

纽威数控 (688697.SH) 国产中高端机床引领者，布局海外打开成长空间

2023年07月28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	2023/7/27
当前股价(元)	23.25
一年最高最低(元)	31.79/12.53
总市值(亿元)	75.95
流通市值(亿元)	18.23
总股本(亿股)	3.27
流通股本(亿股)	0.78
近3个月换手率(%)	334.94

股价走势图



数据来源：聚源

● 中高端数控机床领先企业，产品矩阵丰富构筑安全边际

公司专注于中高端数控机床领域，人效领先，募投项目大幅提升产能，带动业务持续扩张。产品型号 200 余种，产品矩阵齐全，抗周期能力强，2018-2022 年公司营业收入从 9.68 亿元增长至 18.46 亿元，CAGR 达 17.5%，归母净利润自 0.62 亿元提升至 2.62 亿元，CAGR 达 43.3%。且 2023 年 Q1 实现营收逆势增长，竞争力突出，国内份额不断提升。我们预测公司 2023-2025 年实现归母净利润 3.18/3.92/4.92 亿元，EPS 为 0.97/1.20/1.50 元/股，当前股价对应 PE 为 23.9/19.4/15.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 高端机床国产替代空间广阔，下游风电领域景气度高

我国高端数控机床国产化率仅为 6%，国产替代空间广阔，公司属于国产机床第一梯队，持续推进部分零件自研自产，有望助力高端产品进口替代。2022 年风电装机 37GW，预计 2023 年 1-4 月装机量达到 14.22GW，为 2022 年全年装机量的 38.47%，比 2022 年同期装机量相比上升 45.40%。此外，3C 电子、汽车等下游细分行业目前处于行业底部，若经济复苏将带动新一轮机床消费周期。

● 具备五轴生产能力打开国产化空间，集团协同效应助力公司产品出海

五轴数控机床属于机床行业高端产品，技术壁垒较高，纽威数控作为业内少数能够生产五轴数控机床的企业之一，产品性能已接近国际标杆企业。五轴数控市场规模在百亿元以上，有望成为公司新增长点。公司与纽威股份同属于纽威集团，纽威股份营收海外占比近 60%，海外渠道建设完备，公司有赖于纽威股份的海外渠道，依托价格优势，持续提高公司产品海外占比。

● **风险提示：**原材料价格上升风险；制造业景气度提升不及预期风险；公司产能扩张进度不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,713	1,846	2,358	2,949	3,540
YOY(%)	47.1	7.8	27.7	25.1	20.1
归母净利润(百万元)	169	262	318	392	492
YOY(%)	62.1	55.6	21.3	23.1	25.5
毛利率(%)	25.3	27.5	28.1	28.1	28.1
净利率(%)	9.8	14.2	13.5	13.3	13.9
ROE(%)	13.6	18.5	18.3	18.6	19.1
EPS(摊薄/元)	0.52	0.80	0.97	1.20	1.50
P/E(倍)	45.1	29.0	23.9	19.4	15.4
P/B(倍)	6.1	5.3	4.4	3.6	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 数控机床领先企业，产品矩阵丰富迈向高端.....	4
1.1、 深耕中高端数控机床，产品矩阵丰富.....	4
1.2、 业绩稳步增长，盈利能力提升.....	5
1.3、 股权结构稳定，职业经理人负责日常管理.....	7
2、 国产化替代市场空间广阔，下游市场景气度提高.....	8
2.1、 高端市场替代空间较大，持续创新能力助公司业务拓展.....	8
2.2、 核心零部件具备部分自产能力，产能扩张提升业务规模.....	11
2.3、 下游细分市场显现景气度回升.....	13
3、 高端五轴市场空间广阔，集团协同效应助力出海.....	14
3.1、 五轴机床市场增速较快，全球市场规模大.....	14
3.2、 公司五轴机床竞争力较强，具备部分核心部件自产能力.....	15
3.3、 海外市场成为公司发展重点，性价比与协同效应助力公司开拓市场.....	17
4、 盈利预测与投资建议.....	20
4.1、 盈利预测.....	20
4.2、 估值水平和投资建议.....	21
5、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 公司多年在数控机床行业稳扎稳打.....	4
图 2： 公司营业收入多年保持增长态势.....	5
图 3： 公司利润增速较快.....	5
图 4： 公司净利率提升明显.....	6
图 5： 期间费用率有所下降，研发费用率小幅上升.....	6
图 6： 公司机床产品占据主要收入来源.....	6
图 7： 公司产品毛利率较为稳定.....	6
图 8： 公司人均创收提高明显.....	7
图 9： 公司人均创收业内领先.....	7
图 10： 公司股权集中，经营结构稳定（截至 2023 年一季度）.....	7
图 11： 目前国内机床生产仍处于收缩区间.....	8
图 12： 公司 2023 年一季度已重新实现收入增长.....	8
图 13： 国内金属加工机床出口数量增加明显.....	9
图 14： 国内金属加工机床进口数量处于下降区间.....	9
图 15： 目前我国高端数控机床国产化率较低.....	9
图 16： 我国机床数控化率较低.....	9
图 17： 公司新产品——新一代 NL-HP 系列数控车.....	11
图 18： 公司新产品——新一代立式车削中心 VNL400HT.....	11
图 19： 公司核心零部件依赖进口.....	11
图 20： 公司产能扩充较快.....	12
图 21： 2023 年以来风电装机明显加速.....	13
图 22： 2023 年 3C 数码止跌回升.....	13

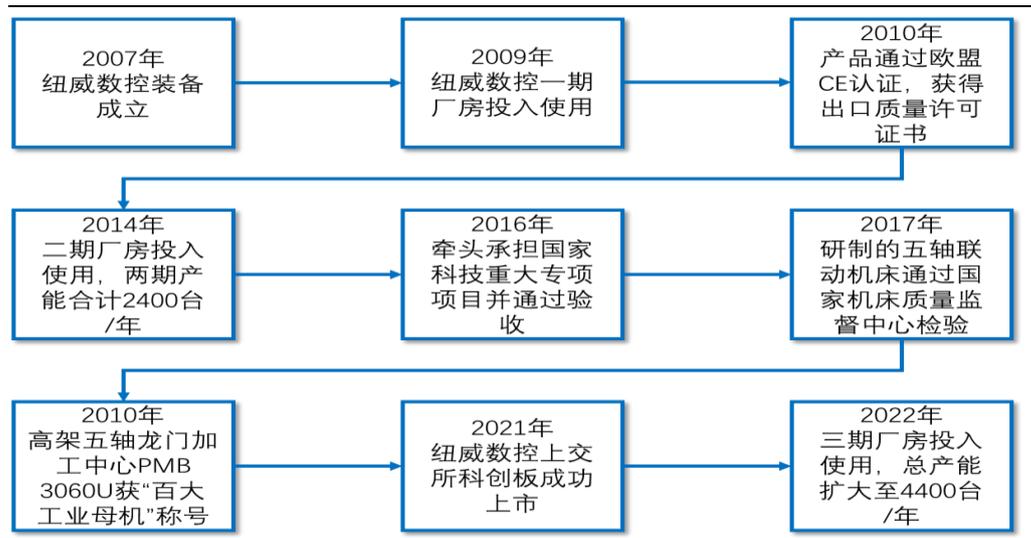
图 23: 2023 年汽车销量同比回升	13
图 24: 五轴联动示意图	14
图 25: 国内五轴数控机床市场规模增长较快	14
图 26: 全球五轴数控机床市场规模较大	14
图 27: 公司五轴数控机床产品正处于放量过程中	16
图 28: 公司境外营收增长较快	17
图 29: 目前公司境外营收占比虽有所增长但仍较低	17
图 30: 纽威股份国外营收较多	18
图 31: 我国对美出口出现下滑	19
图 32: 我国对外直接投资呈加速态势	19
图 33: 我国机床进口均价较高	19
图 34: 我国机床出口均价与进口均价之比较低	19
图 35: 公司产品均价虽有提高, 但仍具备高性价比	20
图 36: 纽威数控国内市占率逐渐提升	20
表 1: 公司产品类型众多	4
表 2: 公司经理人团队工作经验丰富	8
表 3: 公司拥有核心技术优势	10
表 4: 公司部分核心功能部件已实现自产	12
表 5: 公司目前已推出部分五轴机床产品	15
表 6: 公司五轴联动龙门加工中心技术指标较优	16
表 7: 公司五轴联动立式加工中心指标接近国际领先水平	16
表 8: 公司具备部分核心功能部件的自产能力	17
表 9: 纽威股份海外渠道建设完备	18
表 10: 公司盈利预测	20
表 11: 公司估值低于可比公司平均估值	21

1、数控机床领先企业，产品矩阵丰富迈向高端

1.1、深耕中高端数控机床，产品矩阵丰富

数控机床领先企业，深耕行业十五余年。纽威数控是纽威集团旗下公司，2007年成立以来专注于中高档数控机床的研发、生产以及销售工作。经过多年发展，纽威数控自主研发并掌握了一系列核心技术，推出的高性能高速卧式加工中心、车铣复合数控机床等产品在部分指标性能方面达到了较先进水平，部分产品与国外竞争对手相比已具备一定的竞争优势，逐步获得国内客户的认可及采购，目前公司已经成长为国内民营机床行业领军企业。

