

海天精工 (601882.SH) 数控机床领军企业，进军高端发力出海

2023年07月07日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

孟鹏飞（分析师）

熊亚威（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

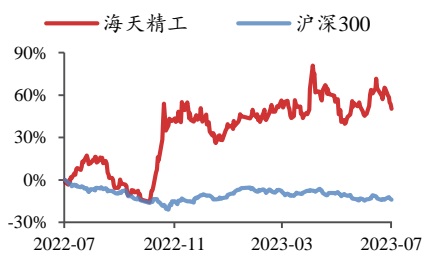
xiongyawei@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

证书编号：S0790522080004

日期	2023/7/7
当前股价(元)	30.38
一年最高最低(元)	37.96/17.22
总市值(亿元)	158.58
流通市值(亿元)	158.58
总股本(亿股)	5.22
流通股本(亿股)	5.22
近3个月换手率(%)	57.17

股价走势图



数据来源：聚源

● 龙门龙头，产品定位高端、性能领先

公司专注中高端数控机床，产品以龙门/卧加/立加为主，龙门处于龙头地位，2020年起营收和利润大幅增长，研发投入领先行业，并持续推进核心部件自研。公司产品下游应用领域中航空航天/汽车设备附加值高，且新能源车压铸工艺带来对机床需求变革，公司已布局相应产品。此外，公司发力出海，有望同时提升营收规模和盈利水平。我们预测公司2023-2025年实现营业收入39.85/48.85/59.14亿元，归母净利润6.53/8.08/9.92亿元，EPS 1.25/1.55/1.90元，当前股价对应PE为24.3/19.6/16.0倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 进军高端机床，国产替代空间广阔

我国高端机床与国际领先差距明显，加工中心尤其是在五轴等高端机床及核心零部件进口依赖度高，亟待国产突破。公司设备与国际厂商相比具备高性价比，且技术升级、高端化举措下，有望逐步切入国际厂商的客户供应体系，实现国产替代。

● 把握新兴产业机遇，积极扩产提升份额

新能源车一体压铸等新工艺带来对机床的配套需求变革，公司在巩固传统下游优势基础上，紧跟市场步伐，积极拓展相应加工设备，宁波智能化基地已于2022年9月开工。未来叠加海天金属等兄弟企业的协同效应，有望兑现成长空间。

● 发力出海提升营收规模和盈利水平，打造新增长极

公司海外业务2018-2022年毛利率均高于30%，并已在东南亚、土耳其、墨西哥等国家地区设立子公司。近期俄罗斯等一带一路沿线国家制造业景气度向好，且基建发展在疫情后回暖，或诞生对机床更大需求。未来公司发挥海天集团全球布局经验和渠道优势，发力海外有望同时提升收入规模和盈利水平。

● **风险提示：**下游制造业景气度不及预期；海外拓展不及预期；新能源车设备放量不及预期；国产替代进度不及预期；海外供应链风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,730	3,177	3,985	4,885	5,914
YOY(%)	67.3	16.4	25.4	22.6	21.0
归母净利润(百万元)	371	521	653	808	992
YOY(%)	168.5	40.3	25.5	23.7	22.7
毛利率(%)	25.7	27.3	28.0	28.1	28.1
净利率(%)	13.6	16.4	16.4	16.5	16.8
ROE(%)	22.6	26.2	26.7	25.8	25.0
EPS(摊薄/元)	0.71	1.00	1.25	1.55	1.90
P/E(倍)	42.7	30.5	24.3	19.6	16.0
P/B(倍)	9.6	8.0	6.5	5.1	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 深耕中高端数控机床，龙门龙头行稳致远.....	4
1.1、 深耕数控机床二十余年，产品性能持续优化，技术实力不断升级.....	4
1.2、 行业周期波动下业绩稳步增长，盈利能力近年提升.....	6
2、 机床千亿元大赛道，高端设备国产替代空间广阔.....	8
2.1、 机床市场空间庞大，金属切削机床是千亿赛道.....	8
2.2、 行业处于磨底阶段，静待复苏.....	9
2.3、 高端数控机床与国际领先水平差距明显，重点产品亟待突破.....	10
3、 扩产抢占市场，出海打造新增长极.....	12
3.1、 关键零部件自研，定位高端、产品领先.....	12
3.2、 把握新兴产业机遇，拓展新产品新领域.....	17
3.3、 积极扩产，市占率有望持续提升.....	19
3.4、 拓展海外，打造新增长极.....	21
4、 盈利预测与投资建议.....	23
4.1、 盈利预测.....	23
4.2、 估值水平与投资建议.....	24
5、 风险提示.....	25
附：财务预测摘要.....	26

图表目录

图 1： 公司深耕数控机床二十余年.....	4
图 2： 实际控制人持股比例较为集中.....	6
图 3： 受行业周期影响业绩存在波动，营收整体稳步增长.....	7
图 4： 受行业周期影响业绩存在波动，利润整体稳步增长.....	7
图 5： 龙门、立加、卧加贡献主要收入.....	7
图 6： 龙门、卧式加工中心贡献较高毛利率.....	7
图 7： 公司销售渠道目前以经销为主.....	8
图 8： 公司直销渠道毛利率更高.....	8
图 9： 毛利率、归母净利率自 2019 年起逐年提升.....	8
图 10： 公司费用管控良好.....	8
图 11： 2020 年中国机床市场消费额占全球 32%.....	9
图 12： 我国金属切削机床生产/消费额都在千亿元以上.....	9
图 13： 2023 年 1-5 月金属切削机床产量仍在同比下行区间.....	9
图 14： 协会重点联系企业产量/产值下行收窄.....	10
图 15： 协会重点联系企业金属切削机床订单弱复苏.....	10
图 16： 2022 年金属切削机床国产化率测算为 69.6%.....	10
图 17： 金属切削机床进出口逆差减小.....	10
图 18： 国产机床在精度保持上与国际水平差距较大.....	11
图 19： 我国主要类别机床数控化率均小于 50%.....	11
图 20： 我国数控机床出口均价远低于进口.....	11
图 21： 2022 年加工中心进口金额在金属加工机床各品种中排名第一.....	12
图 22： 2022 年加工中心出口金额 4.7 亿美元.....	12
图 23： 公司自主研发的电主轴已投入使用.....	13

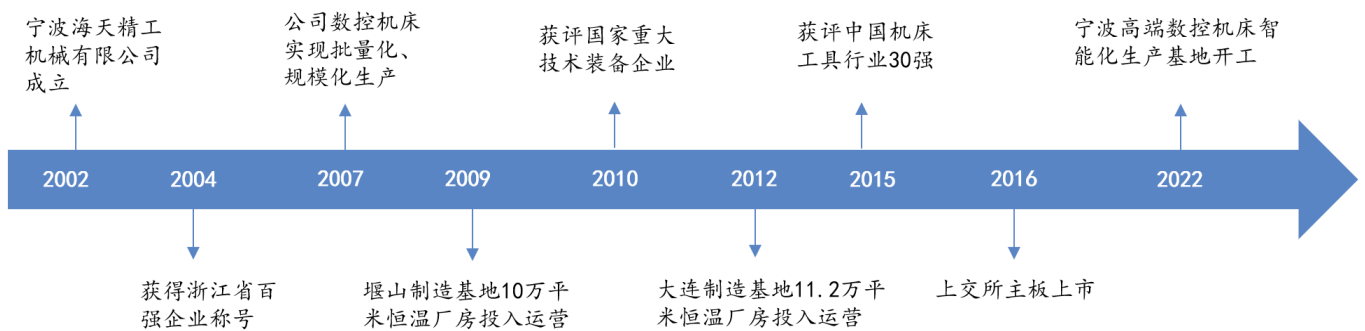
图 24: 公司研发费用投入领先行业	13
图 25: 公司研发费用率处于合理水平	13
图 26: 公司产品单价稳定, 龙门、卧加价格处于行业内较高水平	15
图 27: 公司龙门加工中心单价远低于进口(万美元/台)	15
图 28: 公司卧式加工中心单价远低于进口(万美元/台)	15
图 29: 公司重视服务响应, 打造品牌口碑	16
图 30: 机床大修业务创造增值服务, 提升公司行业影响力	17
图 31: 纯电动新能源车月产量快速增加	17
图 32: 新能源车渗透率持续提高, 未来提升空间广阔	17
图 33: 新能源车相比传统燃油车动力总成发生重大变化	18
图 34: 公司已推出汽车行业配套加工设备	18
图 35: 公司产品可应用于汽车行业多项加工工艺	18
图 36: 海天金属压铸设备已在比亚迪工厂完成产品下线	19
图 37: 公司龙门产品市占率较高	19
图 38: 公司龙门产品市占率行业领先	19
图 39: 2022 年公司在中國数控机床整体市场国产厂商中市占率排名第 2	20
图 40: 2020 年起公司产销规模大幅增长	20
图 41: 公司海外收入逐年提升	21
图 42: 公司海外业务毛利率较高	21
图 43: 公司通过参加海外展会提升国际知名度	22
图 44: 公司在越南成立主轴维修中心, 提升售后服务	22
图 45: 多个一带一路国家基础设施发展呈现积极态势	22
图 46: 一带一路国家基础设施行业发展呈现回暖态势	22
图 47: 一带一路和东盟沿线国家制造业 PMI, 部分国家地区景气度向好	23
表 1: 公司产品矩阵日渐完善	4
表 2: 公司龙门设备精度与国际领先水平仍有一定差距	14
表 3: 与国内厂商相比, 公司产品综合性能处于领先位置	14
表 4: 海天集团下辖公司涉足多个装备制造领域, 具备协同效应	16
表 5: 公司主要生产基地位于宁波、大连、广东	21
表 6: 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 39.85/48.85/59.14 亿元	24
表 7: 公司估值水平低于行业均值	25

1、深耕中高端数控机床，龙门龙头行稳致远

1.1、深耕数控机床二十余年，产品性能持续优化，技术实力不断升级

深耕中高端数控机床二十余年，技术实力与产能规模持续升级。2002年宁波海天精工成立，专注于数控机床领域。2007年公司数控机床产品实现批量化、规模化生产，并在此后持续提升产能。2009年/2012年公司堰山10万平米/大连11.2万平方米厂房先后投入运营。此外，公司技术实力不断获得业界认可，先后获得“国家重大技术装备企业”、“中国机床工具行业30强”、“国家高新技术企业”等荣誉。2016年公司上市，现已发展成为拥有50余万平米恒温厂房的国内数控机床领先制造企业。

图1：公司深耕数控机床二十余年





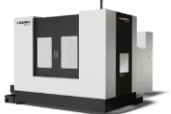

资料来源：公司官网、开源证券研究所

产品类别不断丰富，核心部件积累推动产品性能优化。公司主要产品为高端数控机床。公司早年以龙门和卧加为主，2016年前后起逐步发展立加，并在更新产品的同时加快中小型数控机床的发展，优化产品结构。目前公司主要产品包括数控龙门加工中心、数控卧式加工中心、数控卧式车床、数控立式加工中心、数控立式车床等，下游应用领域覆盖汽车、航天、模具、工程机械、石油化工、船舶、冶金等多个领域。公司持续进行设备关键功能部件的研发和验证，高速电主轴、五轴头、复合多轴转台和附件头等核心部件的应用积累，助力公司产品技术升级迭代、性能持续优化。

表1：公司产品矩阵日渐完善

产品类别	产品	产品特点	产品图示
龙门加工中心	龙门立式加工中心、动柱龙门五面体加工中心	继承传统龙门机床刚性强，结构对称，稳定性高特点，通过有限元分析，优化基础部件结构，提升产品的动态性能，实现大功率、大扭矩、高效率、高精度加工。适用于船舶、冶金、石油化工、矿山机械、电力能源、塑料机械、工程机械、重工机械等重型加工领域。	
	定梁龙门加工中心	继承传统龙门产品刚性强、加工范围广的结构特点，融入高效、高精、节能理念。适用于模具、轨道交通、汽车、家用电器、医疗等高端制造产业。	

