

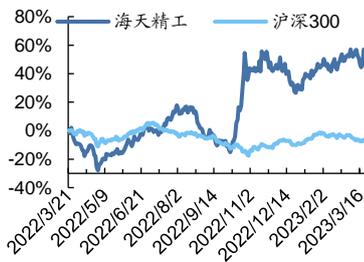
海内外营收创新高，高端机床龙头再突破

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-03-21

收盘价（元）	31.96
近12个月最高/最低（元）	33.65/17.22
总股本（百万股）	522
流通股本（百万股）	522
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	166.8
流通市值（亿元）	166.8

公司价格与沪深300指数走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

主要观点：

● 事件概况

海天精工于2023年3月20日发布2022年年度报告：2022年度实现营业收入31.77亿元（+16.37%）；归母净利润5.2亿元（+40.31%）；毛利率27.31%（+1.59pct），净利率16.39%（+2.8pct）。四季度单季度净利润为1.31亿元，同比+20.94%。

● 把握行业景气赛道，海内外营收再创新高

行业层面来看，2022年受宏观环境影响，金切机床行业产量57.2万台，同比-13.1%。在宏观环境复杂多变背景下，公司积极切入新能源汽车等行业新赛道，培育业务新增长点，同时持续开拓国外客户，完成印度尼西亚参股子公司筹建。对于市场的精准把握助力公司国内、国际营收创新高，分别达到27.87、3.37亿元，分别同比+12%、+78%。

● 优势产品巩固提升，规模效应凸显助力盈利增长

行业层面来看，机床单台产值提升明显，用户需求升级带来行业产品结构持续优化。公司自成立以来即专注于高端数控机床产品生产制造，2022年公司各类机床产品均价均进一步增长。龙门、立加作为公司主要产品2022年营收分别达到18.16、8.36亿元，分别同比+30%、+17.5%，在公司营收中占比分别为57%、26%。随产品产量增长公司规模效应优势进一步体现，两类加工中心毛利率分别提升0.9pct、4.6pct至31%、16.9%。

● 国产替代持续加速，公司优势显著

我国作为全球最大的机床生产及消费国，2022年金切机床消费额达到1240.3亿元。然而2018年国产高端数控机床国产化率仅6%，高端机床产品仍然依赖进口。在政策推动及国产厂商竞争力提升背景下，进口机床占比已由2018年33%降低至2021年27%。公司作为我国高端数控机床龙头企业，有望凭借优良的产品性能、性价比及优质服务持续引领进口替代。2022年公司通过数字化体系建设，改进工艺提升设备能力，优化装配工艺。依据产能数据库、SRM等平台建设提升配套的成套率。产品质量得到客户普遍认可，客户满意度逐年提升。

● 多元内生动力稳定增长，产能扩张进行时

1) 核心零部件自供：公司重视核心零部件的自主供应，持续进行功能部件的开发及验证，2017年电主轴批量供应量已达550个，公司持续优化电主轴性能，推动高速高精度摆头等产品批量应用。2) 产能进一步扩张：公司2022年拟投资新建的数控机床生产基地投资规模及面积大于已有的三个生产基地，11月广东子公司首台机床下线为公司华南市场开拓提供持续助力。3) 受益集团产业链协同加码一体化压铸：公司有望受益于集团产业链协同，与集团子公司海天金属共同构建一体化压铸整体解决方案。

● 盈利预测、估值及投资评级

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 39.9/47.4/55.6 亿元，归母净利润分别为 6.55/7.91/9.32 亿元，以当前总股本 5.22 亿股计算的摊薄 EPS 为 1.25/1.51/1.78 元。公司当前股价对 2023-2025 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 25.47/21.1/17.91 倍。考虑公司作为我国高端数控机床龙头企业，在制造业景气度恢复及国产替代加速背景下有望获得更多竞争优势，首次覆盖给予“买入”评级。