图1：公司多年在数控机床行业稳扎稳打



资料来源：公司官网、开源证券研究所

致力于提供全套切削技术解决方案，产品矩阵丰富。公司主要产品类型包括大型加工中心、立式数控机床、卧式数控机床等，公司致力于发展为全套切削技术解决方案提供商，产品型号达 200 余种，产品矩阵齐全，其中大型加工中心的规格及行程较大，立式、卧式数控机床的规格及行程相对较小。公司产品广泛应用于汽车、工程机械、模具、阀门、自动化装备、电子设备、航空、通用设备等行业。

表1：公司产品类型众多

产品类型	产品系列	图例
大型加工中心	定柱式龙门加工中心系列	
	动柱式龙门加工中心系列	
	五轴联动龙门加工中心系列	
立式数控机床	五轴立式加工中心系列	
	高速型立式加工中心系列	

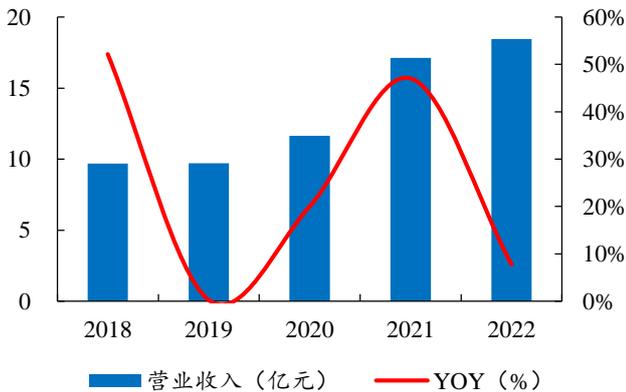
产品类型	产品系列	图例
立式加工中心	电主轴立式加工中心系列	
	重切型立式加工中心系列	
	高速型卧式加工中心系列	
卧式数控机床	重切型卧式加工中心系列	
	高效型卧式加工中心系列	
新能源汽车行业机床	新能源汽车行业龙门加工中心系列	
	新能源汽车行业卧式加工中心系列	
专用机床	数控球面磨床系列	
	平行双主轴数控卧式车床	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩稳步增长，盈利能力提升

业绩稳步增长，经营质量改善。近年来公司营收增速有所波动，但是仍然保持增长态势，2018-2022 年公司营业收入自 9.68 亿元增长至 18.46 亿元，CAGR 达到 17.5%；公司利润增速较快，2018-2022 年归母净利润自 0.62 亿元提升至 2.62 亿元，CAGR 达 43.3%。公司归母净利润增速显著高于营收增长，反映公司降本增效收效显著，经营质量有明显提升。

图2：公司营业收入多年保持增长态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：公司利润增速较快

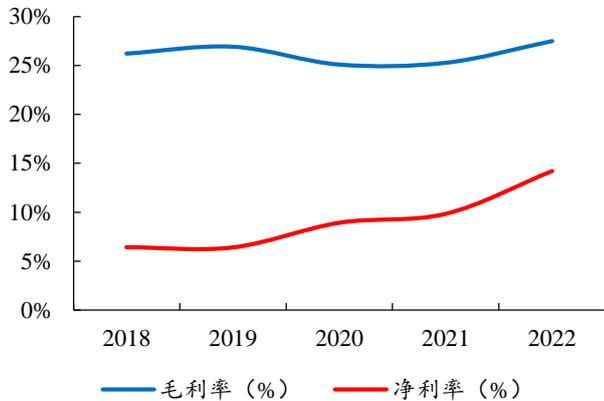


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力提升明显，期间费用率逐渐下降，研发费用小幅提升。公司近年来盈利能力提升明显，净利率提升幅度较大。2018-2022 年公司毛利率从 26.21% 提升至 27.49%，净利率从 6.43% 提升至 14.21%，提高 7.78pct。公司管理效率近年来有所提升，期间费用率下降明显，2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别

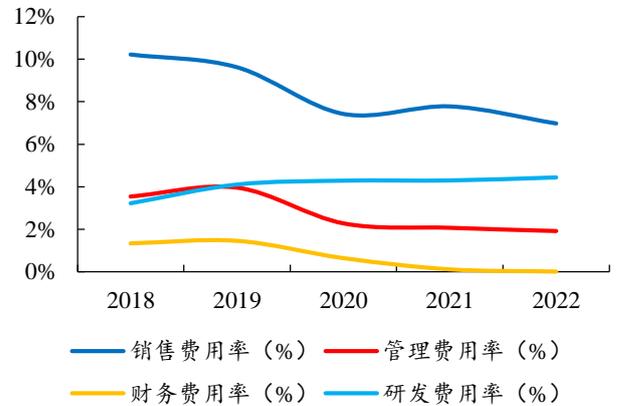
为 6.98%、6.37%、0.02%，较 2018 年分别降低 3.24pct、0.40pct、1.33pct。同时公司研发投入逐渐上升，2022 年公司研发费用达到 8206 万元，研发费用率 4.45%，较 2018 年提升 3.23pct。

图4：公司净利率提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

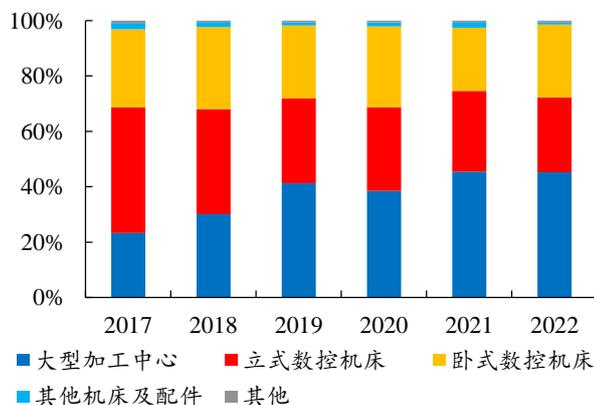
图5：期间费用率有所下降，研发费用率小幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

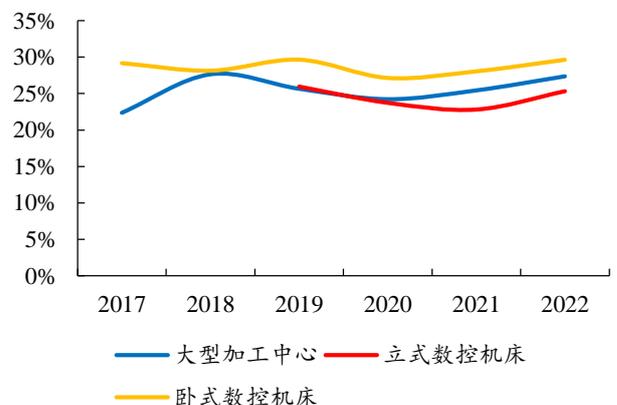
机床产品贡献主要营收来源，近年来毛利率保持稳定。公司主要产品大型加工中心、立式数控机床、卧式数控机床在公司营收中占比较大，2017-2022 年占比均超过 95%，2022 年占比为 98.6%。同时公司主要产品毛利率较为稳定，近年有逐渐提升趋势，大型加工中心毛利率自 2017 年的 22.36% 提升至 27.36%，提高了 5pct，立式数控机床和卧式数控机床毛利率较为稳定，分别保持在 26% 和 29% 左右。

图6：公司机床产品占据主要收入来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

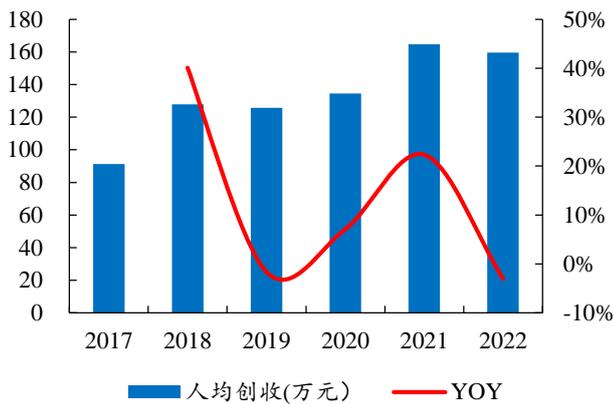
图7：公司产品毛利率较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

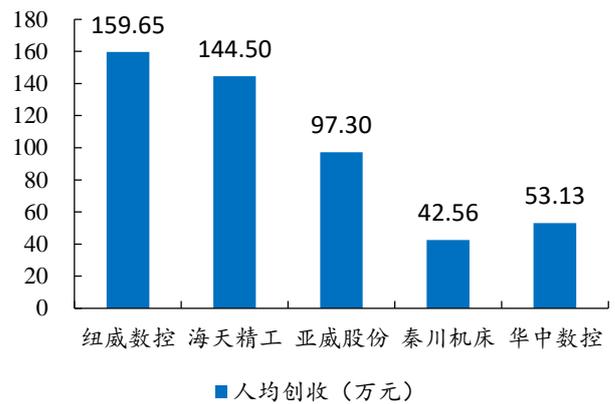
公司人效提高明显，目前在业内属于领先水平。得益于经营效率的提高，公司人均创收提升明显，2022 年公司人均创收为 159.65 万元，相比 2018 年提升 75%。目前公司人均创收在业内领先明显，显著高于海天精工、亚威股份等同类企业。

