

合锻智能(603011.SH) 买入(首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 8.18元

目标价格(人民币): 13.80元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 4.94

已上市流通A股(亿股) 4.94

总市值(亿元) 40.44

年内股价最高最低(元) 9.31/4.80

沪深300指数 4090

上证指数 3241



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 838 | 1,206 | 1,840 | 2,551 | 3,452 |
| 营业收入增长率 | 20.58% | 43.96% | 52.50% | 38.68% | 35.32% |
| 归母净利润(百万元) | 26 | 64 | 128 | 225 | 347 |
| 归母净利润增长率 | -5.15% | 148.38% | 99.62% | 75.57% | 54.04% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.057 | 0.143 | 0.260 | 0.456 | 0.703 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.08 | -0.04 | 0.33 | 0.62 | 0.46 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 1.53% | 3.66% | 5.75% | 9.53% | 13.49% |
| P/E | 92.39 | 56.73 | 31.49 | 17.94 | 11.64 |
| P/B | 1.42 | 2.08 | 1.81 | 1.71 | 1.57 |

来源:公司年报、国金证券研究所

受益下游需求扩张, 业绩拐点已至

投资逻辑

- 国内锻压机龙头企业, 进入业绩快速成长期。公司前身为合肥锻压机床总厂, 深耕锻压机领域多年, 2019-2021年公司营收、归母净利润分别从7.0/0.3亿元提升至12.1/0.6亿, 呈现高速增长态势。受下游高景气驱动, 预计21-24年公司营收和归母净利润的CAGR分别达到42.0%/75.4%。
- 新能源车、航天航空双轮驱动, 未来三年锻压机板块收入有望保持高增长。
汽车: 公司在汽车领域已供货比亚迪、一汽、上汽等多个头部车企, 热成型设备和复合材料产线顺应头部车企减重需求, 随着新能源车销量高增以及头部车企不断扩产, 公司在汽车领域收入有望迅速增长。航天航空: 军工类锻压机产品主要应用在飞机和航天器的核心零部件环节, 公司打破技术瓶颈, 设备参数对标进口设备, 有望实现国产替代。受汽车、军工等多行业需求驱动, 预计22-24年公司液压机业务收入为7.65/9.94/12.43亿元、机压机业务收入为2.00/4.60/8.05亿元。
- 色选机业务经营稳健, 非公开发行项目落地, 新产能有望释放。公司色选机收入从17年3.38亿元提升至21年5.73亿元, 期间CAGR达14%, 收入长期稳定增长。22年2月非公开发行项目落地, 合计发行5584.51万股, 募集资金4.41亿元, 致力于实现年产80台煤炭智能干选机, 随着设备下游应用领域不断扩张, 预计22-24年色选机收入为6.77/7.98/9.42亿元。
- 盈利向好业绩改善, 在手订单充足支撑业绩释放。1H22公司净利率达到8.90%(同比+4.28pcts), 盈利水平明显优化。1H22公司合同负债达到2.89亿元, 相比21年底提升1.11亿元, 合同负债大幅提升预示着公司当前在手订单充足, 为业绩长期增长提供保障。

投资建议

- 预计公司2022-2024年营业收入为18.40/25.51/34.52亿元, 归母净利润为1.28/2.25/3.47亿元, 对应PE分别为31X/18X/12X。考虑到公司未来业绩的高成长性, 给予公司23年30倍PE, 对应目标价13.80元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 汽车、航天航空领域需求不及预期、原材料价格上涨风险、新品技术研发进度不及预期、股东减持风险。

内容目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 一、锻压机领域龙头企业，营收、净利高速增长 | 4 |
| 1.1 国内液压机龙头企业，1H22 收入、净利增速亮眼 | 4 |
| 1.2 盈利能力持续优化，1H22 净利率明显提升 | 5 |
| 1.3 在手订单充足，为公司长期收入增长提供充足动力 | 5 |
| 二、锻压机板块迅速发展，充分受益下游高景气 | 6 |
| 2.1 锻压机板块收入高速增长，下游应用领域广泛 | 6 |
| 2.2 下游需求旺盛，汽车、军工双轮驱动 | 7 |
| 2.3 加速布局新领域，热成型、复合材料打开新增长点 | 9 |
| 三、色选机业务经营稳健，稳居行业第一梯队 | 11 |
| 3.1 智能分选设备种类丰富，收入长期稳定增长 | 11 |
| 3.2 公司在色选机领域处于行业第一梯队，呈现更高收入增速 | 11 |
| 3.3 募资扩产煤炭干选机，继续拓展新品类 | 12 |
| 四、盈利预测与投资建议 | 12 |
| 4.1 盈利预测 | 12 |
| 4.2 投资建议 | 13 |
| 五、风险提示 | 13 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司产品类别丰富 | 4 |
| 图表 2: 公司收入主要以液压机和色选机为主 | 4 |
| 图表 3: 近年公司营收规模高速增长 | 5 |
| 图表 4: 1H22 公司归母净利润大幅提升 | 5 |
| 图表 5: 公司毛利率处于可比公司平均水平 | 5 |
| 图表 6: 1H22 公司净利率明显提升 | 5 |
| 图表 7: 近年来公司合同负债高速增长 | 6 |
| 图表 8: 2019-2021 年公司锻压机板块收入快速提升 | 6 |
| 图表 9: 公司液压机下游应用领域广泛 | 6 |
| 图表 10: 公司下游绑定多个行业优质客户 | 7 |
| 图表 11: 中国机压机市场规模远大于液压机市场 | 7 |
| 图表 12: 公司机压机业务有望高速增长 | 7 |
| 图表 13: 公司液压机生产线可应用于生产汽车多个零部件 | 8 |
| 图表 14: 20 年以来新能源汽车销量高速增长 | 8 |
| 图表 15: 近年来多家头部车企开始扩产 | 9 |
| 图表 16: 热成型冲压技术具有多个优势 | 9 |
| 图表 17: 公司超高强度钢间接热成型设备集成线 | 10 |
| 图表 18: 多家车企在汽车领域使用碳纤维复合材料 | 10 |
| 图表 19: 宝马推出电动汽车 i3 使用 CFRP 车体 | 10 |

