

# 双重周期驱动，数控机床优质企业有望脱颖而出

2021年6月7日

增持 (首次)

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	736	997	1,387	1,773
同比 (%)	10.7%	35.5%	39.2%	27.8%
归母净利润 (百万元)	120	172	252	323
同比 (%)	42.6%	42.9%	46.5%	28.3%
每股收益 (元/股)	0.91	1.30	1.91	2.45
P/E (倍)	42	30	20	16

## 投资要点

### 国内数控机床领军企业，正处于较快成长阶段

公司以装备部件起家，逐步成长为国内数控机床领军企业；目前在机床产品向中高端升级的同时，大力拓展以机床为主要单元的智能自动化生产线业务，致力于成为一体化的解决方案提供商。2015-2020年在机床行业波动式下行的周期，公司营收复合增速达17.76%，归母净利润复合增速达21.67%，仍保持较快增长。2021Q1实现营收和归母净利润分别为2.32亿元、0.35亿元，分别同比+138%、163%，显著受益于机床行业回暖。

### 机床行业十年周期拐点已至，民营企业崛起在即

从产品结构来看，我国机床行业大而不强，高端领域亟待突破。一方面我国机床产业年产值达千亿规模，是全球最大市场；而另一方面，我国机床行业正处于向中高档数控机床国产化的转型阶段。

从竞争格局来看，外资、国有、民营企业三分天下。实力雄厚的外资企业占据高档市场，具备一定技术实力和知名度的民营企业和国企占据中高端市场，技术含量较低、规模较小的众多民营企业占据低端市场。

双重周期驱动，机床行业迎来黄金发展期。1) 小周期制造业回暖：自2020H2以来，制造业持续复苏，而机床作为最典型的通用设备，显著受益，目前行业整体呈现产销两旺趋势。2) 大周期十年更新需求：机床十年周期拐点已至，未来四年每年更新需求有望达千亿级别。而国产品牌已跻身前列，有望在这一轮周期中脱颖而出，规模效应下龙头业绩弹性可期。

### 高盈利+广渠道+扩产能，国盛智科有望脱颖而出

公司盈利水平高于行业均值。得益于公司全产业链发展，2015-2021Q1年公司综合毛利率均维持28%以上，高于行业平均水平。未来随着公司产品结构向高档数控机床转移，毛利率有望进一步提升。

客户粘性高+销售渠道扩展，外部环境加成优势不可低估。1) 公司凭借其优质的产品与服务与业内龙头保持长期稳定合作关系，客户粘性较高。2) 采取经销为主，直销为辅的销售模式，目前销售体系逐步向全国拓展，能更好满足下游终端用户地区分散的经营特点。

我们认为在当前行业周期上行的拐点，公司有望凭借其优异的产品性能、更加健全的经销网络、更强的盈利能力，进一步扩张自身的份额和规模；一旦募投项目解决其产能瓶颈，公司业绩有望快速兑现。同时高研发投入下，公司产品有望逐步渗透长期由外资占领的中高档数控机床市场。

### 盈利预测

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为1.72/2.52/3.23亿元，当前股价对应动态PE分别为30/20/16倍。公司目前处在快速发展期，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业景气度不及预期、毛利率下滑、核心部件依赖外采风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	38.52
一年最低/最高价	25.55/40.38
市净率(倍)	4.26
流通 A 股市值(百万元)	1,207.60

## 基础数据

每股净资产(元)	9.64
资产负债率(%)	20.26
总股本(百万股)	132.00
流通 A 股(百万股)	31.35

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 国产数控机床龙头，顺周期业绩加速释放</b> .....	<b>5</b>
1.1. 公司十年磨剑突入中高档数控机床领域.....	5
1.2. 以数控机床为主导，产业链纵深化发展.....	7
1.3. 业绩保持稳步增长，毛利率水平维持较高水准.....	9
<b>2. 数控机床：周期拐点已至，民营企业有望实现高端领域国产化</b> .....	<b>11</b>
2.1. 机床行业“大而不强”，高端领域亟待突破 .....	12
2.2. 三分天下，内资企业崛起进行时 .....	15
2.3. 双重驱动，机床行业迎来黄金发展期.....	17
<b>3. 高盈利+广渠道+大产能，多重优势助飞数控机床龙头</b> .....	<b>21</b>
3.1. 公司毛利率水平高，盈利能力不断增强 .....	21
3.2. 客户粘性高+销售渠道扩展，外部环境加成优势不可低估.....	23
3.2.1 下游客户粘性高，客户服务优质到位.....	23
3.2.2 经销为主直销为辅，销售体系全国拓展.....	24
3.3. 募投突破产能瓶颈，有望切入更广阔下游.....	25
<b>4. 盈利预测与估值分析</b> .....	<b>26</b>
4.1. 盈利预测与投资建议.....	26
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 国盛智科发展历程.....	5	图
图 2: 截至目前, 公司前两大股东潘卫国先生与卫小虎先生合计持有 62.96% 的股份 .....	6	图
图 3: 2020 年公司数控机床业务收入占比达 64.86%.....	7	图
图 4: 2020 年高档数控机床占比 51.56%.....	8	图
图 5: 2015-2020 年公司营收 CAGR17.76%.....	9	图
图 6: 2015-2020 年公司归母净利润 CAGR21.67%.....	9	图
图 7: 毛利率与净利率水平稳中有升.....	10	图
图 8: 期间费用控制能力较强.....	10	图
图 9: 公司研发投入略高于行业平均.....	11	图
图 10: 中国历年机床生产值和消费值.....	12	图
图 11: 2019 年全球机床消费额及占比 (单位: 亿美元) .....	12	图
图 12: 2019 年全球机床生产额及占比 (单位: 亿美元) .....	12	图
图 13: 我国数控机床行业处于从低端数控国产化向中高档数控国产化转型的过程 .....	13	图
图 14: 2019 年我国机床严重贸易逆差.....	13	图
图 15: 高档数控机床国产化率仅为 6%.....	13	图
图 16: 国产机床出口价格远远低于进口价格.....	14	图
图 17: 机床工作原理.....	15	图
图 18: 机床的成本构成 单位: %.....	15	图
图 19: 当前行业整体呈现三分天下之势 单位: %.....	16	图
图 20: PMI 指数连续 15 个月维持在荣枯线以上.....	17	图
图 21: 2021 年 1-4 月工业企业利润累积同比+106% .....	17	图
图 22: 2020Q3 以来工业产能利用率维持高位.....	17	图
图 23: 2020 年 3 月以来制造业固定资产投资开始恢复性增长.....	17	图
图 24: 2021 年 3 月日本对华机床订单金额同比+231% .....	18	图
图 25: 2021 年 4 月金属切削机床产量 6 万台, 同比+37.2% .....	18	图
图 26: 2021Q1 数控系统的销量达 13.7 万套, 同比+197%, 环比+16%.....	18	图
图 27: 2021Q1 配套车床的数控系统销量增长最快, 立加维持高位, 钻攻中心有所回落 (单位: 套) .....	19	图
图 28: 2010-2012 年机床需求较大, 意味着 2020 年即将进入更新高峰 .....	19	图
图 29: 2019 年国内数控金属切削机床竞争格局.....	20	图
图 30: 2020 年国内数控金属切削机床竞争格局.....	20	图
图 31: 综合毛利率与分业务毛利率变动.....	21	图
图 32: 数控机床业务毛利率领先行业平均水平.....	21	图
图 33: 一般经销模式.....	24	图
图 34: 公司经销模式.....	24	图
图 35: 产销率和产能利用率常年处于高位.....	25	图
图 36: 数控机床终端客户主要集中于机械设备、模具和汽车行业 (2019 年) .....	26	图
表 1: 全资子公司助力公司发展.....	6	表
表 2: 公司高档数控机床产品及典型应用.....	8	表

表 4: 数控机床关键零部件供给结构.....	15	表
表 4: 国产数控金属切削机床市场规模测算.....	20	表
表 5: 公司铸件与钣金全部外购后数控机床毛利率变化.....	22	表
表 6: 大型龙门加工中心核心技术指标对比.....	22	表
表 7: 公司分产品主要客户情况.....	23	表
表 8: 经销模式具体对比情况.....	24	表
表 9: 2019 公司前 5 大区域经销商情况.....	25	表
表 10: 公司 IPO 募投项目介绍.....	26	表
表 11: 不考虑规模效应, 我们测算 2021 年至今原材料价格上涨对应公司毛利率压力 0.66pct (单位: 亿元) .....	27	表
表 12: 公司分业务收入预测 (亿元) .....	28	表
表 13: 可比公司估值 (2021 年 6 月 7 日) .....	28	表

## 1. 国产数控机床龙头，顺周期业绩加速释放

### 1.1. 公司十年磨剑突入中高档数控机床领域

公司是国内先进的高档数控机床，智能自动化生产线以及装备部件提供商。国盛智科成立于 1999 年，主营业务为高档数控机床、智能自动化生产线及装备部件，其中数控机床为绝对核心。公司主要下游涉及精密模具、工程机械、石油化工、新能源等诸多领域。

公司发展历程主要分为三个阶段。第一阶段：装备部件供应商（1999 年-2010 年）公司经营早期，主要根据国内外数控机床厂商和加拿大赫斯基、德玛吉森精机等高端机械制造商的定制化需求，进行精密钣焊件、铸件等装备部件的研发和生产，后逐步发展至机床本体制造。第二阶段：品牌厂商制造商（2011 年-2015 年）公司历经十年机床本体制造，不断积累技术和经验，产品逐渐由机床本体向数控机床过渡，成功创立了颇具市场影响力的自主品牌。第三阶段：解决方案提供商（2016 年至今）公司在生产标准定制化产品的同时，推行“交钥匙”的顾问式服务，成为智能制造一体化解决方案的提供商。公司产品的应用领域不断精细化，下游客户不断多元化，目前已经涵盖精密模具、工程机械、汽车、工业阀门、石油化工、新能源等国民经济发展的主要行业和前沿领域。