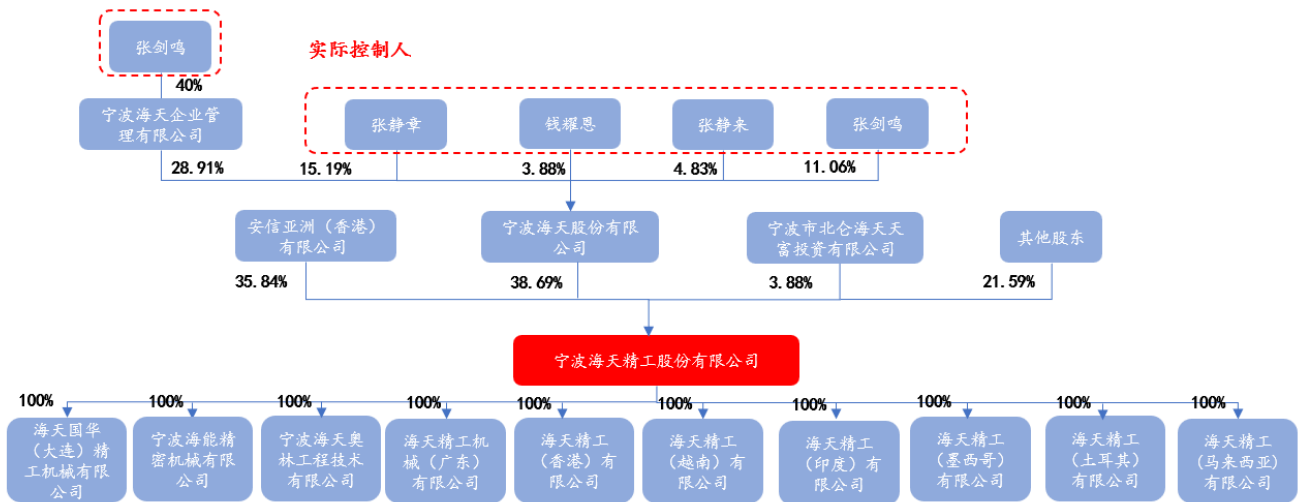
产品类别	产品	产品特点	产品图示
	动梁龙门五面体加工中心	继承传统龙门机床基础框架刚性强，结构对称，稳定性强等优点，通过优化布筋结构，使整机刚性更强，动态特性佳，满足大功率、高精度切削的要求。适于船舶、新能源、汽车、工程机械、轨道交通等各种机械加工领域的大型零件加工，更是加工各种超大、超重零件的首选设备。	
	结构件专用高速龙门动柱式加工中心	BEL/BFL 结构件专用高速龙门动柱式加工中心适合铝合金结构件的切削加工，尤其适合曲面及特殊角度的孔、面加工，广泛用于轨道交通、汽车副车架、新能源电池包等结构件。	
立式加工中心	VMC II 系列	A 字形单立柱固定，工作台移动结构，基础部件高刚性，移动部件轻量化，充分贴合用户需求。能在一次装夹下完成铣削、镗削、钻削、攻丝等工序。标配 8000rpm 皮带式主轴，采用 1.5:1 的减速使扭矩提升 50%，适用于通用机械、汽车、纺织机械等行业中小型机械零件的高速精密加工。	
卧式加工中心	H 系列	重切削高刚性矩形导轨卧式加工中心，融入国际先进的设计理念，更加适合大型零部件的重切削加工的机床结构，采用超宽的导轨结构，以广阔的加工范围而著称。产品适用领域：汽车、石油、电力、机车、塑料机械、工程机械等行业的机械加工。	
	HUP 系列	高刚性滚柱导轨卧式加工中心，融入了国际先进的设计理念，T 型床身，正挂箱布局，三轴高刚性滚柱导轨实现高精度、高效加工的完美融合。适合各种箱体类零件的粗、精加工。	
数控车床	TC II 系列	主轴前端采用双列圆柱滚子轴承和高速推力角接触球轴承，后端采用双列圆柱滚子轴承支撑；床身采用整体式 L 形铸造，45° 倾斜矩形滑动导轨；分体式尾座，液压驱动套筒伸缩；12 位液压刀塔，抵抗式其中稀有润滑系统，广泛适用于汽车零部件、五金、能源等各种机加工行业。	
汽车行业设备	CFV 系列立式加工中心	基础部件高刚性，移动部件轻量化，充分贴合了用户的需求。主要适用于汽车通用零件的高速高精加工。	
	CFV Lite 系列立式加工中心	小体积，大行程，宽敞加工空间，可应对轻量化大工件、多工件。适用于 5G 的滤波器及新能源车电控壳体的高速高效加工。	
	HPC II 系列卧式加工中心	高速进给的伺服轴和快速旋转的 APC，能实现高效的加工。适用于汽车通用零部件和大型压铸件的加工。	
	BEL/BFL 系列高效龙门加工中心	适合大型铝合金零件的加工，适用于新能源汽车、轨道交通、通用机械等领域。	
	CHM 长行程立式加工中心	采用工作台固定、主轴移动的三轴机床，更易接近工作台。适用于长条形铝合金的高效加工。	

产品类别	产品	产品特点	产品图示
航空行业设备	五轴高速铣削中心 BF/DF/GFU/GTI系列	广泛应用于大型飞机模具曲面加工、飞机高铁行业复杂铝合金薄壁件加工、多角度深腔槽孔类模具加工、大中型汽车覆盖件量检具加工等。	
	五轴卧式加工中心 HF 系列	适用于进行各类零件的复杂加工，是航空发动机领域中叶盘、叶轮、机匣等主要零部件加工的首选设备。	
模具行业设备	定梁系列龙门加工中心	继承了传统龙门的高刚性几何框架，三轴采用线性导轨结构，大尺寸的滑枕截面，配备结构先进的大扭矩电主轴，使加工更高效。	

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司股权结构集中。公司实际控制人为张静章、张剑鸣、张静来、钱耀恩四人，1970年代四人均曾在镇海县江南人民公社农机具修配厂（海天股份前身）工作，其中张静章为海天集团董事长，兼任海天精工、海天奥林、海天股份董事长，张剑鸣为张静章之子，任海天精工董事、大连国华执行董事、精工香港执行董事。公司持股占比较大的股东为海天股份和安信香港，均受实际控制人控制，截至2023年3月31日，合计持有公司股权74.53%，持股比例集中。

图2：实际控制人持股比例较为集中



资料来源：公司公告、天眼查、企查查、开源证券研究所（截至2023年3月31日）

1.2、行业周期波动下业绩稳步增长，盈利能力近年提升

受机床行业周期影响，业绩存在波动，营收和利润整体稳步增长。2022年公司实现营收31.77亿元，同比+16.4%，实现归母净利润5.21亿元，同比+40.3%。2023Q1公司实现营收7.83亿元，同比+11.0%，实现归母净利润1.35亿元，同比+22.8%。机床行业受制造业景气度影响，下游需求存在周期性，故公司业绩存在波动，但整体具备经营韧性，营收和利润均呈稳步增长态势。其中，2020年下半年至2021年我国机床行业呈现恢复性增长态势，公司营收、归母增长较快，2020-2022年营业收入CAGR

达 39.5%，归母净利润 CAGR 达 94.3%。

图3：受行业周期影响业绩存在波动，营收整体稳步增长

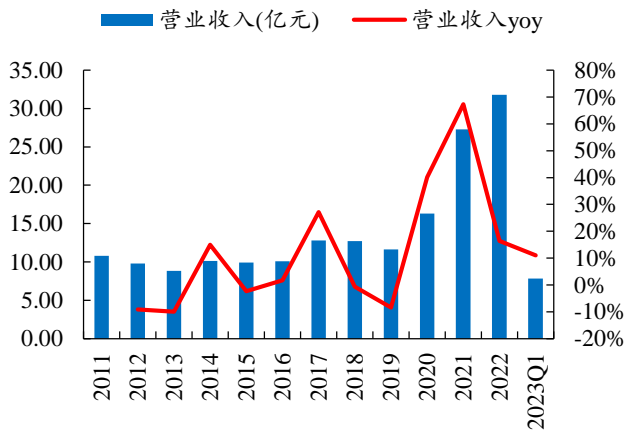
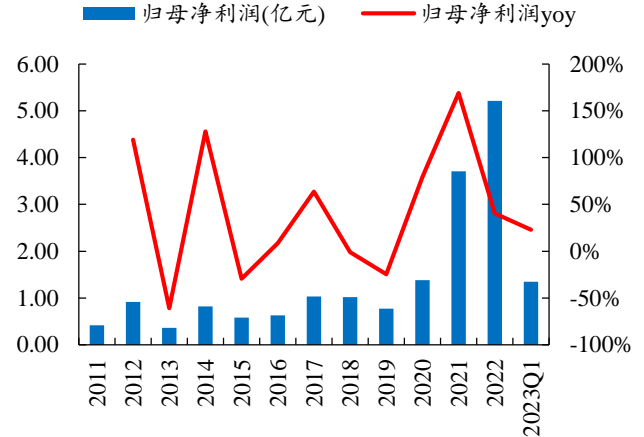


图4：受行业周期影响业绩存在波动，利润整体稳步增长

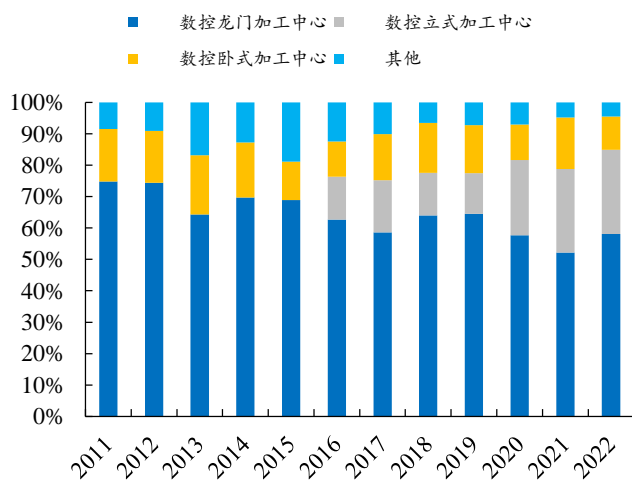


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

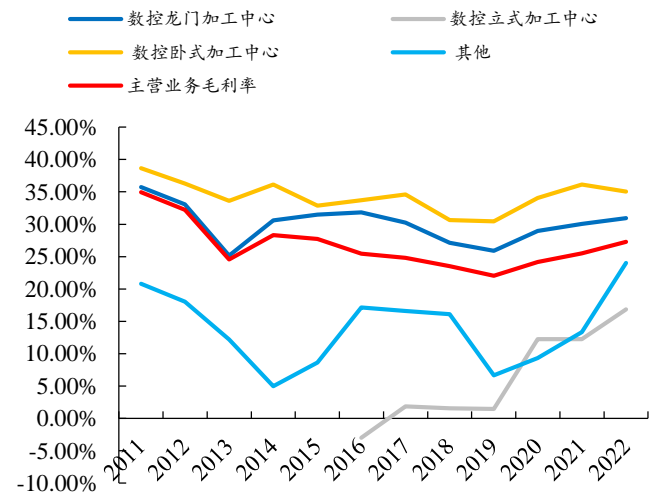
龙门、立加、卧加贡献主要收入，龙门、卧加贡献高毛利。分产品收入来看，2022 年公司数控龙门加工中心/数控立式加工中心/数控卧式加工中心/其他分别贡献营业收入 18.16/8.36/3.32/1.39 亿元，占公司主营业务收入比例分别为 58.13%/26.76%/10.63%/4.45%，龙门、立加、卧加贡献主要收入，立加在推向市场后营收占比提升显著。分产品毛利率来看，2022 年公司数控龙门加工中心/数控立式加工中心/数控卧式加工中心/其他的毛利率分别为 30.95%/16.86%/35.06%/24.01%，龙门、卧加贡献较高毛利，其中卧加毛利率一直保持在 30%以上，立加毛利率逐步提升，从 2017 年的 1.86%增至 2022 年的 16.86%。