| | |
|---|----|
| 图表 20: 丰田雷克萨斯 LFA 中使用 CFRP 的部品和技术 | 10 |
| 图表 21: 公司智能分选设备下游应用领域广泛 | 11 |
| 图表 22: 2017-2021 年色选机收入稳步增长 | 11 |
| 图表 23: 中科光电 21 年收入明显提升 | 11 |
| 图表 24: 中科光电 21 年净利润明显提升 | 11 |
| 图表 25: 各公司色选机业务收入对比 | 12 |
| 图表 26: 公司色选机业务展现更高收入增速 | 12 |
| 图表 27: 公司煤炭智能干选机项目资金使用计划 | 12 |
| 图表 28: 公司营业收入拆分预测 | 13 |
| 图表 29: 可比公司估值 | 13 |

一、锻压机领域龙头企业，营收、净利高速增长

1.1 国内液压机龙头企业，1H22 收入、净利增速亮眼

立足于高端成形机床与智能分选设备双发展模式，产品类别丰富。公司前身为 1951 年成立的合肥锻压机床总厂，深耕液压行业超 70 年，并在 2016 年收购色选机翘楚中科光电，切入色选机赛道。

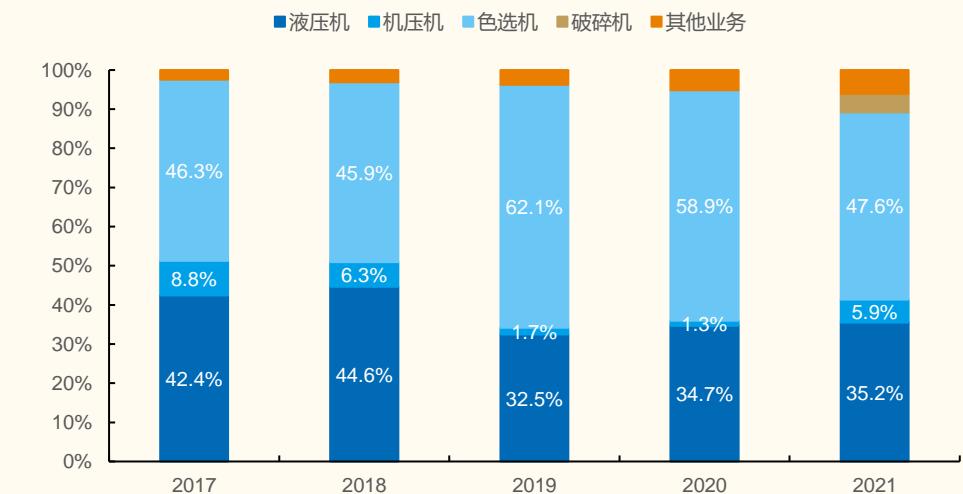
图表 1：公司产品类别丰富

| 产品类别 | | 主要产品种类 |
|-----------------|-------|--|
| 高端成形机床 | 液压机 | 全自动汽车冲压生产线，直接热成形生产线，间接热成形生产线，精密温锻造液压机、双动充液拉深液压机，多向模锻液压机，精密双向压药液压机等 |
| | 机械压力机 | 大型自动化冲压线，大型多工位压力机，柔性试模中心，级进模压力机，高端落料压力机生产线等 |
| 智能分选设备 | | 矿用智能分选机，工业、农业色选机（大米，杂粮，茶叶分选机），云互联色选机，红外色选机，X 射线异物检测机 |
| 工程机械——移动式破碎筛分装备 | | 履带式移动颚式破碎站、移动反击式破碎站、移动圆锥式破碎站、移动筛分站等 |

来源：公司公告，国金证券研究所

液压机和色选机合计收入占比超过 8 成，收入结构逐渐均衡。公司收入主要由液压机和色选机贡献（2019-2021 年两大产品合计收入占比为 94.6%/93.6%/82.8%），21 年机压机产品收入大幅增长，收入占比超过 5%，推动公司收入结构逐渐均衡。

图表 2：公司收入主要以液压机和色选机为主



来源：公司公告，国金证券研究所

2019-21 年三年收入 CAGR 超过 30%，1H22 归母净利润同比大幅提升。公司近年来营收高速增长，2019-2021 年，营收规模从 6.95 亿元上涨至 12.06 亿元，期间 CAGR 为 31.73%。1H22 归母净利润为 0.66 亿元，同比大涨 215.14%，主要系 1) 新能源汽车行业新产品、新工艺带来新需求；2) 智能分选设备订单提升，推动收入、净利润高速增长。

