

创世纪 (300083)

国产数控机床龙头，轻装上阵、腾飞在即 增持（首次）

2022 年 04 月 15 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证书：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,262	7,203	9,237	12,070
同比	54%	37%	28%	31%
归属母公司净利润（百万元）	500	924	1,230	1,641
同比	172%	85%	33%	33%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.32	0.60	0.80	1.06
P/E（现价&最新股本摊薄）	32.86	17.79	13.36	10.02

投资要点

■ 国内数控机床领军企业，正处于较快成长阶段

公司前身为劲胜智能，2020 年剥离结构件业务轻装上阵后，迅速成长为国内高端数控机床细分龙头。公司的机床业务主要分为 3C 系列产品和通用系列产品，2021 年实现营业收入 52.6 亿元（同比+53.6%），归母净利润 5.0 亿元（同比+171.7%），显著受益于机床行业回暖。我们预计未来几年随着业务剥离的影响消除，主业市场份额提升、规模效益凸显，公司将迎来快速发展期。

■ 机床行业十年周期拐点已至，行业集中度+国产化率提升进行时

我国机床行业大而不强，高端领域亟待突破。我国机床产业年产值达千亿规模，是全球最大市场，但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，外资企业占据高档市场，具备一定技术实力民企和国企占据中高端市场，技术含量较低、规模较小的众多民企占据低端市场。

更新周期驱动，机床行业迎来黄金发展期。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，同时创世纪、北京精雕、海天精工等国产头部品牌逐步跻身市场前列。我们认为随着国产龙头技术及性价比优势进一步凸显，有望在这一轮周期中脱颖而出，并且在规模效应下龙头业绩弹性可期。

■ “3C+通用”两大核心业务齐赢黄金发展期

公司钻攻中心国内领先，2021 年销量超万台，至今累计销售超 8 万台。随着非传统 3C 领域的兴起以及存量更新需求的释放，我们认为公司钻攻机销量有望维持高位增长。通用产品方面，公司立加中心连续 4 年实现销量翻倍（2021 年销量破万台），销量市占率达 10%；此外公司还积极布局龙门、卧加、数控车床、五轴机床等新产品，发展迅速。

■ 资源合理配置，重视研发投入&创新销售

公司将资源投入附加值较高的研发与销售服务。1) 研发方面，2021 年公司研发投入 2.47 亿元，同比+17.7%，占营收的比重达 4.7%，并取得丰硕成果。整机方面研发出五轴立加及双交换卧加等高端机型，零部件方面完成刀库 90%和主轴 50%自产化，具备行业领先的零部件自主能力；2) 销售方面，公司推动直销分销协同发展，且在创新销售方面不断推陈出新。

轻资产模式有效降本增效。在附加值较低的零部件制造环节，公司主要通过“自主设计+委托加工”模式，轻资产模式下有效降本增效，并能够降低业务淡季和周期性波动带来的经营风险。

盈利预测与投资评级：公司正快速成长，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 9.2/12.3/16.4 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/13/10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、技术与产品研发不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.75
一年最低/最高价	9.75/16.06
市净率(倍)	5.23
流通 A 股市值(百万元)	14,193.11
总市值(百万元)	16,589.15

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.05
资产负债率(% ,LF)	64.61
总股本(百万股)	1,543.18
流通 A 股(百万股)	1,320.29

内容目录

1. 创世纪:高端数控机床细分龙头,剥离结构件业务轻装上阵.....	4
1.1. 剥离结构件完成,聚焦高端制造重获新生.....	4
1.2. 大力发展高端智能装备业务,2021 年整体业绩亮眼.....	6
1.3. 股权激励凝聚骨干力量,回购股份彰显长期发展信心.....	9
2. 机床行业拐点已现,民营企业有望崛起	9
2.1. 机床行业“大而不强”,高端领域亟待突破.....	9
2.2. 三分天下,民营企业崛起进行时.....	12
2.3. 更新周期驱动,机床行业迎来黄金发展期.....	13
3. 通用机床:立加销量快速增长,静待百花齐放	15
3.1. 发力立式加工中心,连续 3 年销量翻倍.....	15
3.2. 多元化布局,产品向高端升级.....	15
4. 钻攻中心国内领先,高位增长可期	17
5. 资源合理配置,重视研发投入&创新销售	18
5.1. 坚持用户导向研发体系,研发投入持续提升.....	19
5.2. 销售布局持续优化,创新销售获丰收.....	20
5.3. 稳定高效的供应链体系下,轻资产模式降本增效明显.....	21
6. 盈利预测与投资建议	22
7. 风险提示	23

图表目录

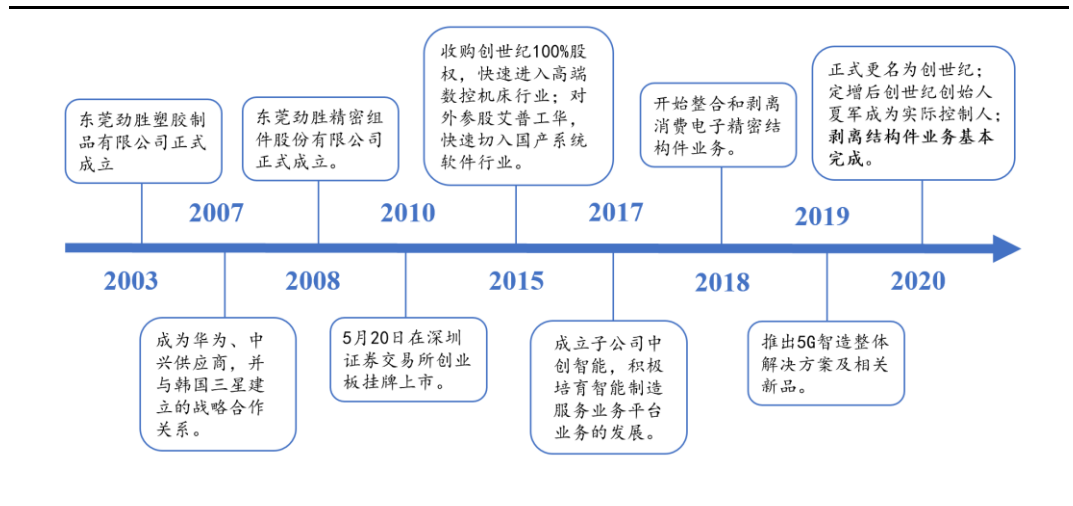
图 1:	创世纪公司发展历程.....	4
图 2:	创世纪主要股东情况.....	5
图 3:	公司高速钻铣攻牙系列产品及应用图示（第六代）.....	5
图 4:	立式加工中心系列产品及应用情况图示.....	6
图 5:	2021 年公司营业收入 52.6 亿元，同比+53.6%.....	6
图 6:	2021 年公司归母净利润 5.0 亿元，同比+171.7%.....	6
图 7:	2021 年公司高端装备业务收入占比 97.4%.....	7
图 8:	子公司创世纪机械营业收入及同比.....	7
图 9:	子公司创世纪机械净利润及同比.....	7
图 10:	剥离结构件业务后，毛利率和销售净利率改善.....	8
图 11:	2021 年公司期间费用率 18.7%，同比-4.6pct.....	8
图 12:	创世纪机械销售净利率自 2016 年以来持续下降.....	8
图 13:	中国历年机床生产值和消费值.....	10
图 14:	2020 年全球机床消费额及占比（单位：亿欧元）.....	10
图 15:	2020 年全球机床生产额及占比（单位：亿欧元）.....	10
图 16:	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.....	11
图 17:	2019 年我国机床严重贸易逆差.....	11
图 18:	2018 年高档数控机床国产化率仅为 6%.....	11
图 19:	当前行业整体呈现三分天下之势（单位：%）.....	13
图 20:	2010-2012 年机床需求较大，意味着 2021 年进入更新高峰.....	14
图 21:	2019 年国外龙头占据主导地位.....	14
图 22:	2021 年国产品牌已跻身市场前列.....	14
图 23:	立式五轴系列产品及应用情况图示.....	16
图 24:	公司业务模式“微笑曲线”示意图.....	19
图 25:	公司创新研发流程图.....	19
图 26:	公司研发人员数量占比与专利情况.....	20
图 27:	结构件剥离后公司研发投入持续上升.....	20
图 28:	公司网络促销活动图.....	21
图 29:	供应链全生命周期管理图示.....	21
表 1:	激励计划授予限制性股票的分配情况.....	9
表 2:	股权激励考核标准.....	9
表 3:	国产数控金属切削机床市场规模测算.....	13
表 4:	钻攻机与立式加工中心对比.....	15
表 5:	公司在龙门加工中心、卧式加工中心、数控车床的新产品介绍.....	16
表 6:	公司钻攻机多项性能不输外资设备.....	17
表 7:	公司主要客户 2021 年以来金属结构件定增扩产计划一览.....	18
表 8:	分业务盈利预测.....	22
表 9:	可比公司估值（PE，截至 2022 年 4 月 15 日收盘股价，单位：亿元）.....	23

