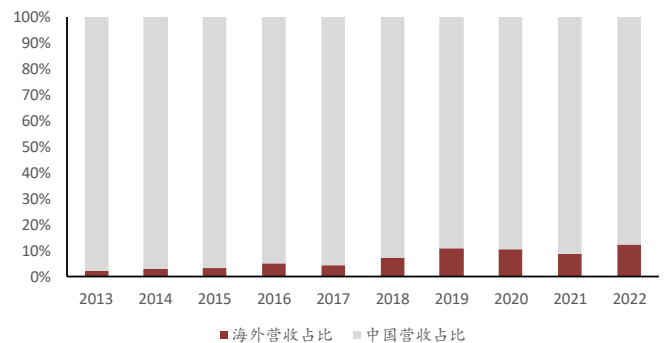
2013-2022年,公司海外营收由0.19亿元上升至3.9亿元,CAGR达40%,营收占比由2%提升至12%,海外业务发展迅速。

图33: 2013-2022年海外营收 CAGR 约 40%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图34: 2022年海外营收占比约 12%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图35: 公司已在中国香港、越南、印度、墨西哥、土耳其、马来西亚等地成立子公司



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

4 盈利预测

4.1 核心假设

制造业复苏：假设 2023 年通用自动化板块有望迎来上行周期，机床行业景气度同步上行

数控龙门加工中心：2022 年受疫情等多重因素对行业需求扰动下，公司龙门加工中心营收依然取得了 30%左右的增速，我们认为 2023 年伴随疫情影响逐渐减弱、航空航天、新能源汽车、风电等行业高景气持续下，龙门加工中心需求有望提升。公司产品升级叠加行业需求共振下，预计量价均有小幅增长，我们预计 2023-2025 年数控龙门加工中心业务营收同比增速分别为 26%、22%、18%。毛利率方面，考虑到龙门需求高景气及公司龙门产品的竞争优势，毛利率有望维持稳定，预计 2023-2025 年分别为 31%/30.5%/30%。

立式加工中心：公司自 2020 年以来发力立式加工中心，仍处于快速渗透阶段，预计销量方面仍维持增长态势，价格方面，由于市场竞争较为激烈，预计呈现小幅下滑态势。我们预计 2023-2025 年数控立式加工中心的营收同比增速为 30%、24%、19%；综合考虑到扩产带来的规模效应提升以及立加产品竞争格局较差，竞品较多，预计 2023-2025 年毛利率分别为 14.5%、14.4%、14.3%。

卧式加工中心：伴随 2023 年制造业复苏、下游新能源汽车维持较高景气度，预计卧加产品需求提升，公司产品具备竞争优势，预计 2023-2025 年数控卧式加工中心的营收同比增速为 14%、12%、13%，毛利率方面，考虑到卧加竞争格局较好，且公司产品具备竞争优势，预计毛利率小幅增长，2023-2025 年毛利率分别为 35%、35.5%、36%。

表8：海天精工业务拆分，单位:万元

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
数控龙门加工中心						
营收	92054	139866	181618	228839	278451	329825
YOY	27%	52%	30%	26%	22%	18%
成本	65,383	97,859	125,407	157,899	193,523	230,878
YOY	18%	33%	28%	26%	23%	19%
毛利率	29%	30%	31%	31%	31%	30%
数控立式加工中心						
营收	38210.13	71167.75	83643.25	108736.23	135240.68	160665.93
YOY	164%	86%	18%	30%	24%	19%
成本	33523.39	62447.47	69543.63	92969.47	115766.02	137690.70
YOY	164%	86%	11%	34%	25%	19%
毛利率	12%	12%	17%	15%	14%	14%
数控卧式加工中心						
营收	18091.57	43927.01	33206.91	38015.27	42698.75	48420.38
YOY	5%	143%	-24%	14%	12%	13%
成本	11933.73	28060.71	21562.94	24709.93	27540.69	30989.05
YOY	5%	143%	-23%	296%	-33%	25%
毛利率	34%	36%	35%	35%	36%	36%

其他主营业务

营收	11234.3	12915.5	13935.5	16085.8	18376.4	20993.2
YOY	38%	15%	8%	15%	14%	14%
成本	10185.1	11192.3	10590.2	12868.6	15619.9	18264.1
YOY	34%	10%	-5%	22%	21%	17%
毛利率	9%	13%	24%	20%	15%	13%
其他业务						
营收	3616.7	5172.2	5344.6	5258.4	5301.5	5279.9
YOY	-13%	43%	3%	-2%	1%	0%
成本	2959.8	3268.0	3852.0	3812.3	3854.2	3854.3
YOY	-6%	10%	18%	-1%	1%	0%
毛利率	18%	37%	28%	28%	27%	27%
综合						
营业总收入	163,206	273,049	317,748	396,934	480,068	565,184
YOY	40%	67%	16%	25%	21%	18%
营业总成本	146,238	232,781	230,956	292,259	356,304	421,676
YOY	25%	37%	-1%	27%	22%	18%
综合毛利率	10%	15%	27%	26%	26%	25%