图表 3: 近年公司营收规模高速增长



来源: wind, 国金证券研究所

图表 4: 1H22 公司归母净利润大幅提升

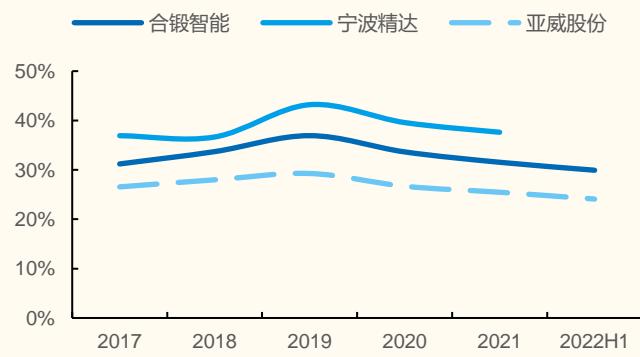


来源: wind, 国金证券研究所

1.2 盈利能力持续优化, 1H22 净利率明显提升

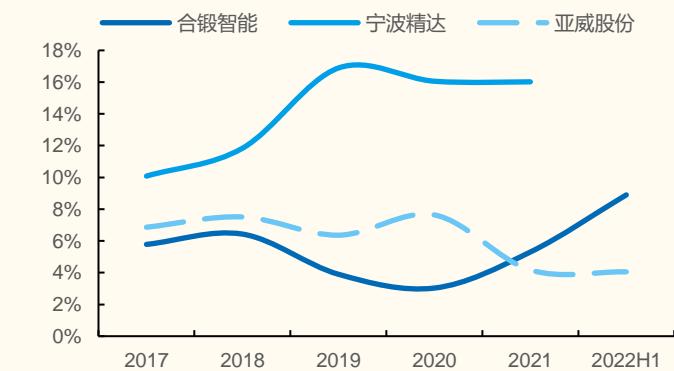
盈利拐点呈现, 1H22 净利率接近 9%。毛利率: 公司毛利率长期维持稳定, 处于可比公司平均水平; 净利率: 1H22 净利率达到 8.9%, 同比提升 4.27pcts, 主要受益于公司收入体量不断提升, 规模效应不断凸显。

图表 5: 公司毛利率处于可比公司平均水平



来源: wind, 国金证券研究所

图表 6: 1H22 公司净利率明显提升

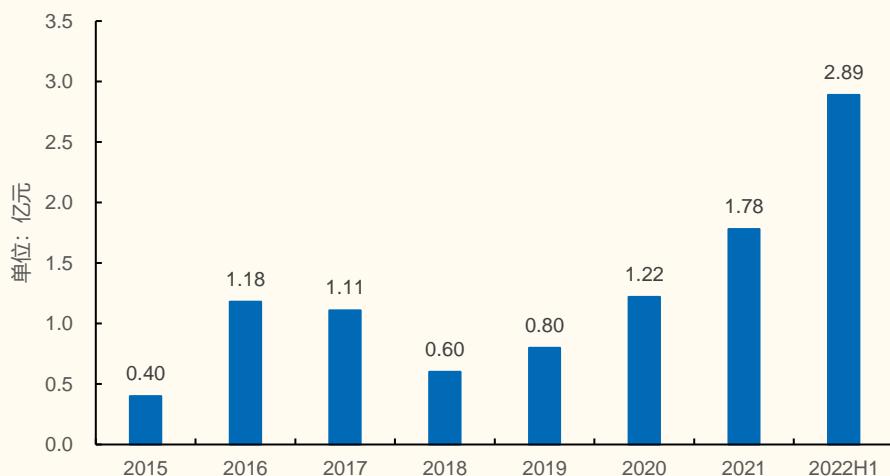


来源: wind, 国金证券研究所

1.3 在手订单充足, 为公司长期收入增长提供充足动力

1H22 公司合同负债大幅增长, 在手订单充足。1H22 公司合同负债为 2.89 亿元, 同比增长 59.11%。我们认为合同负债的持续高增长预示着公司当前在手订单充裕, 未来收入持续增长确定性较强。

图表 7：近年来公司合同负债高速增长



来源：Wind, 国金证券研究所

二、锻压机板块迅速发展，充分受益下游高景气

2.1 锻压机板块收入高速增长，下游应用领域广泛

受下游多个行业需求驱动，2019-21 年液压机和机压机合计收入 CAGR 近 45%。根据公告，公司锻压机板块收入从 2019 年的 2.38 亿元提升至 2021 年的 4.96 亿元，期间年化复合增速为 44.5%。

多个产品达到国际技术领先水平，产品下游应用领域广泛。根据公告，公司自主研制的全自动汽车冲压生产线、直接热成形生产线、间接热成形生产线、精密温锻造液压机、双动充液拉深液压机等产品均为国际领先产品，下游应用于汽车、航空航天、军工、船舶、轨交等多个领域。

图表 8：2019-2021 年公司锻压机板块收入快速提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司液压机下游应用领域广泛



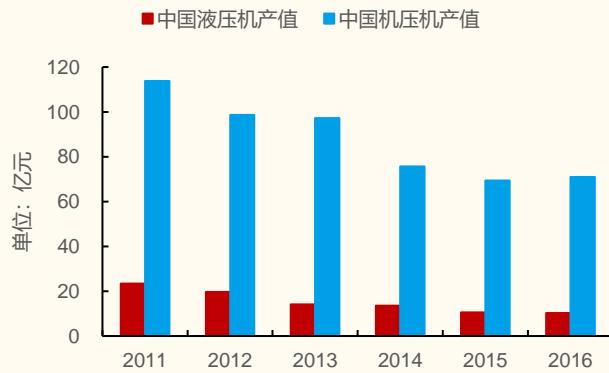
来源：公司年报，国金证券研究所

客户资源优质，绑定多个行业头部客户。根据公告，公司下游覆盖汽车、航天军工、轨交等多个领域。凭借优质的产品性能，公司已为比亚迪、长城、吉利等多家厂商供货成套冲压生产线。