图5：龙门、立加、卧加贡献主要收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：龙门、卧式加工中心贡献较高毛利率

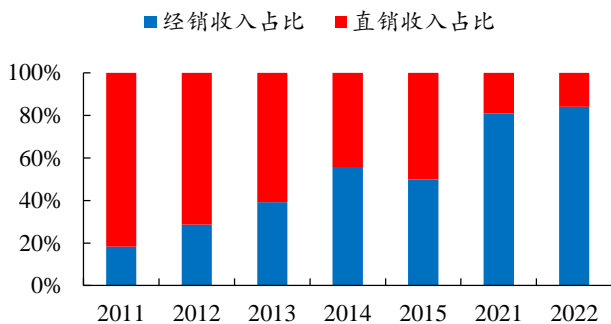


数据来源：Wind、开源证券研究所

经销渠道为主，将引导经销商向规模化转变。公司的销售渠道主要是数量众多的销售服务商，销售服务商既可采用直销（销售顾问）、也可采用经销的模式为公司提供销售服务。公司目前销售渠道以经销为主，2022 年经销/直销收入占比分别为 84%/16%。分渠道毛利率方面，2022 年经销/直销毛利率分别为 25%/38%，直销毛利

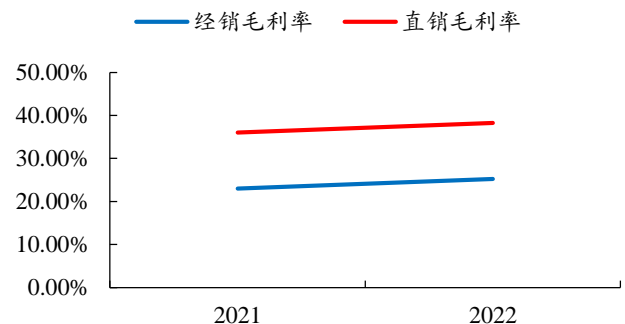
率更高。据公司公告，公司未来将增强经销商驾驭市场的能力，引导经销商向规模化转变。

图7：公司销售渠道目前以经销为主



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所，注：公司年报未披露 2016-2020 的分渠道收入

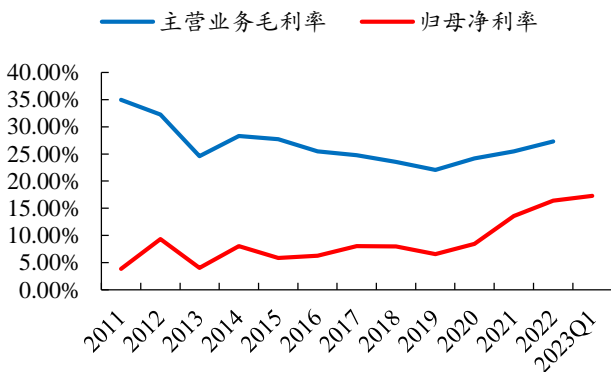
图8：公司直销渠道毛利率更高



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

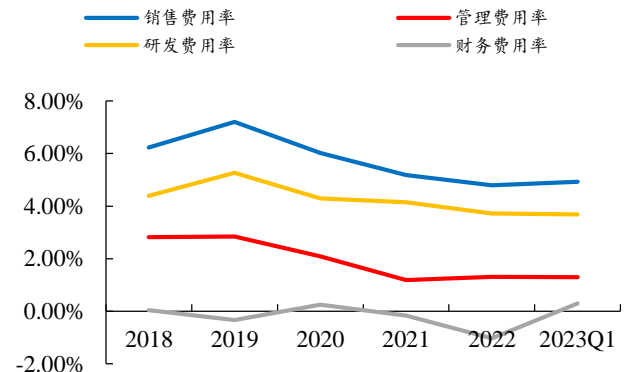
盈利能力近年来有所提升，期间费用率下降。盈利能力方面，公司 2022 年主营业务毛利率/归母净利率分别为 27.30%/16.39%，相比 2019 年分别+5.24pct/+9.80pct。公司毛利率、归母净利率自 2019 年起逐年提升，盈利能力有所改善。费用率方面，公司 2022 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.80%/1.31%/3.72%/-1.03%，相比 2019 年分别-2.40pct/-1.53 pct /-1.55 pct /-0.70 pct，公司期间费用率在 2019-2022 年整体呈下降趋势，从 2019 年的 14.98%降至 2022 年的 8.80%，说明公司规模效应显现、费用管控良好。

图9：毛利率、归母净利率自 2019 年起逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司费用管控良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、机床千亿元大赛道，高端设备国产替代空间广阔

2.1、机床市场空间庞大，金属切削机床是千亿赛道

中国机床市场空间庞大，其中金属切削机床即是千亿元赛道。根据智研咨询数据，2020 年中国机床产值 169.18 亿欧元，占全球总产值的 29%，中国机床消费额为 186.1 亿欧元，占全球消费额的比重约为 32%左右。中国机床市场空间庞大，产业规模达千亿，是全球最大的产销市场，而其中的金属切削机床赛道也达到千亿元规模。

根据机床工具工业协会测算，2022 年我国金属加工机床生产额 1823.0 亿元，同比+5.1%，其中金属切削机床生产额 1158.4 亿元，同比+3.3%；2022 年我国金属加工机床消费额 1843.6 亿元，同比-1.9%，其中金属切削机床消费额 1240.3 亿元，同比-4.3%。金属切削机床生产额与消费额都在千亿元以上，行业空间广阔。

图11：2020 年中国机床市场消费额占全球 32%

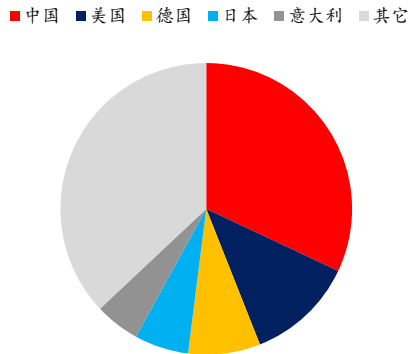
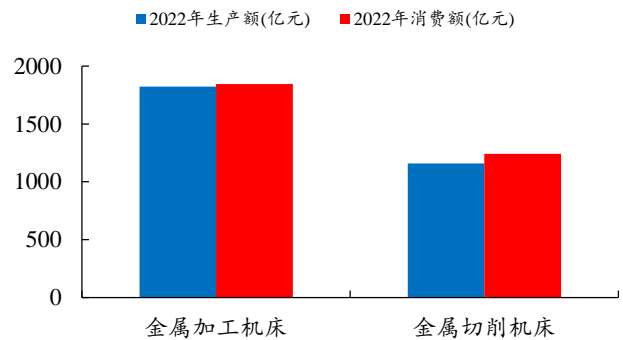


图12：我国金属切削机床生产/消费额都在千亿元以上



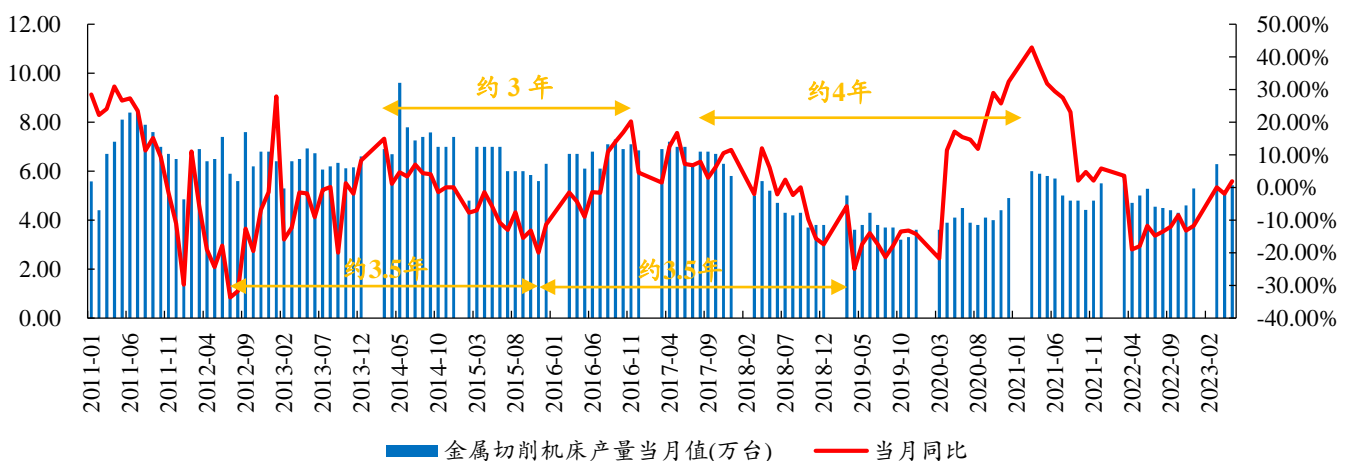
数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

数据来源：机床工具工业协会、开源证券研究所

2.2、行业处于磨底阶段，静待复苏

机床行业具有周期性，国内切削机床产量周期在 3 至 4 年，2023 年 1-5 月切削机床产量仍在小幅下行区间。中国机床行业需求受制造业景气度影响，具有周期性，金属切削机床的产量周期在 3 至 4 年左右。2020 下半年至 2021 年，我国机床行业迎来最近一轮上行周期。从金属切削机床月度产量来看，2020 年下半年起切削机床月产量由同比减少转为同比正增长，并在 2021 年 3-5 月左右同比增速达到峰值，至 2022 上半年再一次转为同比负增长。据国家统计局数据，2023 年 5 月规模以上工业金属切削机床产量 5 万台，同比+1.9%，1-5 月金属切削机床产量合计 24 万台，同比-2.0%，目前行业整体产量仍处于小幅下行区间。

图13：2023 年 1-5 月金属切削机床产量仍在同比下行区间

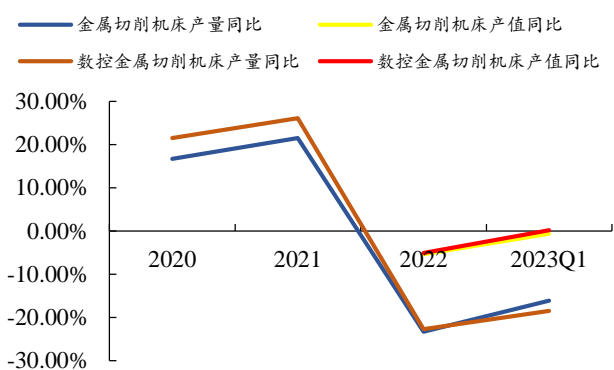


数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

2023Q1 金属切削机床产量、产值下行收窄，订单恢复增长。据中国机床工具工业协会重点联系企业数据，2022 年金属切削机床产量同比-23.3%，产值同比-5.4%，其中数控金属切削机床产量同比-22.7%，产值同比-5.1%，产量、产值均明显同比减