资料来源: wind, 浙商证券研究所测算

4.2 盈利预测

对标可比公司选取同为国内中高端金切机床的科德数控、创世纪、秦川机床、国盛智科、纽威数控，截止4月26日，2023-2024年行业平均估值约为29、22倍。

我们预计公司2023-2025年的营业收入分别为40亿元、48亿元、57亿元，分别同比增长25%、21%、18%，2023-2025年的归母净利润分别为6.1亿元、7.3亿元、8.4亿元，分别同比增长16%、20%、15%，分别对应4月26日PE约28、24、20倍。公司作为国内中高端数控机床领军企业，深耕数控机床的研发与生产多年，产品系列齐全、市场竞争力强。未来有望借助海天集团产业链协同、海外市场拓展盈利能力提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

表9: 可比公司估值对比

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			EPS			PE			PB (LF)	ROE (2021)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
688305	科德数控	79	0.60	1.20	1.73	1.16	1.29	1.85	131	66	46	7.7	9%
300083	创世纪	115	3.36	7.36	9.20	0.44	0.24	0.55	34	16	12	2.4	16%
000837	秦川机床	92	2.75	3.64	4.74	0.31	0.40	0.53	33	25	19	2.6	9%
688558	国盛智科	42	1.85	2.52	3.17	1.41	1.91	2.40	23	17	13	2.8	14%
688697	纽威数控	78	2.62	3.40	4.24	0.80	1.04	1.30	30	23	18	5.5	14%
行业平均									50	29	22	4.2	12%
601882	海天精工	172	5.21	6.05	7.28	1.00	1.16	1.39	33	28	24	8.7	23%

资料来源: wind 一致预期(2023/4/26), 浙商证券研究所

5 风险提示

1) 研发与技术突破不及预期；

若公司新产品研发不及预期，可能会影响公司产品竞争力，进而导致公司盈利能力不及预期。

2) 核心部件进口断供风险；

若国际政治经济形势出现极端情况，可能出现技术封锁、产品禁售或限售，进而导致核心部件如传动、数控系统供应面临断供风险，影响通用设备行业景气度，公司盈利能力可能会受影响。

3) 制造业复苏不及预期

受国内经济环境以及疫情影响，若下游景气度不达预期，整体行业规模可能面临继续缩减的风险，公司盈利能力可能会受影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3637	4929	5733	6779
现金	520	1568	1769	2085
交易性金融资产	460	242	294	332
应收账款	301	662	663	884
其它应收款	28	34	43	50
预付账款	4	8	9	10
存货	1575	1888	2325	2784
其他	748	527	630	635
非流动资产	886	929	1509	1917
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	509	470	954	1272
无形资产	236	287	356	450
在建工程	75	80	90	107
其他	66	92	109	88
资产总计	4523	5857	7242	8696
流动负债	2378	3139	3788	4398
短期借款	0	0	0	0
应付款项	936	1394	1712	1915
预收账款	0	0	0	0
其他	1443	1745	2076	2483
非流动负债	159	128	135	141
长期借款	0	0	0	0
其他	159	128	135	141
负债合计	2537	3267	3923	4539
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1985	2590	3318	4158
负债和股东权益	4523	5857	7242	8696

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	218	767	823	809
净利润	521	605	728	839
折旧摊销	74	29	42	64
财务费用	(33)	(34)	(44)	(48)
投资损失	(7)	(0)	(7)	(5)
营运资金变动	1	576	621	478
其它	(338)	(409)	(518)	(520)
投资活动现金流	(508)	250	(666)	(541)
资本支出	(85)	9	(533)	(395)
长期投资	0	0	0	0
其他	(423)	241	(133)	(146)
筹资活动现金流	(190)	31	45	48
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(190)	31	45	48
现金净增加额	(480)	1048	201	315

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3177	3969	4801	5652
营业成本	2310	2923	3563	4217
营业税金及附加	24	19	20	21
营业费用	152	179	211	243
管理费用	41	52	60	68
研发费用	118	139	163	187
财务费用	(33)	(34)	(44)	(48)
资产减值损失	(44)	(65)	(66)	(82)
公允价值变动损益	(1)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	7	0	7	5
其他经营收益	15	15	15	15
营业利润	542	643	783	901
营业外收支	41	20	24	28
利润总额	583	663	807	930
所得税	62	58	79	91
净利润	521	605	728	839
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	521	605	728	839
EBITDA	649	677	825	965
EPS (最新摊薄)	1.00	1.16	1.39	1.61

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	16.37%	24.92%	20.94%	17.73%
营业利润	35.35%	18.64%	21.76%	15.13%
归属母公司净利润	40.31%	16.20%	20.34%	15.26%
获利能力				
毛利率	27.31%	26.37%	25.78%	25.39%
净利率	16.39%	15.24%	15.17%	14.85%
ROE	28.68%	26.44%	24.64%	22.45%
ROIC	25.68%	22.75%	21.20%	19.51%
偿债能力				
资产负债率	56.10%	55.77%	54.17%	52.19%
净负债比率	0.24%	0.09%	0.10%	0.10%
流动比率	1.53	1.57	1.51	1.54
速动比率	0.87	0.97	0.90	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.76	0.73	0.71
应收账款周转率	11.79	8.85	8.52	9.41
应付账款周转率	4.03	4.47	4.07	4.16
每股指标(元)				
每股收益	1.00	1.16	1.39	1.61
每股经营现金	0.42	1.47	1.58	1.55
每股净资产	3.80	4.96	6.36	7.96
估值比率				
P/E	33.01	28.40	23.60	20.48
P/B	8.66	6.63	5.18	4.13
EV/EBITDA	24.98	22.72	18.35	15.32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>