

数控轧辊磨床国产替代领军者，业务拓展助力长期发展

增持(首次)

2023年09月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

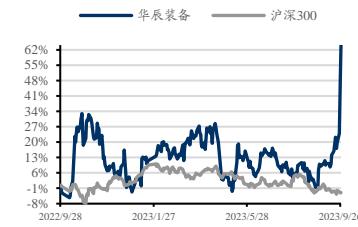
zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.35
一年最低/最高价	17.86/33.68
市净率(倍)	5.28
流通 A 股市值(百万元)	3,707.62
总市值(百万元)	7,905.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.94
资产负债率(%),LF)	26.45
总股本(百万股)	252.18
流通 A 股(百万股)	118.27

相关研究

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	336	517	640	766
同比	-18%	54%	24%	20%
归属母公司净利润(百万元)	47	112	141	175
同比	-38%	137%	26%	24%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.19	0.44	0.56	0.69
P/E(现价&最新股本摊薄)	167.45	70.64	56.05	45.24

关键词: #第二曲线

投资要点

■ 国产轧辊磨床领军企业，业绩有望持续改善

华辰装备成立于2007年，主要从事全自动高精度数控轧辊磨床研发生产，是国内轧辊磨床行业的领军企业，已覆盖宝武集团、鞍钢集团、首钢股份、Tata集团等国内外知名钢铁集团客户。公司产品包括全自动数控轧辊磨床、内外圆复合磨床(亚 μ 磨削系列产品)、维修改造服务和备件产品四类，其中全自动数控轧辊磨床为公司主要收入来源，2018-2022年收入占比均在80%左右。

受疫情、宏观经济下行、海内外局势动荡等因素影响，近年来公司业绩承压，营收与利润规模均有下滑。2023上半年在国内外形势趋于稳定利好下，公司设备的交付、安装、调试及验收等工作逐渐趋于正常，公司实现营收/归属净利润2.5/0.5亿元，同比+59%/+95%，业绩向上拐点已现。截至2023H1末，公司合同负债&存货分别达到2.7和4.11亿元，同比+12%/+22%，在手订单充足，下半年业绩增长有保障。

■ 进口替代促进市场空间拓展，技术优势推动公司市占率提升

根据我们测算，国内数控轧辊磨床市场规模约20亿元，其中高端市场主要依赖国外进口，国产厂商处于向高端转型阶段。轧辊磨床下游行业比较广泛，经过轧辊磨床磨削修复的精密轧辊所生产出的压延产品(如金属板、金属带、金属箔等)广泛应用于机械设备、汽车工业、船舶工业、家电行业、电力设备、高铁机车、建筑、航空航天、纺织造纸行业等国民经济多个领域。

公司是国内轧辊磨床行业的领军企业，热轧领域和冷轧不锈钢领域的部分产品已经能够替代进口高端产品，与HERKULES、POMINI、CAPCO等国际一流企业同台竞争，获得国内宝武集团、鞍钢集团、首钢股份等钢铁大型企业的认可，未来市占率有望进一步提升。

■ 新产品&后服务市场全方位布局，进一步打开成长空间

2015-2022年公司维修改造和备件产品业务收入CAGR达16.58%，后服务市场需求加速释放。公司生产销售的全自动数控轧辊磨床定制化程度高，因此客户在后续的维保服务中对公司有一定依赖性。随着公司下游客户数量、品牌效应的积累，对既有设备的维修业务需求得以持续挖掘与释放。

公司利用在数控磨削装备领域的研发优势，积极开发新技术和新产品，为公司长期发展提供支撑。①公司开发出内外圆复合磨床(亚 μ 磨削系列产品)，为国内首创；②公司自主开发的数控系统已应用于公司的磨床产品；③公司推出磨辊间成套智能化解决方案。

■ 盈利预测与投资评级：未来随着下游制造业景气度复苏，叠加公司产能进一步释放，我们预计公司2023-2025年净利润分别为1.12/1.41/1.75亿元，当前股价对应动态PE分别为71/56/45倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：制造业景气度不及预期、市场竞争加剧风险等。