1. 创世纪:高端数控机床细分龙头，剥离结构件业务轻装上阵

1.1. 剥离结构件完成，聚焦高端制造重获新生

公司以塑胶/金属结构件起家，其前身为广东劲胜智能，2015 年劲胜智能收购深圳创世纪后迅速切入高端数控机床领域，并抓住 3C 崛起机遇成为钻攻机领域国产龙头。2017 年公司将业务领域延伸至通用机床，凭借多年积累的经验在立式加工中心、数控车床等领域实现快速突破。2020 年公司基本完成消费电子产品精密结构件业务剥离工作，目前大力发展高端智能装备和智能制造两大业务板块，已成为我国高端智能装备行业领先者和领先的智能制造系统解决方案服务商。

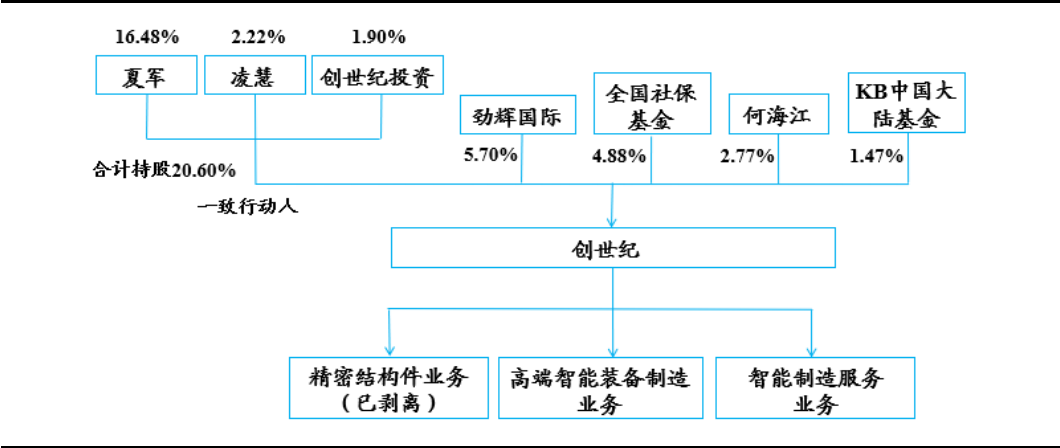
图1：创世纪公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

创世纪创始人夏军先生为公司实际控制人。创世纪前身劲胜智能原第一大股东为劲辉国际有限公司（后简称“劲辉国际”），截至2014年4月持股比例高达56.16%。夏军先生原为深圳创世纪创始人，2015年深圳创世纪被劲胜智能收购后通过换股方式成为公司第二大股东，至2015年4月持股比例达10.75%，劲辉国际在股权稀释后持股比例降至29.08%。随后由于公司陷入经营泥潭，劲辉国际开始持续减持公司股份，至2022年4月，劲辉国际持股比例已降至5.70%。2018年夏军先生临危受命接任公司董事长，并带领原管理层成功剥离亏损业务，实现上市公司的重生，其持股比例也通过参与定增与股权激励持续提升，至2022年4月15日，夏军先生及其一致行动人凌慧女士、深圳创世纪投资中心合计持股比例为20.60%，共同为公司实际控制人。

图2：创世纪主要股东情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司高端智能装备业务产品主要分为 3C 系列产品和通用系列产品。

(1) 3C 系列产品：包括高速钻铣攻牙加工中心（后简称“钻攻机”）、精雕机、热弯机、走心机等；其中钻攻机是公司 3C 系列的核心产品，是一种集铣、钻、镗和攻丝等多种加工功能为一体的机床，具备高速度、高效率、高表面光洁度、高速换刀等优势。

(2) 通用系列产品：包括立式加工中心系列、龙门加工中心系列、卧式加工中心系列、数控车床系列等。其中立式加工中心是公司目前通用系列的拳头产品，具备高速、高效、高精，能满足快速切削、批量化加工需求等优势，被广泛应用于 5G 通讯、五金模具、汽车领域件等领域。

图3：公司高速钻铣攻牙系列产品及应用图示（第六代）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：立式加工中心系列产品及应用情况图示

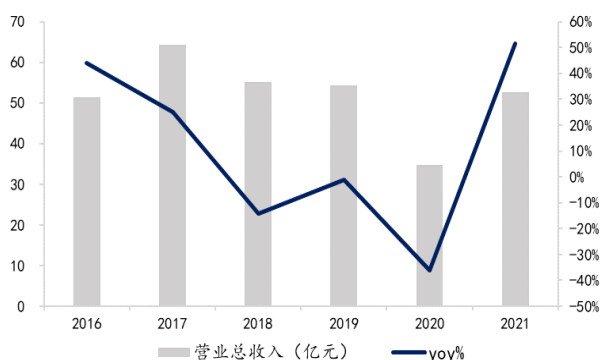


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 大力发展高端智能装备业务，2021 年整体业绩亮眼

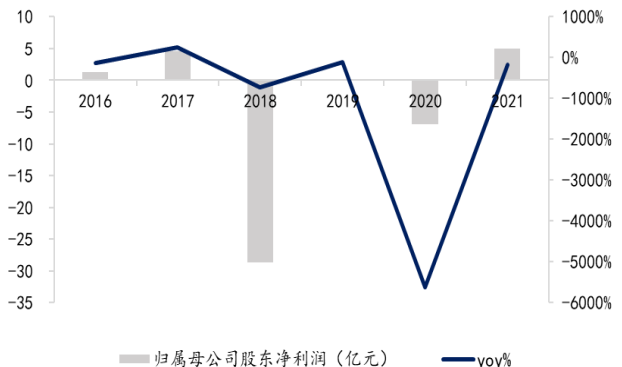
公司于 2020 年开始逐步剥离亏损结构件业务，处置相关资产及计提资产减值准备导致 2020 年净利润亏损较大。至 2021 年底结构件业务已基本剥离，但年内仍带来部分非主营业务影响（资产减值损失 0.32 亿元、信用减值损失 1.65 亿元），此外公司 2021 年计提股权激励费用 1 亿元，也对公司净利润造成影响。然而得益于高端智能装备业务的迅速发展，2021 年公司整体业绩仍十分亮眼，实现营收 52.6 亿元，同比+53.6%；归母净利润 5.0 亿元，同比+171.7%。高端智能装备业务发展向好，主要原因系：①公司钻攻机产品在 3C 领域持续渗透核心客户，不断扩大客户群和产品群，提高市场占有率，钻攻机 2021 年出货量已超过 1 万台。②通用机床领域后发先至，通用立加 2021 年出货量超过 1 万台，连续 3 年实现翻倍，同时卧加、龙门等出货量也较 2020 年同比大幅增长。