重要财务指标预测

单位：百万元

指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,177	3,988	4,737	5,556
收入同比(%)	16.4%	25.5%	18.8%	17.3%
归属母公司净利润	521	655	791	932
净利润同比(%)	40.3%	25.8%	20.7%	17.8%
毛利率(%)	27.3%	27.6%	27.7%	27.8%
ROE(%)	26.2%	25.2%	23.6%	22.1%
每股收益(元)	1.00	1.25	1.51	1.78
PE	31.96	25.47	21.10	17.91
PB	8.40	6.41	4.99	3.95
EV/EBITDA	27.72	19.02	14.85	12.22

资料来源：wind，华安证券研究所

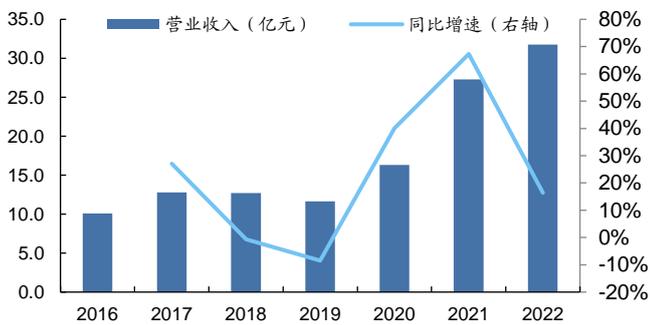
● 风险提示

1) 下游需求不及预期；2) 核心零部件进口受阻；3) 原材料价格大幅上涨

公司是国内高端数控机床龙头企业之一。海天精工成立于 2002 年，总部位于宁波。公司自成立以来即定位于高端数控机床，从事高端数控机床的研发、生产及销售，主要与日本、德国等海外成熟机床厂家竞争以实现进口替代。

公司经营稳健，营业收入与净利润水平稳步提升。公司 2022 年营收达到 31.8 亿元，同比增长 16.4%，2016-2022 年营业收入复合增速达到 21%；2022 年实现净利润 5.21 亿元，同比增速达到 40%，净利润增速高于营业收入增速，表明公司成本管控良好，具有良好的盈利能力。

图表 1 海天精工营收增长迅速



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 2 海天精工净利润大幅度提升



资料来源: ifind, 华安证券研究所

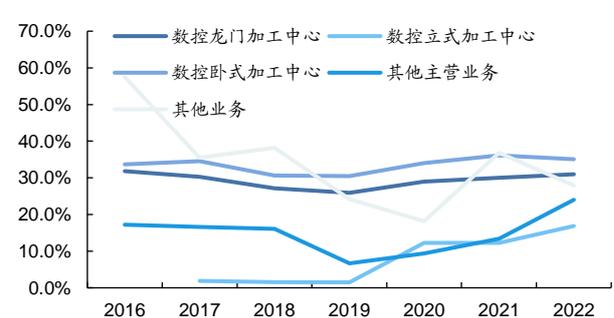
龙门加工中心地位稳固，收入占比稳定在 50% 以上，立式加工中心快速发展。数控龙门加工中心一直是公司的主要收入来源，在公司营收中占比稳定在 50% 以上。立式、龙门加工中心营收仍然维持较高增速水平，2022 年营收同比增速分别达到 17.5%、29.9%。2022 年受宏观经济影响，公司卧式加工中心收入略有下降，