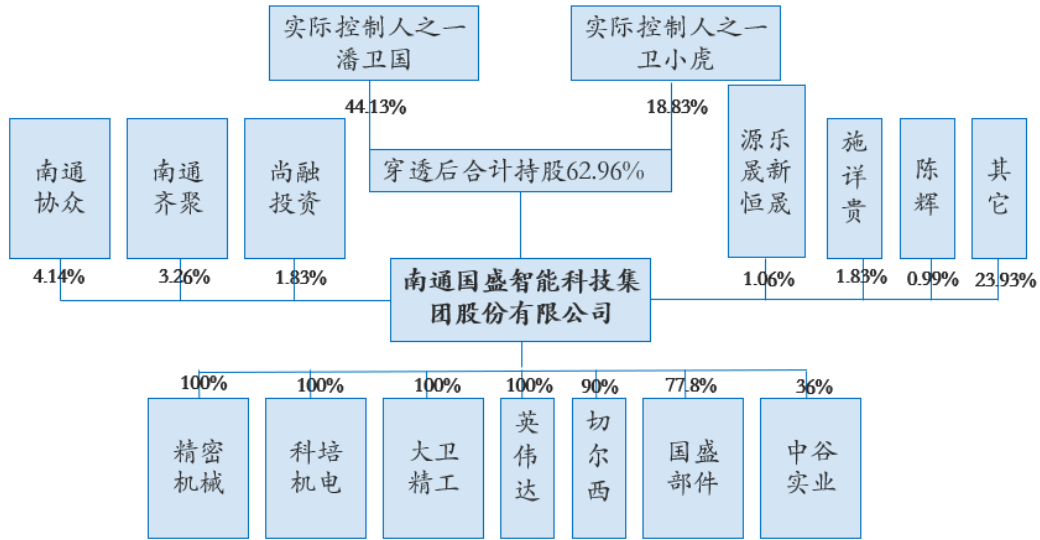
图 1：国盛智科发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

公司股权集中决策效率较高，大股东冲突风险小。公司前两大股东分别为潘卫国先生（实际控制人兼董事长）、卫小虎先生，其双方为父子关系。截至目前，两人合计持有公司共 62.96% 的股份，为公司共同控股股东和实际控制人，股权结构稳定，经营风险较小。

图 2: 截至目前, 公司前两大股东潘卫国先生与卫小虎先生合计持有 62.96% 的股份



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**全资子公司多维布局, 助力公司发展。**公司目前有 4 家全资子公司, 其中精密机械主要从事精密钣焊件的生产, 主要为公司的数控机床及智能自动化生产线配套提供精密钣焊件等装备部件; 大卫精工主攻高端卧加与中大型卧镗的研发与制造, 有助于公司推进金属切削数控机床向智能化、复合化、自动化发展, 丰富公司数控机床的产品类别; 英伟达在金属加工机械及设备的设计、制造、销售、技术咨询、维修服务等方面具有丰富经验, 能够有效提升公司一体化解决方案的服务能级; 科培机电主要从事机电工业类产品的销售与贸易, 助力公司的进出口业务。

表 1: 全资子公司助力公司发展

公司名称	设立时间	经营范围
精密机械	2010 年	为母公司的数控机床及智能自动化生产线配套提供精密钣焊件等部件; 向母公司销售焊接件产品, 由母公司对外销售获取收入
大卫精工	2013 年	主攻高端卧加与中大型卧镗的研发与制造, 有助于公司推进金属切削数控机床向智能化、复合化、自动化发展, 丰富公司数控机床的产品类别
英伟达	2016 年	在金属加工机械及设备的设计、制造、销售、技术咨询、维修服务等方面具有丰富经验, 能够有效提升公司一体化解决方案的服务能级
科培机电	2008 年	主要从事机电工业类产品的销售与贸易, 助力公司的进出口业务

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

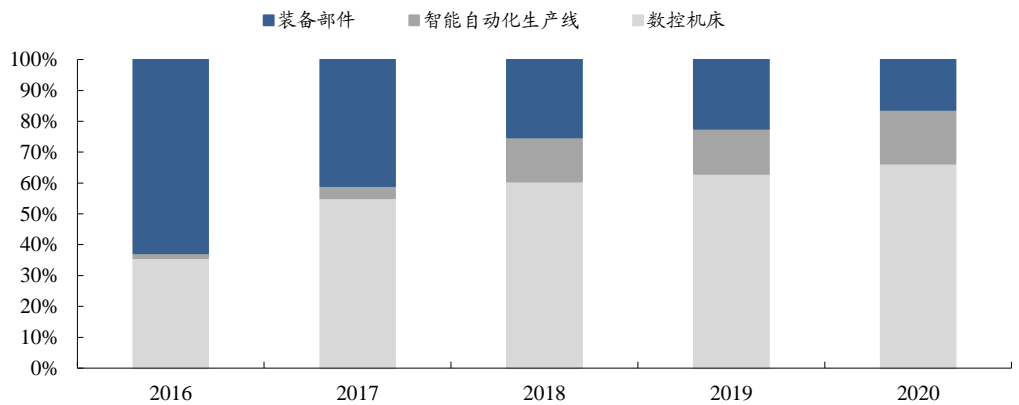
## 1.2. 以数控机床为主导，产业链纵深化发展

公司逐步形成以装备部件为支撑，中高端机床为主导，智能自动化生产线为延伸的三大业务，产业链向纵深化发展。

**数控机床业务为公司营收主要来源。**2017-2020 年公司数控机床业务收入占比从 55% 提升至 65%，收入占比逐年提高。公司数控机床业务实现高速增长，主要得益于内修+外助。一方面，公司勤于修身：公司从 2011 年开始布局数控机床业务，积累超过 10 年的机床本体生产经验，目前已经成为国内技术领先的中高档数控机床生产商。此外公司在供应链，营销渠道和员工培养等方面也颇具匠心，齐头并进剑指国内龙头。另一方面，借助外力推动：2020 年下半年开始，受模具、工程机械等下游行业恢复性拉动，机床行业景气度快速回升。此外，国家提出推动制造业高质量发展目标，受政府帮扶政策影响，公司 2020 年 1-10 月共计获得政府补助款 1051.19 万元。

**装备部件为公司支撑业务。**装备部件主要包括定制化机床本体、精密钣焊件、铸件等，是智能制造装备产品的重要基础。2016-2020 年公司装备部件业务收入占比不断下降，主要系公司战略性收缩装备部件业务所致。公司在满足自身装备部件配套需求外，仅保持少量外销，以及时跟进高端装备部件生产的新技术、新工艺，并应用于自身数控机床等产品的研发、生产过程。**智能自动化生产线业务为公司未来增长点。**智能自动化生产线业务主要包括智能单元和成套生产线，在制造业高度智能化、复合化、成套化的大趋势下，有望成为公司未来新增长点。

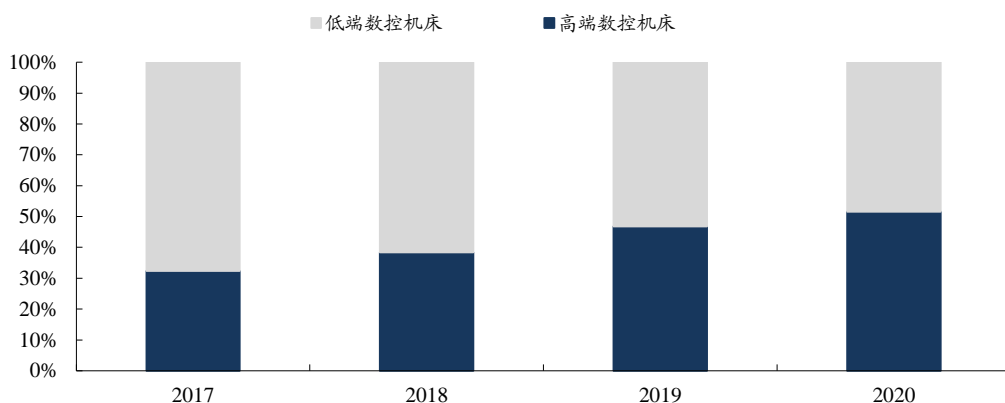
图 3：2020 年公司数控机床业务收入占比达 64.86%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**公司高档产品频频取得突破，高档数控机床占比不断提升。**公司近年来致力于高档数控机床的研发，成功研制出五轴联动龙门加工中心、精密卧式加工中心等高档产品，2017-2020 年公司高档数控机床收入占比从 32.39% 提升至 51.56%。随着下游产业的不断升级发展，市场对机床加工精度和稳定性等要求越来越高，高档数控机床逐渐成为未来市场主流，我们判断随着公司高档数控机床产品性能不断提升，其收入占比仍将持续提升。

图 4：2020 年高档数控机床占比 51.56%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：公司高档数控机床产品及典型应用

产品	示意图	技术特点	典型应用
五轴联动立式加工中心		解决小型复杂零件多方位多角度加工，有效减少工序复杂问题，在该设备上可一次装夹，完成全部加工，针对特定复杂曲面还能够进行五轴联动加工	小型精密模具、叶轮、叶片、生物医药、复杂刀具制造
五轴联动龙门加工中心		解决大中型复杂零件多方位多角度加工，有效减少工序复杂问题，在该设备上可一次装夹，完成全部加工，针对特定复杂曲面还能够进行五轴联动加工	航空航天、轨道交通、新能源装备、机械制造、工程机械、军工等
高速高精数控加工中心		解决小型复杂零件加工工序复杂的问题，具备较高的主轴转速和加速度，实现高速、高效、高精加工	模具、军工、新能源、信息技术、航空小零件等领域
精密卧式加工中心		机床整体结构紧凑、热变形小、刚性高、精度高，能够解决中小型箱体结构零件的精密加工，同时通过特定的结构，控制设备热误差，保证批量工件加工的一致性	主要服务于航空小零件，汽车发动机、风电、汽轮机能源装备
卧式镗铣加工中心		解决大型箱体、阀门类零件的精密加工，在设备上一次装夹，实现四周加工，提高效率。同时配合 W 轴实现深腔加工	航空航天，汽车零部件，风电，油田装备，自动化装备制造等领域
大型复杂龙门加工中心		可解决超大型箱体、阀门类零件的精密加工，在设备上一次装夹，实现四周加工，提高效率	航空大飞机、轨道交通、新能源装备及工程机械等高端装备制造领域



五面体龙门加工中心



可解决大型箱体、阀门类零件的精密加工，在设备上一次装夹，完成除底面外，其余五个正交面的加工，提高效率

航空大飞机、轨道交通、新能源装备及工程机械等高端装备制造领域

车铣复合数控机床



一体铸造成型床身，拥有较大的防震阻尼和较小的变形量，为主轴箱、刀塔提供了高刚性结构基础，可一次完成车削、铣削、打孔。

生物医药、航空航天、汽车高端部件领域

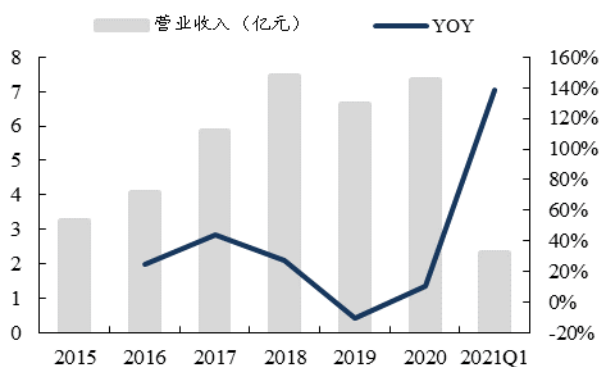
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 1.3. 业绩保持稳步增长，毛利率水平维持较高水准