图5：2021 年公司营业收入 52.6 亿元，同比+53.6%



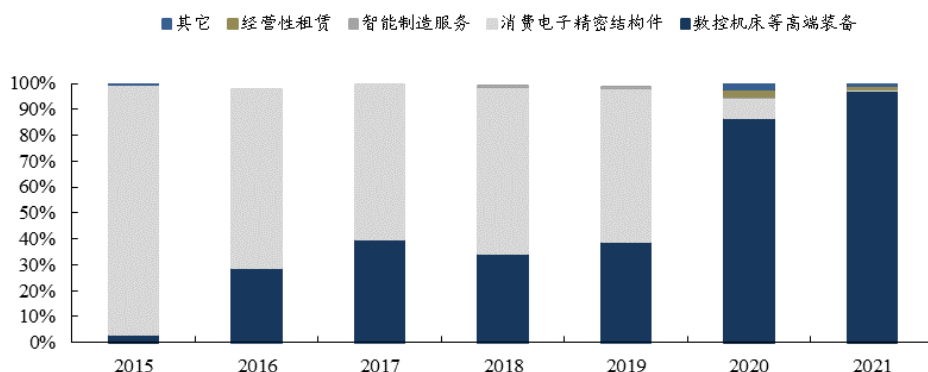
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2021 年公司归母净利润 5.0 亿元，同比+171.7%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 2021 年公司高端装备业务收入占比 97.4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

子公司创世纪机械是高端智能装备业务的主要载体。2021 年营业收入达 43.2 亿元，2015-2021 年 CAGR=85.2%，净利润达 3.6 亿元，2015-2021 年 CAGR=58.7%，实现快速增长。2018-2019 年营业收入及净利润下滑主要原因系 3C 行业低迷影响，智能手机市场负增长，公司钻攻机销量下降所致。目前以数控机床为主体的高端装备业务已经成为公司核心主营业务，同时通用机床业务的快速发展也将平滑 3C 行业周期波动带来的影响。

图8: 子公司创世纪机械营业收入及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 子公司创世纪机械净利润及同比

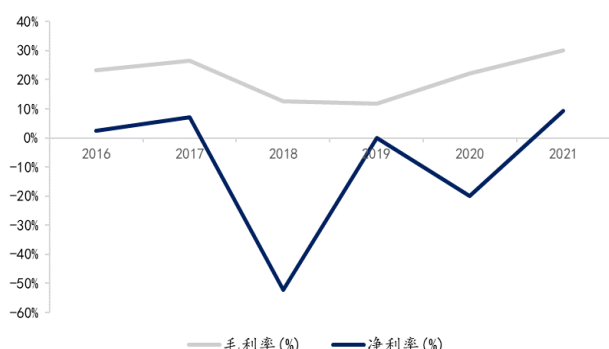


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司毛利率和销售净利率大幅改善。2021 年公司实现毛利率 30.0%，同比+8pct，销售净利率达 9.4%，同比+29.5pct。费用率方面，公司持续推动结构件业务的组织精简和人力整合，费用开支有效减少，2021 年期间费用率为 18.7%，同比-4.6pct，其中销售、

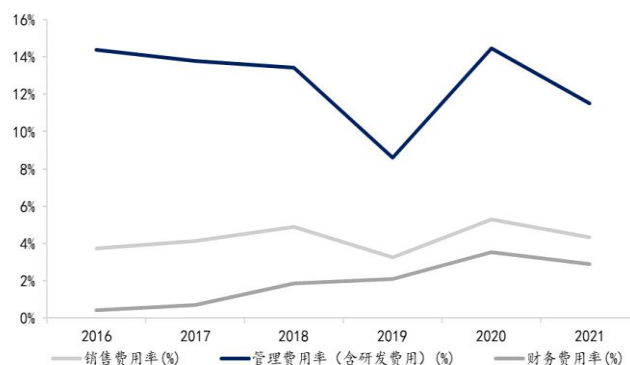
管理（含研发）、财务费用率分别降低 1/3/0.7pct。

图10：剥离结构件业务后，毛利率和销售净利率改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2021年公司期间费用率达18.7%，同比-4.6pct

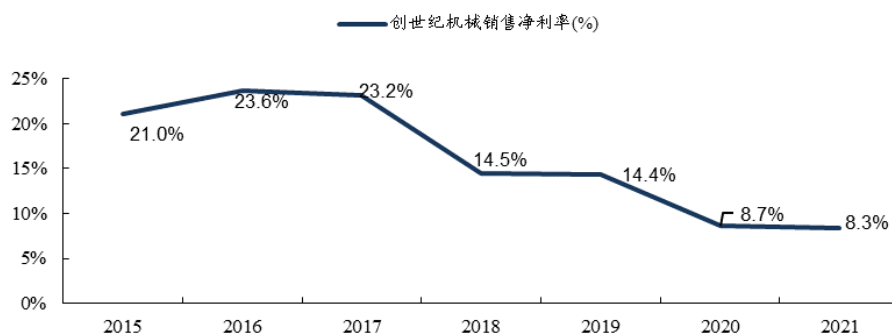


数据来源：Wind，东吴证券研究所

创世纪机械2021年销售净利率为8.3%，同比-0.4pct，自2016年以来持续下滑，主要原因系：1）公司业务逐步向通用机床扩张，而通用机床毛利率普遍低于钻攻机，业务结构的变化拉低利润率水平。2）通用机床业务仍处于扩张阶段，公司为迅速开拓市场牺牲部分利润；3）随着公司业务规模扩大，销售形式向多元化发展，租赁和二手机置换销售模式占比提升，而相较于直接销售租赁和置换的毛利率较低，多重因素导致创世纪机械利润增速低于收入增速。

我们判断短期内，公司钻攻机业务已趋于成熟，将保持30%-35%的毛利率水平。通用机床业务随着收入逐步扩张，规模效应凸显，毛利率有望逐步接近30%。销售净利率方面，随着亏损业务影响的彻底消除，期间费用率逐步降低，仍将保持增长。长期来看，随着公司通用机床业务规模效应凸显，毛利率向好，盈利能力仍有较大提升空间。

图12：创世纪机械销售净利率自2016年以来持续下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 股权激励凝聚骨干力量，回购股份彰显长期发展信心

2020 年 12 月，为健全公司长效激励约束机制，吸引和留住核心骨干，充分调动其积极性和创造性，公司发布《2020 年限制性股票激励计划实施考核管理办法》，该激励计划共分为 3 个归属期，分别以 2020-2022 年公司营业收入为考核标准（具体标准见下表），若考核标准达成，则同意公司以 4 元/股价格对董事、高级管理人员、核心技术(业务人员)、关键岗位员工等 120 名激励对象授予 4200 万股限制性股票。股权激励对象主要来自高端智能装备业务，表明未来公司集中人力和资源发展高端智能装备业务的决心。

表1：激励计划授予限制性股票的分配情况

姓名	职务	获授权益数量 (万股)	占授予权益总数的 比例(%)	占激励计划公告日股本 总额的比例(%)
夏军	持股 5%以上股东、董事长	1200	28.57%	0.84%
蔡万峰	董事、总经理	200	4.76%	0.14%
伍永兵	财务总监	30	0.72%	0.02%
其他核心技术(业务)人员、关键岗位员工合计 117 人		2770	65.95%	1.92%
合计		4200	100%	2.94%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：股权激励考核标准

归属安排	考核要求
一	深圳创世纪合并报表 2020 年营业收入不低于 28 亿元
二	深圳创世纪合并报表 2021 年营业收入不低于 38 亿元，或 2020-2021 年累计营业收入不低于 66 亿元
三	深圳创世纪合并报表 2022 年营业收入不低于 51 亿元，或 2020-2022 年三年累计营业收入不低于 117 亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

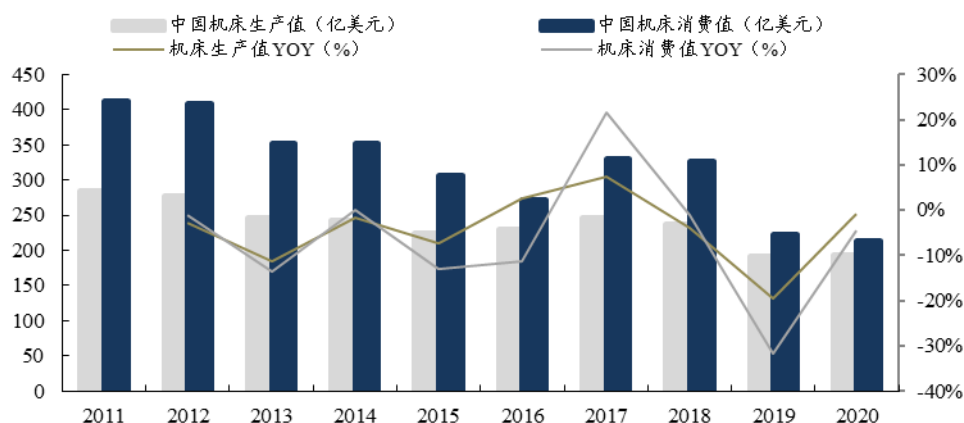
拟回购股份用于股权激励，彰显长期发展信心。2022 年 3 月，公司发布公告，基于对未来发展的信心，且有效维护广大股东利益，增强投资者信心，拟实施回购股份。本次回购总金额为 2-4 亿元，按照最高回购价格 19.7 元/股（含）计算，拟回购股份数量区间为已发行总股本的 0.66%-1.32%。此次回购股份拟全部用于公司股权激励计划或员工持股，在稳定投资者预期及利益的同时，有效绑定核心人才，助力公司成长。