图表 10: 公司下游绑定多个行业优质客户


来源: 公司年报, 国金证券研究所

机压机市场规模更大, 公司机压机业务进入放量阶段。2011-2016 年, 中国机械压力机产值远超液压机产值, 2016 年机压机产值约为液压机产值的 7 倍。公司当前机械压力机品质已经达到国际领先水平, 21 年机械压力机产品收入 0.71 亿元, 同比增长 381%, 受下游需求驱动, 机压机产品进入放量阶段, 预计 22-24 年机压机业务收入为 2.00/4.60/8.05 亿元, 驱动公司收入结构均衡发展。

图表 11: 中国机压机市场规模远大于液压机市场


来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 公司机压机业务有望高速增长


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 下游需求旺盛, 汽车、军工双轮驱动

■ 汽车业务: 产品应用汽车多个环节, 受益下游高景气

公司汽车产品应用下游多个环节, 提供定制化产品。在传统汽车领域, 公司主要提供外覆盖冲压件、内板件饰件、车门制作等生产工艺; 在新能源汽车领域, 公司具有复合材料生产线、热成型自动化生产线满足汽车轻量化需求。

图表 13: 公司液压机生产线可应用于生产汽车多个零部件



来源：公司公告，国金证券研究所

新能源汽车销量高增，下游长期具备高景气。22年以来，新能源汽车销量已经超过了300万台，根据中汽协预测，22年中国新能源汽车销量有望达500万辆，预计2025年新能源车销量有望达975万辆。

图表 14: 20年以来新能源汽车销量高速增长



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

多家头部车企扩产，新能源汽车行业新工艺有望带动公司产品需求提升。随着新能源汽车渗透率逐渐提升，比亚迪、小鹏等知名厂商近年来纷纷扩产。以比亚迪为例，总产能规划高达350万辆/年，新能源汽车产能扩张以及新工艺的应用有望带来公司设备新需求。

图表 15: 近年来多家头部车企开始扩产

| 车企 | 基地 | 产能 |
|-----|------------|---|
| 比亚迪 | 坪山基地 | 产能预估为 35 万辆/年 |
| | 西安基地 | 一二期产能约 66 万辆/年, 三期建设中, 建设完成预估带来 30 万辆/年新增产能 |
| | 长沙基地 | 一期产能 30 万辆/年, 二期规划产能 30 万辆, 22 年 5 月建成 |
| | 常山基地 | 一期产能 20 万辆, 二期规划产能 20 万辆, 尚未建成 |
| | 抚州基地 | 规划产能 20-25 万辆/年, 22 年 4 月投产 |
| | 济南基地 | 规划产能 30 万辆/年, 22 年 8 月投产 |
| | 合肥基地 | 一期规划产能 15 万辆/年, 22 年 6 月投产, 二期规划产能 15 万辆/年 |
| | 郑州基地 | 一期规划产能 20 万辆/年, 22 年 10 月投产, 二期规划产能 20 万辆/年 |
| | 深汕基地 | 一期规划产能 15 万辆/年, 22 年 11 月投产, 二期规划产能 15 万辆/年 |
| 小鹏 | 肇庆 | 产能规划 20 万辆/年 |
| | 武汉 | 产能规划 10 万辆/年 |
| 蔚来 | 合肥 | 产能规划 100 万辆/年 |
| 特斯拉 | 上海 | 已有产能 75 万辆/年 |
| | 德克萨斯 | 已有产能 25 万辆/年 |
| | 加利福尼亚 | 已有产能 65 万辆/年 |
| | 柏林 | 已有产能 25 万辆/年 |
| 零跑 | 金华一厂 | 已有产能 20 万辆/年 |
| | 金华二厂 | 建设中, 规划产能 12 万辆/年 |
| | 杭州工厂 | 建设中, 预计 23 年完成建设 |
| 理想 | 常州 | 产能 10 万辆/年 |
| | 北京绿色智能制造基地 | 计划 2023 年年底投产, 产能规划为 10 万辆/年 |

来源: 线束中国, 盖世汽车, 小鹏汽车, 国金证券研究所

■ 军工业务: 打破海外垄断, 受益航空航天高景气

攻克航空航天技术瓶颈, 产品应用在飞机和航天器的核心零部件。公司在航空航天、军工领域主要提供快锻及自由锻液压机、精密等温锻造压机等产品; 产品主要用于飞机发动机叶片、制动片、起落架、高压异形接头等零部件的生产, 在技术层面解决卡脖子问题, 设备性能参数对标进口设备。

2.3 加速布局新领域, 热成型、复合材料打开新增长点

■ 热成型业务: 设备得到量产验证, 细分领域优势明显

热冲压成形技术分为直接热成型和间接热成型, 该技术具有多个优势。相比传统冷冲压相比, 热成型冲压件技术具有提升钢板强度、降低车身质量、提升钢板弹性、提升变形能力等多个优点。

图表 16: 热成型冲压技术具有多个优势

| 序号 | 优势 |
|----|---|
| 1 | 有效降低车身零件所用材料厚度, 由于零件强度大, 车身上的加强板, 加强筋大大减少, 减少了车身的重量, 可有效提高车身防撞安全性, 降低汽车燃油消耗 |
| 2 | 钢板在加热条件下, 变形能力大幅提升, 冲压变形压力变小, 冲压设备吨位变小 |
| 3 | 钢板回弹系数大大降低, 零件尺寸精度好 |
| 4 | 冲压噪音小于冷冲压 |
| 5 | 强度较高, 可达 1500Mpa |

来源: AI 汽车网, 冲压与模具工艺, 国金证券研究所

设备得到验证, 成为国内首家掌握间接热成型技术企业。根据 22 年中报披露, 公司近几年投放市场的间接热成形自动化成套装备得到量产验证, 成为国内唯一掌握间接热成型和直接热成形技术的厂家。

图表 17: 公司超高强度钢间接热成型设备集成线


来源: 公司年报, 国金证券研究所

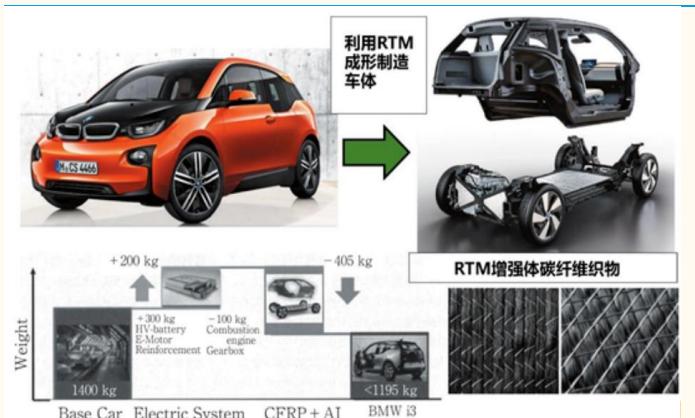
■ **复合材料业务: 碳纤维复材产线进展顺利, 顺汽车轻量化之势**

多家车企推动碳纤维复合材料, 减重效果明显。得益于碳纤维复合材料的优异性能, 近年来宝马、奥迪、雷克萨斯等多家知名车企推动碳纤维复合材料在汽车领域的应用, 新材料助力汽车减重。

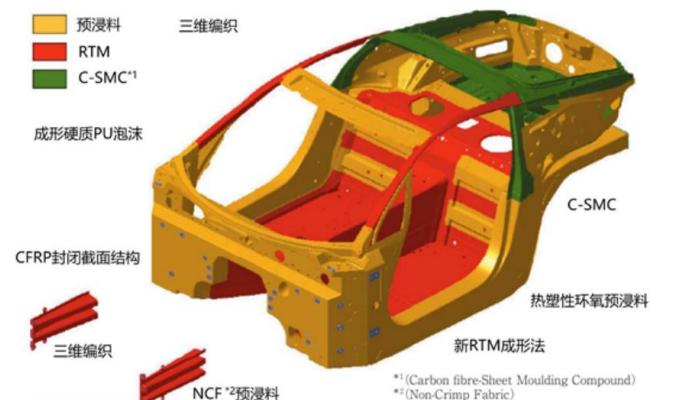
图表 18: 多家车企在汽车领域使用碳纤维复合材料

| 车企名称 | 碳纤维复合材料在相关车型进展 |
|------|---|
| 奥迪 | Audi A8: 新一代奥迪 A8 应用的碳纤维复合材料后座背板密度减少 45%, 重量减轻 50%; 背板由多层碳纤维布料组成, 碳纤维布料中纤维编织方向不同, 使得整块面板受力更均匀 |
| 雷克萨斯 | LEXUS 开闭件: 保证刚度、强度、耐久、安全等性能情况下, 门外板采用铝合金, 内板采用碳纤维, 减重 23kg, 后背门板采用 SMC, 内板采用碳纤维, 减重 4.2kg |
| 宝马 | 车身的上下壳体是采用环氧树脂的高速 RTM 工艺成型, 用弹性体粘合剂粘合, 并将其在铝制底盘通过几个点的结合制造而成; RTM 增强体碳纤维织物 |

来源: 国际汽车轻量化大会, 冲压帮, 国金证券研究所

图表 19: 宝马推出电动汽车 i3 使用 CFRP 车体


来源: 冲压帮, 国金证券研究所

图表 20: 丰田雷克萨斯 LFA 中使用 CFRP 的部件和技术


来源: 冲压帮, 国金证券研究所

公司复合材料成形压机生产线推进顺利, 有望得到广泛应用。根据 22 年中报披露, 公司制造的 1000KN-63000KN 复合材料成形压机和复材预成形生产线在行业内广泛应用, 该生产线满足常用复合材料、碳纤维等新型复合材料成形工艺要求, 随着下游车企不断推动碳纤维复合材料在汽车领域的应用, 复合材料产线有望为公司带来新增长点。

三、色选机业务经营稳健，稳居行业第一梯队

3.1 智能分选设备种类丰富，收入长期稳定增长

检测技术持续优化，下游应用领域持续拓展。根据分选类别不同，公司智能分选设备可以用于大米、杂粮、茶叶、矿石、煤炭等多个领域，近年来公司先后推出红外、X射线异物检测机，继续提高检测精度，可检测分选出食品中混入的恶性杂质和异物，设备下游应用有望不断拓展。

色选机收入稳步增长，过去五年收入 CAGR 超过 14%。根据公告，公司色选机收入从 2017 年的 3.38 亿元增长至 2021 年的 5.73 亿元，期间 CAGR 达到 14.2%。