机床规模化生产+核心订单稳定，公司业绩持续增长，2015-2020 年收入复合增速达 17.76%，归母净利润复合增速达 21.67%。

2015-2020 年公司营业收入由 3.25 亿元增长至 7.36 亿元，除 2019 年业绩略有下滑外均保持稳步增长。2019 年业绩下滑原因系数控机床最大下游汽车制造业景气度下降。2020 年公司营业收入 7.36 亿元，同比+10.68%；归母净利润 1.20 亿元，同比+42.65%。2021Q1 营业收入 2.32 亿元，同比+138.43%；归母净利润 0.35 亿元，同比+163.43%。公司 2020 年及 2021Q1 营业收入及盈利能力实现较高增长主要得益于：①2020H1 虽受疫情影响严重，但 2020H2 以来制造业景气度逐渐恢复，拉动机床行业订单快速增长；②公司生产线自动化代替人工趋势明显，费用控制情况逐步改善；③高研发投入保证产品市场地位，毛利率水平不断提高。

图 5：2015-2020 年公司营收 CAGR17.76%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2015-2020 年公司归母净利润 CAGR21.67%

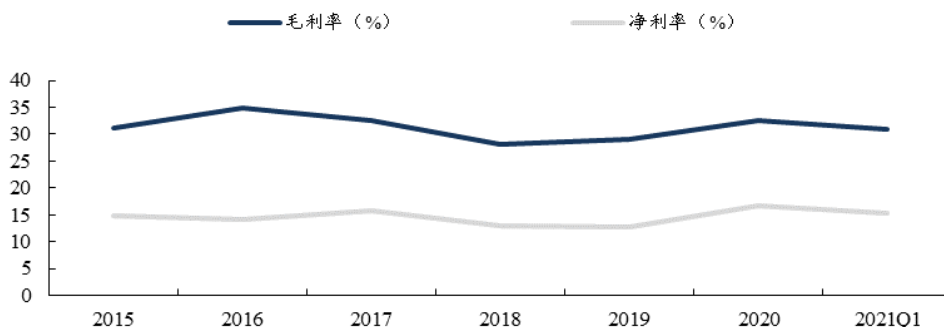


数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率和净利率维持较高水平。2015-2020 年，公司毛利率由 31.16%波动上升至 32.60%，净利率由 14.78%波动上升至 16.57%，其中 2018-2019 年毛利率水平下滑严重主要系机床行业整体需求萎靡，中低端市场价格竞争激烈导致行业整体毛利率下降。

2021Q1 公司毛利率与净利率小幅下滑至 30.84%和 15.23%，环比分别降低 8.86pct 和 1.79pct，主要系公司战略性收缩毛利率较高的装备部件业务，会计准则变动导致运输费用冲减成本双重因素所致。整体来看，公司依靠高技术、强品牌、好服务，始终保持有竞争力的毛利率和净利率水平。

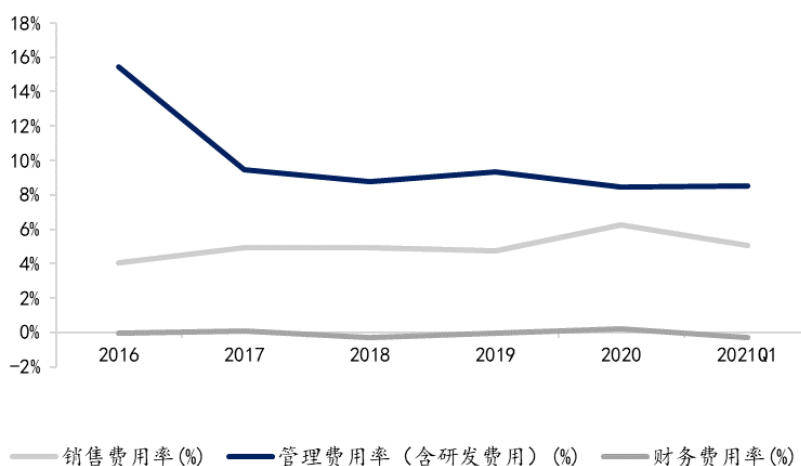
图 7: 毛利率与净利率水平稳中有升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**公司期间费用控制能力较好。**①销售费用率: 2015-2021Q1 年公司销售费用率始终维持在 5%左右水平, 主要系公司在行业内处于领先地位, 客户认可度较高, 销售渠道稳定。2020 年随着公司销售战略的转移, 公司经销体系向全国扩展, 销售费用率上升至 6.25%。②管理费用率: 2015-2021Q1 年随着研发费用的逐年升高, 公司管理费用占比始终维持高位, 但 2020 年在公司研发费用同比上升 0.29pct 的情况下, 管理费用率反而下降 0.85pct, 可见公司经营管理状况进一步得到改善。③财务费用率: 公司财务费用率接近于 0, 主要系公司合理运用金融工具取得利息收入从而冲抵财务支出所致。

图 8: 期间费用控制能力较强

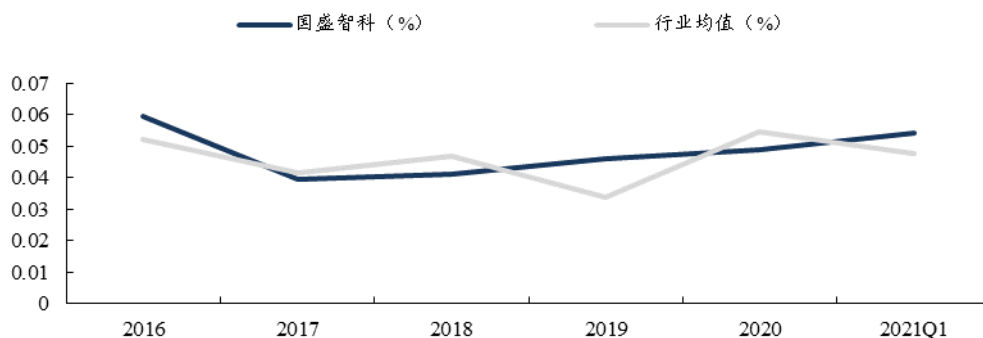


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司连续 5 年研发投入占比略高于行业可比平均。公司重视研发创新工作, 2020 年

实现研发支出 0.36 亿元，占营业收入的 4.89%，同比+0.29pct。从趋势来看，2016-2021Q1 年公司在营业收入大幅增加的同时，研发支出比例稳定在 5%左右，始终保持行业内较高水准。截止 2020 年，公司累计已拥有发明专利 31 项，实用新型专利 141 项，外观设计专利 63 项。

图 9：公司研发投入略高于行业平均



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**南通协众、南通齐聚作为公司员工持股平台，股权激励稳定军心。**公司重视技术型人才，截至 2020 年，公司共有研发人员 143 人，占总体人员比例 18.38%。2016 年，公司新增股东南通协众投资管理中心、南通齐聚投资管理中心公司作为员工持股平台，截止 2021 年 6 月 1 日，分别持有公司 4.14%、3.26%的股份。目前绝大部分技术骨干均通过员工持股平台持有公司股份，以此鼓励研发人员大力推进新技术、新项目研发工作。

## 2. 数控机床：周期拐点已至，民营企业有望实现高端领域国产化

公司主营业务主要分为三部分：数控机床、智能自动化生产线和装备部件。数控机床是绝对核心，智能自动化生产线业务和装备部件业务为辅助。

**智能自动化生产线业务：**占据智能自动化生产线 50%以上营收的 PET 瓶胚自动化生产线智能单元业务，因其毛利率过低目前已经停产，今后公司将着重发展生产线数控机床单元和焊接生产线智能单元。我们预计未来 3 年内公司智能自动化生产线业务将迎来短暂收缩，机床自动化与焊接自动化业务增速虽快但受基数较小影响，营收贡献能力有限。

**装备部件业务：**公司装备部件业务包括定制化机床本体，精密钣焊件和铸件。装备

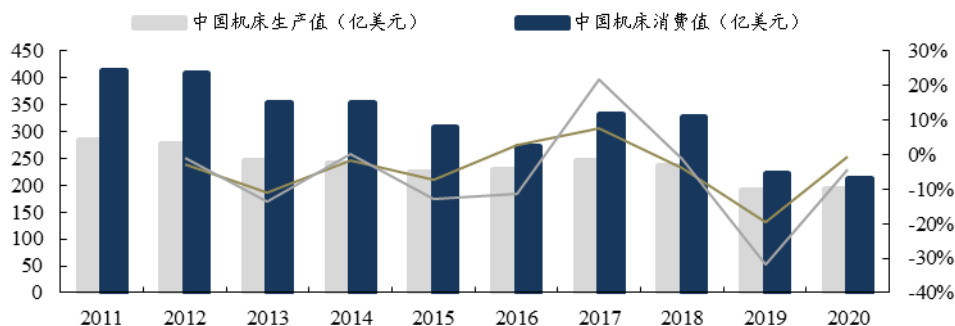
部件业务方面，公司暂无扩产计划，保持原有产量不变。公司装备部件业务的发展策略是大部分自给，少量外销，且外销的主要目的是在给国际大型机械厂商配套的同时，掌握国际先进的材料配方技术。

综合以上信息，本文着重分析公司的核心业务领域——数控机床。

## 2.1. 机床行业“大而不强”，高端领域亟待突破

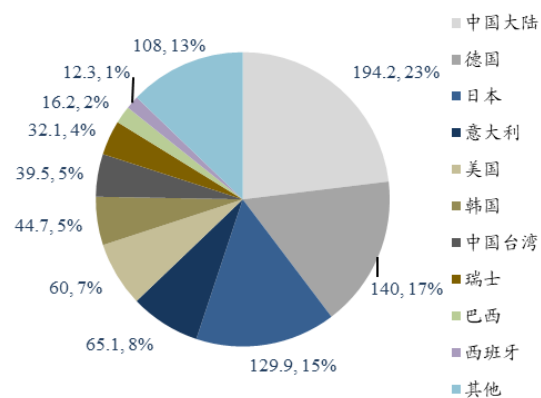
国内机床产业年产值达千亿规模，是全球最大市场。根据 Gardner 公司对世界机床行业统计调查数据，2019 年全球机床消费为 821 亿美元，其中，中国机床消费为 223 亿美元，全球占比为 27.2%；生产端与消费端类似，2019 年全球机床产值为 842 亿美元，其中，中国作为世界第一大机床生产国，2019 年产值约为 194 亿美元，全球占比为 23.1%。

图 10: 中国历年机床生产值和消费值



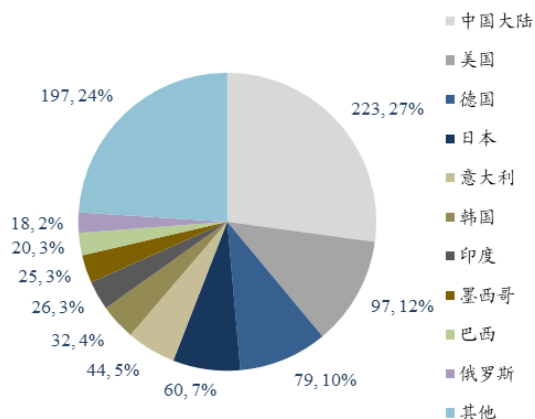
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 11: 2019 年全球机床消费额及占比 (单位: 亿美元)