2. 机床行业拐点已现，民营企业有望崛起

2.1. 机床行业“大而不强”，高端领域亟待突破

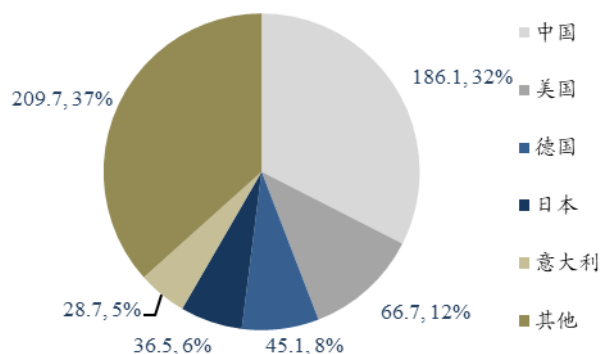
国内机床产业年产值达千亿规模，是全球最大市场。根据德国机床制造商协会对世界机床行业统计调查数据，2020 年全球机床消费为 572.8 亿欧元，其中，中国机床消费为 186.1 亿欧元，全球占比为 32.49%；生产端与消费端类似，2020 年全球机床产值为 578.6 亿欧元，其中，中国作为世界第一大机床生产国，2020 年产值约为 169.5 亿欧元，全球占比为 29.29%。

图13：中国历年机床生产值和消费值



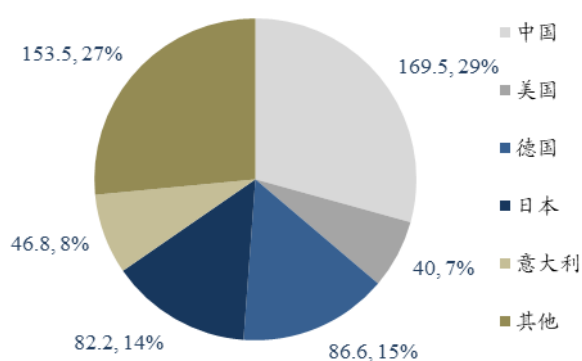
数据来源：机床工具工业协会，东吴证券研究所

图14：2020 年全球机床消费额及占比（单位：亿欧元）



数据来源：德国机床制造商协会，东吴证券研究所

图15：2020 年全球机床生产额及占比（单位：亿欧元）



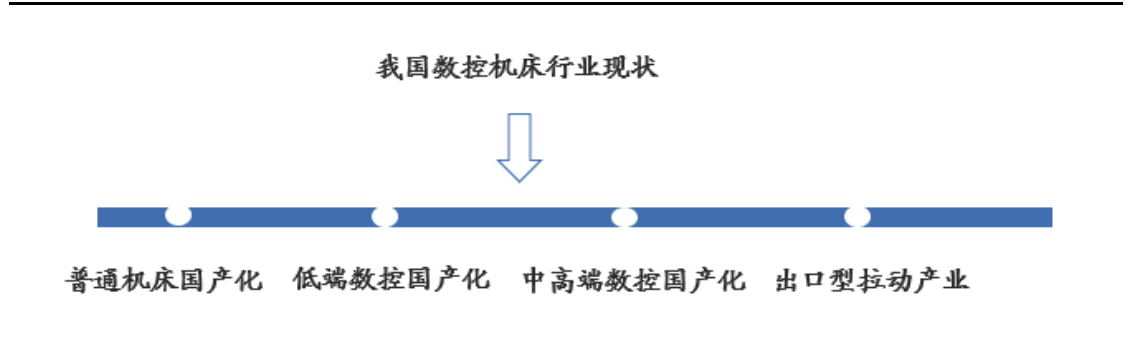
数据来源：德国机床制造商协会，东吴证券研究所

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，2021 年中国机床进出口贸易逆差为 21.4 亿美元，较 2020 年的 19.5 亿美元小幅上升，但逆差额占总进出口额的比重由 2020

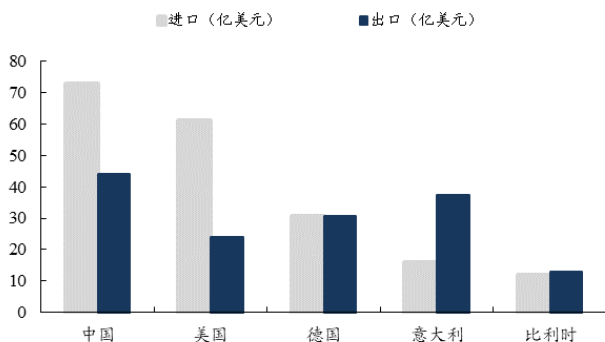
年的 19.5% 降低至 2021 年的 16.7%。究其根本,主要系高档数控机床尚不能实现国产化,较大程度依靠进口。根据前瞻产业研究院发布的《2019 年中国数控机床行业竞争格局及发展前景分析》,2018 年,我国低档数控机床国产化率约 82%,中档 65%,高档仅 6%,高档数控机床几乎完全依靠进口。

图16: 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



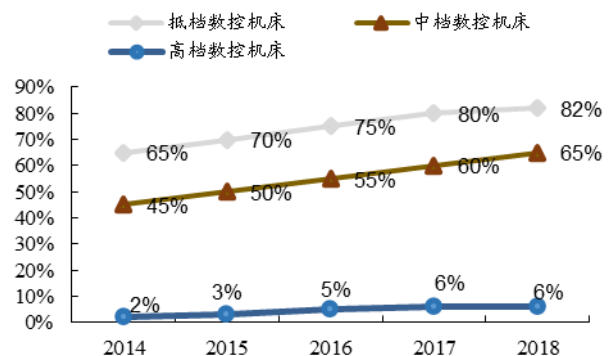
数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图17: 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18: 2018 年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 6.0-10.1 万美元/台,与此形成鲜明对比的是出口均价仅仅 271-357 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。

2.2. 三分天下,民营企业崛起进行时

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。

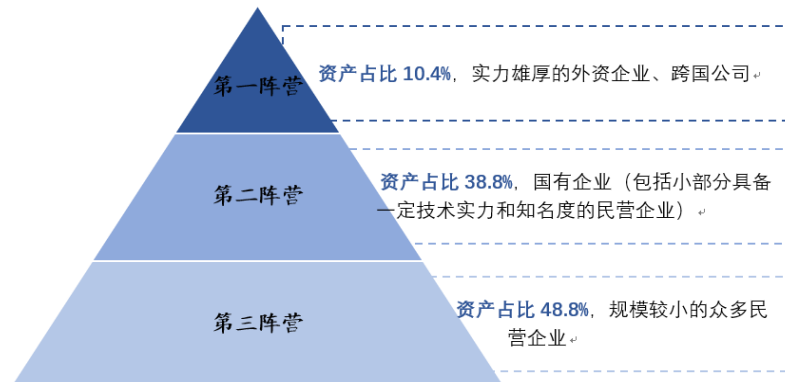
第一阵营: 实力雄厚的外资企业、跨国公司。目前,全球排名前十位的机床企业中,大多数直接在中国投资或者合资建厂。汽车行业、模具行业、航天航空等行业是高档数控机床的消费主力,这部分市场基本被外资企业垄断。基于其规模及技术领导力,其在国内市场竞争中仍然处于第一阵营。