图8：公司人均创收提高明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司人均创收业内领先

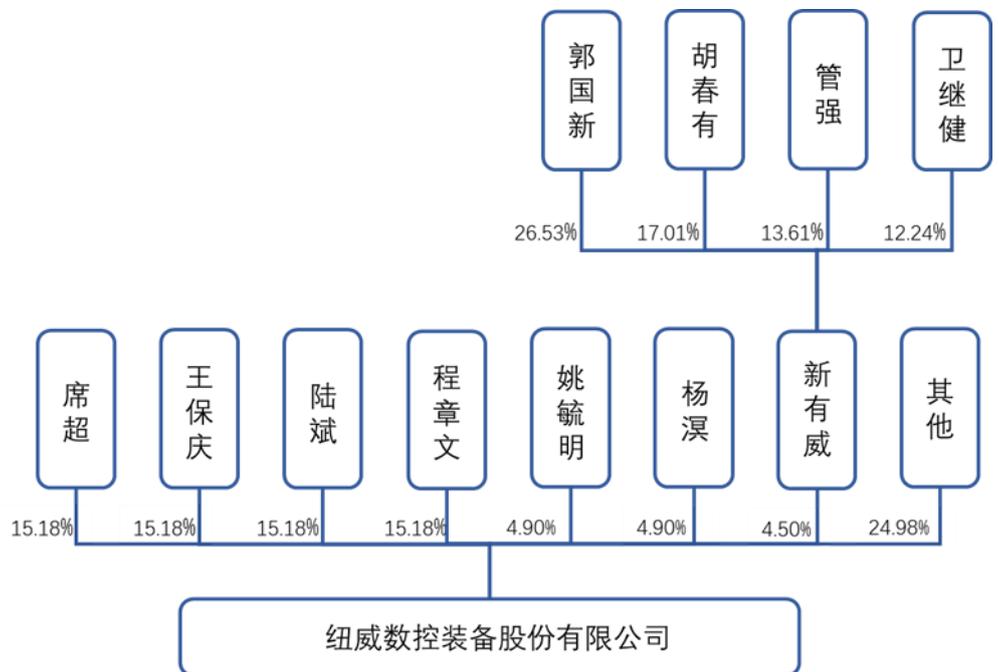


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定，职业经理人负责日常管理

公司实控人持有公司绝大多数股权，主要负责公司的宏观规划，由职业经理人管理业务。席超、王保庆、陆斌和程章文为公司实控人，2020年签署《一致行动确认书》形成一致行动人，合计持有公司股份的60.72%。其四人于2022年12月12日共同辞去公司董事职务，后由郭国新、胡春有、卫继健、管强等职业经理人负责公司日常经营。

图10：公司股权集中，经营结构稳定（截至2023年一季度）



资料来源：Wind、开源证券研究所

2022年底公司经营交由职业经理人负责，经理人团队经营经验丰富，有能力胜任公司日常管理。2022年12月底，公司实控人辞去董事职位，由郭国新、胡春有、卫继健、管强等职业经理人组成公司核心管理团队。公司核心团队均拥有丰富的从业经验，在公司内部担任要职多年，对公司发展与运营模式了解深入，具备担任公

司管理责任的能力。此外，其均通过公司的员工持股平台——苏州新有威投资管理合伙企业持有公司部分股份，与公司利益形成深度绑定。

表2：公司经理人团队工作经验丰富

高管名称	工作经历
郭国新	1989年至1996年任苏州安泰变压器厂技术员；1996年至1997年任苏州宝福金属制品有限公司设计工程师；1997年至2004年历任苏州纽威机械有限公司设计工程师、采购工程师、制造部经理；2004年至2007年任苏州纽威阀门有限公司厂长；2007年至2022年任公司副总经理，2018年9月至今任公司董事，2022年12月至今任公司董事长。
胡春有	1998年至2008年任苏州纽威阀门有限公司人力资源经理；2008年至2022年12月任公司副总经理，2020年5月至今任公司董事，2022年12月至今任公司总经理。
卫继健	1998年至2007年历任青海一机数控机床有限公司技术员、工程师、主管；2007年至2011年任苏州纽威机床设计研究院经理；2011年至2013年任纽威数控装备（苏州）有限公司副总经理；2013年至今历任苏州纽威机床设计研究院有限公司副院长、院长；2019年1月至今任公司副总经理，2022年12月至今任公司董事。
管强	1990年至1997年任苏州汽车配件厂工程师，1997年至2007年任苏州纽威阀门有限公司总工艺师；2007年至今任公司总工程师，2022年12月至今任公司董事。

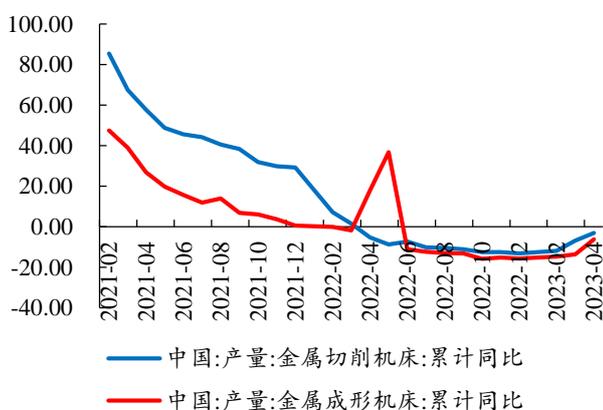
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、国产化替代市场空间广阔，下游市场景气度提高

2.1、高端市场替代空间较大，持续创新能力助公司业务拓展

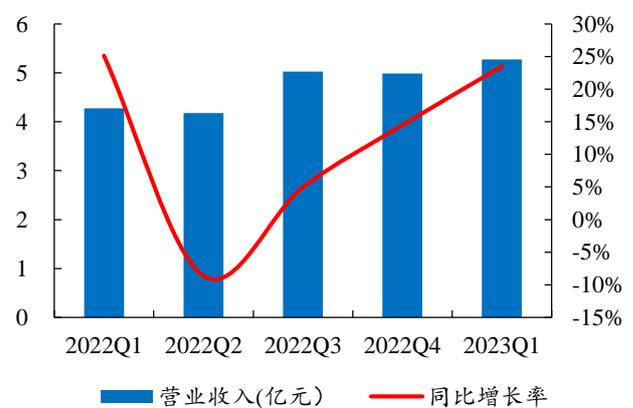
尽管行业仍处于收缩区间，机床产量逐渐走低，但是公司2023年一季度成功实现收入增长，回归增长轨道。2022年以来受到国内疫情反复、国外生产恢复等因素的影响，国内机床产量逐渐回落，目前仍处于下降通道内，2023年1-4月国内金属切削机床产量累计同比下降3%，金属成形机床产量累计同比下降6.2%。公司2022年受到宏观经济影响，二季度营业收入同比下降8.64%，但是得益于公司产品高端化获得一定成效，产品竞争力较强，公司于2022年三季度重新回归增长区间，2022年三季度、四季度以及2023年一季度的同比增速分别为4.95%、14.47%、23.49%，增速逐渐上升，国内中高端化机床消费趋势形成，行业集中度进一步提升。

图11：目前国内机床生产仍处于收缩区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司2023年一季度已重新实现收入增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

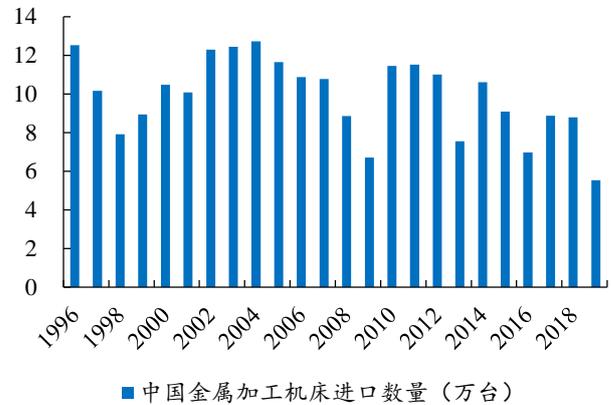
我国机床产品竞争力提升显著，海外出口市场逐渐打开。经过多年发展，我国机床产品的国际竞争力逐渐提高，出口市场逐渐打开，2022年我国机床出口金额达95.50亿美元，进口金额则为71.64亿美元。多年来我国机床行业对外依赖程度降低

明显，金属加工机床进口数量呈下降趋势，同时出口数量则不断上升。随着我国机床产品国际竞争力提升，国内机床企业有望打开国外市场，从而有望降低对单一国内市场的依赖，减少市场波动对企业经营的影响。

图13：国内金属加工机床出口数量增加明显



图14：国内金属加工机床进口数量处于下降区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

我国机床数控化率较低，高端机床国产化率较低，未来市场空间较大。我国中低端数控机床国产化率较高，2018 年低档和中档数控机床国产化率分别为 82%、65%，已经处于较高水平，但是高档数控机床国产化率仅为 6%，未来国产替代空间较大。目前我国机床数控化率较低，2021 年金属切削机床、金属成形机床、金属加工机床数控化率分别为 44.85%、11.48%、36.21%。未来有我国机床有望逐渐实现高端化，通过提高数控化率以及精度保持能力增强自身竞争力，提高高端市场份额。