数据来源：Gardner Research，东吴证券研究所

图 12: 2019 年全球机床生产额及占比 (单位: 亿美元)

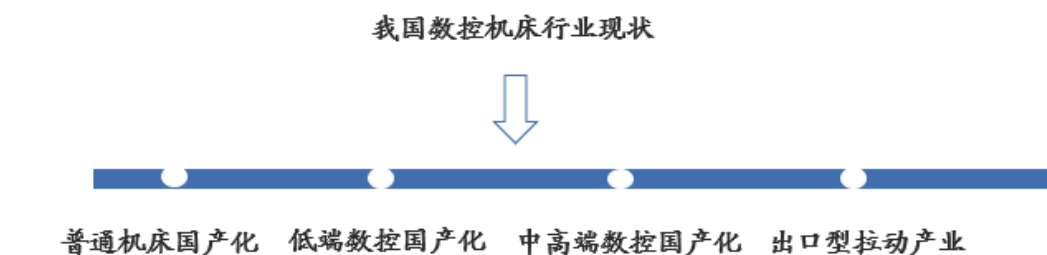


数据来源：Gardner Research，东吴证券研究所

虽然我国是全球最大的机床市场，但从三个维度来看，当前“大而不强”特征明显：

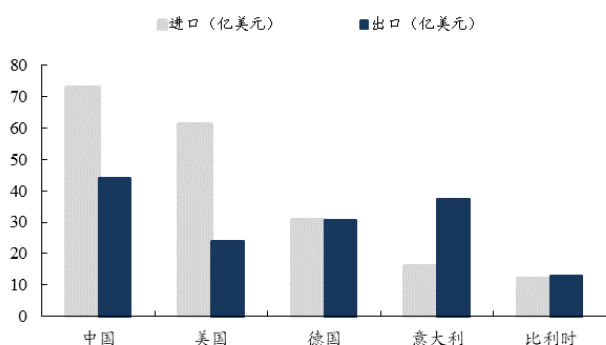
1) 从发展阶段来看，我国机床行业基本完成普通机床向低端数控机床国产化的转变，正处于由低端数控机床国产化向高档数控机床国产化的转型阶段，高档机床仍存在大量进口需求。根据中国机床工具工业协会统计，2020年，中国机床进出口贸易逆差为19.5亿美元，虽然较2019年的28.7亿美元有所收窄，但是仍然是个不小的数目，进口量占消费量的28.02%。究其根本，主要系高档数控机床尚不能实现国产化，较大程度依靠进口。根据前瞻产业研究院发布的《2019年中国数控机床行业竞争格局及发展前景分析》，2018年，我国低档数控机床国产化率约82%，中档65%，高档仅6%，高档数控机床几乎完全依靠进口。

图 13: 我国数控机床行业处于从低端数控国产化向中高档数控国产化转型的过程



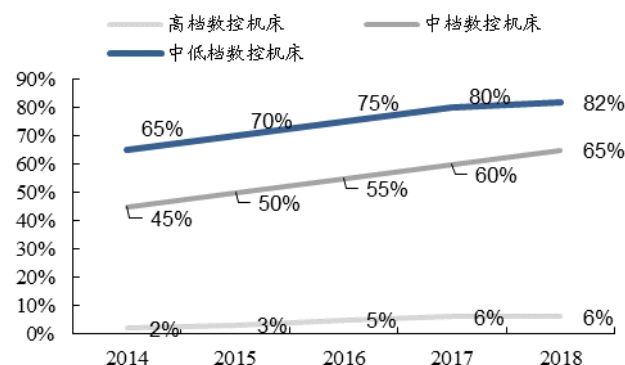
数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 14: 2019 年我国机床严重贸易逆差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15: 高档数控机床国产化率仅为 6%



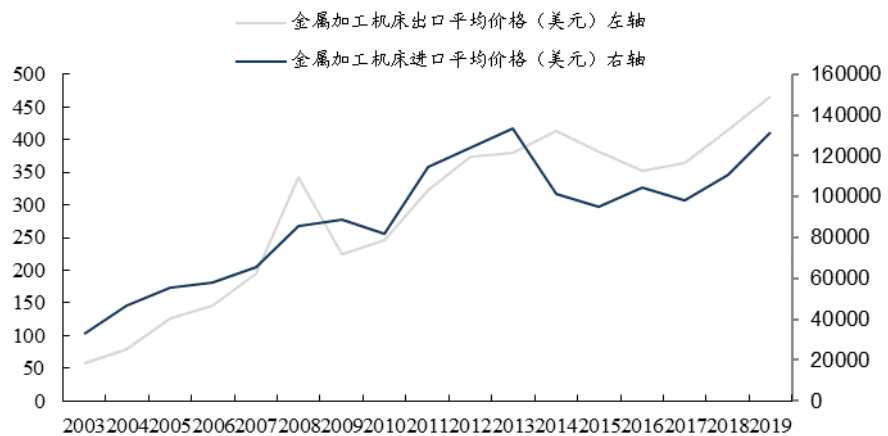
数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

2) 从高档机床占比来看，我们预计高档机床约占国内机床市场的 10-15%左右。根据中国制造 2025《重点领域技术路线图（2015 年版）》中的定义，高档数控机床是指具

有高速、精密、智能、复合、多轴联动、网络通信等功能的数控机床。根据《高档数控机床和机器人》(杨正泽、李向东编著),将采用半闭环的直流伺服系统及交流伺服系统的数控机床划分为高档;将 2-4 轴或 3-5 轴以上的数控机床划分为高档;将具有通信和联网功能的数控机床划分为高档;将具有三维图形显示功能的数控机床划分为高档。通过调研以及相关测算,我们判断目前中国机床行业存量市场中 55-60%左右的机床为低档机床;25-30%的机床为中档机床;高档机床占比仅为 10-15%左右,机床行业“大而不强”特征凸显。

3)从机床附加价值来看,国内机床较多为劳动密集型产品。根据海关总署的统计,2020 年以来机床的进口均价在 6.3-9.6 万美元/台,与此形成鲜明对比的是出口均价仅仅 246-366 美元/台,价格相差甚远。国产机床价值附加量不高,出口产品也较多为劳动密集型产品。

图 16: 国产机床出口价格远远低于进口价格



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 进出口平均价格口径均包括金属加工机床与机床工具。

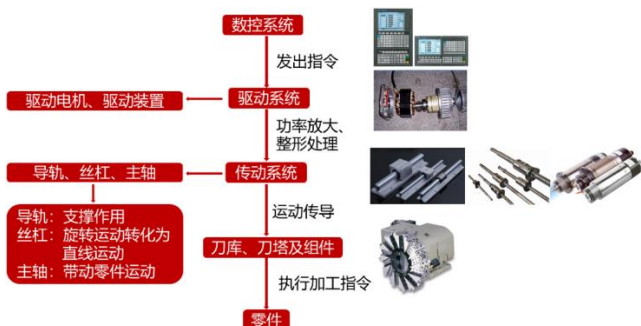
我国机床行业“大而不强,高档产品过度依赖进口”,根本原因系国内企业与海外龙头在数控系统设计以及工业基础件精度设计方面存在一定技术差距。

数控机床的功能部件主要包括数控系统、主轴、电机、驱动、丝杠、导轨、刀库、摆头和转台等,这些都是数控机床的单元技术载体,决定了数控机床整机性能水平的高低。我国功能部件行业虽已形成一定的生产规模,但仅能满足中低档数控机床的配套需要,国产高档数控机床采用的功能部件仍严重依赖进口,价格昂贵、交货期长,使得国产高档数控机床价格居高不下,严重影响了其市场竞争力。

其中,数控系统是数控机床的“大脑”,是决定机床性能、功能、可靠性的关键因素,一般占数控机床成本 20%左右。全球和国内市场份额主要集中在日本发那科和德国西门子这两家龙头企业。根据中国机床工具工业协会的数据,国内高档数控系统自给率

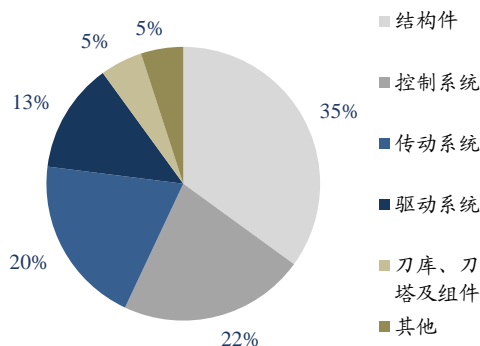
不到 10%，约 90%的数控系统依赖进口，其中从日本进口最多，约占总数量的 1/3，国产高档数控系统加起来不到 30%。

图17: 机床工作原理



数据来源：2016年海天精工招股说明书，东吴证券研究所

图18: 机床的成本构成 单位：%



数据来源：2016年海天精工招股说明书，东吴证券研究所

注：机床零部件成本占比参照海天数控机床原材料成本构成

表 3: 数控机床关键零部件供给结构

	进口情况	国产情况	对比分析
数控系统	FANUC, 西门子, 三菱, 海德汉等	华中数控, 大连光洋	国产数控系统在高精度, 高速等性能方面与国际先进水平尚存在较大差距。国产高档数控系统加起来不到 30%。
主轴	德国 Kessler, 瑞士 FISCHER, 瑞士 MCT, 瑞士 IBAG, 英国西风, 英国 ABL	昊志机电, 轴研科技, 科隆电机, 阳光精机等	具备一定生产能力, 技术仍需迭代提升
丝杠	日本 THK, 德国 Rexroth 等	汉江机床, 江门凯特等	产品技术水平有待提升
刀具	瑞典山特维克, 美国肯纳, 日本京瓷等	株洲钻石, 厦门金鹭, 华锐精密, 欧科亿等	部分国产刀具已经达到日韩、欧美水平