内容目录

1. 国产轧辊磨床领军企业，业绩有望持续改善	4
1.1. 轧辊磨床产品比肩世界一流，积极拓展优质客户资源	4
1.2. 在手订单充足，业绩向上拐点已现	7
2. 进口替代促进市场空间拓展，技术优势推动市占率提升	9
2.1. 金属压延产业链关键设备，高端市场国产化率有待提升	9
2.2. 高端化&国产化需求，打开数控轧辊磨床远期空间	11
3. 新产品&后服务市场全方位布局，进一步打开成长空间	14
4. 盈利预测与投资建议	16
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司成立以来在轧辊磨床领域的进步与突破.....	4
图 2: 公司全自动数控轧辊磨床产品分类、型号与精度.....	5
图 3: 2018-2022 公司全自动数控轧辊磨床收入占比 80% 左右.....	6
图 4: 公司主要客户示意图.....	6
图 5: 公司股权结构 (截至 2023/6/30)	7
图 6: 2023H1 公司实现营收 2.5 亿元, 同比+59%	7
图 7: 2023H1 公司实现归母净利润 0.5 亿元, 同比+95%.....	7
图 8: 2023H1 公司盈利能力出现向上拐点 (单位: %)	8
图 9: 公司期间费用率逐步恢复至疫情前水平.....	8
图 10: 公司期间费用率处于行业内较低水平.....	8
图 11: 2023H1 末公司合同负债 2.7 亿元, 同比+12%	9
图 12: 2023H1 末公司存货达 4.1 亿元, 同比+22%	9
图 13: 全自动轧辊磨床结构示意图.....	10
图 14: 轧辊磨床与钢铁产业链关系.....	10
图 15: 数控轧辊磨床与下游产业链关系.....	11
图 16: 2015-2019 年国内数控轧辊磨床市场需求量由 262 台提升至 401 台, CAGR=11.2%.....	11
图 17: 中国轧辊磨床市场竞争层次.....	12
图 18: 2017-2023Q1 重点企业板材产量及同比增速	12
图 19: 2018-2023Q1 板材进口量占钢材总进口量比重	12
图 20: 铝板带箔产量及增速.....	13
图 21: 铝板带箔进口额 (亿美元) 及增速.....	13
图 22: 公司所处行业地位.....	13
图 23: 公司部分进口替代案例.....	14
图 24: 2015-2022 年维修改造和备件业务收入 (亿元)	14
图 25: 2015-2022 年数控轧辊磨床业务收入 (亿元)	14
图 26: 公司亚 μ 磨削中心示意图	16
表 1: 公司募集资金承诺项目情况 (单位: 万元)	15
表 2: 公司分业务收入预测 (单位: 亿元、%)	17
表 3: 可比公司估值表 (截至 2023/9/27)	18

1. 国产轧辊磨床领军企业，业绩有望持续改善

1.1. 轧辊磨床产品比肩世界一流，积极拓展优质客户资源

华辰装备成立于 2007 年，主要从事全自动高精度数控轧辊磨床研发生产，是国内轧辊磨床行业的领军企业。

公司轧辊磨床产品各项精度指标比肩世界一流产品，尤其在高速磨削领域确定了技术领先地位。2003 年公司开始自主研发制造数控轧辊磨床，经过多年的自主研发，公司多款产品实现了关键核心技术突破，填补国内空白。2020 年公司与清华大学共建“中国机械工业联合会高精轧辊智能制造系统工程研究中心”，实现产业基础研究突破，奠定了公司行业领军地位。

图1：公司成立以来在轧辊磨床领域的进步与突破



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司产品包括全自动数控轧辊磨床、内外圆复合磨床（ $\text{亚}\mu$ 磨削系列产品）、维修改造服务和备件产品四类：

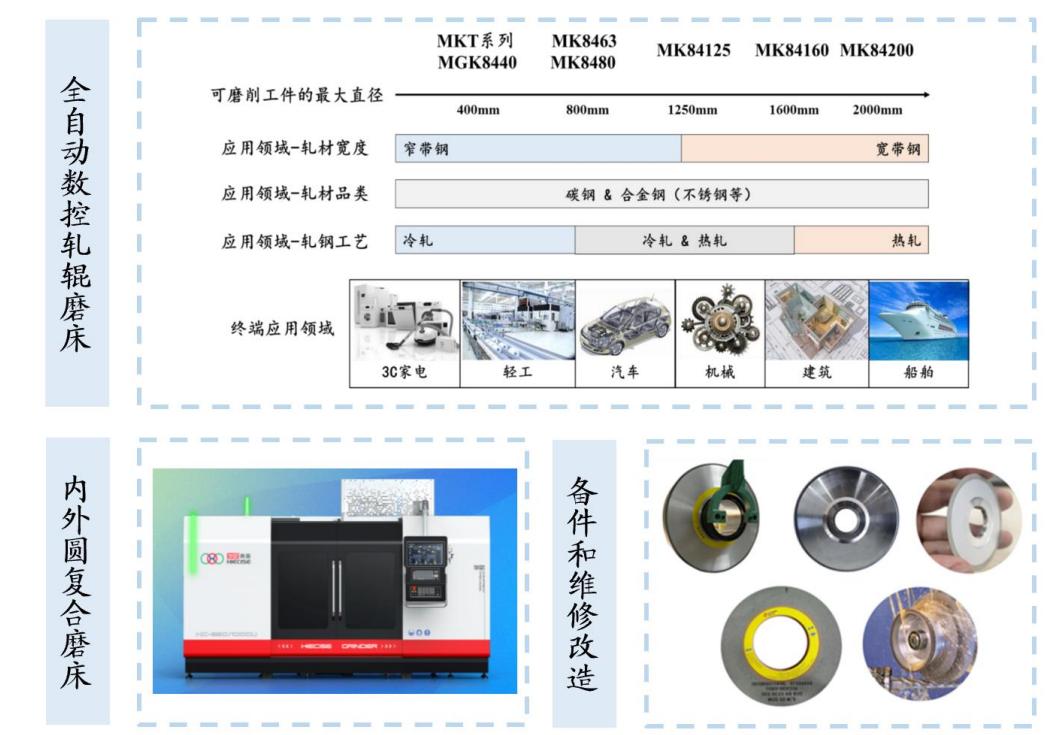
1) 全自动数控轧辊磨床（2022 年业务收入占比 82.1%）：公司全自动数控轧辊磨床产品型号系列众多，产品线丰富，型号系列完整，包括 MK84160、MK84125、MK8480、MK8463、MGK8440、MKT 系列等，可覆盖下游客户轧钢生产线各类应用领域的定制化需求。按下游适用行业主要分为钢铁行业轧辊磨床、造纸轻纺行业轧辊磨床、有色金属行业轧辊磨床和机械加工行业轧辊磨床。