图表 3 海天精工各类产品营收增长迅速



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 4 海天精工各类产品毛利率趋稳



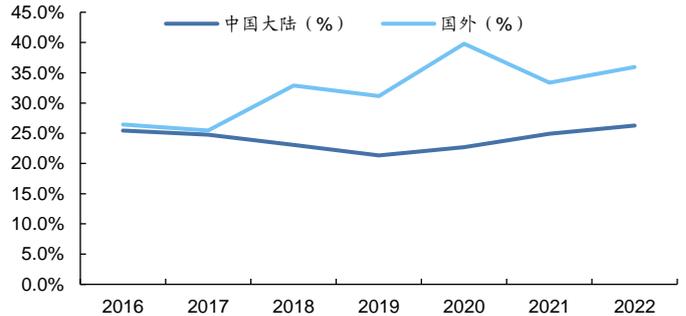
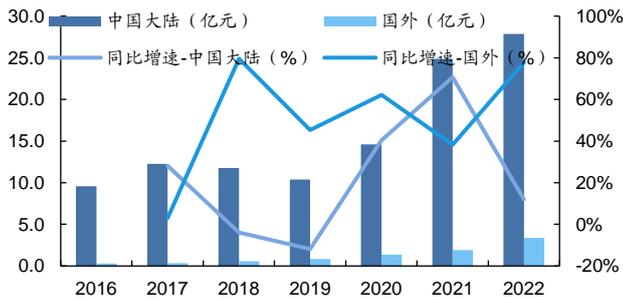
资料来源: ifind, 华安证券研究所

公司积极布局海外市场，海外区域营收持续上涨，盈利可观。公司持续加大对海外市场的开拓，取得良好效果。2016 年公司国外营收 0.3 亿元，至 2022 年达到 3.4 亿元，六年间 CAGR 达到 48%，得益于公司对于海外市场的积极开拓。公司自 2019 年在海外

设立子公司，截止 2021 年公司已经拥有印度、越南、墨西哥、马来西亚及土耳其五地子公司，2022 年完成了印度尼西亚参股子公司的筹建。子公司的设立将协助公司更好地开拓当地市场，推动公司产品在当地的销售。公司国外毛利率维持在较高水平并有提升，2016 年公司国外区域毛利率为 26.4%，2022 年达到 36%，6 年间增长 9.5pct。公司国外区域毛利率自 2018 年起即与中国大陆毛利率拉开差距，海外区域毛利率高出国内区域毛利水平 10pct，2020 年毛利率差距曾达到 17pct。随着公司海外布局的不断完善，海外营收有望进一步提升，海外市场的高盈利有望继续带动公司整体盈利水平提高。