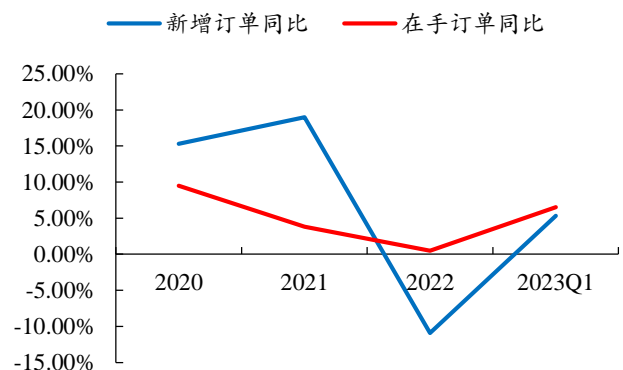
少；2023Q1 金属切削机床产量同比-16.10%，产值同比-0.60%，其中数控金属切削机床产量同比-18.50%，产值同比+0.20%。收入方面，重点联系企业 2022 年营业收入同比-5.60%，2023Q1 收入同比-1.30%。金属切削机床行业整体下行趋势有所收窄。订单方面，协会重点联系企业 2022 年新增订单/在手订单分别同比-10.90%/+0.50%，2023Q1 新增订单/在手订单分别同比+5.30%/+6.50%，新增订单与在手订单均小幅正增长，呈现出复苏态势。另据机床工具工业协会，2023Q1 机械工业主要涉及的行业大类固定资产投资同比均保持正增长，通用设备/专用设备/汽车/电气机械同比分别增长 7.6%/10.6%/19%/43.1%。2023 一季度制造业 PMI 连续三个月高于 50，4、5 月分别为 49.2、48.8。综上所述，后续金属机床厂商订单变动情况、下游制造业景气度仍需持续跟踪研判。

图14：协会重点联系企业产量/产值下行收窄



数据来源：中国机床工具工业协会、开源证券研究所

图15：协会重点联系企业金属切削机床订单弱复苏

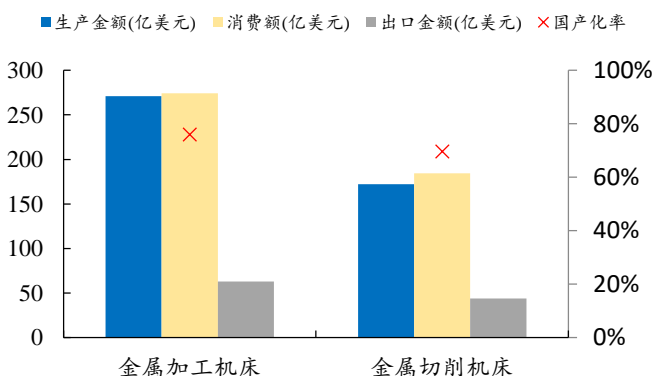


数据来源：中国机床工具工业协会、开源证券研究所

2.3、高端数控机床与国际领先水平差距明显，重点产品亟待突破

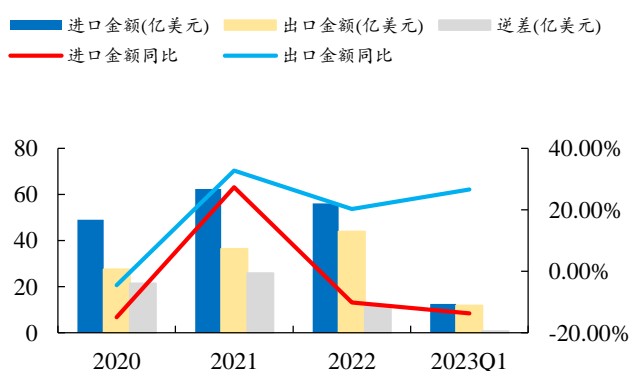
机床行业国产替代进行时，切削机床进出口逆差减小。我们根据机床工具工业协会数据测算，估计 2022 年金属加工机床、金属切削机床的国产化率分别为 76.0%、69.6%，金属切削机床存在进一步国产替代空间。2022 年金属切削机床进口金额 56.1 亿美元，同比-10.1%，出口金额 43.9 亿美元，同比+20.4%，贸易逆差 12.2 亿美元，较 2021 年减少 13.7 亿美元。2023Q1 金属切削机床贸易逆差进一步减小，从 2022Q1 的 5.2 亿美元减至 2023Q1 的 0.7 亿美元，切削机床国产替代进程持续推进中。

图16：2022 年金属切削机床国产化率测算为 69.6%



数据来源：中国机床工具工业协会、开源证券研究所，注：国产化率=（生产金额-出口金额）/消费额

图17：金属切削机床进出口逆差减小

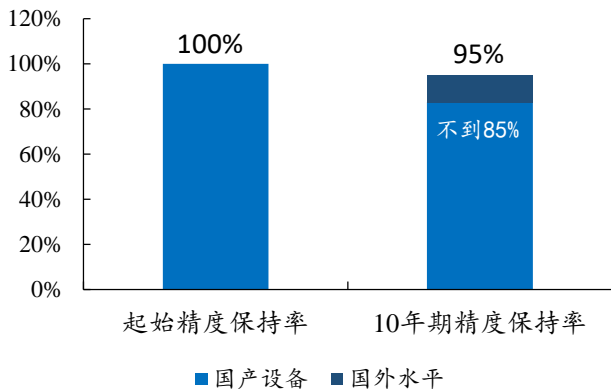


数据来源：中国机床工具工业协会、中国轴承工业协会、开源证券研究所

国产高端机床渗透率低，国产替代空间广阔。内部细分产品结构来看，我国高端机床产业仍与国际存在差距，是国产替代主要缺口所在。由于我国机床行业起步较晚，在高精度机床零部件技术研发、机床装配工艺积累、数控软件系统开发等方面与国际前沿水平仍存在差距，导致国产机床精度保持落后于国际先进水平。目前我国高档数控机床平均无故障时间间隔(MTBF)已经由 600 小时优化至 2000 小时，精度指标提升 20%，但较国外水平仍存在追赶空间。以德国 WALDRICHCOBURG 公司龙门加工中心产品为例，其使用 10 年后精度保持率可达到 95%，而目前国产设备使用 10 年期精度保持率还难以达到 85%。

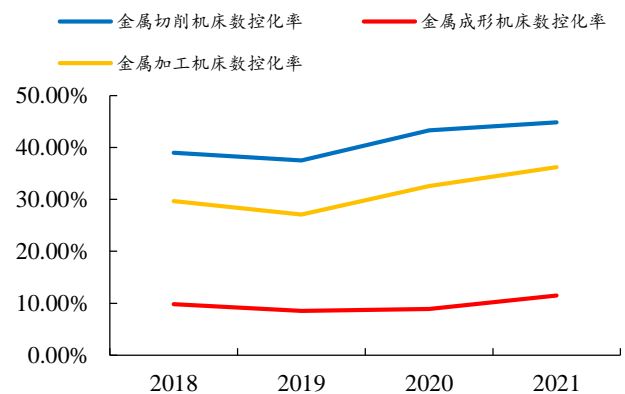
机床数控化率低，高端数控机床依赖进口。据智研咨询数据，2021 年我国金属切削机床数控化率 45%、金属加工机床数控化率 36%，同年日本机床数控化率 83%，欧美中机床产业发达国家数控化率基本也在 70% 以上。《中国制造 2025》纲领中提出，2025 年中国的关键工序数控化率提升到 64%。机床数控化率提升的政策方面指引明确。此外，目前我国高端数控机床的缺位造成进口依赖严重。2021 年我国数控机床进口均价 19.55 万美元/台，出口均价 1.92 万美元/台，仅为进口价格的约 1/10，可见我国生产的数控机床大多为中低端产品，出口设备附加值较低，高端数控机床市场严重依赖进口。

图18: 国产机床在精度保持上与国际水平差距较大



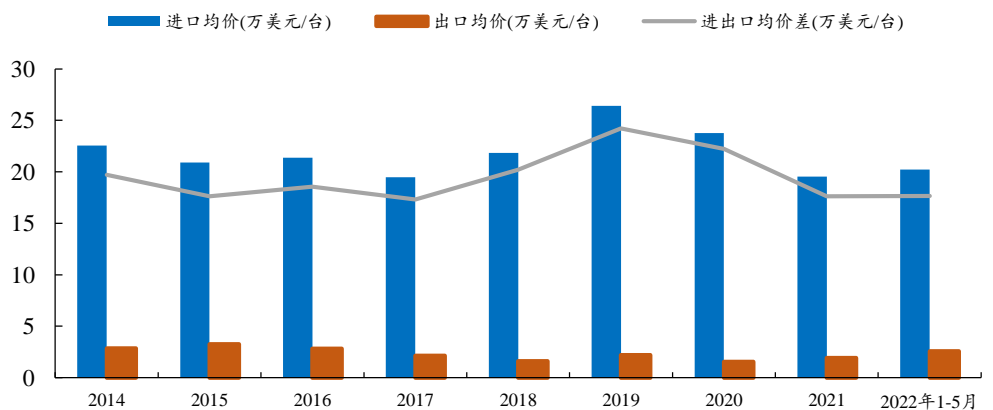
数据来源：《机床共性技术的现状及发展趋势》张扬 2022 年、开源证券研究所

图19: 我国主要类别机床数控化率均小于 50%



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图20: 我国数控机床出口均价远低于进口

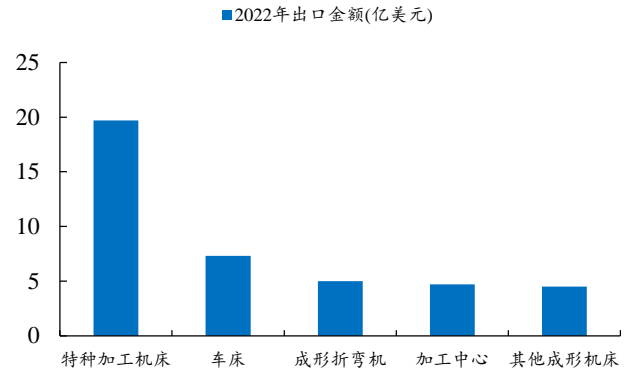
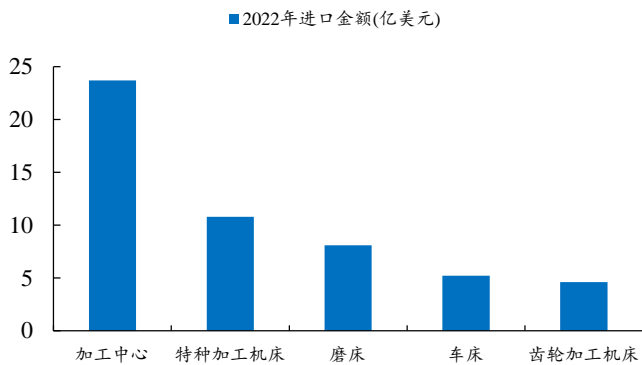


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

加工中心进口依赖度高，重点产品仍待突破。加工中心作为 2022 年我国进口金额最高的金属加工机床品种，进口金额 23.7 亿美元，出口金额 4.7 亿美元，逆差达 19 亿美元。2021/2022 年，加工中心进口金额占我国金属加工机床进口金额比例分别达 35.7%/36.0%，可见在该品种上，我国市场进口依赖尤为突出，加工中心作为重点产品，国产替代提升空间广阔。

图21：2022年加工中心进口金额在金属加工机床各品种中排名第一

图22：2022年加工中心出口金额 4.7 亿美元



数据来源：中国机床工具工业协会、开源证券研究所

数据来源：中国机床工具工业协会、开源证券研究所

行业产品结构升级，机床单台产值明显提高，掌握高技术附加值企业有望受益。2022 年虽然金属切削机床产量同比下降，但根据机床工具工业协会重点联系企业统计数据，2022 年和 2023Q1，切削机床的单台产值均明显提高，产品持续升级，同时行业利润水平也有所改善。除去价格变动等因素之外，客户对产品自动化、智能化的要求明显提升，厂商成套、成线订单大幅度增加。在行业产品结构升级背景下，掌握高技术附加值的企业有望受益。