图15：目前我国高端数控机床国产化率较低

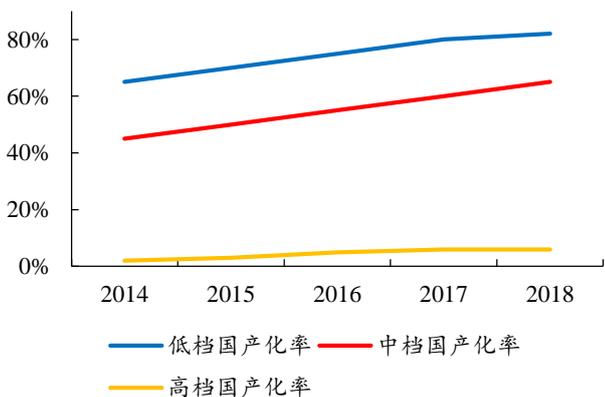
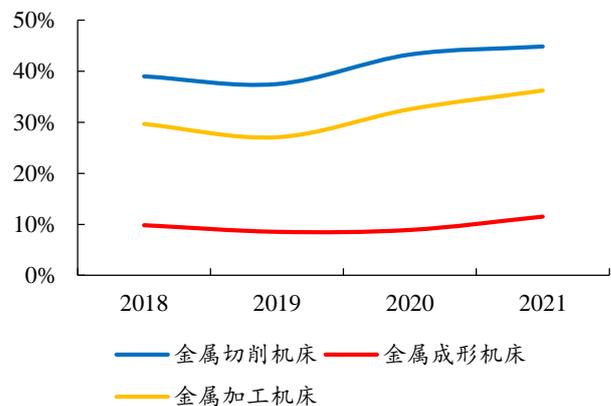


图16：我国机床数控化率较低



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

数据来源：中国机床行业协会、开源证券研究所

在核心技术加持下，公司有望逐渐拓展自身高端领域份额。公司核心技术主要包括机床精度控制与保持领域、机床高速运动领域、机床故障分析解决领域、操作便捷领域、复杂零件加工领域和功能部件自主研发领域 6 大领域技术。借助自身核心技术优势，公司部分产品的部分性能指标已经达到行业较高水平，能够与国内/国际领先企业展开竞争。

表3：公司拥有核心技术优势

应用领域	核心技术名称	技术简介
精度控制与保持领域	热抑制技术	公司利用热仿真联合样机热变形测试等方法、对产品关键部件的温升、热变形进行研究。采用强制水冷、隔热等技术抑制关键部件温升，降低热变形误差。
	热补偿技术	公司研究机床温升、热变形的规律，建立模型，根据模型结果对热变形造成的误差进行空间补偿，从而降低误差。
	机床结构设计分析优化技术	公司以长期机床结构研发设计方案、测试数据为基础，引入 CAE 仿真优化等技术并建立模型，提升构件的固有频率和整机固有频率、降低机床振动，减少结构理论误差、装配造成误差。
	装配精度及一致性控制技术	公司自研发设计阶段即对装配工艺进行合理性分析，保证整机的装配精度、可靠性、一致性。
	伺服优化技术	公司根据机床特性通过优化伺服系统参数设置，提升伺服及运动控制系统精度。
	精度保持技术	2015 年开始，陆续开始对机床静刚度、动刚度进行测试、研究、分析。并根据积累的技术经验进行针对性技术优化。
高速运动领域	高速稳定运动控制技术	采用自主研发设计的高速主传动系统、高速进给系统、高速伺服控制系统，在保证运动精度的前提下实现数控机床额度高速稳定运动。
故障分析解决领域	高效故障监控分析、解决技术	公司采用机床整机可靠性快速试验、优化技术，机床运行状态实时监控技术，故障数据远程智能采集与分析技术，实现数控机床故障高效的监控、分析和解决。
操作便捷领域	数控系统二次开发技术	公司结合机床功能需求，制定了不同的功能，设计出易操作、易维护的人机界面，弱化不同数控系统的差异，降低使用操作的专业要求，提高产品的市场竞争力。
复杂零件加工领域	车铣复合数控机床研发生产技术	公司以独特的双刀架、双主轴结构对置布局为研发基础，综合运用温升测试技术、热补偿技术，采用自主创新的防撞技术，预先对 X、Y、Z 运用运动轨迹拟合。
	五轴联动立式加工中心研发生产技术	公司以结构优化为基础，研发出具有高刚性的床身、立柱一体式结构、高刚性横梁结构，按照特殊的横梁中凸加工工艺加工，保证三个直线轴和 B/C 轴摇篮式转台联动时的动态精度和稳定性。
	五轴联动龙门加工中心研发生产技术	公司采用 A/C 轴力矩电机直驱、高速电主轴、五轴全闭环、油气润滑等技术，X 轴采用浮动支撑技术，X、Y 轴直线电机直驱技术。
	五轴联动卧式加工中心研发生产技术	公司以结构优化为基础，优化出独特的 M 形筋络床身，有效增加了机床的整体刚度，增强了抗弯抗扭能力。
功能部件自主研发领域	核心功能部件自主研发技术	公司自主研发了多种型号的电主轴、数控转台、伺服刀架、交换工作台、变速箱、全自动直角头、万向头、高压中心出水系统等核心功能部件。

资料来源：纽威数控招股说明书、开源证券研究所

公司持续推出新品占据高端市场。目前国内高端市场国产化率较低，为了满足市场需求，纽威数控不断集中资源进行高端系列产品的生产研发。2020 年 10 月，公司推出了新一代 NL-HP 系列数控车，此系列机床对床身、主轴、刀架等关键部件进行优化设计，机床的刚性、效率、精度大幅提升，将更好地满足行业中高端客户对加工设备性能要求。2023 年 2 月，公司推出新一代立式车削中心 VNL400HT，其最大加工直径 4 米，承重 40 吨；车铣攻磨一次完成，效率较前代版本翻两番，能够更好地满足客户复杂大型工件加工需求。

图17: 公司新产品——新一代 NL-HP 系列数控车



资料来源: 公司官网

图18: 公司新产品——新一代立式车削中心 VNL400HT



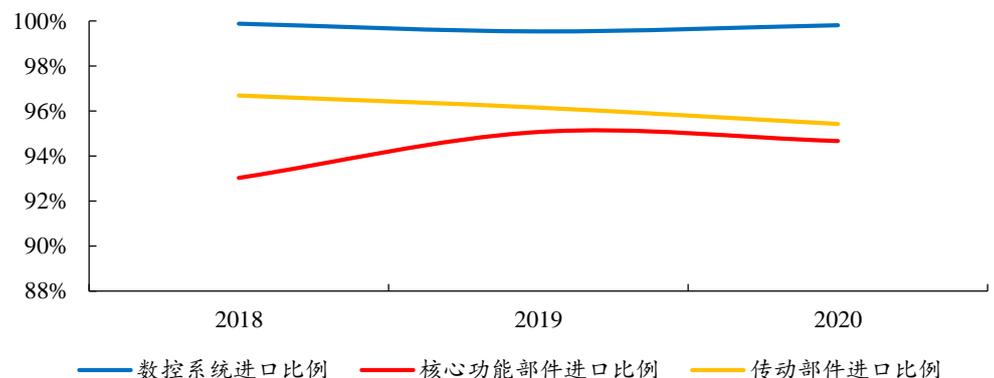
资料来源: 公司官网

2.2、核心零部件具备部分自产能力，产能扩张提升业务规模

目前我国机床的高端功能部件仍缺乏国产供应能力。因技术门槛较高，我国机床采用的高端功能部件基本依赖进口。随着行业发展，机械加工精度、效率要求越来越高，我国机床行业对高端功能部件依赖问题愈发严重。此外，外部采购的功能部件主要为标准产品，与机床整机可能存在匹配度较差的问题，影响机床性能。

公司核心零部件仍然依赖进口。公司产品的数控系统主要采购于发那科等国际供应商，2018-2020 年进口比重达到 99.88%、99.53%、99.81%。转台、刀库、刀塔和齿轮箱等核心功能部件、导轨、丝杠、轴承等传动部件以进口或境外品牌为主，报告期内核心功能部件进口或境外品牌的采购占比分别为 93.03%、95.07%和 94.67%，传动部件进口或境外品牌的采购占比分别为 96.69%、96.15%和 95.42%，前述进口或境外品牌核心功能部件和传动部件的供应稳定性对公司生产经营影响较大。

图19: 公司核心零部件依赖进口



数据来源: 纽威数控招股说明书、开源证券研究所

公司目前已实现部分零部件自产。2010 年起公司逐渐自主开发核心功能部件，已开发出了大扭矩电主轴、高精度数控转台等部分机床核心功能部件，实现了部分核心功能部件供应自主可控、提高了功能部件与整机的匹配度，并有效降低了产品

成本，从而提高公司产品的市场竞争力。未来公司将持续加大零部件自主研发及生产投入，并且深化与主要供应商的合作关系，防止供应链不稳定性风险。

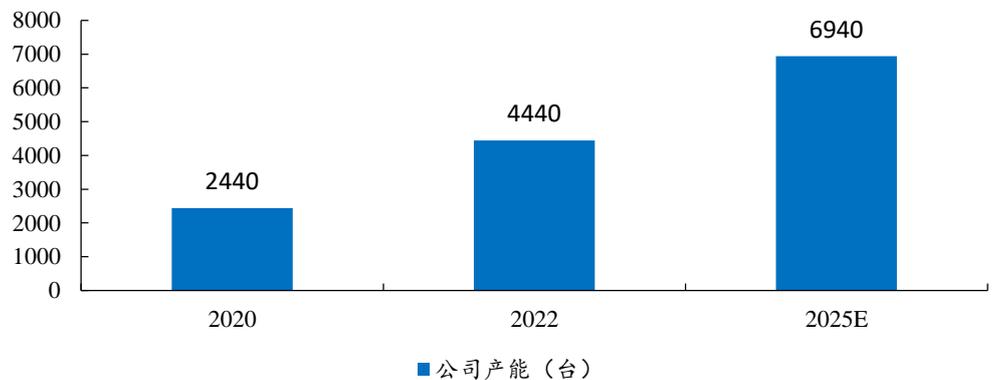
表4：公司部分核心功能部件已实现自产

核心部件类别	部件项目	部件名称	是否是自主研发	主要采购品牌
传动系统部件	主轴传动	主轴	车床主轴全部自主研发。加工中心主轴部分自主研发	
		主轴机座、传动箱	是	-
	丝杠传动	电机座、轴承座、螺母座、隔套、压盖	是	-
		丝杠	否	上银、PMI
		精密轴承	否	NSK
	线性导轨	否	上银、PMI、INA	
数控系统		否	FANUC、西门子	
功能部件	转台	数控转台	部分自主研发	旭阳、宝嘉诚
		摇篮转台	否	宝嘉诚
	铣头	刀库、刀架	否	六鑫、冈田、德大
		齿轮箱	部分自主研发	ZF
		直角头	大部分自主研发	名扬、功阳
		万向头	否	名扬
五轴头	否	凯士乐		

资料来源：纽威数控招股说明书、开源证券研究所

公司产能扩充迅速，为未来市场开拓与业绩增长打下基础。2020年公司三大类产品共有产能2440台，通过IPO募投项目“三期中高端数控机床产业化项目”新增大型加工中心、立式数控机床、卧式数控机床产能共计2000台，目前三期项目已于2022年7月正式投产。2023年2月公司高端数控装备及核心功能部件项目签约仪式在苏州太湖科学城功能片区举行，计划新建高端智能数控装备及核心部件研发生产基地，新增生产数控装备及核心功能部件2500台（套）以上，建设6万多平方米智能制造车间，项目总投资7亿元。据公司官网信息显示，新项目预计2025年投产，项目达产后，企业总产值将超35亿元。通过新建研发生产基地，公司将进一步加快研发及产业化，提升自主可控能力。

图20：公司产能扩充较快

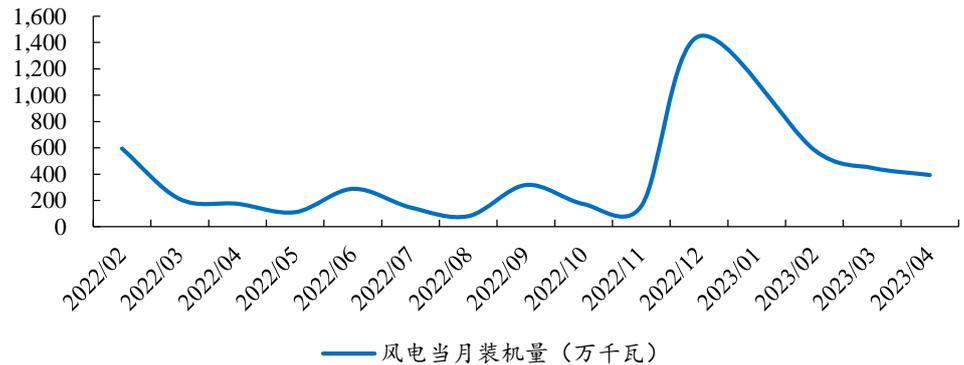


数据来源：纽威数控招股说明书、公司官网、开源证券研究所

2.3、下游细分市场显现景气度回升

2023 年以来风电装机量显著复苏，下游需求景气度上升扩大公司市场空间。经过 2021 年风电装机大年，2022 年风电装机量显著回落，全年度处于低迷期，但是 2023 年以来风电装机量回升明显，1-4 月装机量达到 14.22GW，达到 2022 年全年装机量的 38.47%，比 2022 年同期装机量相比上升 45.40%。公司平床身数控卧式车床等产品适用于风电设备等行业大型设备的关键零部件加工，风电下游装机速度提升将提高公司产品需求量。

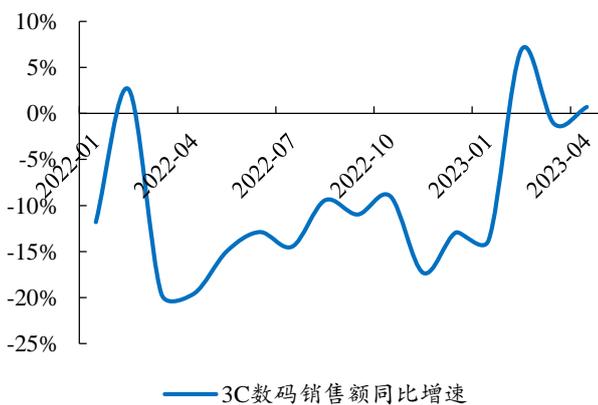
图21：2023 年以来风电装机明显加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

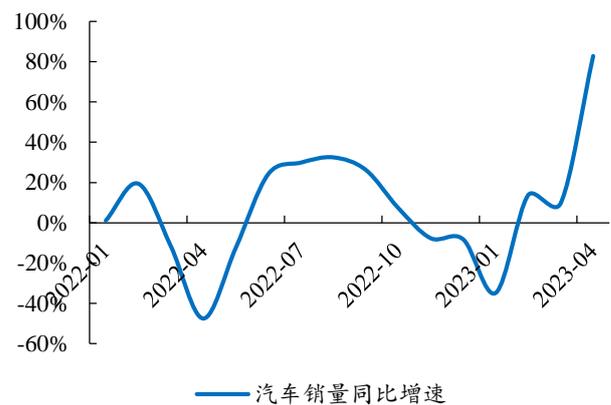
3C 数码与汽车行业有望止跌回升，公司未来将受益于下游需求提升。2022 年 3C 数码销售额下滑严重，全年销售额相较于 2021 年下降 12.94%，汽车销量增速亦下滑明显，全年销量同比增加 2.29%。2023 年以来下游行业景气度回升明显，2023 年 1-4 月 3C 数码销售额同比下降 2.28%，降幅显著收窄，且 2 月、4 月同比呈上升态势；1-4 月汽车销量同比上升 7.19%，未来有望持续保持。下游行业景气度回升若激发生产企业产能扩张需求，公司将显著受益。

图22：2023 年 3C 数码止跌回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2023 年汽车销量同比回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 高端五轴市场空间广阔，集团协同效应助力出海

3.1、 五轴机床市场增速较快，全球市场规模大

五轴联动机床技术含量较高，属于高端机床种类。五轴联动是指机床基本的直线轴三轴 X、Y、Z 及附加的旋转轴 A、B、C 中的两轴，五个轴同时运动，任意调整刀具或工件的姿态，实现对空间复杂型面的加工。机床轴的绝对数量并非衡量数控机床先进程度的标准，重点在于联动轴数量。五轴联动为目前数控机床的最大联动轴数。

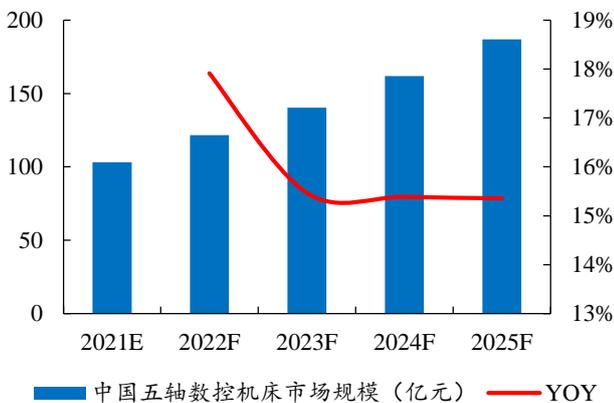
图24：五轴联动示意图



资料来源：科德数控公告

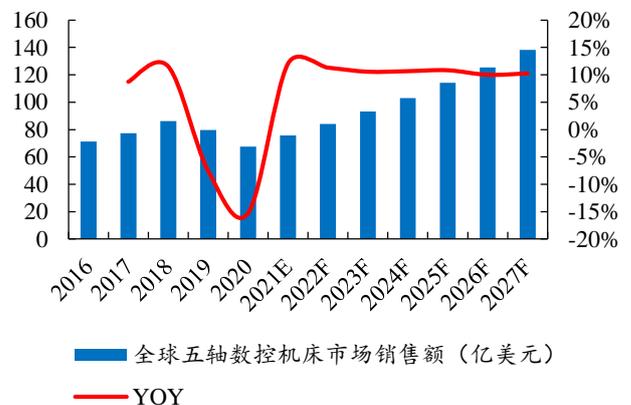
下游高端需求推动五轴数控机床市场规模迅速增长。目前，五轴联动数控机床是解决航空发动机叶轮、叶盘、叶片、船用螺旋桨等关键工业产品加工的唯一手段，受到下游市场影响，国内外五轴数控机床市场规模增速较快。根据 QY Research 数据，2021 年全球五轴数控机床市场容量为 75.66 亿美元，预计 2027 年将提升至 138.25 亿美元，CAGR 达 10.58%；2021 年国内五轴数控机床市场规模为 103.09 亿元，预计未来国内市场受到高端制造业占比提升驱动五轴机床需求提升，同时国内企业入局加速降本推动五轴机床代替三轴机床从而提高渗透率，2025 年预计国内五轴机床市场规模将达到 186.83 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 16.03%。

图25：国内五轴数控机床市场规模增长较快



数据来源：QY Research、开源证券研究所

图26：全球五轴数控机床市场规模较大



数据来源：QY Research、开源证券研究所

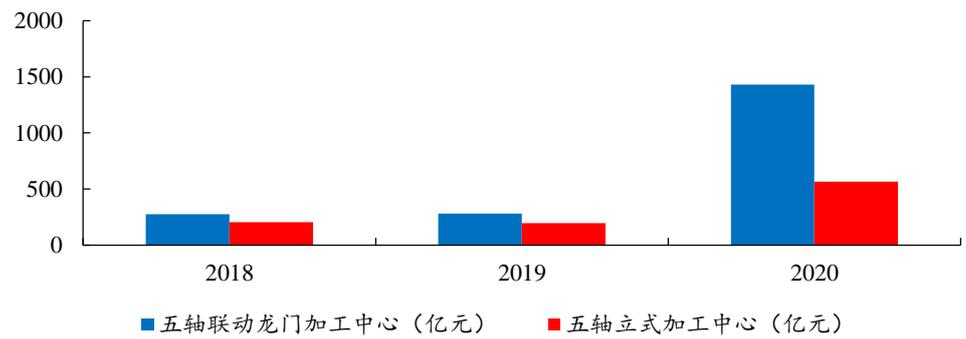
3.2、公司五轴机床竞争力较强，具备部分核心部件自产能力

目前公司已经具备五轴机床生产能力，目前正在市场布局中。公司目前主要五轴联动数控机床产品包括五轴联动龙门加工中心系列、五轴立式加工中心系列、五轴联动卧式加工中心系列，其中五轴联动龙门加工中心主要应用于航空航天领域中复杂型面的铝合金零件与异形筒状铝合金零件的精密加工，以及零件内部特殊曲面及特殊角度加工，五轴立式加工中心主要应用于阀门、自动化装备等领域复杂曲面、构件类零部件的加工。2020年，公司五轴联动龙门加工中心、五轴立式加工中心营收分别为1431.37万元、565.49万元，目前仍在开拓市场、积累客户过程中。

表5：公司目前已推出部分五轴机床产品

产品系列名称	产品技术特点	产品功能与应用	示意图
五轴联动龙门加工中心系列	机床采用龙门框架固定、工作台移动的结构，成熟可靠。五轴头采用A/C轴双力矩电机，主轴为高速电主轴，主传动结构更简单、精度更高。三个直线轴配备精密光栅尺，两个旋转轴配备精密圆光栅，五轴联动精度高。	产品结构简单、成熟，大部分零部件与普通三轴产品通用。帮助客户以更低成本、更短时间实现五轴联动加工。主要适用于航空航天、汽车、模具等行业复杂曲面类零件加工。	
五轴立式加工中心系列	主体结构为龙门框架结构。配置18,000rpm以上电主轴结构，主轴悬伸变形更小。B/C轴采用直驱转台，加工精度更高，配置全光栅。	该系列机型主要适合复杂曲面的五轴联动加工。应用于船舶、航空航天等领域叶轮、叶片等复杂曲面零件的加工。	
五轴联动卧式加工中心系列	本系列机床全动柱式结构，导轨跨距大，各轴行程大，高刚性、高精度，具备五轴联动功能，配置智能五轴碰撞检测功能。	该系列机床适用于汽车、民用航空、舰船等行业关键零件的加工，特别适用于复杂曲面零件加工，是解决叶轮、叶片、复杂模具等加工的关键设备。	

资料来源：纽威数控2022年报、开源证券研究所

图27：公司五轴数控机床产品正处于放量过程中


数据来源：纽威数控招股说明书、开源证券研究所

公司目前掌握机床制造核心技术，核心产品指标领先。公司核心技术主要包括机床精度与保持领域、机床高速运动领域、机床故障分析解决领域、操作便捷领域、复杂零件加工领域和功能部件自主研发领域 6 大领域技术。经过长期的研发积累，公司部分产品如五轴联动龙门加工中心、五轴联动立式加工中心技术指标已接近国际先进水平。

表6：公司五轴联动龙门加工中心技术指标较优

公司名称	纽威数控	国盛智科	意大利 Promac
产品型号	PMB3060U	GMF6027LX	SharavGvt
主轴最高转速 (rpm)	24000	18000	24000
三行程 X/Y/Z (mm)	6000/3300/1000	6200/3500/1000	6000/3000/1250
A/C 轴转位角度	±105° / ±360°	±105° / ±360°	±100° / ±240°
定位精度 X/Y/Z (mm)	0.030/0.025/0.012	0.025/0.02/0.016	0.020/0.016/0.008
A/C 轴转位精度	±5" / ±3"	未披露	±3" / ±3"
进给速度 X/Y/Z (mm)	25/25/25	10/15/10	50/50/50
A/C 轴转速 (rpm)	60/60	未披露	50/50
主轴最大扭矩 Nm	83	90	87
公司名称	纽威数控	国盛智科	意大利 Promac

资料来源：纽威数控招股说明书、开源证券研究所

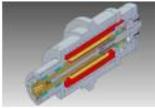
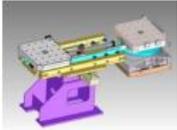
表7：公司五轴联动立式加工中心指标接近国际领先水平

公司名称	纽威数控	国盛智科	日本马扎克
产品型号	VM650F	MX650	VARIAXISi-700
主轴转速 (rpm)	18000	15000	12000
三轴行程 X/Y/Z(mm)	650/550/500	650/550/500	630/1100/600
进给速度 X/Y/Z (m/min)	48/48/40	36/36/36	56/56/56
定位精度 X/Y/Z (mm)	0.006/0.006/0.005	0.008/0.008/0.005	0.006/0.008/0.005

资料来源：纽威数控招股说明书、开源证券研究所

公司目前核心功能部件具备自主研发和生产能力。由于技术门槛较高，我国机床采用的高端功能部件基本依赖进口，随着机械制造业发展，高速以及高精度加工需求越来越多，因此我国机床厂上对部件进口的依赖较为严重。公司目前已经研发出大扭矩电主轴、高精度数控转台等核心功能部件，实现了该等核心功能部件自主可控、提高了功能部件与整机的匹配度，并有效降低了产品成本，提高了公司产品的市场竞争力。

表8: 公司具备部分核心功能部件的自产能力

产品系列	示意图	技术特点
高功率大扭矩电主轴系列		功率 15/18.5Kw, 扭矩 104/128Nm, 转速 12,000rpm。
高精度数控交换工作台系列		双交换工作台尺寸 630*630mm、转速 10r/min、定位精度 6"、重复定位精度 2"。
龙门全自动万向头系列		最高转速 1500rpm, 最大扭矩 750Nm, 可实现自动换头、C 轴自动分度、A 轴自动分度、自动拉刀等功能, 可选配中心出水功能。
高压过滤系统系列		最大流量 33L/min, 最大压力可达 7MPa, 过滤精度 20 μ, 容积 330L。

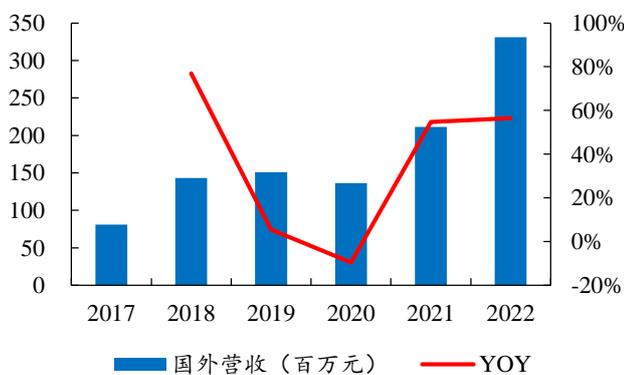
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.3、海外市场成为公司发展重点, 性价比与协同效应助力公司开拓市场

公司产品出海进度加快, 境外收入增长较快。目前公司海外区域处于持续布局开拓阶段, 收入整体呈现上升趋势, 除 2020 年受到海外疫情影响收入略微下降, 其余年份均呈增长态势。2018-2022 年, 公司海外收入自 0.81 亿元增长至 3.31 亿元, CAGR 达到 32.54%。虽然公司海外营收增速较快, 但是目前境外营收占比仍然较低, 2022 年公司境外收入占比 18.03%, 未来公司海外业务增长空间较大。

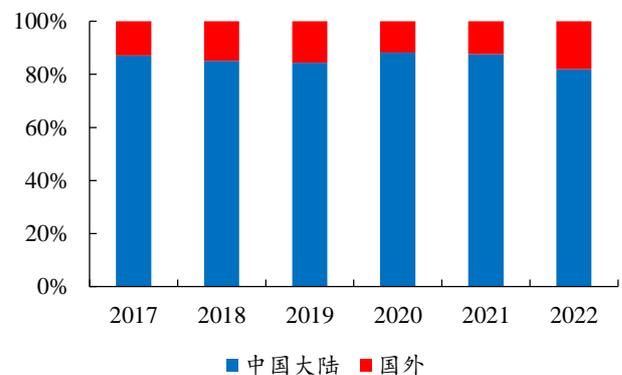
目前机床行业市场集中度较低, 国外市场较大。全球领先机床企业均实施全球化发展战略, 近年来随着公司持续增强研发实力, 产品性能、质量及技术含量不断优化, 公司境外核心竞争力将逐渐提升, 发行人未来将继续坚持全球化布局战略, 不断加强全球营销网络的构建, 提升境外业务市场占有率以及境外收入占比。

图28: 公司境外营收增长较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

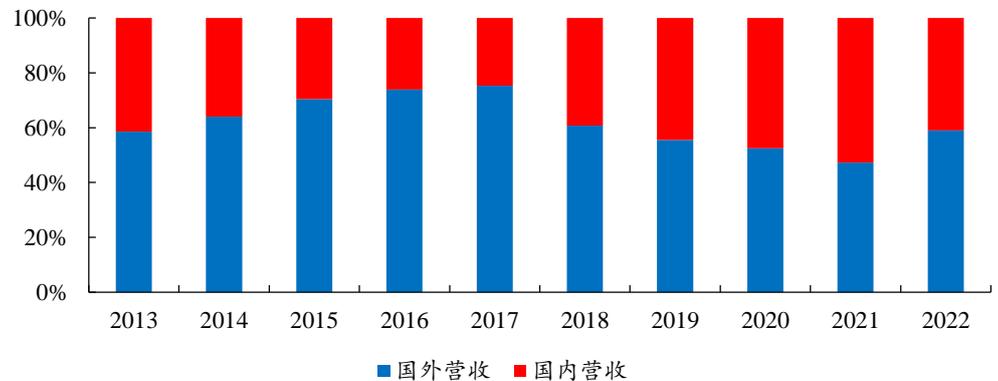
图29: 目前公司境外营收占比虽有所增长但仍较低



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司与纽威股份同属纽威集团，有望利用纽威股份的海外销售渠道，实现协同效应，加快自身海外市场拓展速度。纽威股份主营阀门等产品，具有丰富的海外经营经验，海外收入占比常年超 50%，2022 年纽威股份境外收入占比 59.02%。

图30：纽威股份国外营收较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

纽威股份海外渠道建设完备，已与客户形成稳定的合作关系，未来纽威数控有望利用其海外资源促进自身国际化发展。纽威股份进入国际市场较早，在生产技术和生产工艺方面较为成熟，并且与很多国际级客户建立了稳定的合作关系，目前已于美国、荷兰、意大利、新加坡、迪拜、尼日利亚建立子公司/分公司，经营触角遍布亚非欧美，全球化经营系统较为成熟。未来纽威数控有望与纽威股份形成协同发展，充分利用纽威股份的客户与渠道资源，促进自身产品国际化发展。

表9：纽威股份海外渠道建设完备

时间	地点	简介
2009	美国	纽威在美国休斯敦成立全资子公司负责美洲市场的阀门销售和服务支持。
2011	荷兰	纽威在荷兰鹿特丹成立了全资子公司，负责西欧、北欧市场的阀门销售和服务支持。
2012	意大利	纽威在世界阀门制造业中心——意大利（米兰）成立了全资子公司，负责南欧和北非市场的品牌推广和阀门销售，为石油天然气、化工、管线、电力等行业提供服务和支持。
2013	新加坡	纽威在新加坡成立了全资子公司，主要负责东南亚、澳洲及新西兰的阀门销售和服务支持。
2013	迪拜	纽威在迪拜 JLT 自贸区成立了迪拜分公司，主要负责中东地区的阀门销售和服务。中东地区石油天然气储量丰富，业主不断开发新的油田气田，下游设施也在持续建造。
2019	尼日利亚	纽威在尼日利亚拉各斯莱基自贸区成立了全资子公司，业务覆盖西非市场的品牌推广、阀门销售及客户服务。

资料来源：纽威股份官网、开源证券研究所

受到国际政治局势以及国内用工成本上升等因素的影响，目前国内制造业呈现外流趋势。制造业的跨国转移是全球制造业生产布局的客观规律，随着我国劳动力、土地成本的不断上升，产业链外迁问题逐渐凸显，同时中美贸易摩擦以及国内疫情加剧了这一趋势，国外如越南等国的优惠政策亦促使了企业加快企业外迁步伐。2022 年以来我国对美国的出口就呈现逐渐下滑的趋势，同时我国对外直接投资呈现加速

趋势，产业链转移愈演愈烈，生产厂商更多建立于国外，因此国内机床企业未来需要更加重视国外客户的培养与外国市场拓展。

图31：我国对美出口出现下滑

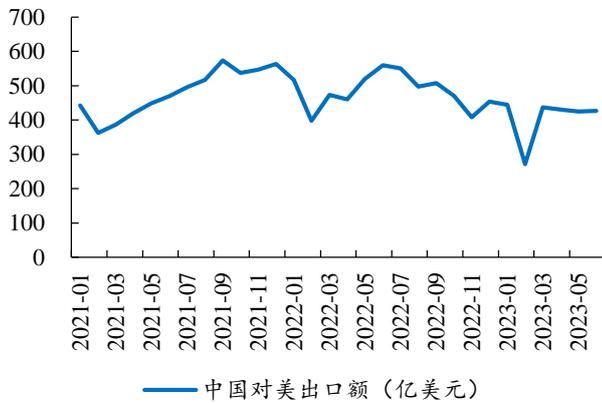
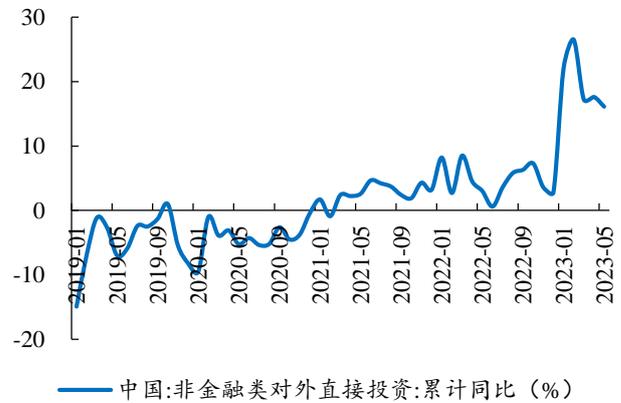


图32：我国对外直接投资呈加速态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

目前我国机床进口均价较高，出口均价较低。全球范围内的主要机床制造大国包括德国、日本、美国、中国等，我国工业母机瓶颈仍然突出，国内机床行业大而不强，高端机床竞争力较弱。进口数控机床平均单价较高，超过 20 万美元/台，机床整体进口均价在 6-10 万美元，价格较高。我国机床行业起步较晚，以中低端产品为主，因此机床出口均价较低，仅为进口机床均价的 0.8% 左右。近年来随着我国机床行业的发展，机床出口均价呈上升趋势，2023 年 4 月我国机床出口均价为 605.7 美元，占进口均价的 0.88%。

图33：我国机床进口均价较高



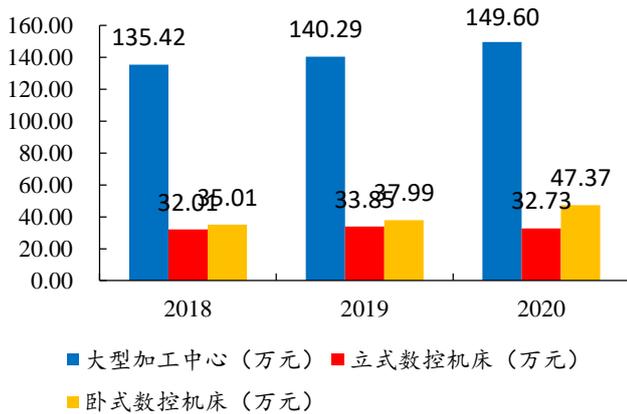
图34：我国机床出口均价与进口均价之比较低



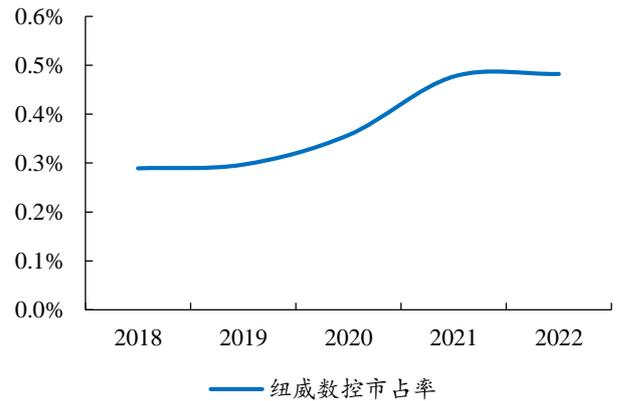
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司高端产品性价比较高，低于我国数控机床进口均价，未来有望凭借高性价比优势提高国内外市场占有率。公司产品定位高端，产品销售单价较高，但是低于我国数控机床平均进口单价：2019 年我国数控机床进口单价为 28.04 万美元/台。公司高端产品性能比肩国际领先企业，价格优势明显，具备性价比优势。纽威数控近年市占率提升明显，2018-2022 年国内数控机床市占率从 0.29% 提升至 0.48%。公司预计未来将持续发力国际市场，未来发展空间广阔。

图35：公司产品均价虽有提高，但仍具备高性价比


数据来源：纽威数控招股说明书、开源证券研究所

图36：纽威数控国内市占率逐渐提升


数据来源：Wind、中商产业研究院、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

大型加工中心方面，风电、航空等行业需求旺盛，我们预计 2023-2025 年营收同比增速分别为 25%/25%/20%。公司在市场定制化需求提高的背景下，对龙门产品进行系列化规划，并对各类零部件进行模块化设计，预计毛利率 2023-2025 年均保持在 28%。

立式数控机床方面，受下游需求影响 2022 年收入未能增长，随着目前风电等行业景气度回升，我们预计 2023-2025 年营收同比增速分别为 30%/25%/20%。公司产品发力中高端，预计毛利率 2023-2025 年均保持在 26%。

卧式数控机床方面，公司通过产品结构和性能优化，高端产品已达到国际先进水平，成功进入国内大型内燃机龙头企业，并实现发动机缸体缸盖的量产，打破国外垄断局面。我们预计 2023-2025 年营收增速分别为 30%/25%/20%，毛利率保持在 30%。

其他机床及配件方面，我们预计 2023-2025 年营收增速分别为 30%/30%/25%，毛利率保持在 23%。

综上，我们预计 2023-2025 年公司实现收入 23.58/29.49/35.40 亿元，实现归母净利润 3.18/3.92/4.92 亿元。

表10：公司盈利预测

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,712.61	1,845.57	2,357.53	2,948.58	3,540.46
Yoy	47.06%	7.76%	27.74%	25.07%	20.07%
综合毛利率	25.27%	27.49%	28.08%	28.08%	28.09%
大型加工中心					
营业收入	778.85	834.26	1,042.83	1,303.53	1,564.24
Yoy	73.54%	7.12%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利率	25.43%	27.36%	28.00%	28.00%	28.00%
立式数控机床					

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	498.46	497.95	647.33	809.17	971.00
Yoy	41.78%	-0.10%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	22.82%	25.33%	26.00%	26.00%	26.00%
卧式数控机床					
营业收入	392.41	487.72	634.03	792.54	951.05
Yoy	15.54%	24.29%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	28.03%	29.63%	30.00%	30.00%	30.00%
其他机床及配件					
营业收入	34.08	15.02	19.53	25.39	31.74
Yoy	93.92%	-55.92%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	20.41%	22.16%	23.00%	23.00%	23.00%
其他业务					
营业收入	8.81	10.62	13.81	17.95	22.44
Yoy	26.27%	20.56%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	46.34%	48.07%	50.30%	50.30%	50.30%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值水平和投资建议

我们选取同样以数控机床的研发和生产为主营业务的海天精工、科德数控、国盛智科、浙海德曼作为纽威数控的可比公司，对应 2023-2025 年平均 PE 分别为 33.8/24.8/19.3 倍。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润为 3.18/3.92/4.92 亿元，EPS 为 0.97/1.20/1.50 元，当前股价对应 PE 为 23.9/19.4/15.4 倍，低于可比公司平均水平。

公司深耕中高端数控机床领域多年，产品系列齐全，人效业内领先，募投项目预计带动业务规模持续扩张。目前高端机床国产替代空间广阔，且下游风电、3C 电子、汽车等细分领域已显现景气度回升信号，公司产品需求有望受益。公司在机床领域掌握一定核心技术优势，是少数能够生产五轴数控机床的企业之一。公司技术实力和产品综合性价比优势突出，高端五轴和海外业务有望成为新的增长点。首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：公司估值低于可比公司平均估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速（%）				PE（倍）				EPS			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
601882.SH	海天精工	30.42	40.31	22.81	22.87	22.79	26.27	24.83	20.21	16.46	1.00	1.23	1.51	1.85
688305.SH	科德数控	85.63	-17.04	90.71	48.22	43.31	136.41	69.21	46.69	32.58	0.65	1.24	1.83	2.63
688558.SH	国盛智科	30.45	-7.48	31.54	25.32	23.26	24.96	16.47	13.14	10.66	1.41	1.85	2.32	2.86
688577.SH	浙海德曼	41.99	-18.25	53.13	29.12	9.32	39.14	24.85	19.25	17.61	1.10	1.69	2.18	2.38
可比公司平均							56.69	33.84	24.82	19.33				
688697.SH	纽威数控	23.25	55.59	21.33	23.10	25.52	28.96	23.87	19.39	15.45	0.80	0.97	1.20	1.50

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：表中纽威数控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 27 日

5、风险提示

原材料价格上升风险；制造业景气度提升不及预期风险；公司产能扩张进度不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2397	2682	2448	2725	3103
现金	90	185	237	296	355
应收票据及应收账款	611	602	0	0	0
其他应收款	3	7	5	10	8
预付账款	19	16	28	27	40
存货	754	886	1192	1406	1713
其他流动资产	919	986	986	986	986
非流动资产	436	568	642	718	782
长期投资	1	1	2	2	2
固定资产	218	375	453	529	589
无形资产	62	62	63	65	67
其他非流动资产	154	130	125	123	124
资产总计	2832	3250	3090	3444	3884
流动负债	1573	1801	1323	1305	1280
短期借款	85	234	702	685	659
应付票据及应付账款	895	946	0	0	0
其他流动负债	593	621	620	620	621
非流动负债	19	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	28	28	28	28
负债合计	1591	1829	1351	1334	1308
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	327	327	327	327	327
资本公积	561	561	561	561	561
留存收益	345	526	805	1138	1536
归属母公司股东权益	1241	1421	1739	2110	2576
负债和股东权益	2832	3250	3090	3444	3884

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	218	253	-281	259	263
净利润	169	262	318	392	492
折旧摊销	30	34	41	52	64
财务费用	2	0	30	45	40
投资损失	-7	-15	-6	-7	-9
营运资金变动	20	-32	-665	-224	-323
其他经营现金流	5	3	0	2	0
投资活动现金流	-762	-206	-105	-117	-112
资本支出	119	144	115	129	127
长期投资	-651	-80	-0	-0	-0
其他投资现金流	8	18	10	12	15
筹资活动现金流	571	66	-31	-65	-66
短期借款	-19	149	468	-18	-26
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	82	0	0	0	0
资本公积增加	491	0	0	0	0
其他筹资现金流	19	-83	-499	-48	-39
现金净增加额	27	116	-417	77	86

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1713	1846	2358	2949	3540
营业成本	1280	1338	1696	2121	2546
营业税金及附加	7	7	7	9	11
营业费用	133	129	158	192	220
管理费用	36	36	45	55	64
研发费用	74	82	101	128	154
财务费用	2	0	30	45	40
资产减值损失	-8	-12	-12	-15	-18
其他收益	7	21	15	15	15
公允价值变动收益	2	12	3	4	5
投资净收益	7	15	6	7	9
资产处置收益	-0	1	0	0	0
营业利润	183	298	353	436	548
营业外收入	14	3	5	5	5
营业外支出	9	8	5	6	7
利润总额	189	293	354	435	546
所得税	20	31	35	44	55
净利润	169	262	318	392	492
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	169	262	318	392	492
EBITDA	221	336	429	533	653
EPS(元)	0.52	0.80	0.97	1.20	1.50

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	47.1	7.8	27.7	25.1	20.1
营业利润(%)	56.3	62.7	18.6	23.3	25.8
归属于母公司净利润(%)	62.1	55.6	21.3	23.1	25.5
获利能力					
毛利率(%)	25.3	27.5	28.1	28.1	28.1
净利率(%)	9.8	14.2	13.5	13.3	13.9
ROE(%)	13.6	18.5	18.3	18.6	19.1
ROIC(%)	12.8	16.0	14.1	15.3	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	56.2	56.3	43.7	38.7	33.7
净负债比率(%)	0.4	5.5	28.4	19.8	12.9
流动比率	1.5	1.5	1.9	2.1	2.4
速动比率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.9	1.0
应收账款周转率	16.2	12.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.0	2.8	6.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.80	0.97	1.20	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.77	-0.86	0.79	0.81
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.35	5.32	6.46	7.89
估值比率					
P/E	45.1	29.0	23.9	19.4	15.4
P/B	6.1	5.3	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA	31.3	20.5	17.0	13.5	10.9

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

23 / 25

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R4（中高风险），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