图表 5 海天精工海外营收增长迅速

图表 6 海天精工国外毛利率始终高于大陆



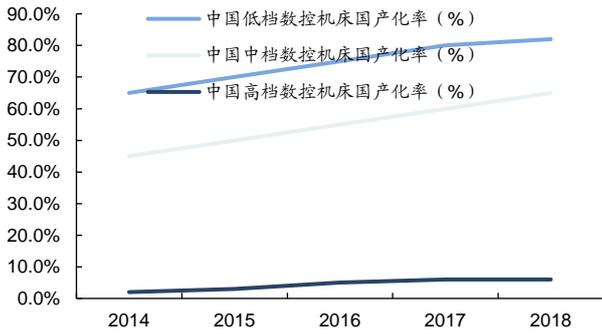
资料来源: ifind, 华安证券研究所

资料来源: ifind, 华安证券研究所

中国机床“大而不强”，主要由于数控化率及中高端机床国产化率仍处于较低水平，政策持续推动国产替代加速。

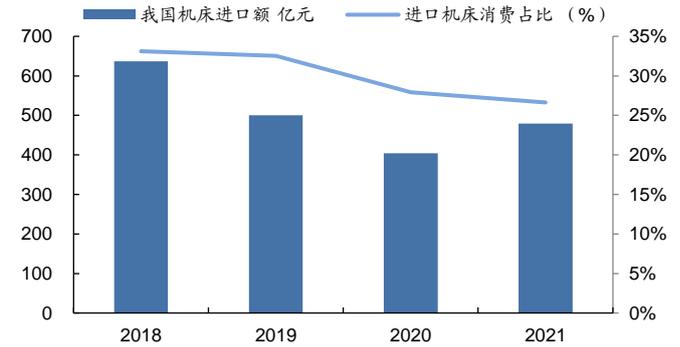
- 中国是全球最大的机床生产及消费国，2021 年消费额达到 1800 亿元，在全球机床消费中占比达到 34%。
- 然而我国机床竞争力仍有待提升，主要原因在于 1) 我国机床数控化率相比发达国家仍有较高提升空间，2021 年我国金切机床数控化率达到 44.9%，然而日本、德国、美国机床数控化率 2018 年最低已达 75%；2) 进出口数控机床产品价差明显，我国数控机床主要问题在于精度及稳定性，高端产品仍然依赖进口，2018 年我国高端数控机床国产化率仅 6%。
- 国家高度关注工业母机发展，政策持续推动国产替代加速，叠加国产厂商竞争力提升，国产替代持续加速。近年由于海外疫情影响，高端数控机床进口受限，为部分高端国产数控机床厂商提供宝贵窗口期打入高端下游，同时由于国产高端数控机床竞争力的不断提升，进口替代加速。根据 VDW 数据，进口机床在我国机床消费额占比由 2018 年 33%降低至 2021 年 27%。

图表 7 2018 年我国高档数控机床国产化率仅 6%



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 8 进口机床消费占比逐年下滑，2021 年达 27%



资料来源：VDW，华安证券研究所

行业竞争格局分散，细分市场差异度大，加工中心是主要进口产品。

- 近年来数控机床行业集中度提升，根据我们选取的 12 家主要机床上市公司 2020 年总市占 9%，2021 年上升至 10.7%，一年间市占率总计提升 1.7pct。我国机床行业集中度提升但各企业在行业内的市占仍较小，行业竞争格局仍分散。
- 从进出口格局来看，加工中心仍然是主要的进口产品，特种加工机床、车床是主要出口产品。根据中国机床工具工业协会公布的数据，2022 年 1-12 月我国加工中心进口金额总计 23.7 亿美元，在我国金属加工机床进口中占比达 36%，是第一大品类，进口前五位品种的进口金额合计占比达 79.4%。

图表 9 2022 年加工中心是我国进口最多的机床品类

进口排名	金属加工机床品种	进口金额 (亿美元)	同比 (%)	占比 (%)
1	加工中心	23.7	-11.0%	36.0%
2	特种加工机床	10.8	-12.4%	16.3%
3	磨床	8.1	-12.0%	12.2%
4	车床	5.2	-16.7%	7.8%
5	齿轮加工机床	4.6	48.1%	7.0%

资料来源：中国机床工具工业协会，华安证券研究所

在国产替代加速背景下，公司作为我国高端数控机床龙头企业，有望凭借优质的产品性价比及服务持续引领进口替代。2022 年公司通过数字化体系建立，改进工艺提升设备能力，优化装配工艺。依据产能数据库、SRM 等平台建设提升配套的成套率。产品质量得到客户普遍认可，客户满意度逐年提升。

多元内生动力稳定增长。1) 产品线拓宽+产能提升支持公司市占持续增长。公司由大型龙门加工中心起家，根据市场需求不断完善产品系列，利用在大型机床领域取得的竞争优势及已有品牌优势开发中小型机床市场，拓宽产品应用领域。公司立加、卧加营收增长迅速，2017-2022 年 CAGR 分别达到 31.9%、12.5%。公司产能有望进一步扩张，持续支持公司市占提升，公司 2022 年拟投资新建的数控机床生产基地投资规模大于已有的三个生产基地，待新基地建成后，公司产能规模有望有较大幅度的提升。**2)**

核心零部件自供：公司重视核心零部件的自主供应，持续进行功能部件的开发及验证，2017 年电主轴批量供应量已达 550 个，公司持续优化电主轴性能，推动高速高精度摆头等产品批量应用，其他核心零部件如机械双摆铣头、伺服刀库、数控回转工作台等已获专利技术。**3) 受益集团产业链协同加码一体化压铸。**公司母公司海天股份旗下覆盖注塑机、机床、金属成形等多个产业，其中海天金属是国内领先压铸机厂商，在汽车一体化压铸发展趋势下，公司有望与海天金属协同发展打造一体化压铸解决方案。

图表 10 海天精工制造基地情况对比

生产基地	投资	厂房面积	生产产品
宁波大港制造基地	-	8 万平方米	具有规模化、批量化生产卧式加工中心、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、机床电主轴等核心功能部件制造能力。
宁波堰山制造基地	近 5 亿	10 万平方米	规模化、批量化生产各类中、大型龙门加工中心、桥式高速龙门加工中心及各类五轴加工机床、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 万平方米	-
海天高端数控机床智能化生产基地项目	一期投资 10 亿元	建筑面积：27 万平方米	建成后用于新能源汽车核心部件加工设备的批量化、柔性化及自动化生产

资料来源：公司官网，公司公众号，华安证券研究所

盈利预测与评级：我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 39.9/47.4/55.6 亿元，归母净利润分别为 6.55/7.91/9.32 亿元，以当前总股本 5.22 亿股计算的摊薄 EPS 为 1.25/1.51/1.78 元。公司当前股价对 2023-2025 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 25.47/21.1/17.91 倍。考虑公司作为我国高端数控机床龙头企业，在制造业景气度恢复及国产替代加速背景下有望获得更多竞争优势，首次覆盖给予“买入”评级。

公司收入及成本主要预测逻辑如下：

数控机床产品销量预测逻辑：

- 公司作为国内高端数控机床龙头企业之一，将凭借自身竞争优势受益于进口替代及景气下游提供的增长空间，各类产品市场份额有望持续增长。
- 我们预计公司各类产品销量增速情况分别如下：数控龙门加工中心 2023-2025 年销量增速分别为 23%/14%/11%；数控立式加工中心 2023-2025 年销量增速分别为 29%/27%/26%；数控卧式加工中心 2023-2025 年销量增速分别为 22%/20%/18%；其他机床产品 2023-2025 年销量增速分别为 31%/15%/15%。

数控机床产品销售毛利率预测逻辑：

- 高端进口替代及产量提升的规模效应有望带动公司各产品毛利率进一步增长。因此，我们预计公司各类产品毛利率情况分别如下：数控龙门加工中心 2023-2025 年毛利率 31.4%/31.9%/32.4%；数控立式加工中心 2023-2025 年毛利率 17.3%/17.7%/18.1%；数控卧式加工中心 2023-2025 年毛利率 35.4%/35.7%/36%；其他机床产品 2023-2025 年毛利率 24.2%/24.3%/24.5%。

基于以上逻辑，我们预测公司 2023-2025 年销售收入分别为 39.9/47.4/55.6 亿元，同比增速 25.5%/18.8%/17.3%，公司整体毛利率分别为 27.6%/27.7%/27.8%。公司收入及

销量拆分情况见下表。

图表 11 公司销量及收入预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E	
公司整体	总收入 (百万元)	3177	3988	4737	5556
	yoy (%)	16.4%	25.5%	18.8%	17.3%
	毛利率 (%)	27.3%	27.6%	27.7%	27.8%
数控龙门加工中心	销售收入 (百万元)	1816	2249	2579	2893
	毛利率 (%)	31%	31%	32%	32%
	销量 (台)	1187	1459	1662	1852
	yoy (%)	27%	23%	14%	11%
数控立式加工中心	销售收入 (百万元)	836	1086	1381	1750
	毛利率 (%)	16.9%	17.3%	17.7%	18.1%
	销量 (台)	3025	3909	4945	6235
	yoy (%)	12%	29%	27%	26%
数控卧式加工中心	销售收入 (百万元)	332	406	488	577
	毛利率 (%)	35.1%	35.4%	35.7%	36.0%
	销量 (台)	210	255	306	360
	yoy (%)	-26%	22%	20%	18%
其他机床产品	销售收入 (百万元)	139	184	211	243
	毛利率 (%)	24.0%	24.2%	24.3%	24.5%
	销量 (台)	403	530	607	699
	yoy (%)	-5%	31%	15%	15%
其他业务	收入 (百万元)	53	64	77	92
	yoy (%)	3%	20%	20%	20%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示

- 1) 下游需求不及预期;
- 2) 核心零部件进口受阻;
- 3) 原材料价格大幅上涨。

财务报表与盈利预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,637	4,812	5,918	6,887	营业收入	3,177	3,968	4,737	5,580
现金	520	1,897	2,500	2,998	营业成本	2,310	2,870	3,423	4,031
应收账款	301	361	440	513	营业税金及附加	24	28	35	40
其他应收款	28	36	42	50	销售费用	152	181	215	252
预付账款	4	7	8	10	管理费用	41	50	58	67
存货	1,575	1,883	2,289	2,670	财务费用	(33)	(20)	(33)	(39)
其他流动资产	7	45	53	63	资产减值损失	(37)	(37)	(37)	(37)
非流动资产	886	1,076	1,115	1,091	公允价值变动收益	(1)	(0)	(0)	(0)
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	10	10	10
固定资产	509	568	711	740	营业利润	542	692	842	1,000
无形资产	236	229	223	217	营业外收入	40	40	40	40
其他非流动资产	0	12	14	17	营业外支出	(0)	(0)	(0)	(0)
资产总计	4,523	5,888	7,032	7,978	利润总额	583	732	882	1,040
流动负债	2,378	3,130	3,532	3,602	所得税	62	78	92	108
短期借款	0	0	0	0	净利润	521	654	790	932
应付账款	514	756	902	1,062	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	134	163	197	231	归属母公司净利润	521	654	790	932
非流动负债	159	157	157	157	EBITDA	583	777	955	1,120
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.00	1.25	1.51	1.79
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	2,537	3,287	3,689	3,759					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	522	522	522	522					
资本公积	290	290	290	290					
留存收益	1,004	1,558	2,225	3,012					
归属母公司股东权益	1,985	2,600	3,343	4,219					
负债和股东权益	4,523	5,888	7,032	7,978					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	218	1,645	755	603
净利润	521	654	790	932
折旧摊销	74	105	146	159
财务费用	(33)	(20)	(33)	(39)
投资损失	(10)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(334)	890	153	464
其他经营现金流	0	(0)	0	0
投资活动现金流	(508)	(246)	(138)	(88)
资本支出	205	34	34	34
长期投资	(273)	10	10	10
其他投资现金流	(439)	(290)	(183)	(133)
筹资活动现金流	(190)	(22)	(14)	(17)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	(190)	(22)	(14)	(17)
现金净增加额	(480)	1,378	603	497

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	16.37%	24.87%	19.38%	17.80%
营业利润	35.35%	27.67%	21.65%	18.78%
归属于母公司净利润	40.31%	25.68%	20.79%	17.91%
获利能力				
毛利率(%)	27.31%	27.66%	27.74%	27.76%
净利率(%)	16.39%	16.49%	16.69%	16.70%
ROE(%)	26.22%	25.16%	23.64%	22.09%
ROIC(%)	20.37%	76.75%	44.98%	241.19%
偿债能力				
资产负债率(%)	56.10%	55.83%	52.46%	47.11%
净负债比率(%)	-49.34%	-90.66%	-88.54%	-81.95%
流动比率	1.53	1.54	1.68	1.91
速动比率	0.87	0.94	1.03	1.17
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.76	0.73	0.74
应收账款周转率	11.79	11.98	11.83	11.71
应付账款周转率	5.54	6.25	5.71	5.68
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.25	1.51	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	3.15	1.45	1.15
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.98	6.40	8.08
估值比率				
P/E	29.7	23.7	19.6	16.6
P/B	7.8	6.0	4.6	3.7
EV/EBITDA	25.67	17.50	13.61	11.16

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业14年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。