3、扩产抢占市场，出海打造新增长极

3.1、关键零部件自研，定位高端、产品领先

推进关键部件自研，自制电主轴已经投入使用。公司产品的主要零部件包括结构件、控制系统、驱动系统、传动系统、刀库、刀塔及组件、光栅尺等，其中数控系统采购发那科、西门子等。同一种零部件公司会备选多家供应商进行采购。公司持续推进核心零部件研发，加强落实自主可控。目前，公司自研的电主轴、高速高精度摆头、五轴头、复合多轴转台等核心功能部件已实现批量交付应用。其中，主轴是数控机床核心零部件之一，其转速、精度、效率、可靠性直接影响数控机床的品质与性能，电主轴替代机械主轴是大势所趋。根据官网资料，公司自主研发的电主轴已在大部分龙门加工中心上实现应用，核心部件的应用积累为后续产品技术升级打下坚实基础。

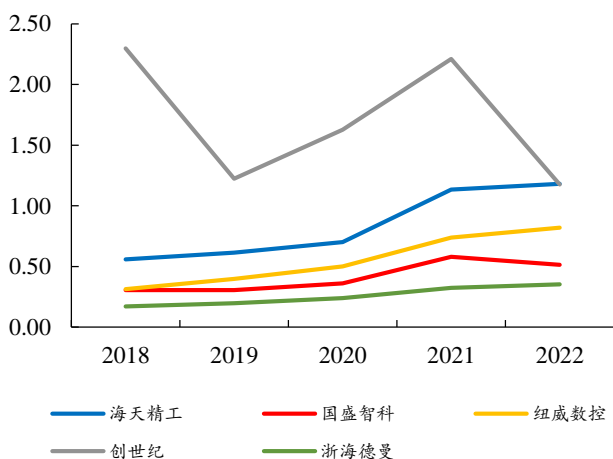
图23: 公司自主研发的电主轴已投入使用



资料来源: 公司官网

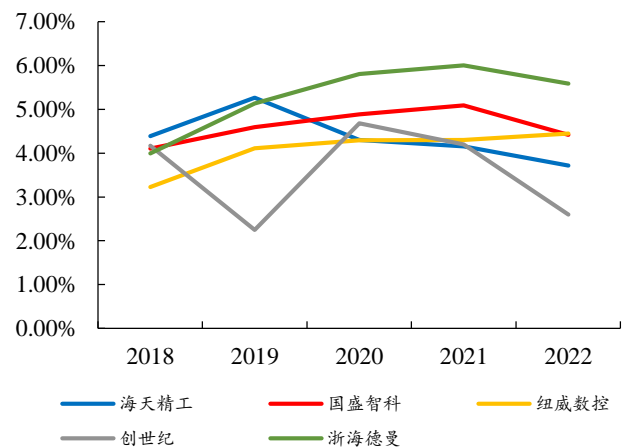
研发费用持续增长, 投入领先行业。公司重视技术创新, 研发投入近年来持续增长, 从2018年的0.56亿元增至2022年的1.18亿元, 且投入水平高于大部分同规模企业。截止2022年底, 公司共有研发人员394人, 占公司人数17.9%, 取得专利238项, 并注重产学研结合, 积极开展与大学及科研单位的技术合作, 曾与浙江大学、东北大学开展技术合作, 项目成果已应用于龙门加工中心等产品。2022年公司研发费用率为3.72%, 处于合理水平, 高研发投入得益于经营业绩的稳健性。

图24: 公司研发费用投入领先行业



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 公司研发费用率处于合理水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

定位高端，产品综合性能领先。公司成立之初产品定位于高端数控机床，此类产品技术含量高、附加值高，主要竞争对手来自中国台湾、韩国、日本、德国等成熟机床厂家。据公司官网，龙门加工中心设备中，GLUe16系列为所列定位精度最高的产品，该系列设备采用公司生产的电主轴，X/Y/Z 定位精度均达到 0.012mm，重复定位精度均达到 0.008mm，对比国际机床巨头德马吉森仍有一定差距。对比国内机床厂商主要龙门产品，各家性能在不同技术细节上各有优劣，且设备在使用过程中的稳定性、精度保持能力也对设备终端效果至关重要。综合考量最大输出扭矩、主轴电机功率、快速进给速度、定位精度等指标，公司产品处于领先地位。

表2：公司龙门设备精度与国际领先水平仍有一定差距

		海天精工		德国德马吉森	
产品型号		GLUe16X25		DIXI210	
零部件配置		海天精工电主轴 三菱 M80A 数控系统			
加工范围	X 轴行程	mm	2500	1800	
	Y 轴行程	mm	1500	2100	
	Z 轴行程	mm	700	1250	
	工作台承重	t	8	12	
驱动进给	最大切削速度 X/Y/Z	m/min	12/20/10	25	
	快速移动速度 X/Y/Z	m/min	16/24/15	25	
主轴	主轴最高转速	rpm	6000	10000	
	主轴低档功率	kW	15/30	44/32	
	主轴高档功率	kW	22/30		
	主轴低档扭矩	Nm	318/774		
	主轴高档扭矩	Nm	233/318	288/187	
刀库	最大刀具直径(满刀/空位)	mm	Φ110/Φ220	110/250	
	最大刀具长度	mm	300	650	
	最大刀具重量	kg	20	30	
精度	定位精度 X/Y/Z	mm	0.012/0.012/0.012	0.004(直线轴定位精度)	
	重复定位精度 X/Y/Z	mm	0.008/0.008/0.008		

资料来源：公司官网、苏州德玛杰机械官网、开源证券研究所

表3：与国内厂商相比，公司产品综合性能处于领先地位

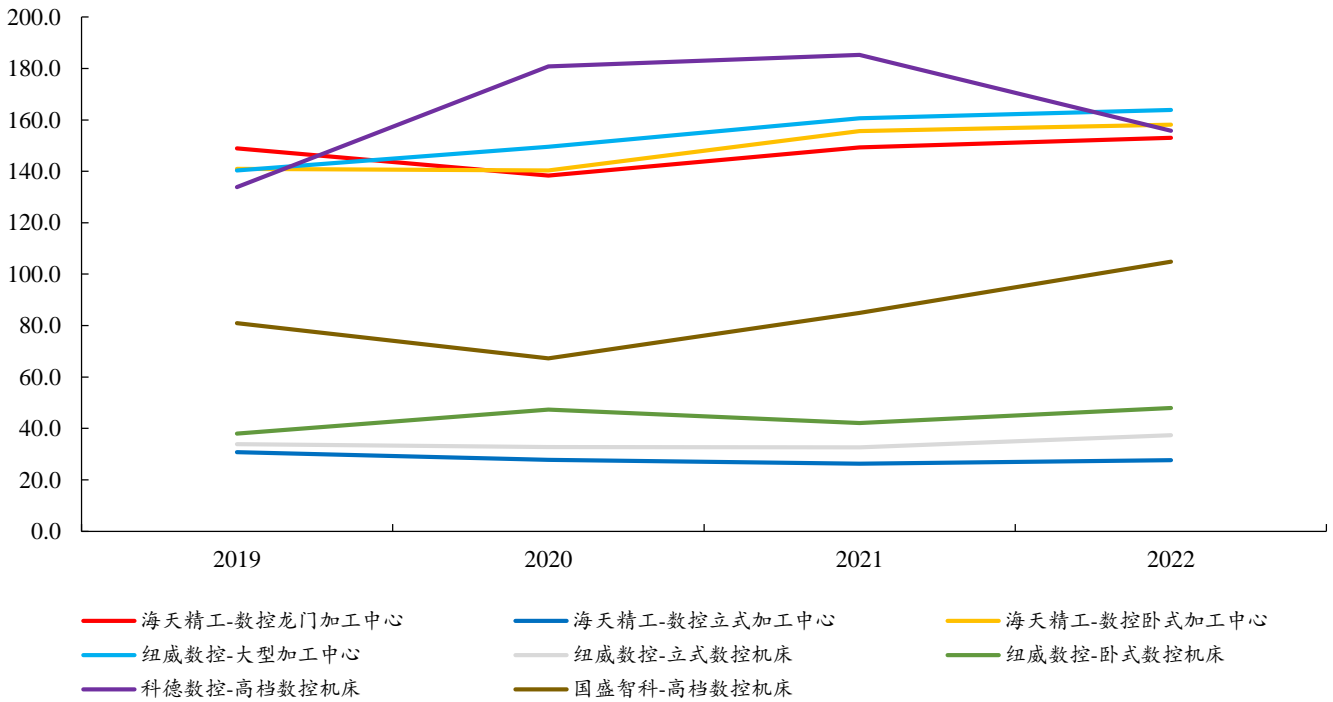
		海天精工龙门加	纽威数控龙门加工	国盛智科龙门加	日发精机龙门镗铣加	科德数控五轴桥式
		工中心	中心	工中心	工中心	龙门加工中心
		GLUe16X25	PM1520V	GMF2519T	RFMP2016	GMA
工作台宽度	mm	1500	1500	1600	1400	定制
工作台长度	mm	2500	2000	2500	2000	定制
工作台行程 (X 轴)	mm	2500	2200	2500	2000	3000
滑鞍行程 (Y 轴)	mm	1500	1900	1900	1750	2000
滑枕行程 (Z 轴)	mm	700	800	900	700	1000
两立柱之间距离	mm		1800			
主轴最高转速	rpm	6000	18000	6000/5000(R)	6000	3400/18000
最大输出扭矩	Nm	233/318	51.7/107			84/125
主轴电机功率	kW	22/30	13/18.5	22/26	22/26	30

		海天精工龙门加工中心 GLUe16X25	纽威数控龙门加工中心 PM1520V	国盛智科龙门加工中心 GMF2519T	日发精机龙门镗铣加工中心 RFMP2016	科德数控五轴桥式龙门加工中心 GMA
快速进给速度(X/Y/Z)	m/min	16/24/15	-	12/12/10	16/20/15	40/40/40
定位精度 X/Y/Z	mm	0.012/0.012/0.012			0.012/0.012/0.010	0.01/0.01/0.01
重复定位精度 X/Y/Z	mm	0.008/0.008/0.008			0.008/0.008/0.008	0.008/0.008/0.008

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

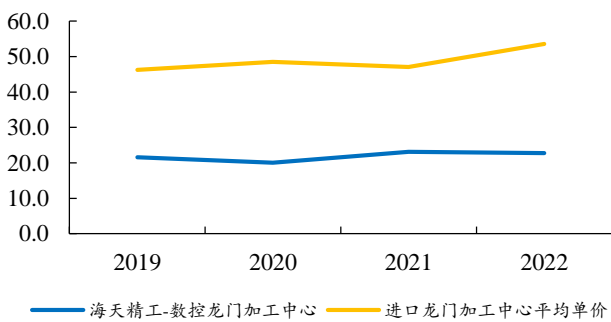
产品单价稳定，国产替代高性价比。从产品单价来看，机床行业虽然存在明显周期波动，但公司主要产品单价都比较稳定。与国产厂商相比，公司龙门、卧加价格处于业内较高水平，2022 年单台销售均价分别为 153、158 万元。公司立加 2022 年单价约为 28 万元/台，处于业内稍低水平。此外，公司龙门、卧加单价近年来一直远低于进口单价，国产替代背景下显现高性价比。

图26：公司产品单价稳定，龙门、卧加价格处于行业内较高水平



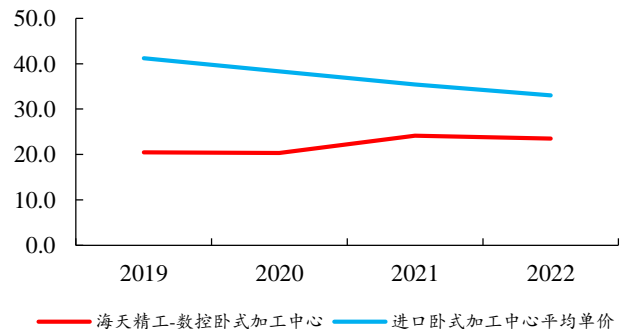
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图27：公司龙门加工中心单价远低于进口(万美元/台)