数据来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

## 2.2. 三分天下，内资企业崛起进行时

我国机床行业市场化程度较高，但产业集中度不高，基本处于充分竞争状态。目前行业整体呈现出外资企业、国有企业、民营企业、三分天下之势。

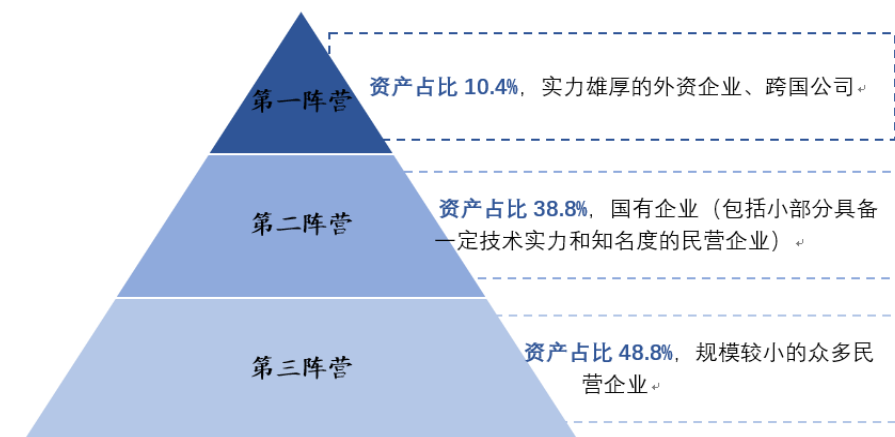
**第一阵营：实力雄厚的外资企业、跨国公司。**目前，全球排名前十位的机床企业中，大多数直接在中国投资或者合资建厂。汽车行业、模具行业、航天航空等行业是高档数控机床的消费主力，这部分市场基本被外资企业垄断。基于其规模及技术领导力，其在国内市场竞争中仍然处于第一阵营。

**第二阵营：国有企业和具备一定技术实力和知名度的民营企业。**国营企业“十八罗汉”曾为我国机床工业体系的建立做出了很大贡献，但由于体制僵化等原因逐步没落，民营企业正在成为机床工业新的主力军，我国机床行业进入结构调整。根据《中国机床工具工业年鉴 2016》的统计，2015 年规模以上金属切削机床企业为 739 家，其中，国有（含集体）控股、私人控股和外资（含港澳台）控股的企业数量分别为 71 家、533 家和 105 家，上述三类企业拥有资产占比分别为 38.3%、48.8%、10.4%；主营业务收入占比分别为 18.4%、68.7%、10.8%；实现利润的占比分别为-12%、97%、13.4%。民营企业不仅在数量方面占据了绝对优势，更以不足一半的资产占有贡献了近七成的主营业务收入和近乎百分之百的利润。

近年来，随着中国机床用户消费观念的转变，国内机床技术水平的进步，性价比和服务已经成为用户关注的重点，国产高档数控机床的本土优势、价格优势、服务优势越来越明显，国产高档数控机床仍然蕴藏着很大的发展潜力。

**第三阵营：技术含量较低、规模较小的众多民营企业。**在汽车零部件粗加工、一般用途的民用产品等领域，产品加工精度要求不高，产品价格便宜，对机床价格较敏感，经济型数控机床就是在这一背景下诞生。经济型数控机床在本世纪前十年达到高峰，目前经济型数控机床制造商主要集中在中小规模民营企业，这些技术含量低、企业规模小的民营企业形成第三阵营。

图 19：当前行业整体呈现三分天下之势 单位：%



数据来源：2020 年浙海德曼招股说明书，东吴证券研究所

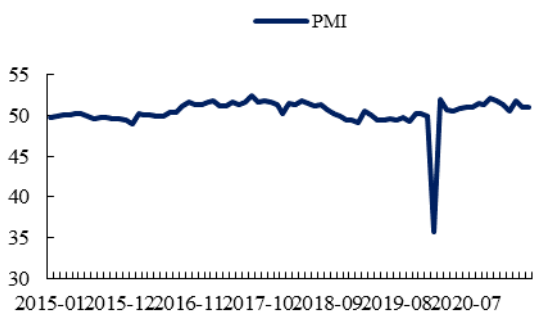


## 2.3. 双重驱动，机床行业迎来黄金发展期

### 1) 制造业回暖带动机床行业销量反弹

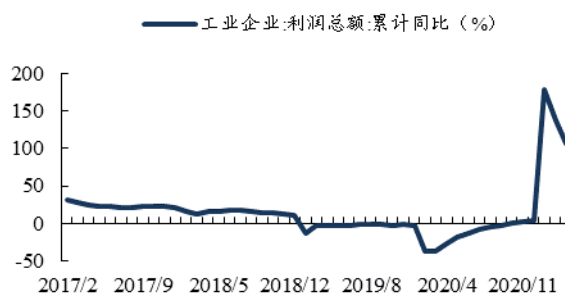
**制造业景气持续复苏。**从PMI指数来看，自2020年3月以来，PMI指数连续15个月维持在荣枯线以上。2021年1-4月工业企业利润总额25943.5亿元，同比+106%；2020Q3以来工业产能利用率维持在历史高位，制造业景气度持续回升。我们认为产能利用率高企+工业企业盈利能力提升能够拉动工业企业的资本开支。故从2020年3月以来，制造业固定资产投资额开始恢复增长，至2020Q4已基本恢复至2019年同期水准；2021年1-4月的制造业固定资产投资额达49002亿元，同比+23.80%，我们判断2021年制造业景气度仍将持续。

图 20: PMI 指数连续 15 个月维持在荣枯线以上



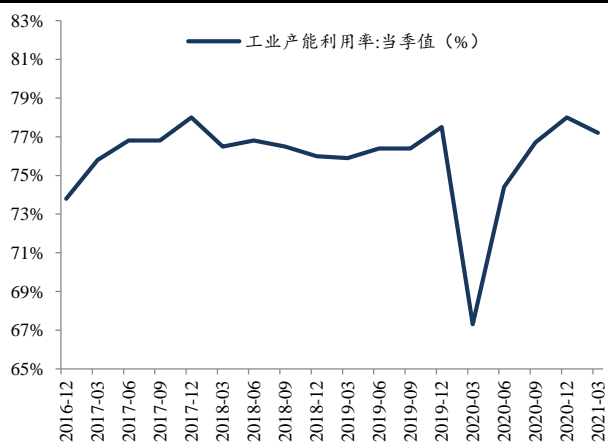
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 21: 2021 年 1-4 月工业企业利润累积同比+106%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 2020Q3 以来工业产能利用率维持高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

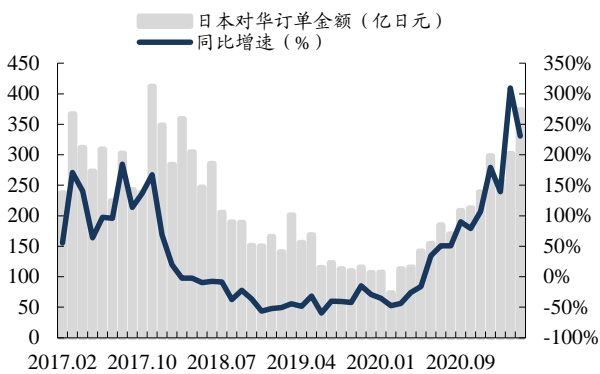
图 23: 2020 年 3 月以来制造业固定资产投资开始恢复性增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

机床作为最典型的通用设备，显著受益制造业复苏趋势，目前行业整体呈现产销两旺趋势。从需求端看，根据机床工具工业协会统计，2020年下半年以来中国机床企业新增及在手订单累积同比持续增长，下游订单饱满；此外，日本对华机床订单金额从2020年6月以来也呈现持续快速增长，2021年3月订单金额达373.84亿日元，同比+231%，环比+24%，处于历史高位。从供给端来看，根据统计局数据，2021年4月金属切削机床产量6万台，同比+37.2%。我们预计主要机床厂家和刀具厂家目前订单均处于供不应求的状态，多数主机厂订单排产均到2021年Q3-Q4，刀具厂的交货周期也有不同程度延迟。

图 24: 2021 年 3 月日本对华机床订单金额同比 +231%



数据来源：日本工作机械交易商协会，东吴证券研究所

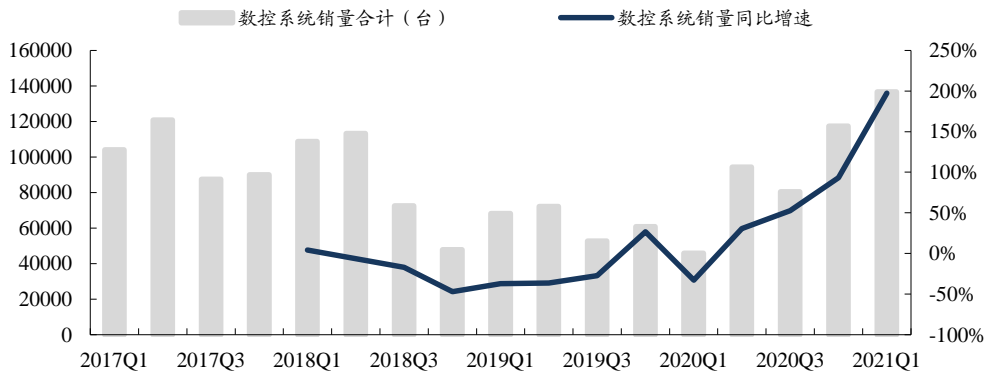
图 25: 2021 年 4 月金属切削机床产量 6 万台，同比 +37.2%



数据来源：MIRDATA，东吴证券研究所

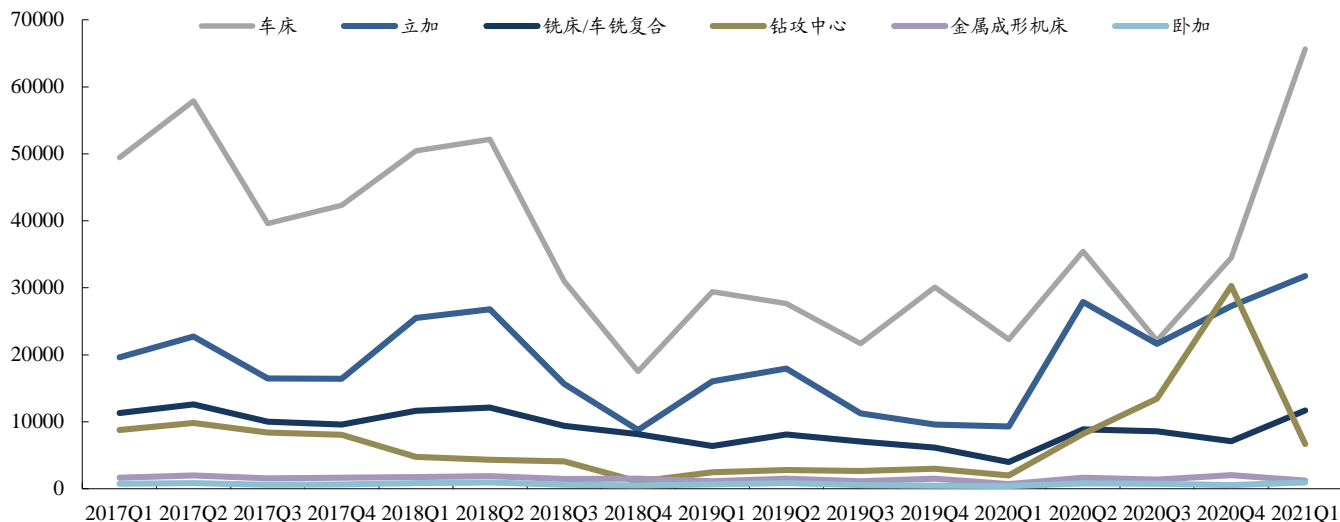
根据前瞻性指标，我们认为短期内机床行业火爆的状态仍将持续。核心部件数控系统的销量一般领先机床销售 3-6 个月，根据 MIRDATA，2021Q1 国内数控系统的销量达 13.7 万套，同比+197%，环比+16%，自 2020Q2 以来保持较快增长。从主要的几个品类来看，一季度配套车床的数控系统销量增长最快，并达到历史高点；配套立加的数控系统销量仅次于车床，基本维持高位；配套钻攻中心的数控系统由于季节性因素销量有所回落。