2) $\text{亚}\mu$ 磨削系列产品（业务开拓期收入占比较低）：公司首创国内亚微米级万能精密复合磨削中心（ $\text{亚}\mu$ 磨削中心）。适用于军工、航空、刀具、量具、模具、机床、汽车、

工程机械、精密电动机、液压泵阀等领域。磨床对标世界一流产品，各项精度指标达到世界同类产品水平。

3) 维修改造业务&备件产品（2022年业务收入占比8.7%）：①维修改造业务：公司维修改造业务系公司在客户既有轧辊磨床设备的基础上，进行较大程度的结构改造及维护保养服务。②备件产品：即主营产品相关配套零部件产品，主要包括定制备件和通用备件。

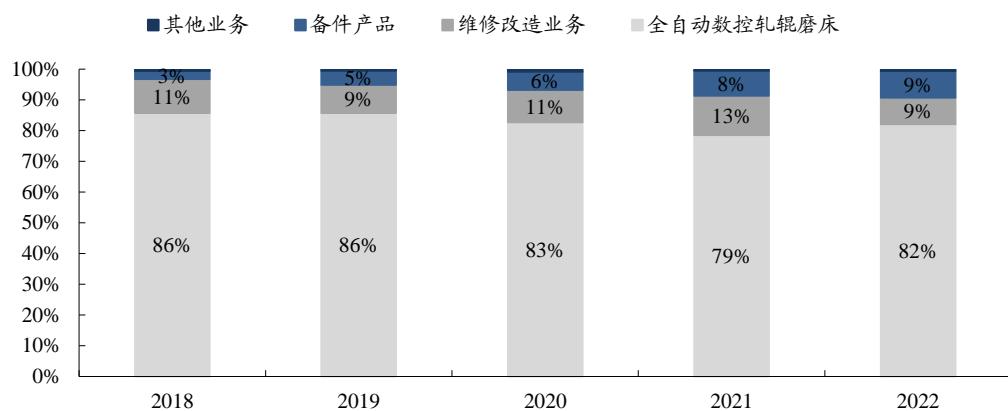
图2：公司全自动数控轧辊磨床产品分类、型号与精度



数据来源：公司官网，招股说明书，东吴证券研究所

全自动数控轧辊磨床为公司主要收入来源，2018-2022年收入占比均在80%左右，主要系公司在该领域积累了良好口碑和客户资源。在客户既有轧辊磨床设备逐渐增加的基础上，公司维修改造业务和备件产品收入占比有所增加。2018-2022年备件产品收入占比由3%提升至9%，实现较快增长。

图3: 2018-2022 公司全自动数控轧辊磨床收入占比 80%左右



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司与海内外重量级客户建立合作，客户资源优质。公司把握进口替代、“一带一路”的机遇，与一批钢铁生产、金属深加工优质客户建立合作。1) 国内方面：公司客户群体已覆盖宝武集团、首钢股份、鞍钢股份等大型钢铁集团，在与该等客户的业务合作中，公司与国际一流轧辊磨床制造商同台竞技，并成功实现进口替代。2) 海外方面：公司主营产品成功出口至“一带一路”沿线国家，与海外知名客户 JINDAL、TATA 等建立了业务合作。