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图28：公司卧式加工中心单价远低于进口(万美元/台)



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

背靠海天集团，具备协同效应。公司母集团为海天集团，除海天精工外，海天集团目前还拥有注塑机制造上市企业海天国际，涉足伺服控制、自动化、新能源和液压传动业务的海天驱动，压铸机制造企业海天金属，激光设备制造企业海天光机和智能解决方案提供商海天智联。2022年海天集团总产值183亿元，产品及客户遍布全球130多个国家和地区。海天集团涉足多个设备制造领域，下辖公司形成优势互补，具备协同效应，能够为海天精工提供平台化支撑。

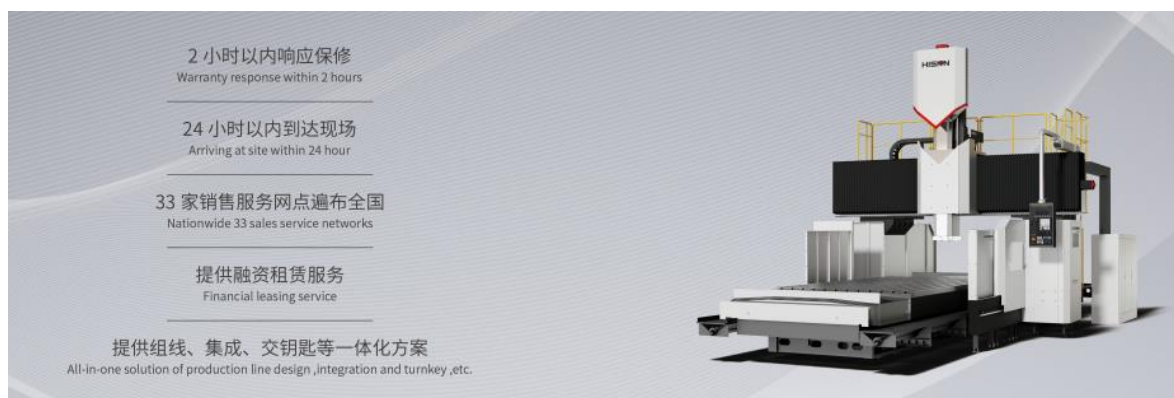
表4：海天集团下辖公司涉足多个装备制造领域，具备协同效应

集团下辖公司	公司信息
海天精工	国内领先的数控机床制造商。2002年成立。2016年上交所主板上市。2022年收入31.77亿元，归母净利润5.21亿元。
海天国际	全球领先的塑料注射成型设备制造商，产品销往全球130多个国家和地区。1966年成立。2006年于港交所上市。2022年收入123.08亿元，股东应占溢利22.65亿元。
海天驱动	2005年海天集团电机事业部成立，2010年海天电机更名为海天驱动。主要业务包括伺服控制系统领域（伺服电机、伺服驱动器、控制系统）、自动化领域（伺服机械手及其周边自动化、机器人自动化、磁力模板、功能部件）、新能源领域（新能源叉车）和液压传动领域（液压马达、液压泵、液压组件）的制造。
海天金属	2016年成立，主要业务为压铸机的研发、制造，为客户提供高端压铸设备和解决方案。
海天智联	智能制造解决方案提供商，以主机设备为载体，通过互联网平台，将自动化生产线、数字化管理系统等进行融合。
海天光机	激光设备的研发、制造。

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

重视服务响应，打造品牌口碑。高端数控机床行业的客户会提出定制化要求，为满足客户需求，公司逐年提高服务质量，在销售服务商的协助下，公司在售前、售中、售后环节均力求为客户提供满意的服务。公司主关件备货充足，备用丝杠轴承价值量大，目前在宁波、大连、广东设立了备件仓库，可提供90%的主轴。同时售后服务人员通过定期课堂、云盘资料学习、新机操作等培训内容完成业务技能的提升。据官网资料，对于公司多款设备产品，公司提供2小时以内响应保修、24小时内到达现场、提供组线、集成、交钥匙等一体化方案。

图29：公司重视服务响应，打造品牌口碑



资料来源：公司官网

开展机床大修业务，创造增值服务，提升行业影响力。机床常规使用寿命为6-10年，通过大修可延长机床使用年限。机床大修业务专业性强，公司的专业技术人员为大修机床的健康监测数据提供性能指标分析。同时公司为大修业务配备了一系列配套加工设备，包括进口大型导轨磨、五面体加工中心、精密座标镗床、数控精密

外圆及内圆磨床等，充分满足各类机床诊断、维修及再造等需求。大修业务的开展为公司创造额外的增值服务，提升行业影响力。

图30：机床大修业务创造增值服务，提升公司行业影响力

专业人员、规范流程、正品配件、优质体验——让您的设备焕然一新！
全新体验，只需9步

1. 机床评估
2. 技术商务协议
3. 旧机拆卸
4. 拆解清洗
5. 部件再次金加工
6. 功能部件维修
7. 过程检验
8. 整机验收
9. 建立用户档案



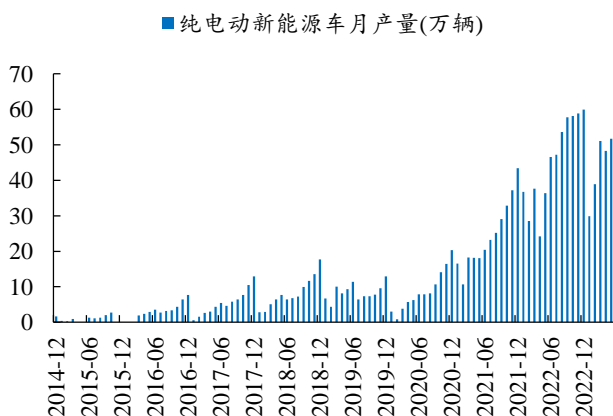
资料来源：公司官网

3.2、把握新兴产业机遇，拓展新产品新领域

紧跟市场拓品类，下游航空和汽车占比高。公司下游客户所在行业较为分散，包括航空航天、汽车、模具、风电等电力设备、机械制造，且占比随下游景气度变动。根据2022年6月公司互动平台信息，近年航空航天占比约20%，汽车零部件占比约10%，上述行业设备定制化程度高、产品附加值高。展望未来，我们预计新能源车产业变革将为公司带来新的市场机遇。

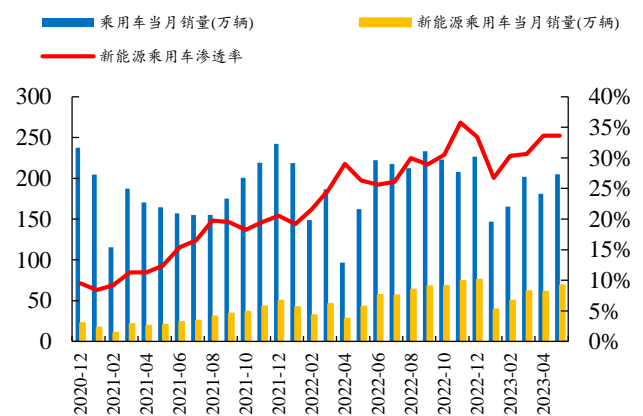
新能源车产业发展迅速，未来渗透率提升空间广阔。新能源车替代传统燃油车是居民消费端节能减排的重要途径。近年来我国新能源车产业发展迅速，新能源车销量快速增长。2023年1-5月，纯电动新能源产量共219.9万辆，同比+34.5%。新能源车渗透率持续提升，2023年5月，新能源车乘用车渗透率为33.6%，未来进一步提升空间广阔。

图31：纯电动新能源车月产量快速增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：新能源车渗透率持续提高，未来提升空间广阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

新能源车引发上游机床需求变革，一体化压铸或对加工中心配套需求提升。与传统燃油车相比，新能源车的动力总成发生重大变化，从传统燃油车的“传动系统+动力系统”变为新能源车“电池+电机+电控”的三电系统。在传统汽车制造业中，金属切削加工工艺应用广泛，而对纯电动汽车来说，由于不再需要内燃机发动机，因此不需要对发动机缸体、缸盖、曲轴、凸轮轴、连杆等零部件进行铣削、钻孔、镗削、螺纹加工、磨削、珩磨等金属切削加工，但对车桥、传动轴、制动器等零部件的金属切削加工需求基本保持不变。而在新能源车制造时，需对电机轴、电机壳体、新增模具等进行金属切削加工，对上游金属切削机床需求产生变化。此外，一体化压铸拥有减少零部件使用数量、缩短制造时间的优点，有在新能源车领域替代传统汽车冲压+焊接的工艺。一体化压铸对机床的需求大幅提升，以新能源车后底板为例，一体化压铸成型后，需要配套相应机床切削压铸件的毛刺与毛边。根据格兰富工业统计，一台 6000-8000 吨级压铸机需配套 20-25 台龙门机床。一体化压铸或对加工中心的配套需求提升。

图33：新能源车相比传统燃油车动力总成发生重大变化

传统燃油车		纯电动汽车	
传动系统	变速箱、传动轴等	动力总成	电池系统
动力系统	发动机、燃油系统、排气装置等		电机系统
			电控系统
制动系统		制动系统	
车身		车身	
汽车电子		汽车电子	
传统底盘(悬架系统和传动系统)		底盘(一体化电池盒)	
内外饰		内外饰	

资料来源：格兰富工业解决方案公众号、开源证券研究所

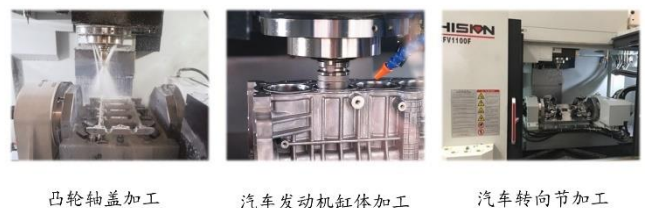
紧跟汽车行业步伐，推出配套加工设备，有望抢占产业先机。公司紧跟汽车行业步伐，聚焦行业需求变化，推出了用于新能源车加工的 5 个系列高效加工设备。公司在数控机床领域技术积累深厚，有望在切入新能源车赛道时充分发挥技术优势和研发经验，抢占产业先机。

图34：公司已推出汽车行业配套加工设备



资料来源：公司官网

图35：公司产品可应用于汽车行业多项加工工艺



资料来源：公司官网

海天金属压铸设备布局成绩亮眼，海天精工与海天金属有望发挥协同优势。海天金属同样作为海天集团旗下公司，专注于压铸设备的研发和解决方案提供。海天

金属目前已向比亚迪交付压铸设备，且压铸机已在客户的压铸车间完成产品生产下线。龙门加工中心作为压铸工艺的后续配套设备，需求有望得到刺激。海天精工和海天金属在新能源车生产加工的不同环节均实现突破，可在未来实现协同效应，带来业绩更大弹性。

图36：海天金属压铸设备已在比亚迪工厂完成产品下线



资料来源：海天金属官网

3.3、积极扩产，市占率有望持续提升

龙门加工中心龙头，市占率领先。公司是龙门加工中心龙头，在该领域技术积累深厚，市占率领先。2020年中国机床工具行业年报统计生产加工中心的企业共计45家，当年龙门加工中心销售金额合计为18.6亿元，2020年海天精工龙门销售收入9.21亿元，故在年报收录的45家企业中市占率达49.5%，处于龙头位置。此外，2020年公司卧加、立加在该45家企业的市占率分别为10.2%、7.0%。用同样方法，计算可得2019年海天精工、纽威数控、国盛智科龙门加工中心在收录42家企业的市占率分别为46.5%、25.7%、7.1%，海天精工处于领先位置。此外，根据MIR数据，2022年中国数控机床整体市场销售额为615.8亿元，海天精工市占率达5.6%，在国内厂商中排名第2，考虑到整体数控机床市场格局较为分散，公司市占率较为领先。