图 26: 2021Q1 数控系统的销量达 13.7 万套，同比+197%，环比+16%



数据来源：MIRDATA，东吴证券研究所

图 27：2021Q1 配套车床的数控系统销量增长最快，立加维持高位，钻攻中心有所回落（单位：套）



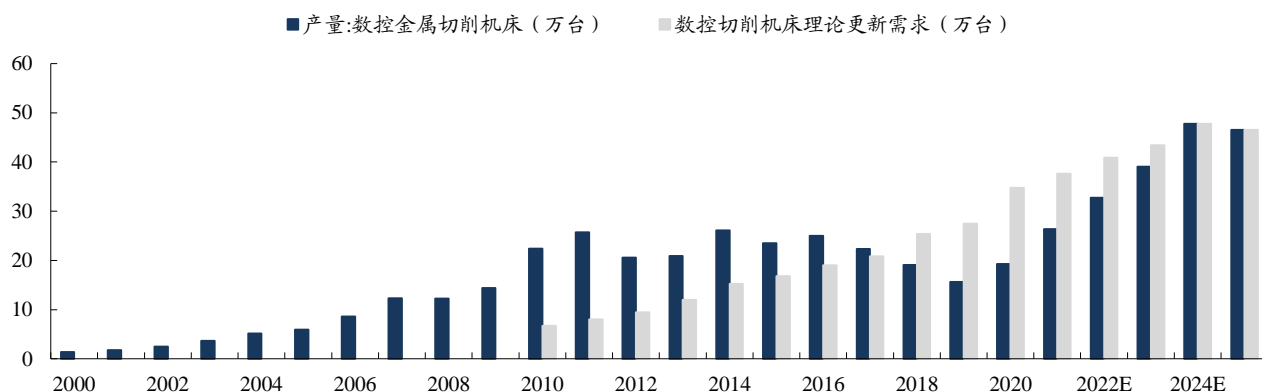
数据来源：MIRDATA，东吴证券研究所

## 2) 十年更新周期下，民营机床企业有望迎风而起

机床十年周期拐点已至，未来四年每年更新需求有望达到千亿级别。机床的一般产品寿命约为 10 年，而重切削、长时间运转的机床寿命在 7-8 年。上一轮中国机床行业的销售高峰是在 2011 年前后，根据 10 年左右的使用寿命和更新周期，我们判断 2020 年是机床行业 10 年周期的拐点，从 2021 年开始进入更新换代的高峰。

我们以国家统计局公布的产量数据为基础进行测算，2021-2024 年金属切削机床每年的理论更新需求有望达 80 万台，假设平均单价 15 万/台，则每年更新的规模将达 1200 亿元。

图 28：2010-2012 年机床需求较大，意味着 2020 年即将进入更新高峰



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所测算

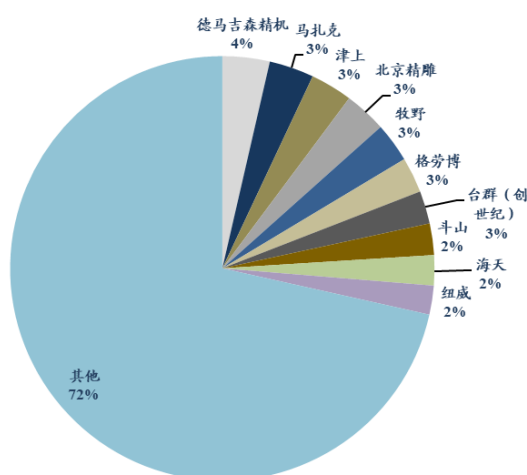
表 4：国产数控金属切削机床市场规模测算

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
金属切削机床产量（万台）	44.6	55.6	63.5	70.2	79.9	72.7
理论更新需求（万台）	80.4	79.5	79.4	78	79.9	72.7
数控化率	43.20%	47.40%	51.50%	55.70%	59.80%	64.00%
数控金属切削机床产量（万台）	19.3	26.3	32.7	39.1	47.8	46.5
理论更新需求（万台）	34.7	37.6	40.9	43.4	47.8	46.5
单价（万元）	18.8	19.4	19.9	20.5	21.2	21.8
<b>更新需求市场规模合计（亿元）</b>	<b>362</b>	<b>510</b>	<b>653</b>	<b>803</b>	<b>1011</b>	<b>1014</b>

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所测算

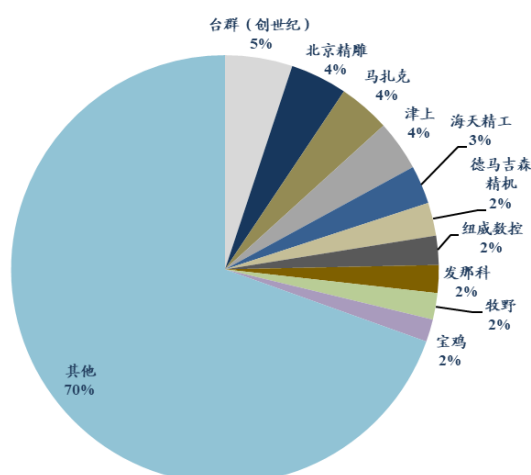
国产品牌已跻身市场前列，份额不断提升。根据 MIR 睿工业的数据，2019 年排名 TOP10 数控机床厂商总体业绩达到 141.6 亿元，整体市场销售额占比为 28%，其中德玛吉森精机、马扎克等外资龙头依旧占据主导地位。而 2020 年 TOP10 的数控机床厂商，整体销售额占比达 30%，同比+1.9pct，市场集中度略有提升；其中创世纪旗下的台群精机和主营精雕机的北京精雕已赶超外资品牌，达到国内市场第一、二位，市场销售额占比分别同比+2.6pct、1.1pct，此外海天精工的市场销售额占比也从 2.3%提升至 2.9%。外资品牌除了德玛吉森精机的市场份额略有提升外，均有不同程度下滑。

图 29：2019 年国内数控金属切削机床竞争格局



数据来源：MIRDATA，东吴证券研究所  
注：基于销售额口径

图 30：2020 年国内数控金属切削机床竞争格局



数据来源：MIRDATA，东吴证券研究所  
注：基于销售额口径

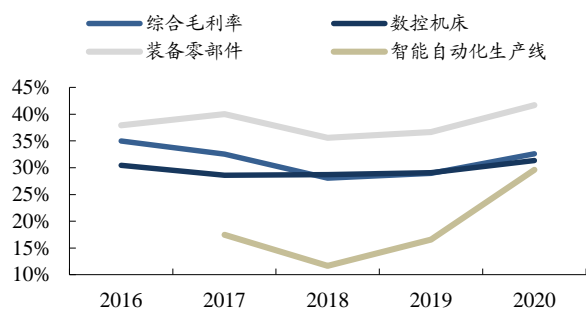
我们认为制造业复苏叠加更新换代需求, 机床行业将迎来十年一度的上行景气周期。目前国产龙头企业已跻身市场前列, 有望在这一轮周期中脱颖而出, 加速进口替代。同时随着产能利用率提升和顺势扩张, 规模效应下龙头业绩弹性可期。

### 3. 高盈利+广渠道+大产能, 多重优势助飞数控机床龙头

#### 3.1. 公司毛利率水平高, 盈利能力不断增强

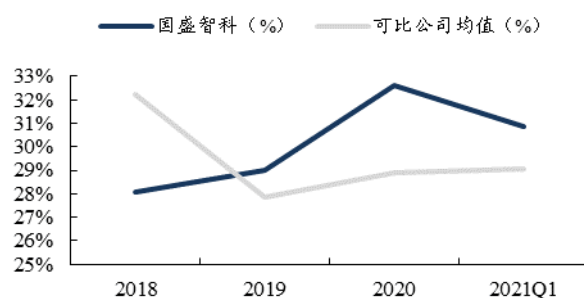
公司盈利水平持续上升, 毛利水平高于行业均值。2020 年公司综合毛利率达 32.6%, 同比+3.62pct。2015-2021Q1 年公司综合毛利率均维持 28%以上, 整体呈现出波动上升趋势。分业务来看, 公司数控机床业务毛利率水平持续领先于行业平均水平, 2017-2019 年均高于行业均值, 盈利能力优势明显。装备零部件业务毛利率基本稳定在 35-40%。智能自动化生产线 2020 年毛利率有显著上升, 主要得益于毛利率较低的 PET 瓶胚智能单元业务规模缩减。

图 31: 综合毛利率与分业务毛利率变动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 32: 数控机床业务毛利率领先行业平均水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司数控机床业务毛利率高于主要竞争对手, 主要原因如下:

1) 公司全产业链发展, 铸件、钣金自产自销降本作用明显。数控机床铸件与钣金零部件主要包括: 机床内外防护罩、伸缩护盖、排屑机精密钣焊件、其他机床钣金小附件等, 单台数控机床的铸件成本约 4 万元, 钣金件成本约 2 万元。公司铸件与钣金件实行部分自产自销, 能够有效降低生产成本。根据测算, 若公司铸件与钣金件全部外购, 公司毛利率将下降约 1-3pct。

表 5: 公司铸件与钣金全部外购后数控机床毛利率变化

项目	序号	2019	2018	2017
公司数控机床单位成本 (万元)	A	31.7	30.4	27.6
单位成本-铸件 (万元)	B	4.0	4.1	3.2
铸件内部生产与外购价差 (%)	C	25.3%	14.6%	4.5%
铸件内部采购占比 (%)	D	70.7%	46.9%	36.9%
<b>单位成本-铸件增加额 (万元)</b>	<b>E=B*C*D</b>	<b>0.72</b>	<b>0.28</b>	<b>0.05</b>
单位成本-钣金件 (万元)	F	2.37	2.45	1.88
同行业可比公司钣金件毛利率均值 (%)	G	29.0%	26.6%	29.7%
<b>单位成本-钣金件增加额 (万元)</b>	<b>H=F*G</b>	<b>0.68</b>	<b>0.65</b>	<b>0.56</b>
<b>铸件和钣金全部外购后单位成本 (万元)</b>	<b>I=A+E+H</b>	<b>33.1</b>	<b>31.3</b>	<b>28.2</b>
公司数控机床销售单价 (万元)	J	44.7	42.7	38.7
目前数控机床毛利率 (%)	K=1-A/J	29.1%	28.8%	28.6%
铸件和钣金全部外购后毛利率 (%)	L=1-I/J	26.0%	26.6%	27.0%
<b>毛利率差异 (pct)</b>	<b>M=K-L</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.6%</b>