图表 21：公司智能分选设备下游应用领域广泛

| 应用领域 | 相关设备进展 |
|------|--|
| 大米 | 完成大米全产线云互联智控加工技术开发，为大米加工带来最优用户价值；完成谷糙分选新分选设备开发与销售 |
| 杂粮 | 全面推进杂粮全品类深度学习技术分选应用，不断扩容鲲鹏系列产品模型数据库。全新升级 KIX 深度学习红外分选设备 |
| 茶叶 | 由传统的茶叶加工厂向门市拓展小型色选机 |
| 矿石 | 公司针对铜矿、钨矿等各类金属矿及非金属矿等进行颜色、大小及异物分选；针对不同等级，包括 30-100mm、2-30mm、2mm 以下颗粒及潮湿颗粒等提供解决方案 |
| 煤炭 | 公司对煤炭智能干选机产品已完成一系列系统优化，实现了设备核心指标的稳步提升 |
| 塑料 | 公司 GI、GV、GU 等系列产品性能得到大幅度提升，并完成从粒子分选到整瓶分选方案，销售额实现了较大增长 |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：2017-2021 年色选机收入稳步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

子公司中科光电
能分选设备、色选机、智光电一体化装备等，21 年中科光电实现收入和净利润分别为 5.38/0.56 亿元，同比增长 23% 和 55%。

图表 23：中科光电 21 年收入明显提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：中科光电 21 年净利润明显提升



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 公司在色选机领域处于行业第一梯队，呈现更高收入增速

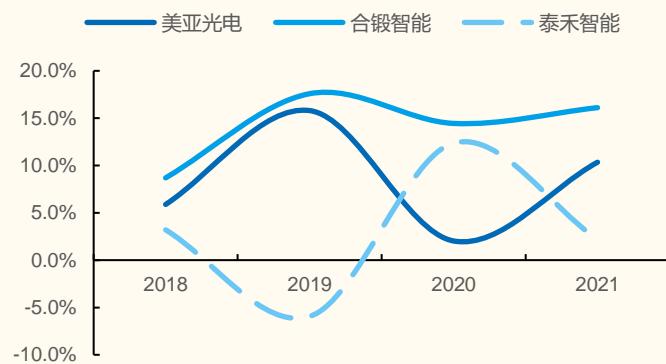
21 年公司在色选机领域实现近 6 亿元收入，稳居行业第一梯队。21 年公司在色选机领域实现 5.73 亿元收入，仅次于龙头美亚光电。从收入增速来看，公司过去三年色选机业务收入增速在 15% 附近，超过竞争对手。

图表 25: 各公司色选机业务收入对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 公司色选机业务展现更高收入增速



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3.3 募资扩产煤炭干选机, 继续拓展新品类

非公开发行项目落地, 煤炭智能干选机产能有望释放。2022 年 2 月公司非公开项目落地, 合计发行 5584.51 万股, 募集资金 4.41 亿元, 致力于实现年产 80 台煤炭智能干选机, 随着新类型智能分选设备产能逐步落地, 公司色选机业务收入有望维持稳定增长。

图表 27: 公司煤炭智能干选机项目资金使用计划

| 项目名称 | 项目投资金额 (亿元) | 拟投入募集资金金额 (亿元) |
|--------------------------|-------------|----------------|
| 年产 80 台煤炭智能干选机产业化项目 (一期) | 4.32 | 3.09 |
| 补充流动资金 | 1.32 | 1.32 |
| 合计 | 5.64 | 4.41 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计 2022-24 年公司的营业收入为 18.40/25.51/34.52 亿元, 同比增长 52.50%/38.68%/35.32%; 归母净利润为 1.28/2.25/3.47 亿元, 同比增长 99.62%/75.57%/54.04%, 对应 EPS 为 0.26/0.46/0.70 元。

■ 收入、毛利率预测:

- 液压机:** 1) 营收: 公司作为国内液压机龙头, 有望受益于下游新能源汽车、航天军工等多个领域高景气, 我们预计 22-24 年公司该产品收入增速有望达到 80%/30%/25%, 对应收入为 7.65/9.94/12.43 亿元; 2) 毛利率: 受益于新能源车、复合材料、军工等行业快速发展及新产品、新工艺推广, 公司高端类液压机产品订单大幅增长, 高端产品收入提升有望推动整体毛利率提升, 我们预计 22-24 年液压机产品毛利率有望达到 21%/22%/23%。
- 机压机:** 1) 营收: 21 年公司机压机产品收入大幅增长, 机械压力机生产效率更高, 公司产品有望得到下游更广泛的应用, 我们预计 22-24 年机压机产品有望进入放量阶段, 对应收入为 2.00/4.60/8.05 亿元。2) 毛利率: 机压机板块规模效应明显, 随着机压机收入规模不断提升, 该业务毛利率有望持续提升, 预计 22-24 年机压机业务毛利率为 24%/25%/26%。
- 色选机:** 1) 营收: 公司在色选机行业处于第一梯队, 收入增速保持稳健, 随着公司产品下游应用领域不断拓展, 预计色选机产品收入增速有望维持在 18%, 预计 22-24 年色选机收入为 6.77/7.98/9.42 亿元。2) 毛利率: 公司色选机业务产品种类不断扩张, 规划扩产煤炭干选机等

新设备，新产品具有更高盈利能力，随着新品逐步放量，预计 22-24 年色选机业务毛利率为 46%/47%/48%。

- **破碎机：**1) 营收：公司破碎机产品处于发展初期，假设 22-24 年破碎机产品收入增速维持在 20%，预计 22-24 年破碎机收入为 0.67/0.81/0.97 亿元。2) 毛利率：假设破碎机 22-24 年毛利率为 12.0%/12.5%/13.0%。

图表 28：公司营业收入拆分预测

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 7.29 | 7.99 | 6.95 | 8.38 | 12.06 | 18.40 | 25.51 | 34.52 |
| yoy | | 9.6% | -13.0% | 20.5% | 43.9% | 52.6% | 38.7% | 35.3% |
| 毛利率 | 31.2% | 33.7% | 36.9% | 33.6% | 31.5% | 30.8% | 30.7% | 31.0% |
| 毛利润 | 2.28 | 2.69 | 2.57 | 2.82 | 3.80 | 5.67 | 7.84 | 10.69 |
| 分产品拆分 | | | | | | | | |
| 液压机 | | | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 3.10 | 3.57 | 2.26 | 2.91 | 4.25 | 7.65 | 9.94 | 12.43 |
| yoy | | 15.2% | -36.7% | 28.7% | 46.2% | 80.0% | 30.0% | 25.0% |
| 毛利率 | 17.7% | 21.0% | 20.3% | 19.5% | 19.1% | 21.0% | 22.0% | 23.0% |
| 机压机 | | | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 0.64 | 0.51 | 0.12 | 0.10 | 0.71 | 2.00 | 4.60 | 8.05 |
| yoy | | -21.2% | -76.5% | -11.8% | 581.0% | 180.3% | 130.0% | 75.0% |
| 毛利率 | 24.3% | 23.9% | 8.1% | 8.2% | 23.5% | 24.0% | 25.0% | 26.0% |
| 色选机 | | | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 3.38 | 3.67 | 4.31 | 4.94 | 5.73 | 6.77 | 7.98 | 9.42 |
| yoy | | 8.7% | 17.6% | 14.4% | 16.1% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| 毛利率 | 44.2% | 47.1% | 47.4% | 43.9% | 44.3% | 46.0% | 47.0% | 48.0% |
| 破碎机 | | | | | | | | |
| 营业收入 (亿元) | | | | | 0.56 | 0.67 | 0.81 | 0.97 |
| yoy | | | | | | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 毛利率 | | | | | 11.7% | 12.0% | 12.5% | 13.0% |

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 费率预测：

销售、管理费率：2019-2021 年公司销售费率和管理费率均呈现下滑趋势，随着未来几年公司业务体量迅速扩张，规模效应逐步凸显，预计 22-24 年公司销售费用率为 9.5%/9.0%/9.0%，管理费用率为 7.0%/6.5%/5.5%。

研发费用率：考虑到公司未来研发热成型、复合材料等新领域，预计公司研发费用率仍保持在 5%以上，预计 22-24 年公司研发费用率维持在 5.5%。

4.2 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 18.40/25.51/34.52 亿元，归母净利润为 1.28/2.25/3.47 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.46/0.70 元。考虑到公司未来业绩的高成长性，给予公司 23 年 30 倍 PE，对应目标价 13.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 29：可比公司估值

| 股票名称 | 股价 (元) | EPS | | | | | PE | | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 宁波精达 | 10.36 | 0.31 | 0.28 | 0.26 | 0.36 | 0.50 | 25.23 | 39.91 | 39.63 | 29.00 | 20.91 |
| 亚威股份 | 7.54 | 0.24 | 0.24 | 0.27 | 0.33 | 0.39 | 21.84 | 36.88 | 27.54 | 23.03 | 19.21 |
| 美亚光电 | 24.70 | 0.65 | 0.76 | 0.72 | 0.87 | 1.04 | 68.31 | 49.71 | 34.34 | 28.53 | 23.86 |
| 平均 | | 0.40 | 0.42 | 0.42 | 0.52 | 0.64 | 38.46 | 42.17 | 33.84 | 26.85 | 21.32 |
| 合锻智能 | 8.18 | 0.06 | 0.14 | 0.26 | 0.46 | 0.70 | 92.39 | 56.73 | 31.49 | 17.94 | 11.64 |

来源：国金证券研究所注：宁波精达和亚威股份的 EPS、PE 为 wind 一致预测；数据截止日期为 2022.08.29

五、风险提示

5.1 汽车、航天军工领域需求不及预期:

公司液压机和机压机产品主要应用在汽车和航空航天领域，若下游汽车或航空航天领域需求不及预期，可能对于公司业绩产生不利影响。

5.2 原材料价格上涨风险:

公司产品原材料主要为钢材、铜等大宗商品，若此类大宗原材料价格大幅上涨会对公司成本形成较大影响，进而影响公司业绩。

5.3 新品技术研发进展不及预期:

公司当前的冲压热成型产线和复合材料成形产线处于发展初期，新产线技术壁垒高，若未来新产线技术研发不及预期，可能对公司业绩产生不利影响。

5.4 限售股解禁风险:

公司于 2022 年 8 月 9 日解禁定向增发机构配售股份 5584.51 万股，占解禁后流通股比例的 11.30%。

5.5 股东减持风险:

公司持股 5%以上股东中信投资控股计划在 8 月 26 日起 15 个交易日后的 180 天内通过集中竞价的方式减持不超过 9,888,288 股公司股份，减持不超过公司总股本的 2%。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 货币资金 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
| | 695 | 838 | 1,206 | 1,840 | 2,551 | 3,452 | 应收账款 | | 233 | 234 | 333 | 459 |
| 增长率 | | 20.6% | 44.0% | 52.5% | 38.7% | 35.3% | 存货 | | 497 | 530 | 662 | 838 |
| 主营业务成本 | -438 | -556 | -826 | -1,273 | -1,767 | -2,383 | 其他流动资产 | | 491 | 613 | 822 | 1,011 |
| %销售收入 | 63.1% | 66.4% | 68.5% | 69.2% | 69.3% | 69.0% | 流动资产 | | 271 | 150 | 182 | 141 |
| 毛利 | 257 | 282 | 380 | 567 | 784 | 1,069 | %总资产 | | 1,377 | 1,526 | 1,900 | 2,323 |
| %销售收入 | 36.9% | 33.6% | 31.5% | 30.8% | 30.7% | 31.0% | 长期投资 | | 54.8% | 57.3% | 61.2% | 66.7% |
| 营业税金及附加 | -9 | -8 | -9 | -13 | -18 | -24 | 固定资产 | | 110 | 116 | 160 | 160 |
| %销售收入 | 1.2% | 1.0% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | %总资产 | | 388 | 372 | 376 | 379 |
| 销售费用 | -137 | -116 | -141 | -175 | -230 | -311 | 无形资产 | | 15.4% | 14.0% | 12.1% | 10.9% |
| %销售收入 | 19.7% | 13.8% | 11.7% | 9.5% | 9.0% | 9.0% | 非流动资产 | | 605 | 605 | 608 | 612 |
| 管理费用 | -65 | -62 | -88 | -129 | -166 | -190 | %总资产 | | 1,135 | 1,136 | 1,205 | 1,161 |
| %销售收入 | 9.3% | 7.4% | 7.3% | 7.0% | 6.5% | 5.5% | 流动资产 | | 45.2% | 42.7% | 38.8% | 33.3% |
| 研发费用 | -50 | -51 | -70 | -101 | -140 | -190 | %总资产 | | 45.2% | 42.7% | 38.8% | 33.3% |
| %销售收入 | 7.1% | 6.1% | 5.8% | 5.5% | 5.5% | 5.5% | 资产总计 | | 2,512 | 2,662 | 3,105 | 3,484 |
| 息税前利润 (EBIT) | -3 | 45 | 72 | 149 | 231 | 355 | 短期借款 | | 329 | 333 | 438 | 126 |
| %销售收入 | n.a | 5.3% | 6.0% | 8.1% | 9.0% | 10.3% | 应付款项 | | 333 | 430 | 611 | 816 |
| 财务费用 | -11 | -25 | -20 | -12 | 1 | 3 | 其他流动负债 | | 110 | 175 | 245 | 304 |
| %销售收入 | 1.6% | 2.9% | 1.7% | 0.7% | -0.1% | -0.1% | 流动负债 | | 772 | 938 | 1,295 | 1,246 |
| 资产减值损失 | -11 | -45 | -15 | -10 | -5 | -5 | 长期贷款 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | | 65 | 33 | 54 | 7 |
| 投资收益 | 8 | 11 | 2 | 5 | 5 | 5 | 负债 | | 836 | 971 | 1,350 | 1,253 |
| %税前利润 | 26.1% | 46.4% | 3.2% | 3.8% | 2.2% | 1.4% | 普通股股东权益 | | 1,676 | 1,691 | 1,757 | 2,232 |
| 营业利润 | 27 | 24 | 66 | 132 | 232 | 357 | 其中：股本 | | 453 | 451 | 449 | 494 |
| 营业利润率 | 3.9% | 2.8% | 5.5% | 7.2% | 9.1% | 10.4% | 未分配利润 | | 223 | 240 | 304 | 381 |
| 营业外收支 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 税前利润 | 30 | 24 | 66 | 132 | 232 | 357 | 负债股东权益合计 | | 2,512 | 2,662 | 3,105 | 3,484 |
| 利润率 | 4.3% | 2.9% | 5.5% | 7.2% | 9.1% | 10.4% | | | | | | 4,037 |
| 所得税 | -3 | 1 | -2 | -4 | -6 | -10 | | | | | | 4,944 |
| 所得税率 | 9.3% | -4.6% | 3.0% | 2.8% | 2.8% | 2.8% | | | | | | |
| 净利润 | 27 | 25 | 64 | 128 | 225 | 347 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非现金支出 | 39 | 75 | 50 | 40 | 37 | 39 | | | | | | |
| 非经营收益 | -5 | -1 | 9 | 55 | 2 | 4 | | | | | | |
| 营运资金变动 | -14 | -65 | -142 | -61 | 41 | -161 | | | | | | |
| 经营活动现金净流 | 48 | 35 | -19 | 163 | 305 | 228 | | | | | | |
| 资本开支 | -38 | -21 | -48 | -39 | -37 | -32 | | | | | | |
| 投资 | -209 | 150 | -11 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他 | 3 | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 | | | | | | |
| 投资活动现金净流 | -244 | 133 | -55 | -34 | -32 | -27 | | | | | | |
| 股权筹资 | 0 | 0 | 0 | 405 | 0 | 0 | | | | | | |
| 债权筹资 | 207 | 7 | 84 | -357 | -49 | 103 | | | | | | |
| 其他 | -95 | -60 | -15 | -76 | -97 | -148 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | 112 | -53 | 68 | -29 | -146 | -45 | | | | | | |
| 现金净流量 | -84 | 113 | -7 | 100 | 127 | 156 | | | | | | |

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 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402