图37：公司龙门产品市占率较高

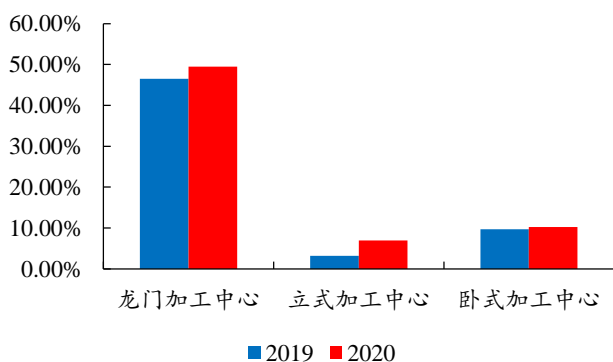
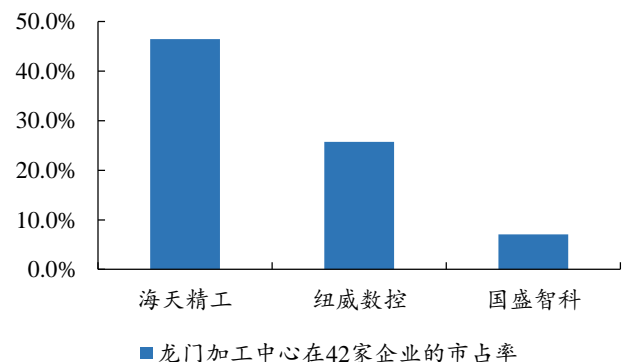


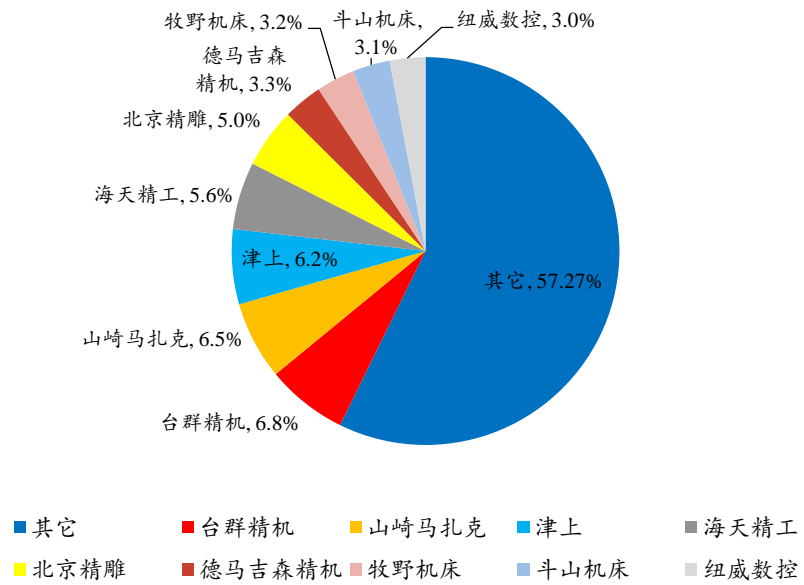
图38：公司龙门产品市占率行业领先



数据来源：中国机械工业年鉴、开源证券研究所，注：2019年年鉴收录42家企业，2020年收录45家企业

数据来源：中国机械工业年鉴、各公司公告、开源证券研究所

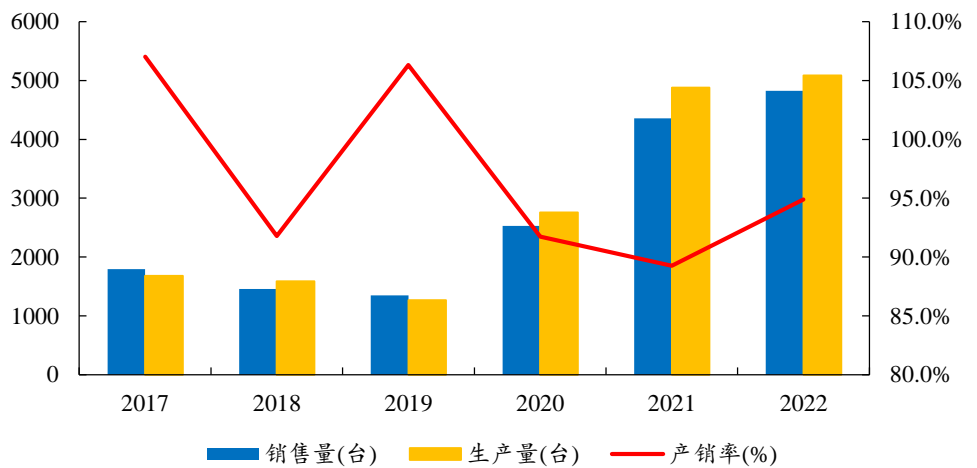
图39：2022年公司在中國数控机床整体市场国产厂商中市占率排名第2



数据来源：MIR、开源证券研究所

产销规模近年大幅增长，以销定产保持高产销率。2020年公司产销规模均实现接近翻倍增长，并在2021年持续高增，我们认为部分原因是由于疫情期间海外厂商销售、服务存在滞后，公司抓住机遇切入客户供应体系。2020-2022年，公司产销率分别为91.7%/89.2%/94.9%，保持在较高水平。公司生产模式采取“以销定产”为主，根据客户订单求进行产品特殊需求的设计和工艺路线的编制，并组织安排生产。同时，公司对部分成熟标准机采用一定量备货的生产模式。

图40：2020年起公司产销规模大幅增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

积极扩产，新建基地提产能、拓业务。公司制造基地目前共有50余万平方米现代化恒温厂房，员工近1900人。其中，老制造基地包括宁波大港、宁波堰山、大连3个基地。近期新建设的2个基地包括：(1)2022年9月，位于宁波的高端数控机床智能化生产基地项目开工，一期总投资10亿元，建成后将用于新能源汽车核心部

件加工设备的生产。(2) 2022年11月,海天精工机械(广东)首台立式加工中心VMC II系列正式下线,完全投产后产能将超500台/月。该基地生产范围涵盖立式加工中心、数控车床、钻攻机等。

表5: 公司主要生产基地位于宁波、大连、广东

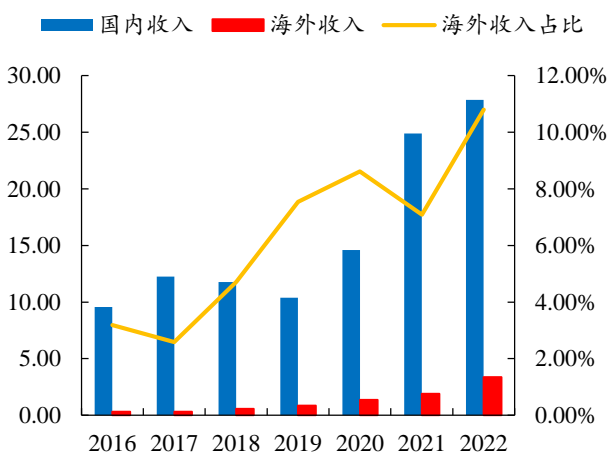
生产基地	投资金额 (元)	厂房面积 (平米)	基地情况
宁波大港制造基地	-	8万	能够规模化、批量化生产核心功能部件、卧式加工中心、非标小型机床、中大规格数控车床、数控车削中心、数控转台核心零部件、机床电主轴等
老基地			
宁波堰山制造基地	近5亿	10万	能够规模化、批量化生产各类中、大型龙门加工中心、桥式高速龙门加工中心及各类五轴加工机床、数控立式车床等,提供中大型、重型、超大型数控设备
大连海天精工制造基地	一期6亿	11.2万	定位快速服务北方客户,拥有硬件设施包括大型龙门五面加工中心、精密大型导轨磨、落地镗铣、精密卧加、数控立车等
宁波高端数控机床智能化生产基地	一期10亿	建筑面积27万	2022年9月开工,建成后用于新能源汽车核心部件加工设备的批量化、柔性化和自动化生产
新基地			
海天精工机械(广东)	-	-	资料来源:开源证券研究所依托海天华南基地,位于佛山市顺德龙江现代产业集聚区。基地目前主要生产立式加工中心VMC II系列,完全投产后产能将超500台/月,生产范围涵盖立式加工中心、数控车床、钻攻机等。2022年11月,基地首台机床VMC II系列正式下线

资料来源:公司官网、公司公众号、开源证券研究所

3.4、拓展海外,打造新增长极

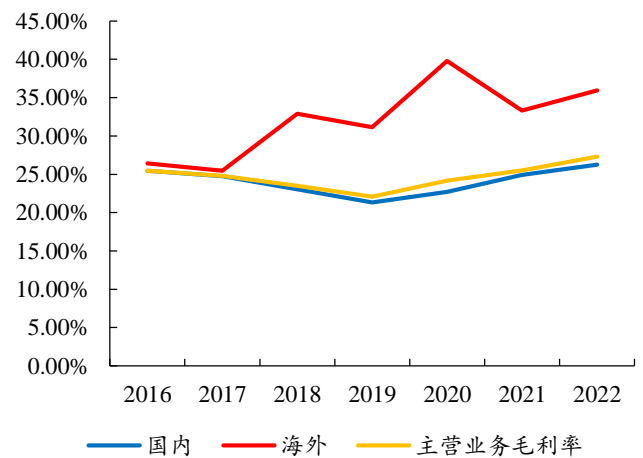
海外业务收入快速增长,贡献高毛利率。公司近年来加强对海外市场的布局。收入方面,公司海外业务保持较快增长,海外业务收入从2016年的0.32亿元增至2022年的3.37亿元,占公司主营业务收入比例从2016年的3.19%增至2022年的10.80%。毛利率方面,2022年公司国内/海外业务毛利率分别为26.26%/35.95%。2018-2022年公司海外业务毛利率均保持在30%以上,贡献高毛利率,海外业务的进一步发展有望提升公司整体毛利水平。

图41: 公司海外收入逐年提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图42: 公司海外业务毛利率较高

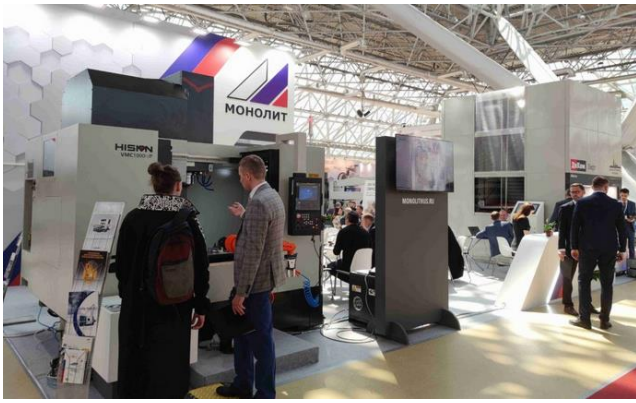


数据来源: Wind、开源证券研究所

多种手段促营销、提升售后,打造海外口碑。公司积极开拓海外客户,并增加

独立性功能的建设，完善海外市场的服务响应体系，并通过参加海外展会、建设海外 4S 中心等方式提升知名度。据公司官网信息，公司在越南成立主轴维修中心，减少客户的维修时长，从原来发回国内的 60 天减少至 5 天左右，且价格相较非官方维修更具品质保证和性价比，获得客户一致好评。国际数控机床企业普遍存在跨国售后服务成本高的情况，公司重视海外售后服务团队建设，相对于国际同行具有售后服务人员充足、反应速度快的优势。