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所测算

2) 分产品结构来看公司高档产品占比不断提高, 同产品来看公司产品质量与通用性更佳。比较同行业产品结构来看, 2020 年公司高档数控机床收入占比已经超过 50%, 远远高于同行业平均水平; 比较同产品来看, 公司产品的质量, 通用性与稳定性更佳。具体从机床产品参数来比较, 以大型龙门加工中心为例, 公司产品已经达到国内先进水平。

表 6: 大型龙门加工中心核心技术指标对比

核心技术指标	国盛智科	国内主要竞争对手
主轴转速	20000rpm	20000rpm
最大工作扭矩	110 N · m	73 N · m
A/C 轴定位精度	± 5"	± 5"
X/Y/Z 轴定位精度	0.015/0.015/0.01	0.035/0.02/0.012
X/Y/Z 轴重复定位精度	0.01/0.01/0.008	0.02/0.01/0.008

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

3) **公司管理层配置合理，精细化管理公司运营向好。**公司核心管理层构架清晰，董事会、董秘和总经理负责整体公司运营，下设营销中心、生产运营中心，技术中心和行政中心分别负责日常事务管理，管理层搭配运行合理；**公司精细化管理水平突出**，原因系初创时钣金工厂为全球大型机械厂商（德玛吉、卡特彼勒等）做装备部件配套，因其对工厂管理与产品精度有较高要求，公司在配套过程中积累了大量精细化管理经验，对降低生产成本也不无益处。

## 3.2. 客户粘性高+销售渠道扩展，外部环境加成优势不可低估

### 3.2.1 下游客户粘性高，客户服务优质到位

**公司与业内龙头保持长期稳定合作关系，客户粘性较高。**公司凭借其优质的产品与服务得到众多国内外高端装备制造企业认可，其中不乏赫斯基、宝马格等全球知名制造企业。2020年公司前五大客户合计收入占比达39.92%。对于其下游客户而言，建立战略合作关系需要投入大量资源及时间考查验证，替换成本高、周期长，公司的客户资源是其重要的护城河。

表 7: 公司分产品主要客户情况

客户名称	客户简介
<b>高档数控机床主要客户</b>	
杰瑞股份	中小板上市公司，专注于油气、电力和环保领域的国际化公司。主营油田专用设备，总市值超过 250 亿元，2018 年收入近 46 亿元
杭可科技	科创板上市公司，全球一流的新能源锂电池化成分容成套生产设备系统集成商。2018 年收入超过 11 亿元
亿森模具	台港澳与内地合资企业，高端优质汽车模具集团公司，具有年产 1,600 套模具的能力，出口达 50% 以上
超达装备	国内知名的自动化装备和汽车模具、检具研发制造商，近年实现了 50% 以上的产品出口
<b>智能自动化生产线主要客户</b>	
赫斯基	总部位于加拿大，全球最大的为塑料行业提供注塑设备和服务的供应商
天长缸盖	安徽省高新技术企业，天长市十强企业，专注于汽车内燃机缸盖及汽车配件生产、销售
中畅车桥	集铸造、科研、精密机械部件开发于一体，是生产解放、东风系列车轿的专业生产厂家
百兰车轴	专业的汽车零部件制造商
<b>装备部件主要客户</b>	
宝马格	总部位于德国，国际领先的压路机制造商
山特维克	总部位于瑞典，斯德哥尔摩证券交易所上市公司，国际领先的矿山设备和切削刀具制造商
东芝机械	总部位于日本，国际领先的机械设备制造商
德马吉森精机	全球最大的机床制造商之一

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

**独创“维保”机制，客户服务体系完备。**公司具有相当完备的维修体系与反馈体系，致力于为客户提供优质服务。**维修体系：**小问题经销商 2 小时内就地解决；大问题公司专业团队亲临现场。**反馈体系：**公司通过区域管理设立销售经理，及时接收用户反馈信息。公司还开发出独创的“维保”机制，经过三年验证效果显著。“维保”机制是指公司派遣专业队伍对已售产品进行例行维修检查，兼具回访效果，在发现解决问题的同时，也能够有效增加客户粘性。

### 3.2.2 经销为主直销为辅，销售体系全国拓展

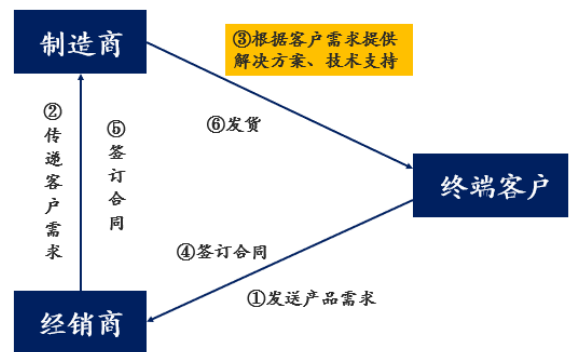
**公司销售模式以经销为主，直销为辅。**公司数控机床产品主要以经销模式为主，大部分智能自动化生产线，大部分定制化机床本体和全部精密钣焊件、铸件对外销售均直销。**公司采取的经销模式与一般经销模式不同，优点在于：**①直达终端客户，能够及时获得客户反馈；②采取收取全款后发货的收款方式，保障公司现金流充足；③经销商激励充足，经销商除赚取差价外，还有达成业绩目标后的奖励返点。

图 33：一般经销模式



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 34：公司经销模式



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

表 8：经销模式具体对比情况

项目	一般经销模式	发行人的经销模式
销售方式	经销商先采购货物，后确定客户，进行销售	经销商确定终端客户采购意见，与终端客户签订销售合同后与发行人签合同
经销商是否囤货	存在囤货	不存在囤货
定价方式	按市场价折价一定比例确定与经销商价格	发行人按双方约定的经销价格与经销商结算，并给定经销商对外销售价格区间；经销商根据发行人给定对外销售价格销售到终端客户；经销价格低于经销商对外销售价格
信用政策	与经销商结算	大部分经销商采用发货前以银行承兑汇票方式为主结清货款，若上一年度完成业绩，则视交易规模给予少量信用额度，仅少数核心经销商享受



物流 发货到经销商 发行人直接发货到终端客户

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司计划逐步将销售体系扩大至全国范围。公司目前拥有 30-40 家经销商，其中独家经销商 8 家，主要分布在南京、无锡、上海等华东地区。公司计划将销售体系扩展到全国，主要是以区域经销商模式。区域经销商的作用主要在于获取该区域内需求信息并及时撮合终端客户与公司进行技术以及产品方案的对接。目前，公司已开始在西南区（如湖南长沙、四川成都）等区域布局工程机械和军工领域，在西北陕西布局军工、航空航天航发、重器等领域，同时会加大在华东区域如安徽合肥等地布局汽车零部件领域。

表 9：2019 公司前 5 大区域经销商情况

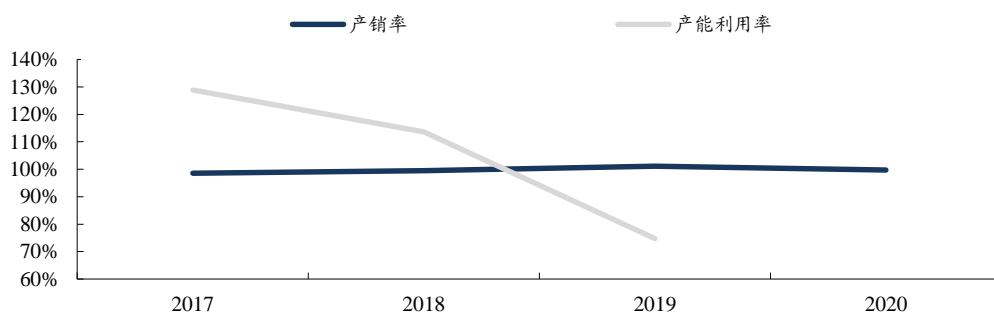
经销商名称	销售人数（人）	人均销售额（万元）	数量（台）	金额（万元）
江苏泽葳	3	1678.89	104	5036.66
福晟机电	3	1079.76	68	3239.28
济南佳和艺洋	3	831.58	68	2494.74
黄岩鑫锐	2	1079.89	49	2159.77
无锡仟商会	2	1026.19	64	2052.38

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 3.3. 募投突破产能瓶颈，有望切入更广阔下游

受益于机床行业十年更新需求+国产替代趋势明显，公司数控机床产销两旺，呈现出较好的发展趋势。2017-2020 年公司数控机床、成套生产线及生产线数控机床单元、定制化机床本体的产销率连续四年高于 98%，产能利用率除 2019 年外均高于 100%，公司生产线常年处于超负荷状态。

图 35：产销率和产能利用率常年处于高位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上市募资提高产能，可满足公司长期市占率提升需求。2019年公司数控机床产能约为900台/年。2020年公司上市公开发行3300万股，募集资金7.6亿元，计划建设周期24个月，主要用于高档数控机床生产项目和数控机床研发中心项目。①**高档数控机床生产项目**：高档数控机床生产项目所生产的数控机床为技术含量较高的大型复杂龙门加工中心、数控卧式加工中心、数控卧式镗铣加工中心和五轴龙门加工中心等，建成后将增加高档数控机床600台/年的产能，高端产能接近翻倍。②**数控机床研发中心项目**：数控机床研发中心项目注重对新产品、新技术、新工艺的研发与测试，推进公司在航空航天、新能源汽车等领域的高精尖智能装备的研发，提升公司整体产品质量和附加值。

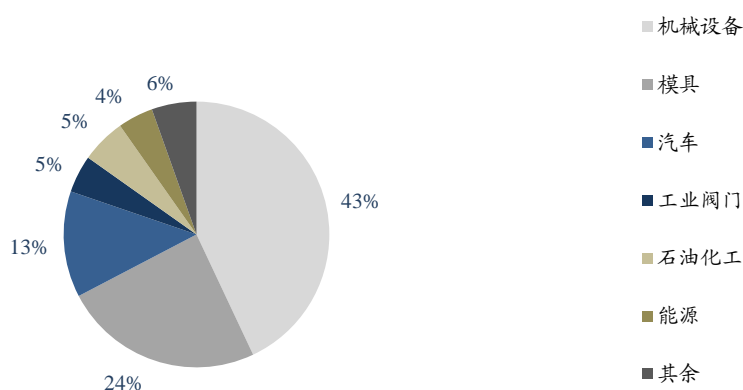
表 10: 公司 IPO 募投项目介绍

项目名称	投资总额（亿元）	募集资金投资金额（亿元）
高档数控机床生产项目	6.008	5.5
数控机床研发中心项目	0.608	0.55
补充流动资金	1.55	1.55

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

有望切入更广阔下游，市场空间进一步打开。目前公司数控机床业务终端客户主要集中在机械设备、模具、汽车等行业，2019年前三项收入占比高达82.91%。然而随着募投项目逐渐达产，高端产品产能及产品稳定性将进一步提升，有望拓展更广阔下游领域，成长空间打开。

图 36: 数控机床终端客户主要集中于机械设备、模具和汽车行业（2019年）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值分析

### 4.1. 盈利预测与投资建议

## 1、核心假设

1) 数控机床业务: 数控机床行业发展迅速, 国产替代程度不断提高, 同时随着制造业景气度复苏和机床更新周期来临, 公司客户拓展顺利。我们认为公司未来将保持高研发投入, 随着募投项目顺利达产, 高档数控机床生产研发能力将进一步得到提高。

2) 公司营业收入今后主要来自数控机床业务; 装备部件业务主要自给, 仅少部分外销; 智能自动化生产线业务目前还处于开拓阶段, 预计今后三年内稳步发展。

## 2、敏感性分析

不考虑规模效应, 我们测算 2021 年至今原材料价格上涨对应公司毛利率压力 0.66pct。受国家政策及下游备货不足影响, 2021 年初以来不锈钢等原材料价格持续上涨, 截至 5 月 16 日, 螺纹钢、板材指数较年初涨幅 40%以上, 但我们预计原材料平均涨幅为 20%左右, 主要系原材料涨价为逐步释放需计算平均值。此外, 受原材料价格上涨影响, 各大主要机床厂家也纷纷涨价, 我们预计机床价格平均上涨 5%。按照中性预测原材料成本平均涨幅 20%, 上游供应商承担 5%成本, 机床价格上涨 5%测算, 预计短期毛利率压力为 0.66pct。全年来看, 按照 2021 全年原材料价格平均涨幅 10-30%, 我们测算公司全年毛利率压力为-1.95~3.28 个百分点 (不考虑规模效应)。

表 11: 不考虑规模效应, 我们测算 2021 年至今原材料价格上涨对应公司毛利率压力 0.66pct (单位: 亿元)

项目	序号	积极: 原材料涨幅 10%	中性: 原材料涨幅 20%	消极: 原材料涨幅 30%
原营业成本	A	3.28	3.28	3.28
原材料占成本比重 (%)	B	40%	40%	40%
原材料价格涨幅 (%)	C	10%	20%	30%
供应商负担原材料涨价	D	5%	5%	5%
涨价后原材料成本	$E=A*B*(1+C-D)$	1.38	1.51	1.64
其余成本	$F=A*(1-B)$	1.97	1.97	1.97
原材料涨价后总成本	$G=E+F$	3.34	3.47	3.60
原营业收入	H	4.77	4.77	4.77
数控机床涨价幅度 (%)	I	5%	5%	5%
新营业收入	$J=H*(1+I)$	5.01	5.01	5.01
原毛利率 (%)	$K=1-A/H$	31.35%	31.35%	31.35%
新毛利率 (%)	$L=1-G/J$	33.30%	30.69%	28.07%
毛利率变动 (pct)	$M=L-K$	1.95	-0.66	-3.28

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所测算

## 2、盈利预测

基于以上假设，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 9.97 亿元、13.87 亿元、17.73 亿元，分别同比增长 35.5%、39.2%、27.8%。公司 2021-2023 年的净利润分别为 1.72 亿元、2.52 亿元、3.23 亿元，分别同比增长 42.9%、46.5%、28.3%。

表 12: 公司分业务收入预测 (亿元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>数控机床</b>	4.47	4.14	4.77	7.48	11.12	14.66
YoY		-7.38%	15.22%	56.81%	48.66%	31.80%
毛利率	28.73%	29.08%	31.35%	30.69%	31.20%	31.60%
<b>智能自动化生产线</b>	1.06	0.96	1.17	1.33	1.60	1.92
YoY		-9.43%	21.88%	14.09%	20.00%	20.00%
毛利率	11.65%	16.56%	29.62%	32.00%	32.00%	32.00%
<b>装备零部件</b>	1.86	1.47	1.26	1.00	1.00	1.00
YoY		-20.97%	-14.29%	-20.63%	0.00%	0.00%
毛利率	35.61%	36.66%	41.67%	42.00%	42.00%	42.00%
<b>其他业务</b>	0.06	0.08	0.16	0.16	0.16	0.16
YoY		33.33%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	31.45%	31.32%	19.80%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>收入合计</b>	<b>7.45</b>	<b>6.65</b>	<b>7.36</b>	<b>9.97</b>	<b>13.88</b>	<b>17.73</b>
YoY		<b>-10.74%</b>	<b>10.68%</b>	<b>35.53%</b>	<b>39.17%</b>	<b>27.78%</b>
<b>毛利润合计</b>	<b>2.09</b>	<b>1.93</b>	<b>2.40</b>	<b>3.19</b>	<b>4.45</b>	<b>5.71</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>28.04%</b>	<b>28.98%</b>	<b>32.59%</b>	<b>31.99%</b>	<b>32.06%</b>	<b>32.22%</b>

数据来源: 东吴证券研究所

### 3、投资建议

国盛智科目前正处于快速成长期，未来随着募投项目落地、产能不断释放，公司营收水平将进一步增长。我们认为公司虽目前规模较创世纪与海天精工小，但其业绩增长较为确定，盈利能力突出，在产品附加值、技术水平方面优于可比公司。综合考虑下，我们预计公司 2021 年、2022 年、2023 年净利润分别为 1.72/2.52/3.23 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 30/20/16 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 13: 可比公司估值 (2021 年 6 月 7 日)

证券代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300083.SZ	创世纪	11.8	186.4	6.2	8.9	11.4	29	20	16
601882.SH	海天精工	14.3	74.9	2.4	3.2	4.2	32	23	18
可比公司平均							31	22	17
688558.SH	国盛智科	38.5	50.8	1.7	2.5	3.2	30	20	16

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (其中创世纪和海天精工盈利预测取自 Wind 一致预测)

## 5. 风险提示

### 1、数控机床行业景气度不及预期:

受国内经济大环境影响,数控机床行业景气度不达预期,行业规模缩减,公司市场份额下滑;下游拓展不及预期。

### 2、毛利率下滑的风险

因受经营策略、人力成本刚性上升、行业景气度以及整体收入结构的变动等因素影响,公司尚无法完全排除毛利率可能有所下降的风险。

### 3、核心部件过度依赖外采风险

数控机床生产所需的核心部件包括传动系统、数控系统等目前主要依靠国外进口,若国际政治经济形势出现极端情况,则可能因封锁、禁售、限售,导致上述核心部件面临断供风险。

### 4、募集资金投资项目达不到预期效果的风险

公司大力开拓的高档数控机床领域,面对国际数控机床巨头和国内新兴企业的竞争,产品开发难度大,研发中心建成投入运营后能否达到预期目标,新增产能能否顺利消化亦存在一定的不确定性,募集资金投资项目的实施可能存在达不到预期效果的风险。

### 5、大宗商品涨价风险

公司原材料及部件采购价格波动对毛利率影响较大,若大宗商品大幅涨价,则可能产生公司数控机床产品成本大幅上升的风险。

国盛智科三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1294.3</b>	<b>1580.3</b>	<b>2002.6</b>	<b>2497.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>735.6</b>	<b>997.0</b>	<b>1387.5</b>	<b>1772.9</b>
现金	276.8	340.9	399.5	474.3	减:营业成本	495.8	678.1	942.7	1201.7
应收账款	257.8	259.5	304.1	364.3	营业税金及附加	5.7	7.8	10.1	11.2
存货	208.0	232.2	258.3	329.2	营业费用	46.0	62.3	69.4	92.2
其他流动资产	551.7	747.8	1040.7	1329.8	管理费用	28.3	62.3	82.9	103.5
<b>非流动资产</b>	<b>292.0</b>	<b>308.6</b>	<b>318.3</b>	<b>325.2</b>	财务费用	1.7	2.0	4.0	5.0
长期股权投资	2.5	2.5	2.5	2.5	资产减值损失	-4.1	4.1	4.1	4.1
固定资产	197.7	216.8	228.9	238.3	加:投资净收益	13.0	13.0	10.0	10.0
在建工程	46	22	15	13	其他收益	-36.0	2.5	2.5	2.5
无形资产	74.2	71.7	69.3	66.8	<b>营业利润</b>	<b>139.2</b>	<b>196.0</b>	<b>286.7</b>	<b>367.6</b>
其他非流动资产	17.7	17.7	17.7	17.7	加:营业外净收支	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
<b>资产总计</b>	<b>1586.3</b>	<b>1889.0</b>	<b>2320.8</b>	<b>2822.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>138.5</b>	<b>195.3</b>	<b>286.0</b>	<b>366.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>332.6</b>	<b>458.8</b>	<b>634.5</b>	<b>809.2</b>	减:所得税费用	16.6	23.5	34.4	44.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	1.6	0.0	0.0	0.0
应付账款	236.4	323.3	449.5	573.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>120.2</b>	<b>171.8</b>	<b>251.7</b>	<b>322.9</b>
其他流动负债	96.2	135.5	185.0	236.3	EBIT	161.6	189.0	284.8	366.7
<b>非流动负债</b>	<b>10.0</b>	<b>15.0</b>	<b>20.0</b>	<b>25.0</b>	EBITDA	184.3	209.7	309.8	395.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	10.0	15.0	20.0	25.0					
<b>负债合计</b>	<b>342.6</b>	<b>473.8</b>	<b>654.5</b>	<b>834.2</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	11.2	11.2	11.2	11.2	每股收益(元)	0.91	1.30	1.91	2.45
归属母公司股东权益	1232.5	1404.0	1655.2	1977.5	每股净资产(元)	9.34	10.64	12.54	14.98
<b>负债和股东权益</b>	<b>1586.3</b>	<b>1889.0</b>	<b>2320.8</b>	<b>2822.8</b>	发行在外股份(百万股)	132	132	132	132
					ROIC(%)	15.4%	12.7%	17.3%	19.4%
					ROE(%)	9.8%	12.2%	15.2%	16.3%
					毛利率(%)	32.6%	32.0%	32.1%	32.2%
					销售净利率(%)	16.3%	17.2%	18.1%	18.2%
					资产负债率(%)	21.6%	25.1%	28.2%	29.6%
					收入增长率(%)	10.7%	35.5%	39.2%	27.8%
					净利润增长率(%)	42.6%	42.9%	46.5%	28.3%
					P/E	42.29	29.59	20.20	15.75
					P/B	4.13	3.62	3.07	2.57
					EV/EBITDA	29.45	26.51	18.52	14.97

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>