第二阵营: 具备一定技术实力和知名度的民企和国企。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. 更新周期驱动，机床行业迎来黄金发展期

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测算，2022-2025 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。测算假设如下：

（1）金属切削机床理论更新需求：假设机床的平均使用寿命为 8-10 年，则理论上 8-10 年后将会进入更新周期。以 2021 年为例，2011-2013 年间生产的机床均将进入置换周期，则我们假设 2021 年机床理论更新需求为 2011-2013 年机床的平均产量。

（2）假设折扣：实际生产中机床的更新容易受到经济形势的影响，部分机床使用寿命会超过 10 年，因此实际更新需求将会低于理论更新需求，我们假设实际更新需求=理论更新需求*假设折扣，而随着待更新的机床量越来越大，实际更新需求会越来越接近理论更新需求甚至超过。

（3）数控化率：《中国制造 2025》战略纲领中明确提出，至 2025 年中国的关键工序数控化率将提升至 64%。

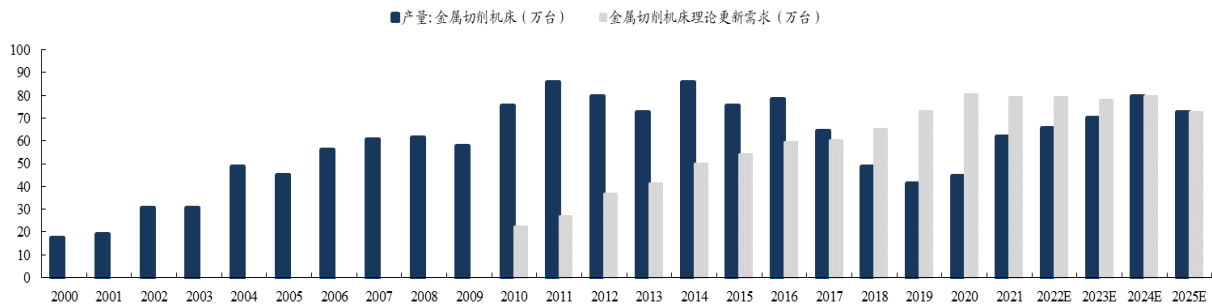
表3：国产数控金属切削机床市场规模测算

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
金属切削机床产量（万台）①=②*③	44.6	62.0	65.5	70.2	79.9	72.7
金属切削机床理论更新需求（万台）②	80.4	79.5	79.4	78	79.9	72.7
假设折扣③	0.55	0.70	0.83	0.90	1.00	1.00
数控化率（%）④	43.2%	47.4%	51.5%	55.7%	59.8%	64.0%
数控金属切削机床产量（万台）⑤=①*④	19.3	26.3	32.7	39.1	47.8	46.5

数控金属切削机床理论更新需求（万台）⑥=②*④	34.7	37.6	40.9	43.4	47.8	46.5
单价（万元）⑦	18.8	19.4	19.9	20.5	21.2	21.8
更新需求市场规模合计（亿元）⑧=⑤*⑦	362	510	653	803	1011	1014

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图20： 2010-2012 年机床需求较大，意味着 2021 年进入更新高峰



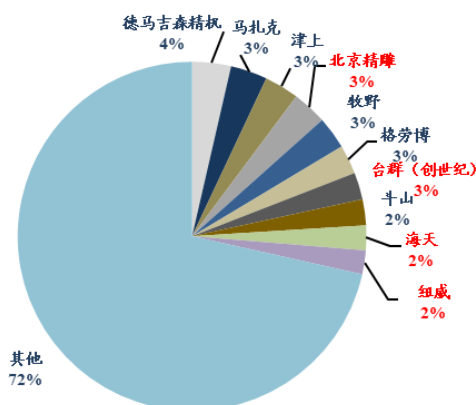
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

国产品牌已跻身市场前列，行业集中度+国产化率提升进行时。①行业集中度提升：

根据 MIR 睿工业的数据，2019 年排名 TOP10 数控机床厂商整体市场销售额占比为 29%，而 2021 年 TOP10 的数控机床厂商，整体销售额占比达 39%，市场集中度大幅提升；②国产品牌跻身前列：2019 年德玛吉森精机、马扎克等国外龙头依旧占据市场主导地位，而至 2021 年国产品牌通过迅速发展已跻身市场前列。从 2019 和 2021 年的市场销售占比的对比数据来看，台群精机由 3% 提升至 6%，北京精雕由 3% 提升至 5%，均已进入 TOP3。此外海天精工、纽威、宝鸡等国产品牌的市场销售额占比也有不同程度的提升。（注：下

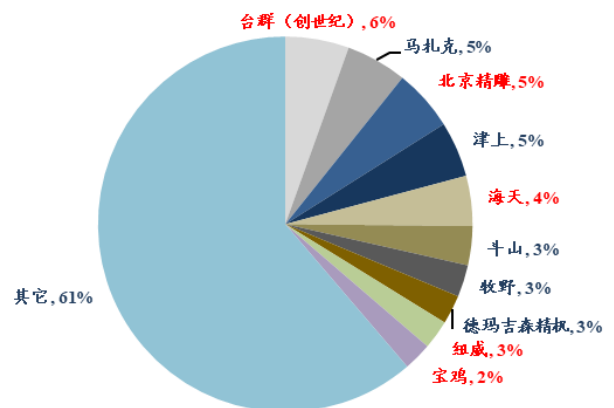
图中标红品牌为国产品牌）

图21： 2019 年国外龙头占据主导地位



数据来源：MIRDATA，东吴证券研究所（注：基于销售额口径）

图22： 2021 年国产品牌已跻身市场前列



数据来源：MIRDATA，东吴证券研究所（注：基于销售额口径）

我们认为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. 通用机床：立加销量快速增长，静待百花齐放

3.1. 发力立式加工中心，连续 3 年销量翻倍

立式加工中心相较于钻攻机加工范围更广。钻攻机和立式加工中心同样拥有钻孔攻牙和高速铣的功能，前者转速高、位移速度快，功率较低，适用于小巧轻金属产品，如 5G 基站的滤波器、散热器和 3C 产品的机身外壳、手机金属中框等；后者行程、切削力度和受径向力程度更大，能进行大余量铣削，力量更大，加工范围更广。

表4：钻攻机与立式加工中心对比

产品名称	钻攻机	立式加工中心
下游行业	3C、通信	通信、汽车、航空航天等
适用领域	基站滤波器、散热器等；3C 机身外壳、手机中框等	基站滤波器、散热器和天线等；塑料、五金模具；汽车等
工序	铣、镗、钻、扩孔、攻丝等	铣、钻、镗、扩、铰、攻丝等
刀库	夹臂式刀库	斗笠式刀库和圆盘式刀库
快速位移速度	48m/min 或 60m/min	36m/min
主轴规格	BT30	BT40/BT50
转速	12000rpm/15000rpm/20000rpm	8000rpm

数据来源：浙海德曼招股说明书，东吴证券研究所整理

公司通用机床以立式加工中心为主，应用领域与 3C 重合度高。公司通用机床包括立式加工中心（V 系列）、卧式加工中心和龙门加工中心等，以立式加工中心为主要产品，主要应用于 5G 通讯基站中大型尺寸滤波器腔体等产品和其他行业各种塑胶、五金模具的加工，产品下游覆盖 5G、汽车和自动化等行业，客户包括东山精密和东莞建升等华为供应链及中兴供应链，和 3C 供应链重合度高达 95%，易形成协同效应。

通用立加销量连续 4 年翻番，已进入国产厂商第一梯队。2017 年开始，公司借助在 3C 领域的人才储备、技术积累、品牌影响力、供应链管理和规模化优势，加快在通用机床领域的布局，并集中资源重点打造立式加工中心系列产品，并实现连续 4 年销量翻倍。2021 年公司通用立加销量超过 1 万台，销量市场占有率接近 10%，稳居国产厂商第一梯队。

3.2. 多元化布局，产品向高端升级

除立式加工中心外，公司致力于拓展通用机床品类，实现多元化布局。目前在龙门加工中心、卧式加工中心、数控车床等方面均有推出新品。

表5: 公司在龙门加工中心、卧式加工中心、数控车床的新产品介绍

产品系列	产品介绍	2021 年新产品进展	产品拟达到的目标
龙门加工中心	专为高效率高精度产业研发设计，主要适用于钻、铣、攻丝、镗孔、3D 弧面加工，广泛用于汽车、机车等领域大型精密零件加工和精密模具加工等	三款动柱式龙门已量产；其余两款 2022 年 6 月份量产；4 款五轴龙门 9 月份陆续上市	针对新能源产业链条的“三电”产品加工
数控车床	数控卧式车床是双坐标两轴联动、半闭环数控机床。机床机、电、液一体式布局，采用全封闭防护罩，拉门向左开，旋转操纵台位于右端固定防护罩上，操作方便	3 款斜床身刀塔车已量产，两款车铣机型 5 月份量产	产品服务于通用加工市场
卧式加工中心	主要应用于汽车、能源、信息、工程机械、模具等行业零件的精密加工，特别适合于各种异型零件、高精度箱体类零件的加工。工件一次装夹可完成多面的铣、钻、镗、扩、铰、铤、攻丝等多种工序加工，显著提高加工效率	63/100 两款卧加已量产；50/80 两款 10 月陆续量产	产品服务于通用加工市场

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

多元化布局外，公司产品也逐渐向高端升级。2021 年，立式五轴系列机床开始批量下线，工件一次装夹即可完成复杂零件多面加工；突破了五轴加工中心研发制造难点，具备高精度，高效率，高稳定性等特点，广泛应用于 3C 零部件、VR 眼镜、医疗器械、汽车零部件、船舶、航空等领域零件加工和模具加工。

图23: 立式五轴系列产品及应用情况图示



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 钻攻中心国内领先，高位增长可期

钻攻中心有“三高”，专攻 3C 金属精密结构件。高速钻攻中心是从通用立式加工中心发展而来的高档数控机床，一般用来钻孔和攻丝，适用于小型零部件的加工，广泛用于 3C 行业、汽车及零部件、医疗器械等行业中的小型板零件、盘型零件、壳体类加工。其通过一次装夹即可完成铣、镗、钻、扩孔、攻丝等多道工序的批量化生产，符合 3C 产品复杂度高、需要“一体成型”设备制造的特点，且具备高刚性、高精度加工、高效率，在金属加工领域具有显著优势。

公司产品性能比肩外资龙头，国产替代逐步加速。①产品性能：公司作为国产钻攻机龙头，多年来研发实力卓越，核心部件的加工效率、换刀方面的精度、故障率、连续性、稳定性与发那科等外资产品相比差异不大，有效使用寿命正在加紧追赶。②配套服务：公司对比外资，一方面售后团队分布区域广、后市场服务响应及时，另一方面公司注重驻厂服务制度建设，驻场技术人员专业化、及时化直击客户痛点，本土化服务优势明显。③性价比：目前国产设备单价一般在 20 万元/台左右，相较于发那科等外企 30 万以上的售价要便宜 30%-40%，再附加公司强大的售后服务能力，整体来看公司产品性价比卓越。

表6：公司钻攻机多项性能不输外资设备

名称	创世纪 T-500B	发那科 α-D14MIA	润星 HS-500T	嘉泰 JT-L510A	兄弟 TC-S3Cz
主轴转速	20000rpm	24000rpm	20000rpm	20000rpm	10-10000rpm
切削速度	1-20000mm/min	30000mm/min	12000mm/min	1-10000mm/min	50000mm/min
定位精度	0.005mm	0.006mm	0.005mm	0.01mm	0.005mm
重复精度	0.003mm	<0.004mm	0.003mm	0.006mm	0.003mm
换刀时间	-	1.4	1.6s	2.0s	1.7s

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

下游客户定增扩产，钻攻机新增需求更上一层楼。公司主要下游客户长盈精密、东山精密和领益智造等均在 2021 年发布扩产计划，募集资金用于金属精密结构件项目扩产计划，借机抢占 5G、新能源汽车等带来的机遇，由此其上游钻攻机的需求在未来 3-5 年将得到拉动。

表7: 公司主要客户 2021 年以来金属结构件定增扩产计划一览

公司名称	发行日期	投资金额(亿元)	发行目的
长盈精密	2021/1/4	20.00	拟于宁德、宜宾和常州市建设长盈新能源汽车动力电池结构件自动化产线项目
东山精密	2022/2/19	6.50	盐城维信电子有限公司新能源柔性线路板及其装配项目
	2021/7/22	20.00	拟于荆门高新技术产业开发区投资建设电池精密结构件项目
领益智造	2021/5/21	22.00	拟于东莞市投资建设智能智造科技项目
	2022/2/12	15.00	拟于桂林经济技术开发区投资建设桂林领益智造智能制造项目（二期）

数据来源: Wind, 各公司公告, 东吴证券研究所

钻攻机存量更新市场潜力大。机床的一般产品寿命约为 10 年, 但钻攻机由于工作饱和度高, 快速切削导致磨损加剧, 通常折旧年限仅为 7-8 年。据不完全统计, 当前钻攻机市场保有量已达 40 万台以上, 按照 8 年设备寿命周期来保守估算, 每年将置换更新 5 万台, 以国产钻攻机均价 20 万元/台为基础, 未来每年钻攻机存量更新市场将达到 100 亿元。**公司自主品牌的置换更新空间也不容小觑。**截止目前公司累计销售钻攻机已经超过 8 万台, 存量置换空间十足。如果不考虑外资品牌对公司自主品牌产品的置换, 且由于公司钻攻机迭代速度较快(目前已迭代至第七代), 设备残值率较高, 下游客户的设备置换将进一步加速, 我们假设 5 年内公司所有已售设备将全部被更新置换, 则按照平均单价 20 万元/台, 每年置换空间能够达到 32 亿元。

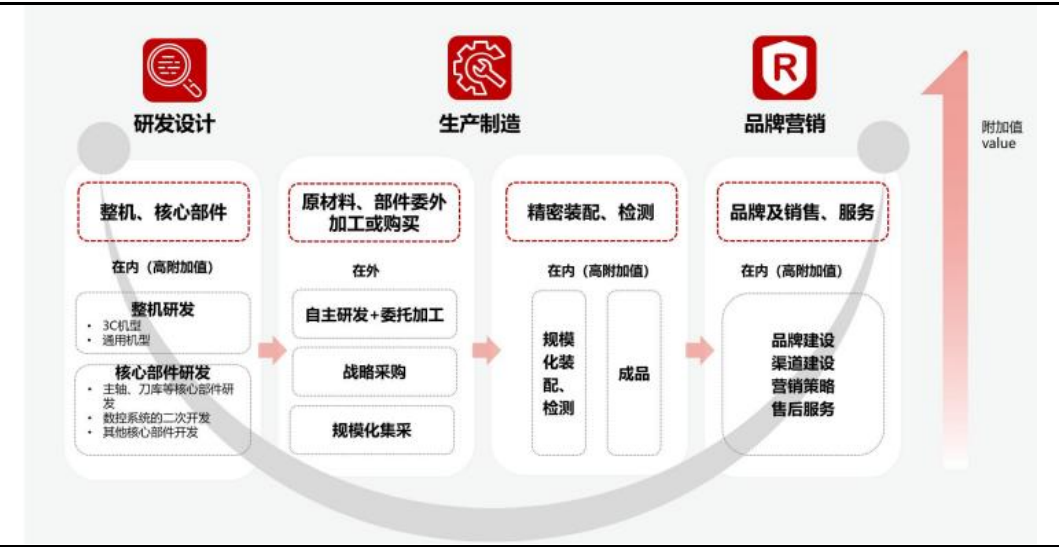
此外, 非传统 3C 市场方兴未艾, 有效平抑传统 3C 市场的周期波动。非传统 3C 市场包括大 3C (平板、电脑等) 市场和泛 3C (电子烟、无人机) 市场, 其部分零部件由于形状复杂且对精度要求极高, 非常符合钻攻机的加工特性。例如电子烟的腔体, 其形状为类圆柱体空腔, 很难通过压铸一体成型; 其直径仅为约 1cm, 体积小且对精度要求极高, 也很难通过普通加工中心完成生产。而高档钻攻机具备体积小、高精度, 形状复杂零部件的快速加工能力, 非常适用于电子烟等非传统 3C 市场。公司面向非传统 3C 市场的钻攻机已初具规模, 若未来能够大规模放量, 能够有效平抑传统 3C 的周期性波动。

5. 资源合理配置, 重视研发投入&创新销售

公司积极攀登微笑曲线两端, 将有限的资源投入附加值更高的环节。在生产模式方面, 公司坚持资源配置与附加值大小相匹配的原则, 积极攀登微笑曲线两端。在附加值较高的研发设计、品牌营销和服务, 以及对技术及经验积累要求较高的精密制造和检测环节, 公司积极布局并投入大量资源; 而在附加值较低的生产制造环节, 尤其是核心零部件生产, 公司主要通过“自主设计+委托加工”模式, 未大规模投入土地、厂房、设备类重资产及相关人员, 轻资产模式下有效降本增效, 并能够降低业务淡旺季和周期性

波动带来的经营风险。

图24：公司业务模式“微笑曲线”示意图

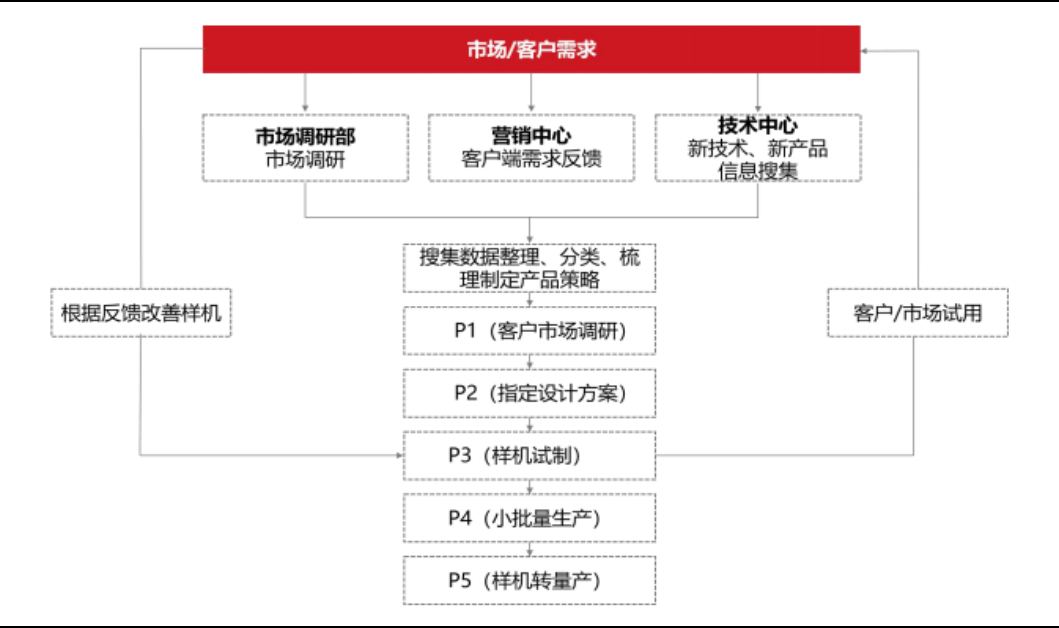


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.1. 坚持用户导向研发体系，研发投入持续提升

公司基于“客户第一”的核心理念，始终坚持用户导向型的创新研发体系。公司成立市场调研部、营销中心与技术中心三大部门，通过市场调研和客户端需求反馈等多种方式深入挖掘下游客户需求，从而设计生产出符合客户与市场需求的**新产品

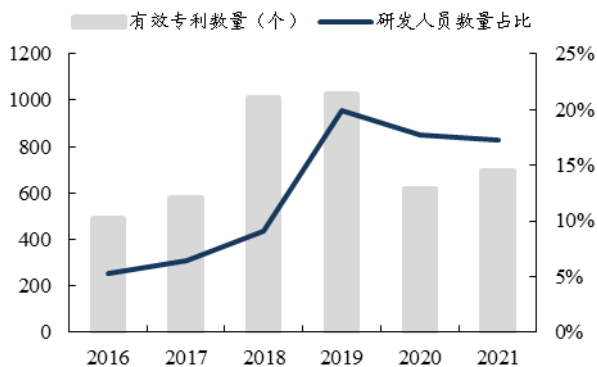
图25：公司创新研发流程图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

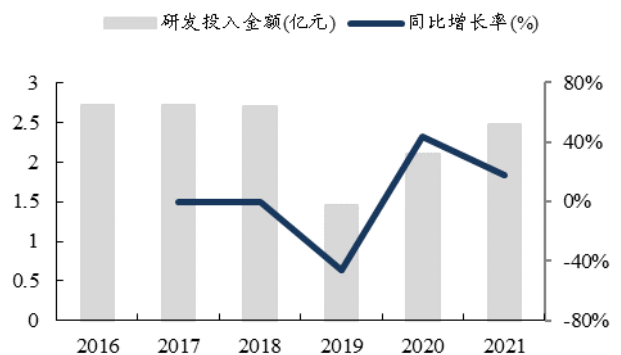
结构件剥离后研发投入持续提升，研发成果卓著。从研发投入来看，2016-2019 年因结构件业务的剥离使相关研发投入减少，公司整体研发投入金额持续下降，至 2020 年结构件业务基本剥离完毕后开始迅速回升，2021 年公司研发投入金额为 2.47 亿元，同比+17.7%，占营业收入的比重达 4.7%。从研发成果来看，公司全年知识产权立项申请 86 件，其中软著 25 件，专利 61 件。同时受益于国家制造业转型升级推进和国内数控机床行业的迅速发展，公司快速瞄准高端机床市场需求，自主研发 V-200U、V-400U、V-650U 五轴加工中心，及 HMC-63 双交换卧加机型，并在高端机型测试及应用方面取得较大进展。关键零部件研发方面，公司已完成高端机床的核心部件刀库 90%自产化和主轴 50%自产化，具备行业领先的零部件自主能力。

图26：公司研发人员数量占比与专利情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：结构件剥离后公司研发投入持续上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 销售布局持续优化，创新销售获丰收

坚持销售引领战略，并通过“双品牌”丰富客户群体。公司坚持“市场是龙头”的战略定位，在销售领域多方面拓展版图。一方面，公司坚持国内国外一盘棋，持续加强国外渠道的开发，利用核心产品高性价比的优势提高公司收入能力。另一方面，公司根据市场特点和市场需求实现销售模式最优化，在客户较集中的 3C 领域以直销为主、分销为辅，在下游及客户分散的通用领域则反之，推动直销、分销协同发展。此外，公司实施双品牌战略，“Taikan（台群精机）”定位为高端品牌和市场，新增的“宇德”主攻中端品牌和市场，进一步丰富公司的客户群体和产品线。

创新营销&优质售后提升客户服务质量。创新营销方面公司率先在网络销售方面进行积极尝试。在售后服务方面，公司始终秉承“服务好每个客户到永远”的宗旨，为客户提供行业领先的、本地化优势突出的、极致的售后服务，不断提高品牌影响力和美誉度。公司还积极拓展重点区域市场，并打造有竞争力的营销团队。公司在继续巩固现有市场优势区域的基础上，通过组织、培养、壮大营销队伍，并重新梳理、整合营销资源，集中优势力量攻克华东等重点区域市场，进一步优化营销网络。完善营销培训机制，打

造专业、具有竞争力的营销团队。

图28：公司网络促销活动图



数据来源：公司 2020 年年报，东吴证券研究所

5.3. 稳定高效的供应链体系下，轻资产模式降本增效明显

在生产制造环节，公司采取“轻资产”型精密制造及检测体系。公司生产所需核心部件主要通过委托加工及多种形式的外采方式获得，公司无需在零部件环节大规模投入厂房、设备等重资产及人员。同时，公司自主掌握对技术及经验积累要求较高的精密制造及检测环节，从而保障产品的精密性、稳定性、可靠性。在精密制造环节，公司依托标准化的制造工艺流程，配备熟练的装配技术工人，采用标准化装配作业，模块化生产，流程化控制，确保制造的效率和质量。在检测环节，公司拥有专门的工程检测实验室、计量中心和精密测量室，配备先进的进口检测仪器。公司产品在出厂前，需要通过高于国家标准的加工检验测试，以保证产品质量。

图29：供应链全生命周期管理图示



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

稳定高效的供应链体系是公司轻资产运行的重要保障。由于公司轻资产运营模式下大部分零部件依靠外采，因此供应链环节是公司现有发展模式中的关键环节。公司通过战略采购、规模化集采、定制化采购、委托加工等多种方式，确保核心部件的稳定供给，并对供应链进行全生命周期管理。在数控系统、丝杆、线轨、精密轴承等方面，公司主要通过向进口品牌供应商进行战略采购或规模化集采，并积极推动关键核心部件的进口替代；在铸件、钣金等方面，公司通过规模化集采、标准距离配送等方式实现配套供应保障。

6. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设

1) 3C 钻攻机业务：受 5G 带动影响，3C 行业发展迅速，对高档钻攻机需求不断提升。公司持续稳定于苹果供应链中，且凭借性价比优势加速渗透由外资占领的市场空间。电子烟、无人机等非传统 3C 业务发展良好，有效平抑钻攻机周期性波动。

2) 通用机床业务：公司立式加工中心产品持续保持高增速。数控车床、龙门加工中心、卧式加工中心等新领域拓展顺利。

2. 盈利预测：

我们根据公司披露的产能释放进度以及前 3 年主营业务收入增长趋势预测 2022-2024 年公司数控机床营收及毛利率，具体如下：

表8：分业务盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
钻铣攻牙机（百万元）	1873.3	2300.0	2530.0	2783.0	3061.3
YoY（%）		22.78%	10.00%	10.00%	65.40%
毛利率（%）	32.00%	35.00%	34.00%	35.00%	35.00%
玻璃精雕机（百万元）	184.2	200.0	210.0	210.0	210.0
YoY（%）		8.61%	5.00%	0.00%	54.87%
毛利率（%）	32.00%	35.00%	34.00%	35.00%	35.00%
立式加工中心（百万元）	690.9	2420.0	3315.0	4440.0	5798.0
YoY（%）		250.27%	36.98%	33.94%	73.83%
毛利率（%）	24.00%	25.50%	25.80%	26.10%	26.50%
其他机床（百万元）	212.6	202.7	948.4	1604.4	2750.5

YoY (%)		-4.64%	367.91%	69.17%	73.83%
毛利率 (%)	12.43%	21.19%	25.87%	26.22%	26.69%
其他收入 (百万元)	464.8	139.1	200.0	200.0	250.0
YoY (%)		-70.08%	43.83%	0.00%	73.83%
毛利率 (%)	-39.01%	32.30%	30.00%	30.00%	30.00%
收入合计 (百万元)	3425.6	5261.7	7203.4	9237.4	12069.8
YoY (%)		53.60%	36.90%	28.24%	60.77%
综合毛利率 (%)	19.54%	30.03%	29.05%	29.09%	28.92%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

可比公司方面，公司是国内数控刀具综合供应商，产品涵盖钻铣攻牙机、精雕机、立式加工中心、龙门加工中心等多种机型，且产品正不断向高端化升级，故我们选取数控刀具企业海天精工、国盛智科、纽威数控、科德数控作为可比公司。

表9：可比公司估值（PE，截至 2022 年 4 月 15 日收盘股价，单位：亿元）

证券代码	公司	收盘价 (元)	市值	2022 净利润	2023 净利润	2024 净利润	2022PE	2023PE	2024PE
601882.SH	海天精工	18.2	94.9	4.5	5.7	7.6	21	17	13
688558.SH	国盛智科	30.5	40.3	2.7	3.5	4.4	15	12	9
688697.SH	纽威数控	13.0	42.5	2.1	2.7	3.5	20	15	12
688305.SH	科德数控	65.1	59.0	1.0	1.5	1.9	59	40	31
可比公司平均							29	21	16
300083.SZ	创世纪	10.8	165.9	9.2	12.3	16.4	18	13	10

数据来源：Wind，东吴证券研究所

（注：国盛智科、科德数控盈利预测来自东吴证券研究所，海天精工、纽威数控的盈利预测来自 Wind 一致预期）

3. 投资建议

创世纪主营业务数控机床发展良好，未来随着产能不断释放，公司营收水平将进一步增长。我们认为公司目前规模为国内数控机床厂商第一，规模效应明显，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 2022-2024 年净利润分别为 9.2/12.3/16.4 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/13/10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

7. 风险提示

1、宏观经济波动风险：硬质合金刀具下游行业需求受宏观经济影响，若宏观经济波动，刀具行业景气度不及预期，不利于公司经营稳定性。

2、技术与产品研发不及预期风险：公司针对数控刀具产品的研发存在不确定性，公司技术研发和新产品开发不及预期，将对公司业绩造成不利影响。

3、市场竞争加剧风险：刀具行业面临国内外企业的激烈竞争，若公司不能保持竞争优势和核心竞争力，将影响公司未来的业绩增长。

创世纪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,390	7,672	10,237	13,734	营业总收入	5,262	7,203	9,237	12,070
货币资金及交易性金融资产	1,158	2,459	3,596	5,087	营业成本(含金融类)	3,682	5,111	6,550	8,579
经营性应收款项	1,781	2,229	2,858	3,736	税金及附加	31	43	55	72
存货	2,290	2,801	3,589	4,701	销售费用	229	324	397	495
合同资产	0	0	0	0	管理费用	384	540	674	857
其他流动资产	160	183	194	210	研发费用	221	324	416	543
非流动资产	3,470	3,519	3,520	3,520	财务费用	152	27	20	13
长期股权投资	5	5	5	5	加:其他收益	208	281	360	471
固定资产及使用权资产	610	660	662	663	投资净收益	24	36	46	60
在建工程	21	20	19	18	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	413	413	413	413	减值损失	-200	0	0	0
商誉	1,654	1,654	1,654	1,654	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	36	36	36	36	营业利润	604	1,150	1,530	2,042
其他非流动资产	732	732	732	732	营业外净收支	14	0	0	0
资产总计	8,859	11,191	13,757	17,253	利润总额	619	1,150	1,530	2,042
流动负债	4,524	5,761	7,028	8,814	减:所得税	122	226	301	401
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,198	1,198	1,198	1,198	净利润	497	924	1,230	1,641
经营性应付款项	2,424	3,333	4,271	5,594	减:少数股东损益	-3	0	0	0
合同负债	491	716	917	1,201	归属母公司净利润	500	924	1,230	1,641
其他流动负债	411	515	642	820	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.32	0.60	0.80	1.06
非流动负债	1,200	1,370	1,440	1,510	EBIT	727	860	1,144	1,523
长期借款	419	469	519	569	EBITDA	846	911	1,193	1,574
应付债券	0	100	100	100	毛利率(%)	30.03	29.05	29.09	28.92
租赁负债	20	40	60	80	归母净利率(%)	9.51	12.83	13.31	13.59
其他非流动负债	761	761	761	761	收入增长率(%)	53.60	36.90	28.24	30.66
负债合计	5,724	7,131	8,468	10,323	归母净利润增长率(%)	171.71	84.75	33.08	33.41
归属母公司股东权益	3,136	4,061	5,290	6,931					
少数股东权益	-1	-1	-1	-1					
所有者权益合计	3,136	4,060	5,289	6,930					
负债和股东权益	8,859	11,191	13,757	17,253					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	338	1,233	1,115	1,460	每股净资产(元)	2.05	2.66	3.47	4.54
投资活动现金流	-264	-64	-4	10	最新发行在外股份(百万股)	1,543	1,543	1,543	1,543
筹资活动现金流	330	131	25	22	ROIC(%)	13.31	13.00	14.11	15.26
现金净增加额	404	1,301	1,137	1,492	ROE-摊薄(%)	15.95	22.76	23.25	23.67
折旧和摊销	118	51	49	50	资产负债率(%)	64.61	63.72	61.55	59.83
资本开支	-273	-100	-50	-50	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.86	17.79	13.36	10.02
营运资本变动	-596	174	-278	-382	P/B (现价)	5.18	4.00	3.07	2.35

数据来源:Wind,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>