图43：公司通过参加海外展会提升国际知名度



资料来源：公司官网

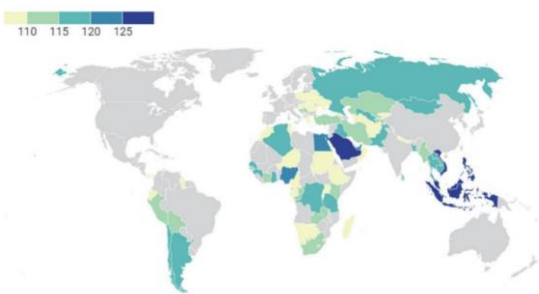
图44：公司在越南成立主轴维修中心，提升售后服务



资料来源：公司官网

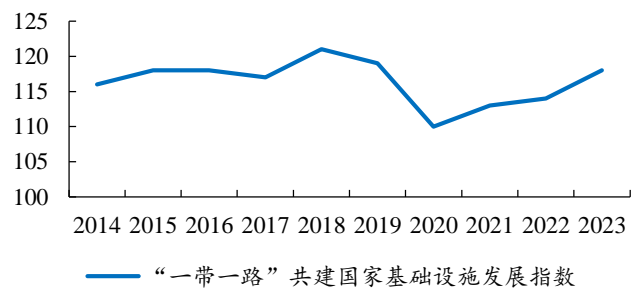
一带一路和东盟部分国家制造业景气度向好，或存在市场需求。目前，公司在越南、印度、墨西哥、土耳其和马来西亚拥有子公司，并在 2022 年完成了印度尼西亚参股子公司的筹建。公司背靠海天集团，兄弟企业海天国际在全球范围内拥有 60 多个销售和服务伙伴，海外业务可以充分发挥集团渠道优势和开拓经验。展望进一步的海外市场需求，近期俄罗斯、印度、泰国等一带一路和东盟国家制造业景气度向好，且随全球疫情影响淡化，一带一路国家基础设施行业发展呈现回暖态势，有望产生对机床设备新增市场需求。

图45：多个一带一路国家基础设施发展呈现积极态势

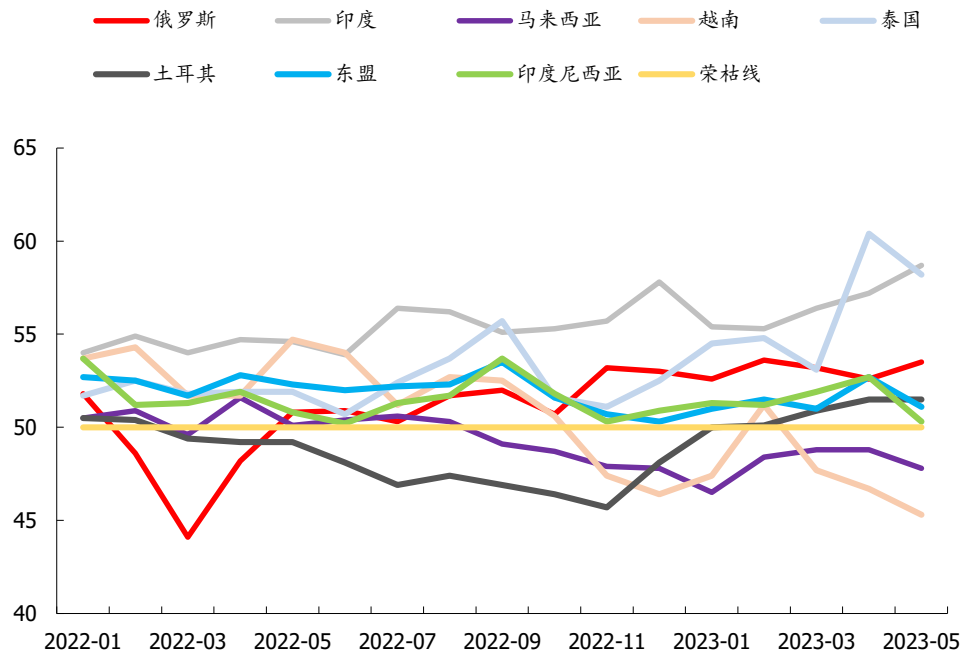


资料来源：中国对外承包工程商会《2023 年度“一带一路”基础设施发展指数报告》

图46：一带一路国家基础设施行业发展呈现回暖态势



数据来源：中国对外承包工程商会《2023 年度“一带一路”基础设施发展指数报告》、开源证券研究所

图47：一带一路和东盟沿线国家制造业 PMI，部分国家地区景气度向好


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

公司业务包括龙门、卧加、立加、其它机床和其它业务，重视研发投入和技术升级，产品定位高端、综合性能领先。我们对各业务预测如下：

数控龙门加工中心方面，公司市占率领先，2022 年行业波动下营收依然保持 30% 的高速增长。目前机床行业处于磨底阶段、静待复苏，未来随行业回暖，公司龙门产品有望持续高增。我们预计 2023-2025 年营收增速分别为 26%/24%/22%，毛利率保持为 31%。

数控立式加工中心方面，公司发力小型批量化的立加产品，业绩有望持续增长。我们预计 2023-2025 年营收增速分别为 27%/24%/22%，毛利率均为 20%。

数控卧式加工中心方面，2022 年受宏观经济影响收入有所减少，待环境改善后有望恢复收入水平。我们预计 2023-2025 年营收增速分别为 30%/20%/20%，毛利率保持为 35%。

其它机床方面，我们预计 2023-2025 年营收增速均为 5%，毛利率均为 19%。其它业务方面，我们预计 2023-2025 年营收增速均为 5%，毛利率均为 32%。

结合上述假设，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 39.85/48.85/59.14 亿元，归母净利润分别为 6.53/8.08/9.92 亿元，EPS 分别为 1.25/1.55/1.90 元。

表6：我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 39.85/48.85/59.14 亿元

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,730.49	3,177.48	3,984.78	4,885.40	5,913.69
Yoy	67%	16%	25%	23%	21%
综合毛利率	26%	27%	28%	28%	28%
数控龙门加工中心					
营业收入	1,398.66	1,816.18	2,288.39	2,837.60	3,461.87
Yoy	52%	30%	26%	24%	22%
毛利率	30%	31%	31%	31%	31%
数控立式加工中心					
营业收入	711.68	836.43	1,062.27	1,317.21	1,607.00
Yoy	86%	18%	27%	24%	22%
毛利率	12%	17%	20%	20%	20%
数控卧式加工中心					
营业收入	439.27	332.07	431.69	518.03	621.64
Yoy	143%	-24%	30%	20%	20%
毛利率	36%	35%	35%	35%	35%
其它机床					
营业收入	129.15	139.36	146.33	153.64	161.33
Yoy	15%	8%	5%	5%	5%
毛利率	13%	24%	19%	19%	19%
其它业务					
营业收入	51.73	53.44	56.11	58.92	61.86
Yoy	43%	3%	5%	5%	5%
毛利率	37%	28%	32%	32%	32%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值水平与投资建议

公司深耕中高端数控机床多年，研发投入行业领先，持续推进核心功能部件研发。未来下游新能源车压铸工艺带来对机床需求变革，公司新建产能和新拓产品有望兑现成长空间。此外，公司海外业务具有高毛利率，发力出海将同时提升营收规模和盈利水平。

我们预测公司 2023-2025 年实现营业收入 39.85/48.85/59.14 亿元，归母净利润 6.53/8.08/9.92 亿元，EPS 为 1.25/1.55/1.90 元，当前股价对应 PE 为 24.3/19.6/16.0 倍。我们选取部分数控机床企业作为可比公司，其 2023-2025 平均 PE 为 35.9/26.2/20.4 倍。公司估值水平低于行业均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：公司估值水平低于行业均值

公司代码	公司名称	EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
纽威数控	688697.SH	1.03	1.29	1.57	22.3	17.9	14.7
国盛智科	688558.SH	1.85	2.32	2.86	17.8	14.2	11.5
科德数控	688305.SH	1.23	1.81	2.58	76.4	51.9	36.4
浙海德曼	688577.SH	1.69	2.18	2.38	27.0	20.9	19.1
平均					35.9	26.2	20.4
海天精工	601882.SH	1.25	1.55	1.90	24.3	19.6	16.0

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：表中海天精工盈利预测来源为开源证券研究所，其余各公司盈利预测来源为 Wind 一致预测，最新收盘日 2023 年 7 月 7 日

5、风险提示

下游制造业景气度不及预期；海外拓展不及预期；新能源车设备放量不及预期；国产替代进度不及预期；海外供应链风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3345	3637	3878	4443	5140
现金	1004	520	652	799	967
应收票据及应收账款	237	301	0	0	0
其他应收款	44	54	68	81	100
预付账款	6	4	8	7	12
存货	1278	1575	1967	2372	2879
其他流动资产	777	1183	1183	1183	1183
非流动资产	740	886	1118	1320	1491
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	498	509	729	909	1049
无形资产	70	236	260	290	326
其他非流动资产	171	141	129	121	115
资产总计	4084	4523	4996	5762	6631
流动负债	2320	2378	2386	2475	2508
短期借款	0	0	947	986	1009
应付票据及应付账款	1134	936	0	0	0
其他流动负债	1186	1443	1439	1488	1498
非流动负债	119	159	159	159	159
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	119	159	159	159	159
负债合计	2439	2537	2545	2634	2667
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	522	522	522	522	522
资本公积	290	290	290	290	290
留存收益	830	1165	1481	1829	2338
归属母公司股东权益	1646	1985	2451	3129	3964
负债和股东权益	4084	4523	4996	5762	6631

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	438	218	-273	619	687
净利润	371	521	653	808	992
折旧摊销	78	74	85	121	156
财务费用	-4	-33	31	58	58
投资损失	-13	-7	0	0	0
营运资金变动	-38	-396	-1034	-358	-507
其他经营现金流	44	59	-8	-10	-12
投资活动现金流	-54	-508	-317	-322	-327
资本支出	36	282	317	322	327
长期投资	-30	-228	0	0	0
其他投资现金流	12	2	0	0	0
筹资活动现金流	-127	-190	-225	-189	-215
短期借款	0	0	947	39	23
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-127	-190	-1172	-228	-238
现金净增加额	253	-477	-815	108	145

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2730	3177	3985	4885	5914
营业成本	2028	2310	2867	3513	4251
营业税金及附加	16	24	35	39	45
营业费用	142	152	191	220	266
管理费用	33	41	52	61	71
研发费用	113	118	147	181	219
财务费用	-4	-33	31	58	58
资产减值损失	-28	-37	-47	-57	-69
其他收益	15	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	13	7	0	0	0
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	400	542	716	880	1086
营业外收入	11	40	19	20	23
营业外支出	-0	-0	-1	-1	-1
利润总额	412	583	736	901	1109
所得税	41	62	83	92	117
净利润	371	521	653	808	992
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	371	521	653	808	992
EBITDA	460	641	844	1070	1310
EPS(元)	0.71	1.00	1.25	1.55	1.90

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	67.3	16.4	25.4	22.6	21.0
营业利润(%)	179.0	35.4	32.1	23.0	23.3
归属于母公司净利润(%)	168.5	40.3	25.5	23.7	22.7
获利能力					
毛利率(%)	25.7	27.3	28.0	28.1	28.1
净利率(%)	13.6	16.4	16.4	16.5	16.8
ROE(%)	22.6	26.2	26.7	25.8	25.0
ROIC(%)	20.0	24.2	19.2	20.2	20.3
偿债能力					
资产负债率(%)	59.7	56.1	50.9	45.7	40.2
净负债比率(%)	-56.4	-20.7	16.3	9.3	3.7
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.8	2.0
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	13.3	11.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.1	4.0	11.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	1.00	1.25	1.55	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	0.42	-0.52	1.19	1.32
每股净资产(最新摊薄)	3.15	3.80	4.70	5.99	7.59
估值比率					
P/E	42.7	30.5	24.3	19.6	16.0
P/B	9.6	8.0	6.5	5.1	4.0
EV/EBITDA	32.1	23.4	18.7	14.7	11.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn