

海天精工 (601882.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

顺周期、国产替代、出海打造新成长

公司介绍:

国内机床领军企业，规模、盈利能力处行业第一梯队：公司20/21/22年收入增速分别为40%/67%/16%，22年收入达到32亿元迈入国内第一梯队。同时伴随产能利用率提升，利润率大幅修复，22年净利率16.39%也达到了产品结构相近企业中的领先水平。1Q23公司收入、归母净利润增速分别为11%/23%，在行业景气度较低背景下依旧保持稳健增长。

投资逻辑:

机床行业景气度有望顺周期复苏，同时政策催化国产替代加速，公司有望受益：根据机床工具工业协会数据，协会重点联系企业收入21年同比增长26.2%，但增幅逐月收窄，22年增速收窄至0.3%，1Q23同比下降1.1%，1H23同比回正到增长2.6%，且增幅有逐月扩大趋势，同时考虑当前稳增长政策不断出台助力经济复苏，机床行业景气度有望逐步复苏。根据中国机床工具工业协会数据，22年中国金属加工机床进口额66亿美元有较大进口替代市场。近年来，国家多部门发布政策支持中国高端机床发展，催化国产替代加速。行业层面存积极变化公司有望受益。

公司成立新能源事业部，积极布局新能源汽车等赛道加速成长:

新能源汽车市场快速扩张带来机床需求提升，公司抓住机遇立刻加码布局，在22年初新设新能源事业部。一方面在新能源汽车行业推出对车身、电池托盘、电控盒、电机壳体等零件加工的一整套解决方案，一方面布局高端机床智能化生产基地，总投资10亿元用于新能源汽车核心部件加工设备生产，成长有望加速。

公司深耕出口市场多年，海外收入高增长：跟随全球制造业迁移趋势，出口成为机床企业发展重点，公司12年就将海外市场作发展重点，近年步步为营不断在海外设立子公司。海外收入占比从18年4.56%提升至22年10.61%，22年海外收入达到3.37亿元，18至22年CAGR24%。同时海外毛利率高于国内水平，22年海外收入毛利率35.95%，高于国内收入9.69pcts，伴随未来海外收入占比进一步提升，公司盈利能力也将持续改善。

盈利预测、估值和评级

预计公司23至25年分别实现归母净利润6.01/7.64/9.37亿元，对应当前PE25X/20X/16X，考虑公司行业龙头地位，同时需求层面有望受景气度复苏、国产替代加速拉动，给与公司24年25倍PE，对应目标价36.59元/股，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示

机床行业景气度复苏不及预期，股东减持。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

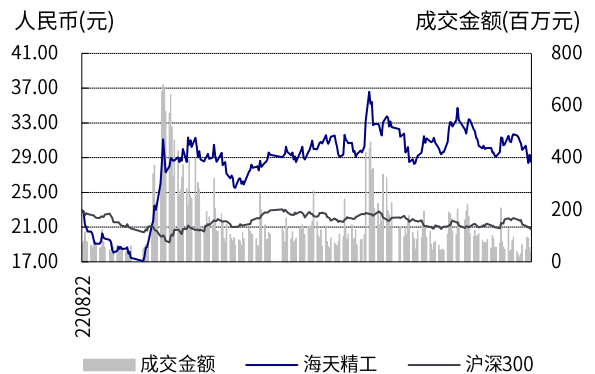
manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：李嘉伦 (执业 S1130522060003)

lijialun@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 28.54 元

目标价 (人民币): 36.59 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,730	3,177	3,686	4,615	5,562
营业收入增长率	67.30%	16.37%	16.01%	25.21%	20.50%
归母净利润(百万元)	371	521	601	764	937
归母净利润增长率	168.46%	40.31%	15.52%	27.03%	22.59%
摊薄每股收益(元)	0.711	0.997	1.152	1.464	1.794
每股经营性现金流净额	0.84	0.42	1.09	1.68	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.55%	26.22%	25.70%	27.30%	27.87%
P/E	40.15	28.61	24.77	19.50	15.91
P/B	9.05	7.50	6.37	5.32	4.43

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1. 深耕高端数控机床，打造国产机床领军企业.....	4
2. 公司增速高于行业实现“逆周期”成长，收入规模、盈利能力迈入可比公司前列.....	5
2.1 19 至 22 年归母净利润 CAGR61.4%，利润爆发式增长.....	5
2.2 公司近年收入增速超过行业水平，实现“逆周期”成长.....	6
2.3 与可比公司横向对比，公司规模、盈利能力走向国内第一梯队.....	7
3. 顺周期复苏、新兴行业机会、出口、支持政策为公司未来成长主要催化剂.....	8
3.1 景气度催化：中国机床市场消费额 274 亿美元，“大周期”+“小周期”共同催化，行业有望进入复苏周期，公司有望受益.....	8
3.2 新兴行业成长催化：新能源汽车等行业孕育成长机会，公司设立新能源事业部积极布局.....	11
3.3 政策催化：政策支持力度有望不断加大，催化国产替代加速.....	14
3.4 出口催化：跟随全球制造业迁移，出口将为机床行业公司成长重点，公司积极布局“走出去”.....	16
4. 盈利预测与投资建议.....	18
5. 风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 公司主要产品.....	4
图表 2： 基于核心技术、自研功能部件打造多下游解决方案.....	4
图表 3： 公司拥有三大制造基地.....	5
图表 4： 公司收入以龙门加工中心为主.....	5
图表 5： 龙门/卧式加工中心毛利率较高.....	5
图表 6： 19 年后公司收入、利润高增长，盈利能力持续提升.....	6
图表 7： 22 年龙门、立加销量高增长.....	6
图表 8： 龙门、卧加 22 年均价有所提升.....	6
图表 9： 公司收入增速超过行业水平，实现“逆周期”成长.....	7
图表 10： 公司收入规模处于可比公司领先水平.....	7
图表 11： 公司收入增速在可比公司中较为出众.....	7
图表 12： 公司毛利率近年持续提升走向行业前列.....	8
图表 13： 公司净利率近年逐步提升走向行业前列.....	8
图表 14： 中国机床市场消费额在 2011 年达到高峰后整体规模下降.....	8
图表 15： 按照数控机床平均寿命 10 年计算，当前正处更新换代高峰.....	9
图表 16： 1H23 协会重点联系企业收入增速逐月由负转正.....	9
图表 17： 1H23 金切机床订单回暖.....	10

图表 18:	1H23 金属成形机床新签订单同比下降	10
图表 19:	有望逐步由被动去库进入主动补库阶段	10
图表 20:	稳增长政策催化下, 制造业投资也有望开始复苏	11
图表 21:	新能源汽车有大量金属壳体加工需求	11
图表 22:	近年中国新能源汽车销量快速爆发	12
图表 23:	车企资本开支快速提升	12
图表 24:	乘用车自主品牌占比快速提升为国产设备带来机会	12
图表 25:	新能源汽车零部件材料/设计/工艺变化打破原有机床市场格局	13
图表 26:	公司新能源汽车行业解决方案	13
图表 27:	22 年金属加工机床进口额 66 亿美元	14
图表 28:	全球数控机床龙头企业	14
图表 29:	高档数控机床国产化率略有提升但仍处于低位	15
图表 30:	近年来多部门发布政策支持中国高端数控机床发展	15
图表 31:	08 年后美国机床市场消费额全球占比开始回升	17
图表 32:	08 年后英国机床市场消费额全球占比开始回升	17
图表 33:	除中国外, 巴西、印度等国家外国直接投资也呈增加趋势	17
图表 34:	08 年后中低端产业开始向越南、印度等市场转移, 带动了东南亚机床消费额占比的提升	17
图表 35:	公司步步为营向海外市场开拓	18
图表 36:	公司海外收入高增长, 占比持续提升	18
图表 37:	公司海外业务毛利率高于国内	18
图表 38:	公司业务拆分预测	19
图表 39:	公司可比公司估值	19

1. 深耕高端数控机床，打造国产机床领军企业

公司成立于 2002 年，目前覆盖立式加工中心、卧式加工中心、龙门加工中心、数控车床等产品，广泛应用于汽车、轨道交通、模具制造、工程机械、机械制造等行业。

图表1：公司主要产品



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司基于核心技术积累打造自研功能部件，为下游打造针对性解决方案。

图表2：基于核心技术、自研功能部件打造多下游解决方案



来源：海天精工官网，国金证券研究所

公司拥有宁波大港、宁波堰山、大连海天三大制造基地及正在投建的宁波高端数控机床智能化生产基地，合计 50 万余平恒温装配厂房。

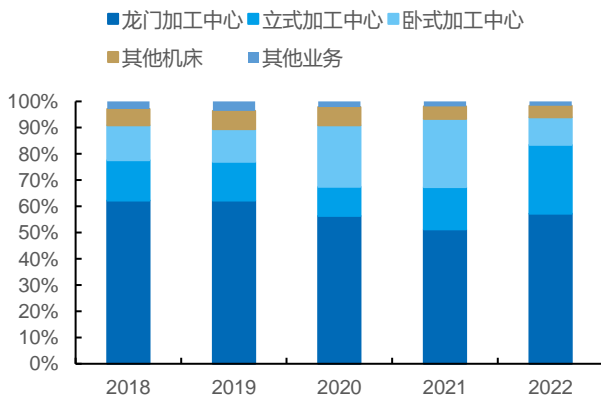
图3: 公司拥有三大制造基地



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

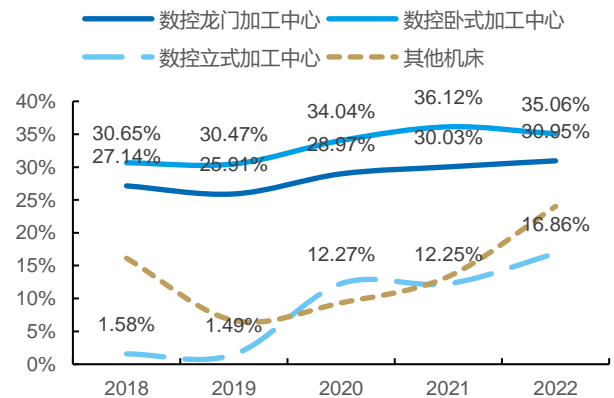
公司拥有国内“产品覆盖面最广、产销量最大”的龙门加工中心生产基地，龙门加工中心作为公司主力产品收入占比最高。

图4: 公司收入以龙门加工中心为主



来源：Wind, 国金证券研究所

图5: 龙门/卧式加工中心毛利率较高



来源：Wind, 国金证券研究所

2. 公司增速高于行业实现“逆周期”成长，收入规模、盈利能力迈入可比公司前列

2.1 19至22年归母净利润CAGR61.4%，利润爆发式增长

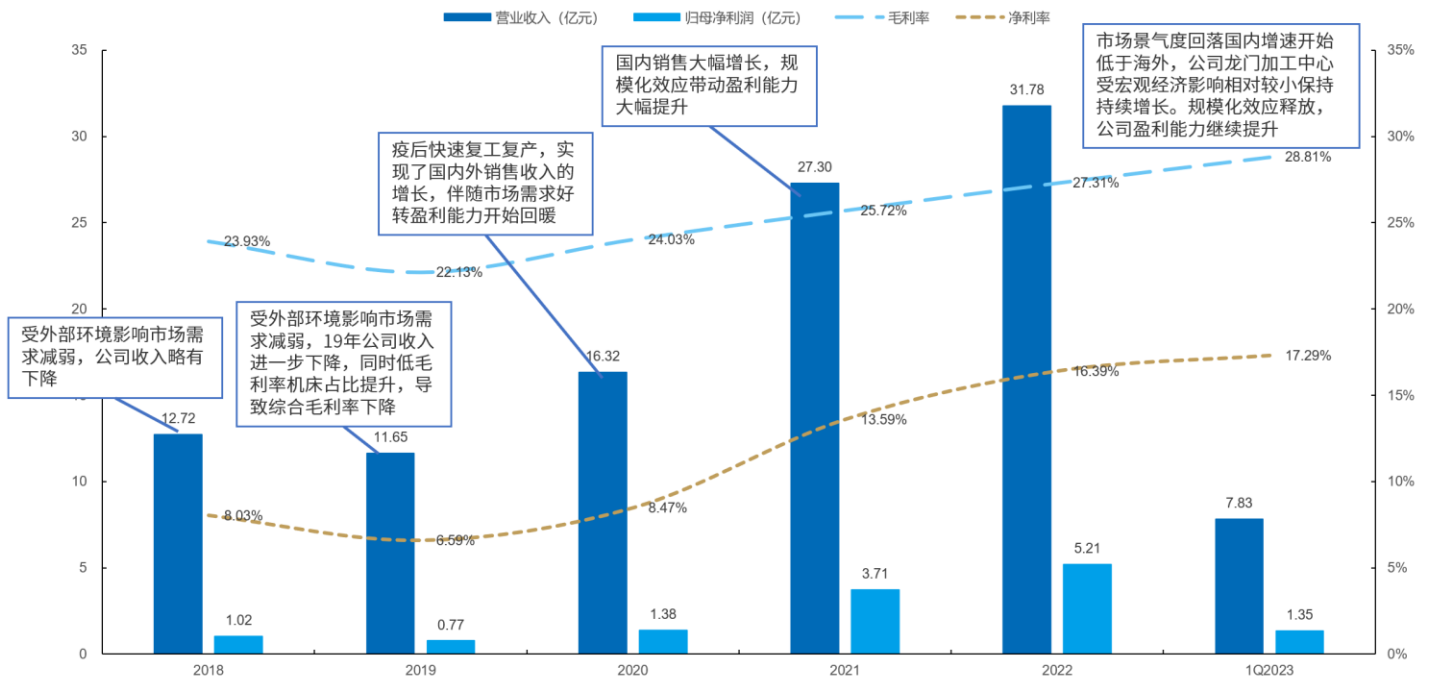
1) 收入: 20年3月后伴随国内机床行业需求逐步复苏，公司紧抓行业机会，收入规模快速增长，进入22年机床行业景气度下行，22年中国金属加工机床消费额274.1亿美元，同比下降1.9%，在此背景下，公司收入增速有所下降但仍显著超越行业增速。1Q23公司营业收入同比增长11.01%保持增长。

2) 利润: 从19年后伴随公司收入规模大幅提升，规模化效应显现公司利润弹性逐步释放，利润规模大幅增长。19至22年归母净利润CAGR61.4%，表现优异。1Q23公司归母净利润同比增长22.84%，增速依旧高于收入增速。

3) 毛利率: 公司立式加工中心19年毛利率仅为1.49%，主要受行业景气度较低产能利用率较低所致，后续伴随销量快速增长规模化效应显现，22年毛利率达到16.86%。立加毛利率的大幅改善带动了公司整体毛利率持续提升。

4) 净利率: 在毛利率回暖的同时，伴随收入规模扩张公司销售、管理费用率持续下行，带动净利率快速提升。20年公司净利率8.47%，到1Q23已达到17.29%。

图表6: 19年后公司收入、利润高增长, 盈利能力持续提升

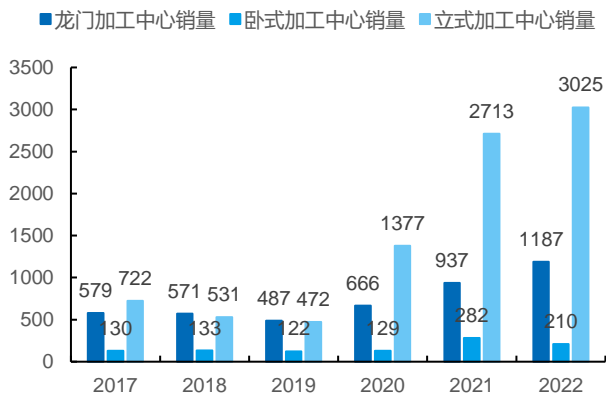


来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

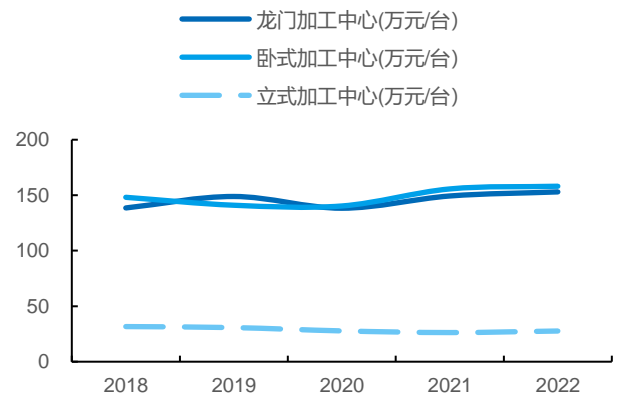
分产品看, 公司 22 年龙门加工中心、立式加工中心销量高增长, 受宏观经济影响卧式加工中心销量有所下降。各产品销售价格近年稳中有升。

图表7: 22 年龙门、立加销量高增长

图表8: 龙门、卧加 22 年均价有所提升



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

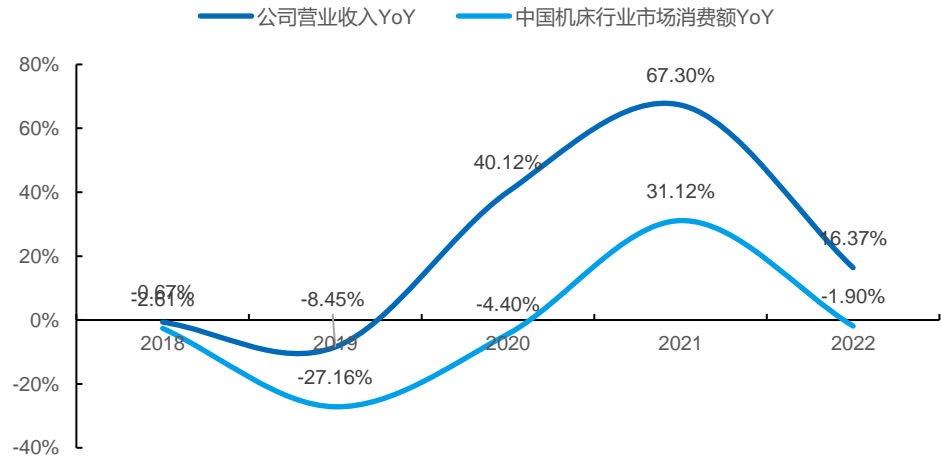
2.2 公司近年收入增速超过行业水平, 实现“逆周期”成长

根据机床工具工业协会数据, 2018/2019 年受宏观经济景气度影响, 中国机床行业市场消费额连续连年录得负增长, 在此期间公司收入增速虽高于行业但也为负增长。

2020 年的疫情让行业景气度陷入最低点, 但疫后景气度明显复苏, 中国机床行业市场消费额 20 年降幅收窄、21 年实现了高增长, 在此期间公司紧抓成长机会, 收入增速远超行业增速。

22 年行业增速回落至负增长, 但公司抓住了新能源汽车等赛道成长机会, 继续实现了收入的“逆周期”增长。

图9：公司收入增速超过行业水平，实现“逆周期”成长



来源：Wind，机床工具工业协会，国金证券研究所

2.3 与可比公司横向对比，公司规模、盈利能力走向国内第一梯队

公司紧抓行业成长机会，近3年收入增速较高，实现了收入规模的快速扩张，在可比公司中规模仅次于创世纪。

图10：公司收入规模处于可比公司领先水平

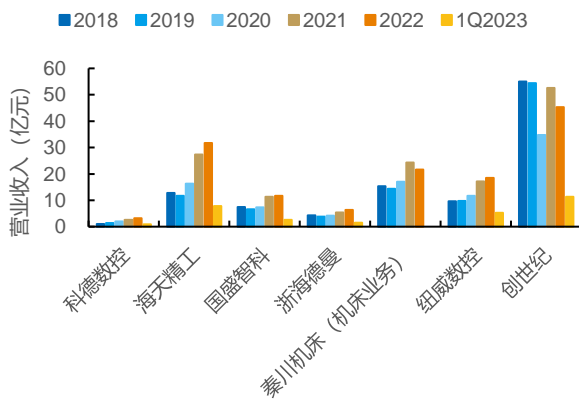
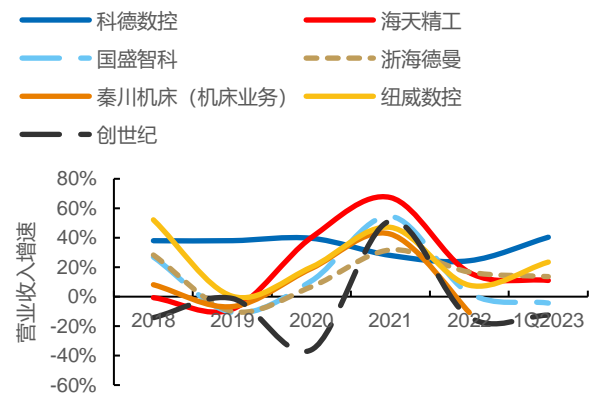


图11：公司收入增速在可比公司中较为出众



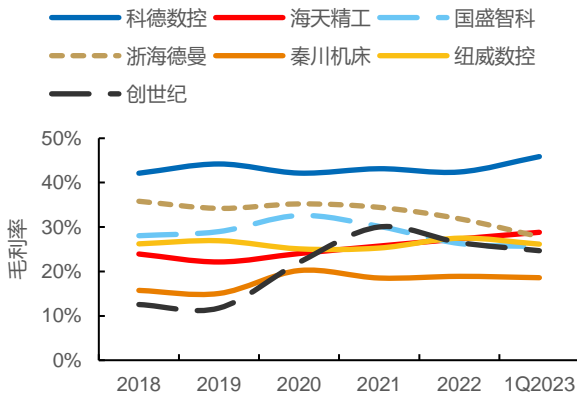
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

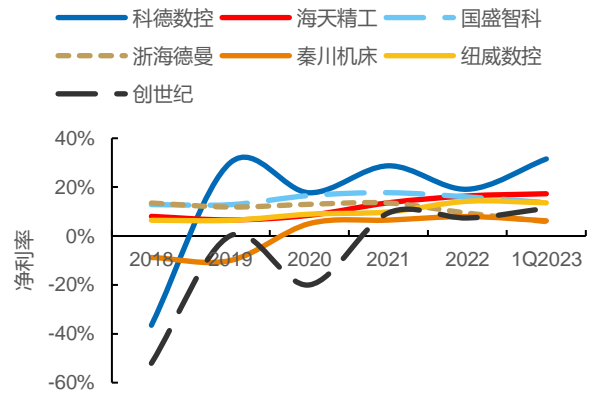
注：未注明企业按照总营业收入统计，右同

伴随公司产能利用率提升带来的规模化效应释放，公司近年盈利能力持续提升，毛利率、净利率在2018年仍处于行业中游水平，到22年已步入行业前列，仅与产品主要以五轴机床为主的科德数控有一定差距，与产品结构相近的纽威数控、国盛智科相比净利率有所领先。

图表12: 公司毛利率近年持续提升走向行业前列



图表13: 公司净利率近年逐步提升走向行业前列



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

3. 顺周期复苏、新兴行业机会、出口、支持政策为公司未来成长主要催化剂

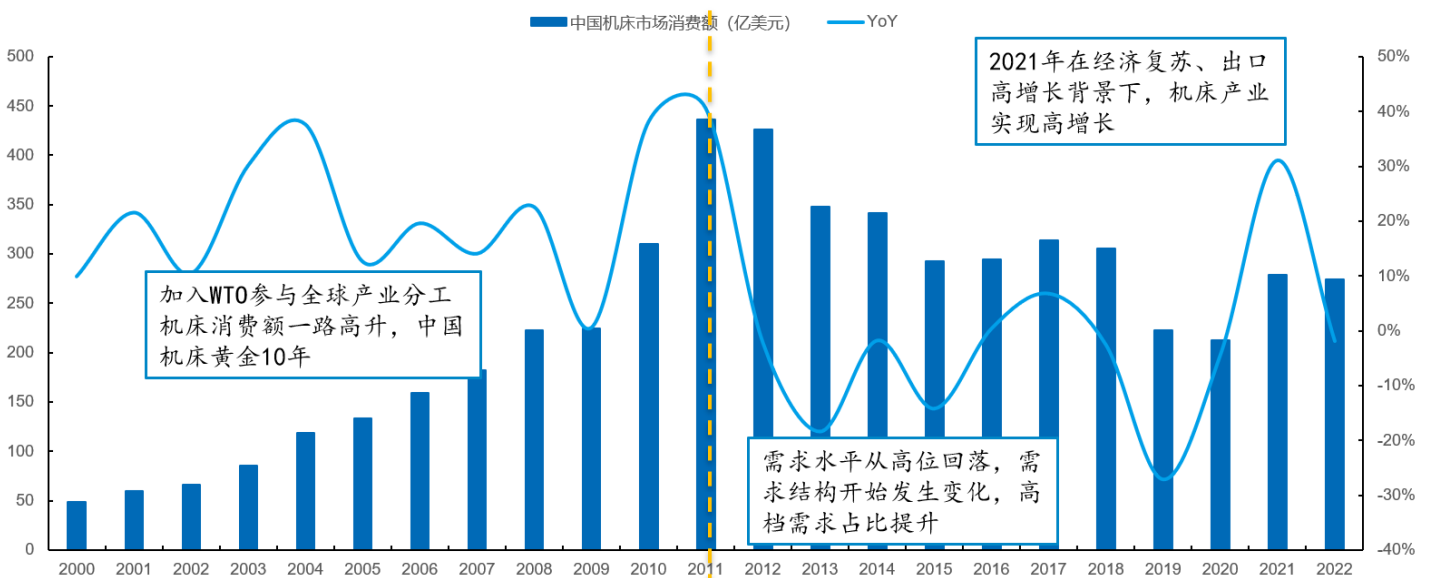
3.1 景气度催化: 中国机床市场消费额 274 亿美元, “大周期”+ “小周期” 共同催化, 行业有望进入复苏周期, 公司有望受益

“大周期”: 两轮全球制造业转移, 促成中国机床“黄金 10 年”与整体需求的下降, 目前正处更新换代需求高峰

2000 年开始中国承接了全球制造业转移, 机床作为制造业的基础随着需求快速爆发, 2000 年后中国机床产出与消费均高速增长, 并在 2011 年达到峰值。而在 2008 年全球金融危机爆发后, 全球制造业已开始新一轮转移, 一方面发达国家从“去工业化”走向“再工业化”, 推出一系列鼓励先进制造业发展的政策和措施, 带动了部分高端制造业回流与机床消费额全球占比的提升; 一方面部分中低端制造业流向东南亚、南亚、拉美地区国家, 也迁移了一部分机床消费, 最终导致国内机床总消费额持续性的下降。

根据中国机床工具工业协会数据, 22 年我国金属加工机床消费额 274.1 亿美元, 同比降低 1.9%, 其中金属切削机床消费额 184.4 亿美元, 同比降低 4.3%; 金属成形机床消费额 89.7 亿美元, 同比增长 3.5%。

图表14: 中国机床市场消费额在 2011 年达到高峰后整体规模下降



来源: 机床工具工业协会, 国金证券研究所

按照数控机床平均寿命 10 年计算, 目前正经历一轮更新换代高峰, 同时疫情导致更新换代需求释放有所滞后, 后续受制造业景气度复苏、信贷宽松等因素催化有望放量。

图表15: 按照数控机床平均寿命10年计算, 当前正处更新换代高峰



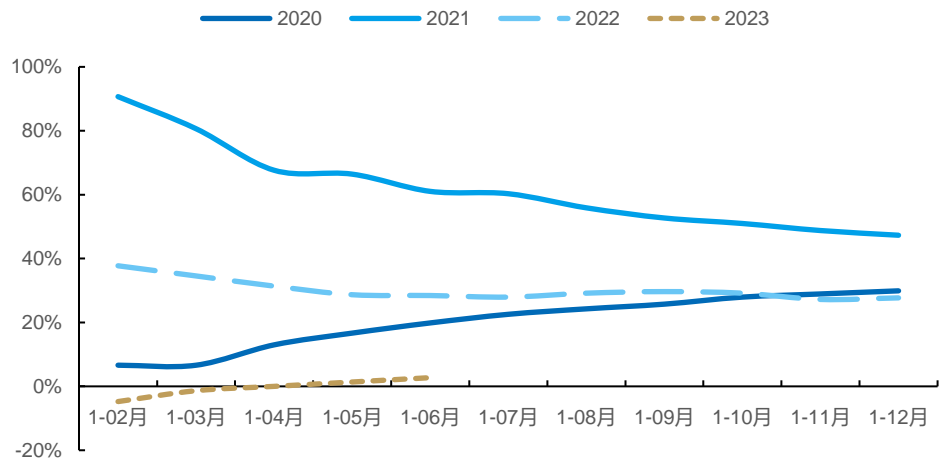
来源: 机床工具工业协会, 国金证券研究所测算

注: 基于中国机床市场消费额进行计算, 按照X年消费额从第X+8年开始每年更新换代20%, 到第X+12年完全更换进行测算

“小周期”: 1H23 行业依旧处于下行区间, 有望在 23 年逐步见底进入复苏区间

根据中国机床工具工业协会数据, 21 年协会重点联系企业营业收入同比高增 26.2%, 到 22 年增速逐步收窄, 全年同比下降 0.3%。1H23 协会重点联系企业累计营业收入同比增长 2.6%, 增速逐月放大。

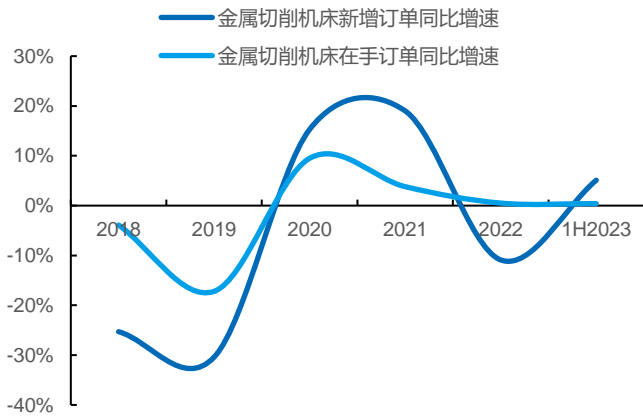
图表16: 1H23 协会重点联系企业收入增速逐月由负转正



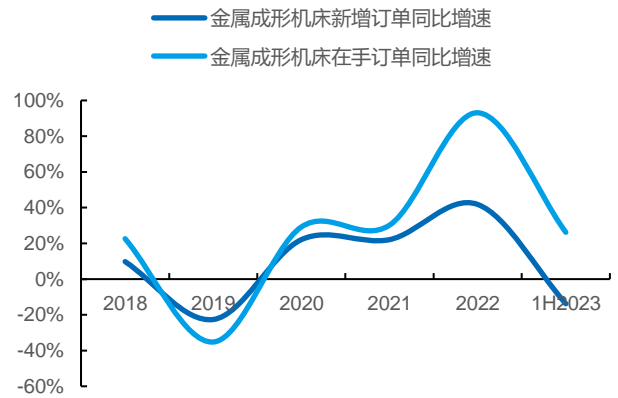
来源: 中国机床工具工业协会, 国金证券研究所

1H23 协会重点联系企业中, 金属切削机床新签订单、在手订单同比均保持增长, 扭转了 22 年的颓势; 金属成形机床新签订单则同比下降, 主要由于 22 年新能源汽车行业投资比较集中, 导致金属成形机床订单基数较高。

图表17: 1H23 金切机床订单回暖



图表18: 1H23 金属成形机床新签订单同比下降

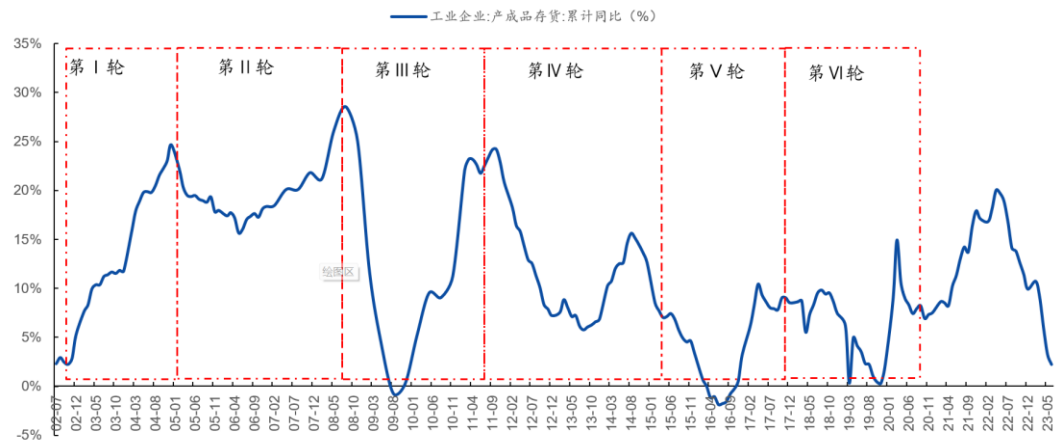


来源: 机床工具工业协会, 国金证券研究所

来源: 机床工具工业协会, 国金证券研究所

结合中游产成品库存数据, 有望进入下一轮复苏区间。自 2000 年工业化以来, 我国工业产成品库存经历了 6 轮完整的周期, 每轮周期长度相对稳定, 持续时间约为 3-4 年。本轮库存周期的开始为 2019 年 11 月, 补库存周期持续至 2021 年 11 月, 随后进入去库存阶段。目前中游产成品库存增速逐步见底, 有望由被动去库阶段进入主动补库阶段, 工业利润稳步回升。

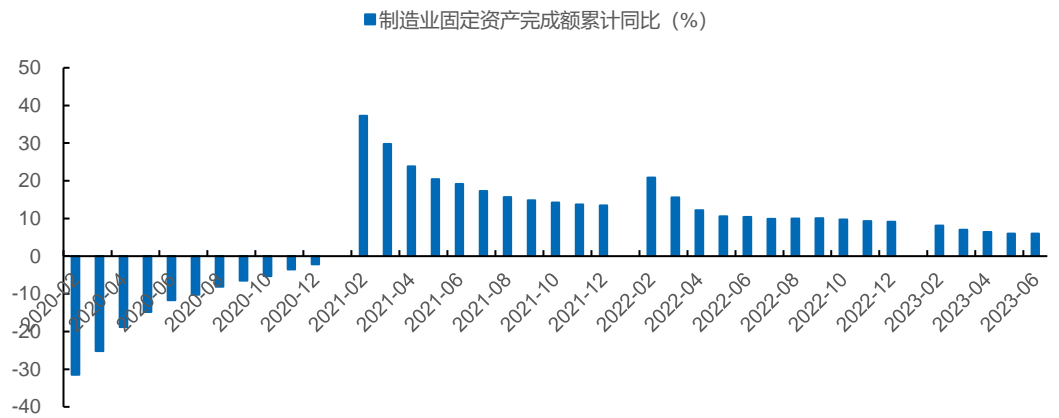
图表19: 有望逐步由被动去库进入主动补库阶段



来源: Wind, 国金证券研究所

稳增长政策催化下, 制造业投资也有望开始复苏。从 23 年 5 月底以来, 各地区各部门抓紧推动稳经济一揽子政策落实落地, 相关配套政策和实施细则应出尽出, 政策效应加快释放。23 年 8 月 16 日国务院总理李强主持召开国务院第二次全体会议, 针对做好“着力扩大国内需求, 继续拓展扩消费、促投资政策空间”等下一步工作进行再部署、再推进, 凸显稳增长决心, 房地产、制造业有望获得更大力度支持, 推动制造业投资复苏。

图表20: 稳增长政策催化下, 制造业投资也有望开始复苏



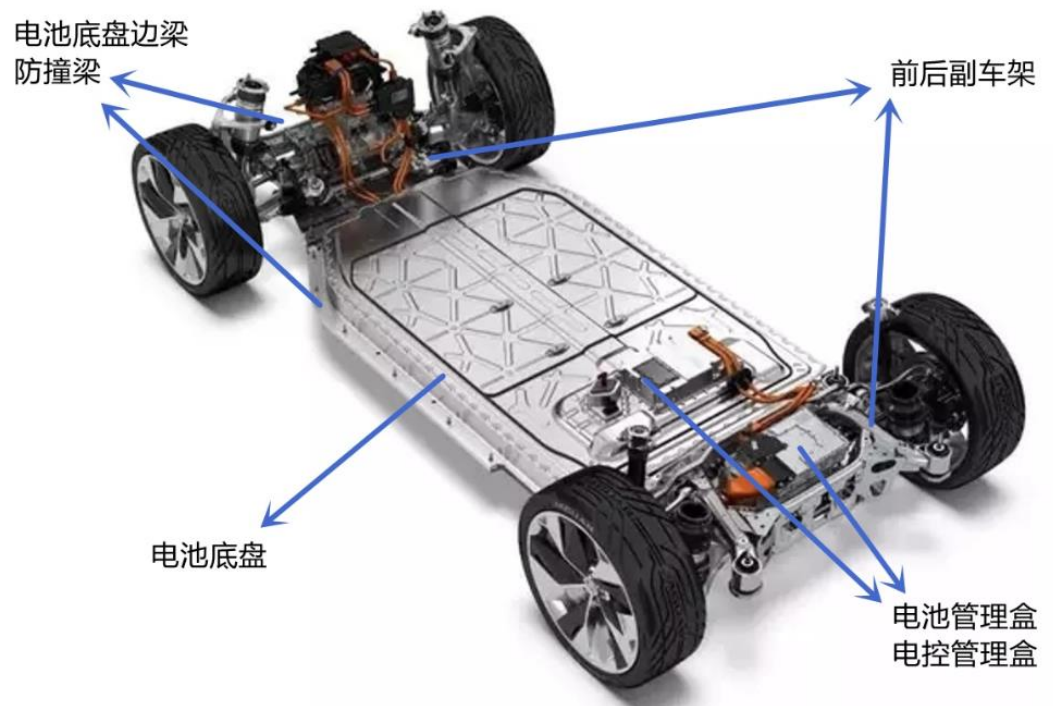
来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 新兴行业成长催化: 新能源汽车等行业孕育成长机会, 公司设立新能源事业部积极布局

新能源汽车: 自主品牌占比提升、新工艺变化等因素为国内企业创立成长机会, 公司打造新产品、新产能密切加码布局

新能源汽车有“电机、电池、电控”三大核心部件, 即新能源汽车的“三电系统”。电机由上下端盖和壳体组成, 电池成组后也需要壳体保护和金属散热系统, 而电控组件也需要壳体来保护, 所以, 新能源汽车的制造, 需要大量的金属壳体加工。

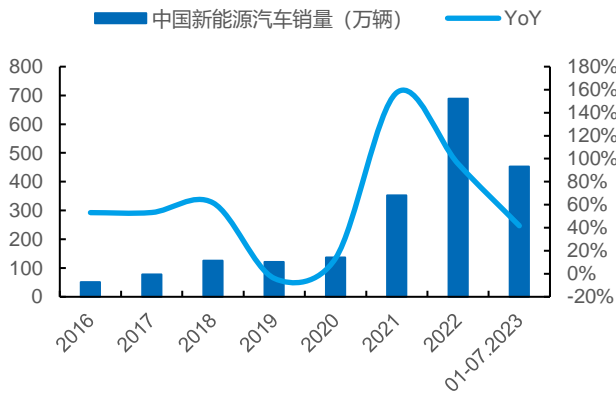
图表21: 新能源汽车有大量金属壳体加工需求



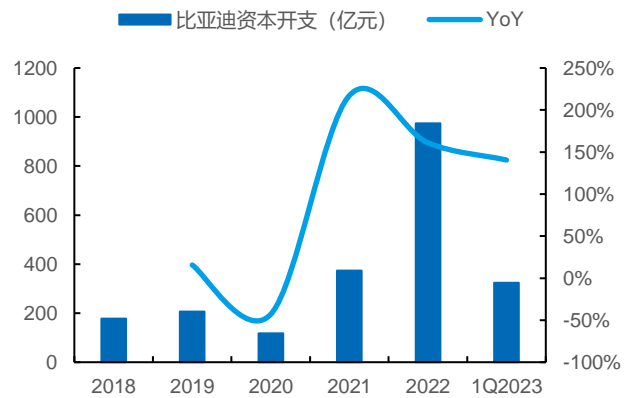
来源: 海天精工官网, 国金证券研究所

新能源汽车 22 年销量 688.66 万辆, 同比增长 95.61%, 行业的高增长自然伴随着资本开支的快速扩张, 也带动了整体机床需求的提升。

图表22: 近年中国新能源汽车销量快速爆发



图表23: 车企资本开支快速提升



来源: Wind, 国金证券研究所

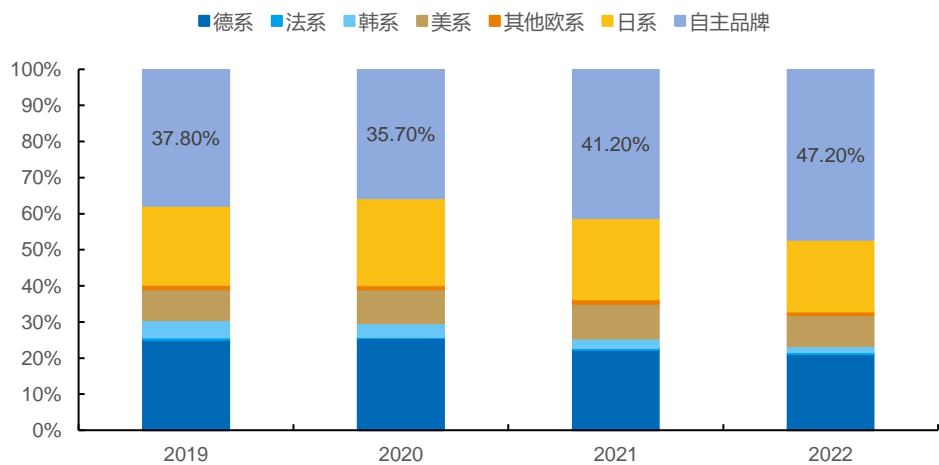
来源: Wind, 国金证券研究所

注: 选取购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金作为资本开支数据

除行业增长带来的需求提升外,我们认为自主品牌占比提升、新工艺变化等因素让市场份额在向国内企业倾斜:

1) 根据易车数据,近年自主品牌市场份额占比快速提升,从2019年37.9%提升至2022年47.3%,头部企业比亚迪22年销量登顶,份额达到8.8%。自主品牌通过新能源车快速抢占市场,而我们认为自主品牌对于国产设备的认可度更高,为国产机床企业带来新的机会。

图表24: 乘用车自主品牌占比快速提升为国产设备带来机会



来源: 易车, 乘联会, 国金证券研究所

2) 零部件材料/设计/工艺变化打破原有市场格局。汽车市场竞争激烈,在降本推动下,经过多年发展燃油车零部件加工机床经历了自动生产线、加工中心、高速加工中心迭代已经较为成熟,市场被海外机床企业主导,国内企业难以破局。但新能源汽车零部件一方面大量采用铝合金材料,一方面工艺/设计也有变化,对于机床尺寸/构造/联动轴数要求都有变化,针对新能源领域推出专机才能更好满足市场需求,这就打破了原有市场格局。

图表25：新能源汽车零部件材料/设计/工艺变化打破原有机床市场格局



来源：《精密铝合金结构件的无人化制造技术》，国金证券研究所

公司结合自身技术优势积极布局新能源汽车市场，开发新能源汽车行业专机，凭借更强的本土化服务/更高性价比有望持续提升市场份额：

1) 产品层面：为新能源汽车行业推出一站式零部件解决方案。公司针对新能源汽车产品开发出4大系列2款加工设备，设备类型覆盖龙门、卧加、立加等，形成了对新能源汽车车身、电池托盘、电控盒、电机壳体等零件加工的一整套解决方案。

图表26：公司新能源汽车行业解决方案

前后副车架加工



HPC1000卧式加工中心
厚实的整体床身，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

电池底盘加工



BEL/BFL高速龙门加工中心
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。

电池、电控管理加工



CFV1000Lite立式加工中心
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。

电池底盘边梁、防撞梁加工



CHM550立式加工中心
采用动柱式，可实现配置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。加工区域采用带顶全防护设计，保证工厂整洁。

来源：海天精工官网，国金证券研究所

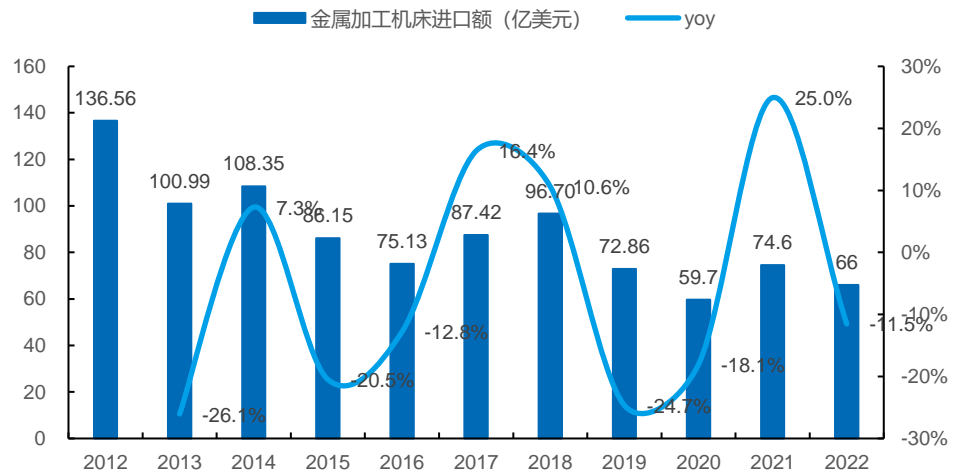
2) 产能层面：布局高端数控机床智能化生产基地，用于新能源汽车专机生产。22年9月公司高端数控机床智能化生产基地项目举行开工仪式，拟建设恒温智能化车间、国家级实验室、中试基地，打造数控机床及其关键零部件生产基地，其中一期总投资10亿元，建

筑面积约 27 万平方米，建成后将用于新能源汽车核心部件加工设备的批量化、柔性化和自动化生产。

3.3 政策催化：政策支持力度有望不断加大，催化国产替代加速

根据中国机床工具工业协会数据，22 年我国金属加工机床进口额 66 亿美元，同比下降 11.5%，其中金属切削机床进口额 56.1 亿美元，同比下降 10.1%；金属成形机床进口额 9.9 亿美元，同比下降 19.0%，潜在进口替代空间较大。

图表27：22 年金属加工机床进口额 66 亿美元



来源：Wind，中国机床工具工业协会，国金证券研究所

德、日企业统治全球高端市场，高端机床国产化率较低。机床行业完全竞争，德国、日本、美国为主要机床大国，海外品牌在技术、规模、品牌影响力方面均处于领先地位。

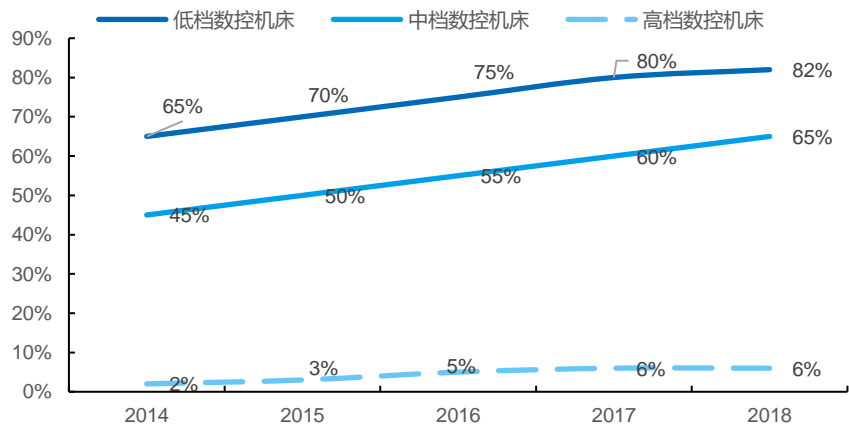
图表28：全球数控机床龙头企业

2008 年			2019 年		
企业	国家	产值 (亿美元)	企业	国家	产值 (亿美元)
山崎马扎克	日本	25.3	山崎马扎克	日本	52.8
德玛吉	德国	25.1	通快	德国	42.4
通快	德国	21.4	德玛吉森精机	德国	38.2
天田	日本	19	马格	美国	32.6
大隈	日本	16.7	天田	日本	31.1
马格	美国	16.5	大隈	日本	19.4
沈阳机床	中国	16.3	牧野	日本	18.8
森精机	日本	15.7	格劳博集团	德国	16.8
捷太格特	日本	15.3	哈斯	美国	14.8
大连机床	中国	15.3	埃马克	德国	8.7

来源：赛迪顾问，华夏幸福研究院，国金证券研究所

根据前瞻产业研究院数据，到 2018 年国内高端机床国产化率仅 6%，国内高端市场基本上被海外企业垄断。

图表29：高档数控机床国产化率略有提升但仍处于低位



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

从高端数控系统到高端机床均为制高端制造产业链核心，为国家战略性物资，西方国家与日本均对中国实行出口限制和监督使用政策，在目前国际局势紧张背景下有更加严格的趋势，以限制中国国防技术发展。

目前国内政策帮扶、投资帮扶力度加大，有望加速国产替代推进：

1) 政策帮扶：针对中国高端机床产业发展政策频出，近年来，工信部、国家发改委、国资委等多个部门发布相关政策支持中国高端数控机床发展。

图表30：近年来多部门发布政策支持中国高端数控机床发展

日期	发布部门	政策名称	主要内容
2019.10	江西工信局	《制造业设计能力提升专项行动计划(2019-2022年)》	将“高档数控机床及配套数控系统：五轴及以上联动数控机床，数控系统，高精、高性能的切削工具、量具量仪和磨料模具”列为鼓励发展项目
2020.06	工信部	《工业通信职业技能提升行动计划实施方案》	为数控机床等制造强国、网络强国建设重点领域提供培训平台、实训基地，形成一批可复制可推广的新技能培训经验做法，并且剔除2年内开展各类职业技能培训50万人次以上的要求，以期为制造强国、网络安全建设提供坚强技能人才保障
2020.09	国家发改委	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快高端装备制造产业补短板。重点支持工业机器人、建筑、医疗等特种机器人、高端仪器仪表、轨道交通装备、高档五轴数控机床、节能异步牵引电动机、高端医疗装备和制药装备。
2021.08	国资委	《国资委党委扩大会议》	针对工业母机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。
2022.09	财政部、税务总局	《关于加大支持科技创新税前扣除力度的公告》	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。
2022.09	工信部	“大力发展装备制造业”新闻发布会	做好工业母机行业顶层设计，统筹各项政策，积极推进专项接续，完善协同创新体系，突破关键核心技术，完善新型举国体制，突出企业创新主体地位推进新型工业化，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。实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程，支持专精特新企业发展，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展；在关系安全性发展的领域加快补齐短板，提升战略性资源供应保障能力。推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎
2022.10	中共中央办公厅	习近平在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告	打好关键核心技术攻坚战，提高大飞机、航空发动机及燃气轮机、船舶与海
2022.11	工业与信息化部、国	《关于巩固回升向好趋	打好关键核心技术攻坚战，提高大飞机、航空发动机及燃气轮机、船舶与海

日期	发布部门	政策名称	主要内容
	家改革发展委员会、 国务院国资委	势加力振作工业经济的 通知》	洋工程装备、高端数控机床等重大技术装备自主设计和系统集成能力
2022.12	中共中央国务院	《关于深化现代职业教 育体系建设改革的意见》	优先选择新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、高端仪器、航空航 天装备、船舶与海洋工程装备、先进轨道交通装备等重点行业和重点领域。 高质量推动关键核心技术攻关，加大对传统制造业改造，加大对战略新型产 业，也包括集成电路、工业母机等关键领域的科技投入，提升基础研究和应 用基础研究的能力
2023.02	国务院、国资委	新闻发布会	

来源：财政部，税务总局，中国政府网，国金证券研究所

最新税收补贴政策出炉，支持力度进一步加大。7月17日财政部与税务总局发布《关于工业母机企业增值税加计抵减政策的通知》，从23年1月1日到27年12月31日，对销售先进工业母机、关键功能部件、数控系统的企业，允许按当期可抵扣进项税额加计15%抵减企业应纳增值税税额，但企业需符合特定要求。

2) 投资帮扶：工业母机投资基金开始参与上市公司投资

- 中国通用技术集团原本就拥有机床研究院、齐二机床、哈量等公司，在2019年4月和12月分别对大连机床集团、沈阳机床集团实施重组，2021年5月还与天津市国资委签署深化战略合作备忘录，双方共同出资100亿元，深耕高档精密数控机床、关键功能部件及工业互联网服务等产业领域，机床已成为通用技术集团核心主业之一。
- 国家制造业转型升级基金2019年成立，已投资较多机床企业。2019年11月，中国中车发布公告与19名股东成立国家制造业转型升级基金股份有限公司（转型基金），注册资本1472亿元，主要围绕新材料、新一代信息技术、电力装备等领域的成长期、成熟期企业开展投资。2022年6月转型基金参与科德数控定增，拟认购1.5亿元。2021年11月投资日发精机3亿元。2021年10月投资创世纪5.94亿元。同时转型基金开始涉及机床产业链上游企业，战略入股苏州长城精工科技股份有限公司（原常熟长城轴承有限公司），有望加速机床产业链成熟。
- 两支中证机床ETF上市，加强机床产业链投资。华夏基金、国泰基金的两支中证机床ETF已经上市，为首次获批上市的机床领域基金产品。两支ETF均追踪中证机床指数，涉及机床整机及数控系统、主轴、切削工具等关键零部件的设计、制造和服务等领域的上市公司。
- 工业母机产业投资基金22年11月成立，注册资本150亿元，有望针对工业母机产业链进行更有针对性的投资帮扶。目前已参与了秦川机床定增，认购金额1亿元支持秦川机床发展。

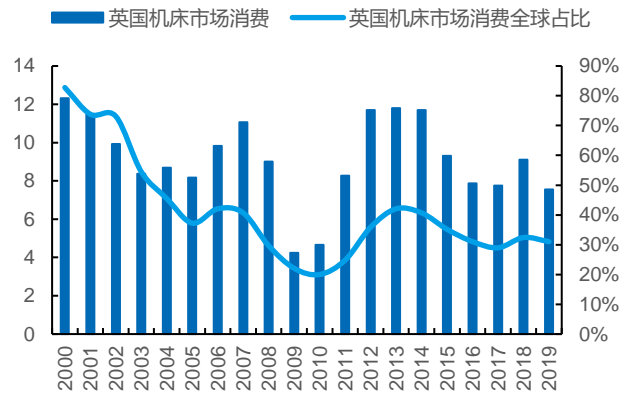
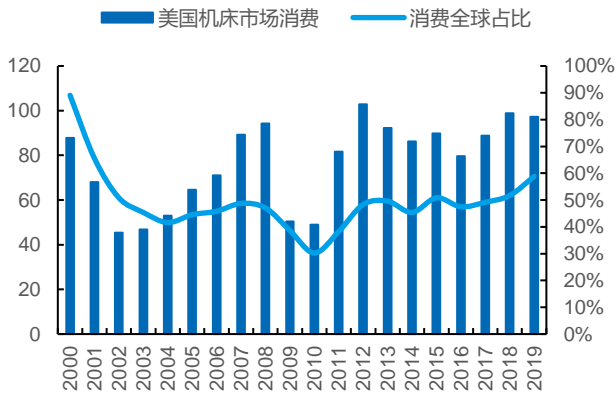
3.4 出口催化：跟随全球制造业迁移，出口将为机床行业公司成长重点，公司积极布局“走出去”

在2008年全球金融危机爆发后，全球制造业已开始新一轮转移，一方面发达国家从“去工业化”走向“再工业化”，推出一系列鼓励先进制造业发展的政策和措施，带动了部分高端制造业回流与机床消费额全球占比的提升。

从数据上看，从2008年开始，美国、英国机床消费额占全球比例开始回升，美国2000年占全球机床消费的17.62%，到2010年下降到仅占6.15%，到2019年占比已经回升至11.85%，数据的变化趋势也与美国签署《2009年美国复苏和再投资法案》、《美国制造业促进法案》等系列法案的“再工业化”战略相关。

图表31: 08年后美国机床市场消费额全球占比开始回升

图表32: 08年后英国机床市场消费额全球占比开始回升



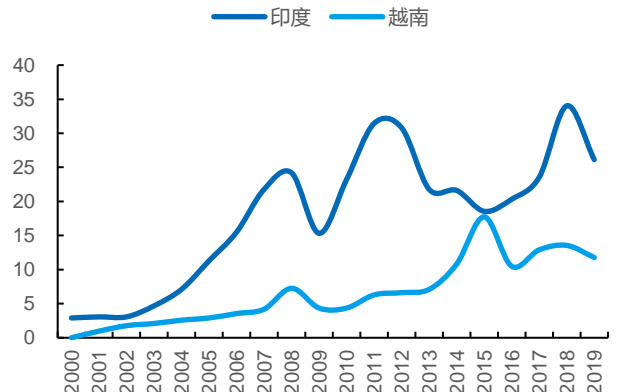
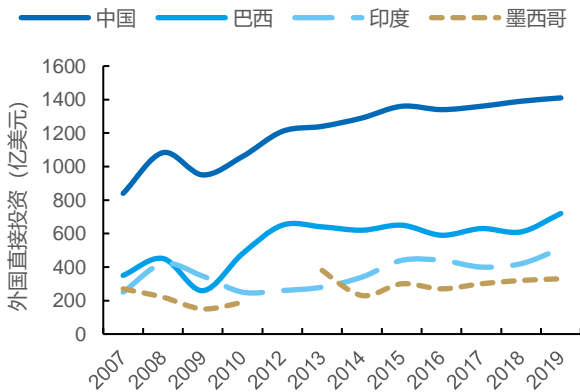
来源: 机床工具工业协会, 国金证券研究所

来源: 机床工具工业协会, 国金证券研究所

根据机床工具工业协会, 世界投资报告数据, 从2007年开始中国、印度等发展中国家吸收外国直接投资呈上升趋势, 后续中国增速逐渐下降, 印度则继续保持了较高增速。在外国直接投资的拉动下, 印度、越南等市场的机床工具市场消费额也快速增长, 全球占比呈上升趋势。

图表33: 除中国外, 巴西、印度等国家外国直接投资也呈增加趋势

图表34: 08年后中低端产业开始向越南、印度等市场转移, 带动了东南亚机床消费额占比的提升



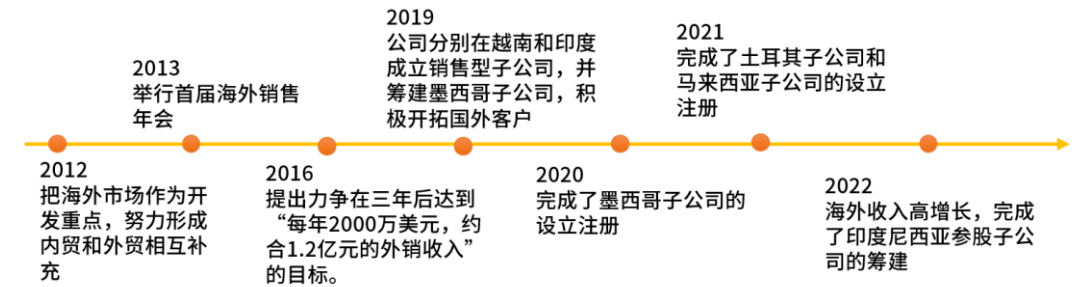
来源: 世界投资报告, 机床工具工业协会, 国金证券研究所

来源: 机床工具工业协会, 国金证券研究所

综上所述, 在全球制造业迁移的大背景下, 参与全球市场竞争的必要性持续提升, 把握机床出口市场带来的成长机会将成为未来衡量企业综合竞争力的重要标准。

公司在2012年就将海外市场作为市场开发的重点, 希望形成内贸和外贸的相互补充, 瞄准发展中国家新兴市场, 如金砖四国(包括巴西、俄罗斯、印度)、东南亚(马来西亚和越南)等地, 近年不断在海外新设子公司, 步步为营实现“走出去”。

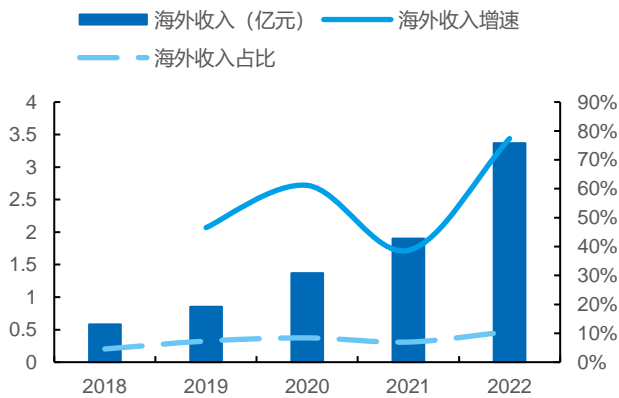
图表35: 公司步步为营向海外市场开拓



来源: 公司公告, 公司招股说明书, 《志存高远, 铸就中国海天之梦》, 国金证券研究所

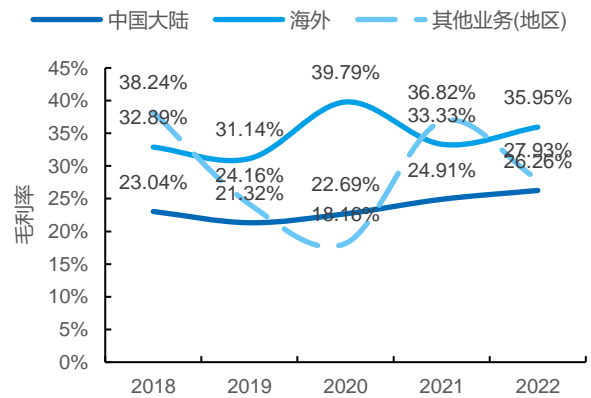
公司海外布局取得优异结果, 近年收入高增长, 收入占比从2018年的4.56%提升至22年10.61%。同时海外毛利率高于国内水平, 伴随未来海外收入占比进一步提升, 有望带动公司整体盈利能力提升。

图表36: 公司海外收入高增长, 占比持续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 公司海外业务毛利率高于国内



来源: Wind, 国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

盈利预测核心假设:

全年收入增速有望高于一季度增速, 24 年收入增速有望进一步提升: 根据中国机床工具工业协会数据, 1Q23 协会重点联系企业收入增速同比下降 1.1%, 1H23 收入增速同比增长 2.6%, 且增幅有逐月扩大趋势, 考虑当前稳增长政策出台有望助力经济复苏, 机床行业景气度也有望逐季度回暖, 公司全年收入增速有望高于一季度增速, 24 年收入增速有望进一步提升。汽车、航空航天等产业在过去几年里保持了较高景气度, 持续为机床产业提供增量设备需求, 但通用机械、模具等行业受宏观经济影响景气度较低, 机床的采购需求也较为低迷, 从下游来看稳增长政策支持下, 通用机械、模具等行业的机床需求有望开始边际回暖。

1) 数控龙门加工中心

收入增速: 21/22 年增速分别为 51.9%/29.81% 保持高增长, 后续公司有望在汽车、航空航天、风电等下游应用领域持续开拓市场, 保持高增速, 预计 23 至 25 年增速分别为 19.6%/28.75%/23.6%。

毛利率: 近年毛利率稳中有升, 后续伴随高端龙门加工中心提升(例如五轴龙门加工中心, 以科德数控五轴机床作为参考毛利率在 42%-43% 左右), 毛利率有进一步提升空间, 预计 23 至 25 年毛利率分别为 32%/32.5%/33%。

2) 数控卧式加工中心

收入增速: 21/22 年增速分别为 142.54%/-24.37%, 在 22 年行业景气度较低背景下出现了同比下降, 考虑后续机床行业景气有望回暖, 预计 23 至 25 年增速分别为 14.4%/23.6%/22.4%。

毛利率：近年毛利率的变化与收入规模正相关，考虑后续收入体量有望持续扩张，带动规模化效应释放，毛利率有望持续提升，预计 23 至 25 年毛利率分别为 35.5%/36%/36.5%。

3) 数控立式加工中心

收入增速：立式加工中心与龙门、卧式加工中心相比在应用上更偏通用，竞争上更加激烈，故行业景气度会对立式加工中心的销售造成较大影响，考虑 1H23 行业景气度依旧偏低，预计 23 年全年历史加工中心增速较低，后续伴随机床行业景气度回暖增速有望修复。预计 23 至 25 年收入增速分别为 11.45%/25%/15%。

毛利率：立式加工中心的下游应用相比龙门、卧式加工中心更偏向通用机械领域，一方面受行业景气度的扰动更大，一方面竞争更加激烈，我们预计公司规模化效应的释放带来边际成本下降有望抵消行业激烈竞争对毛利率造成的负面影响，23 至 25 年毛利率保持在 17% 左右。

4) 费用率

销售费用率：公司近年伴随收入规模扩张，销售费用率呈下降趋势，但疫情影响消除后差旅、参展等相关费用预计有所回升，预计 23 至 25 年销售费用率分别为 4.87%/4.88%/4.90%。

管理费用率：公司管理费用率较低，预计伴随收入规模扩张后续小幅下降，预计 23 至 25 年管理费用率分别为 1.28%/1.24%/1.22%。

研发费用率：预计公司持续加大研发投入，23 至 25 年研发费用率稳定在 3.7%。

5) 综上，预计公司 23 至 25 年分别实现归母净利润 6.01/7.64/9.37 亿元，对应当前 PE25X/20X/16X。

图表38：公司业务拆分预测

	年份	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
数控龙门加工中心	收入	9.21	13.99	18.16	22.66	29.18	36.07
	YoY	27.03%	51.90%	29.81%	24.80%	28.75%	23.60%
	毛利率	28.97%	30.03%	30.95%	32.00%	32.50%	33.00%
数控卧式加工中心	收入	1.81	4.39	3.32	3.80	4.89	6.04
	YoY	5.23%	142.54%	-24.37%	14.40%	28.75%	23.60%
	毛利率	34.04%	36.12%	35.06%	35.50%	36.00%	36.50%
数控立式加工中心	收入	3.82	7.12	8.36	8.98	11.23	12.91
	YoY	163.45%	86.39%	17.42%	7.47%	25.00%	15.00%
	毛利率	12.27%	12.25%	16.86%	17.00%	17.00%	17.00%
其他业务	收入	1.48	1.8	2.19	2.41	2.65	2.91
	YoY	20.33%	21.62%	21.62%	10%	10%	10%
	毛利率	11.29%	11.29%	20.05%	24.66%	25.00%	25.00%
合计	收入	16.32	27.3	32.03	37.85	47.95	57.94
	YoY	40.09%	67.28%	17.32%	18.19%	26.67%	20.83%
	毛利率	24.02%	25.71%	27.29%	28.18%	28.69%	29.28%

来源：Wind，国金证券研究所

选择纽威数控、科德数控、秦川机床、豪迈科技作为公司可比公司，可比公司 23 至 25 年估值中位数分别为 29X/22X/17X。考虑公司行业龙头地位，同时需求层面有望受景气度复苏、国产替代加速拉动，给与公司 24 年 25 倍 PE，对应目标价 36.59 元/股，首次覆盖给与“增持”评级。

图表39：公司可比公司估值

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
688697.SH	纽威数控	69	1.69	2.62	3.38	4.21	5.10	41	26	20	16	14
688305.SH	科德数控	78	0.73	0.60	1.13	1.76	2.45	107	129	69	44	32
000837.SZ	秦川机床	126	2.81	2.75	3.32	4.41	6.00	45	46	38	28	21

002595. SZ	豪迈科技	251	10.53	12.00	14.13	16.28	18.74	24	21	18	15	13
	中位数							43	36	29	22	17
601882. SH	海天精工	149	3.71	5.21	6.01	7.64	9.37	40	29	25	20	16

来源: Wind, 国金证券研究所; 可比公司中除秦川机床、科德数控外取自 Wind23 年 8 月 20 日一致预期

5.风险提示

机床行业景气度复苏不及预期: 我们结合协会重点联系企业营收、订单等数据叠加行业周期性判断机床行业景气度有望逐步走向复苏, 若复苏力度不及预期, 或对公司业绩造成不利影响。

股东减持: 23 年 5 月 26 日公司发布公告, 公司股东安信香港计划通过集中竞价交易方式减持公司股份不超过 1044 万股, 即不超过公司总股本的 2%。股东减持或对股价造成不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,632	2,730	3,177	3,686	4,615	5,562
增长率		67.3%	16.4%	16.0%	25.2%	20.5%
主营业务成本	-1,240	-2,028	-2,310	-2,647	-3,291	-3,933
%销售收入	76.0%	74.3%	72.7%	71.8%	71.3%	70.7%
毛利	392	702	868	1,039	1,324	1,628
%销售收入	24.0%	25.7%	27.3%	28.2%	28.7%	29.3%
营业税金及附加	-16	-16	-24	-26	-32	-39
%销售收入	1.0%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-98	-142	-152	-179	-224	-269
%销售收入	6.0%	5.2%	4.8%	4.9%	4.8%	4.8%
管理费用	-34	-33	-41	-47	-57	-67
%销售收入	2.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
研发费用	-70	-113	-118	-136	-171	-206
%销售收入	4.3%	4.2%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	174	398	532	650	841	1,048
%销售收入	10.6%	14.6%	16.7%	17.6%	18.2%	18.8%
财务费用	-4	4	33	11	19	32
%销售收入	0.2%	-0.2%	-1.0%	-0.3%	-0.4%	-0.6%
资产减值损失	-45	-32	-44	-42	-48	-59
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	6	13	7	10	10	10
%税前利润	4.0%	3.2%	1.2%	1.5%	1.2%	0.9%
营业利润	144	400	542	646	838	1,047
营业利润率	8.8%	14.7%	17.1%	17.5%	18.2%	18.8%
营业外收支	9	12	41	30	30	30
税前利润	152	412	583	676	868	1,077
利润率	9.3%	15.1%	18.3%	18.3%	18.8%	19.4%
所得税	-14	-41	-62	-74	-104	-140
所得税率	9.2%	10.0%	10.6%	11.0%	12.0%	13.0%
净利润	138	371	521	601	764	937
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	138	371	521	601	764	937
净利率	8.5%	13.6%	16.4%	16.3%	16.6%	16.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	138	371	521	601	764	937
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	127	113	122	117	132	148
非经营收益	6	-8	-28	11	-39	-41
营运资金变动	269	-38	-396	-157	18	24
经营活动现金净流	540	438	218	572	875	1,069
资本开支	-6	-36	-280	-19	-69	-69
投资	-105	-30	-228	0	0	0
其他	6	12	0	10	10	10
投资活动现金净流	-105	-54	-508	-9	-59	-59
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-72	-37	0
其他	-23	-127	-190	-249	-307	-375
筹资活动现金净流	-23	-127	-190	-321	-344	-375
现金净流量	406	253	-477	242	472	635

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	656	1,004	520	759	1,229	1,862
应收款项	586	822	971	940	1,156	1,368
存货	776	1,278	1,575	1,706	2,001	2,252
其他流动资产	304	242	571	565	567	568
流动资产	2,323	3,345	3,637	3,970	4,952	6,050
%总资产	78.1%	81.9%	80.4%	81.3%	84.2%	86.6%
长期投资	0	100	0	0	0	0
固定资产	538	499	585	667	691	709
%总资产	18.1%	12.2%	12.9%	13.7%	11.8%	10.1%
无形资产	73	70	236	229	222	215
非流动资产	652	740	886	911	927	937
%总资产	21.9%	18.1%	19.6%	18.7%	15.8%	13.4%
资产总计	2,975	4,084	4,523	4,881	5,879	6,988
短期借款	0	3	6	37	0	0
应付款项	624	1,205	1,049	1,190	1,452	1,682
其他流动负债	845	1,112	1,323	1,256	1,559	1,864
流动负债	1,470	2,320	2,378	2,483	3,012	3,546
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	106	119	159	58	69	81
负债	1,576	2,439	2,537	2,541	3,081	3,628
普通股股东权益	1,399	1,646	1,985	2,340	2,798	3,360
其中：股本	522	522	522	522	522	522
未分配利润	506	720	1,004	1,365	1,823	2,385
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,975	4,084	4,523	4,881	5,879	6,988

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.265	0.711	0.997	1.152	1.464	1.794
每股净资产	2.680	3.152	3.804	4.482	5.361	6.437
每股经营现金净流	1.035	0.839	0.418	1.095	1.676	2.047
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.461	0.585	0.718
回报率						
净资产收益率	9.88%	22.55%	26.22%	25.70%	27.30%	27.87%
总资产收益率	4.65%	9.09%	11.51%	12.32%	13.00%	13.40%
投入资本收益率	11.27%	21.77%	23.86%	24.35%	26.45%	27.13%
增长率						
主营业务收入增长率	40.12%	67.30%	16.37%	16.01%	25.21%	20.50%
EBIT 增长率	163.81%	129.37%	33.45%	22.29%	29.37%	24.56%
净利润增长率	80.17%	168.46%	40.31%	15.52%	27.03%	22.59%
总资产增长率	35.50%	37.30%	10.74%	7.91%	20.46%	18.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.6	27.4	31.0	35.0	34.0	33.0
存货周转天数	205.4	184.8	225.4	240.0	230.0	220.0
应付账款周转天数	85.8	88.2	90.6	88.0	85.0	80.0
固定资产周转天数	120.1	66.6	58.5	53.7	40.8	31.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.00%	-71.76%	-49.03%	-50.53%	-60.36%	-69.12%
EBIT 利息保障倍数	43.2	-93.7	-16.3	-56.6	-44.3	-33.0
资产负债率	52.97%	59.71%	56.10%	52.06%	52.41%	51.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806