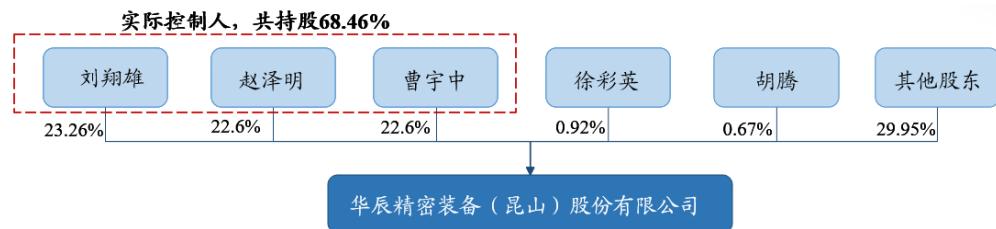
图4: 公司主要客户示意图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

股权结构集中稳定，实控人持股比例达 68%。公司董事长曹宇中与公司副总经理刘翔雄、赵泽明共同为实际控制人，合计持股比例 68.5%，股权结构集中稳定，管理层之间相互监督，有助于公司合理决策。

图5：公司股权结构（截至 2023/6/30）

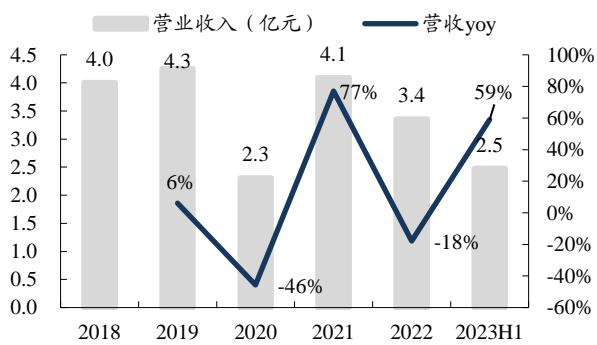


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 在手订单充足，业绩向上拐点已现

受宏观经济等因素影响，近年来公司业绩承压。公司业绩与下游制造业景气度相关性较强，2019年为公司业绩高点，2020年疫情影响下产品收入确认周期延长，营收/归母净利润同比分别-46%/-76%；2021年下游制造业整体回暖支撑下，公司营收基本恢复至2019年水平；2022年在疫情反复，海内外局势不明朗影响下，部分进口零部件供应受到冲击，公司营收/归母净利润分别同比-18%/-39%。2023上半年国内外形势趋于稳定，公司设备的交付、安装、调试及验收等工作逐渐趋于正常，实现营收/归母净利润2.5/0.5亿元，同比+59%/+95%。

图6：2023H1 公司实现营收 2.5 亿元，同比+59%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2023H1 公司实现归母净利润 0.5 亿元，同比+95%

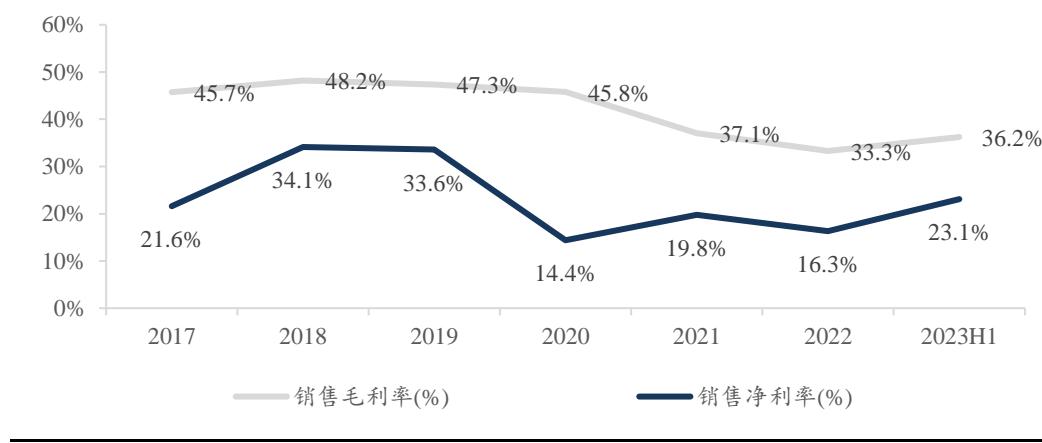


数据来源：Wind，东吴证券研究所

原材料涨价&交付期拉长导致盈利能力下滑，2023H1 拐点已现。2020年之前凭借优异的研发能力，公司维持较高的毛利率和净利率水平，2020年销售净利率大幅下滑，主要系收入萎缩后的规模效应影响；2021年国际局势动荡导致部分零部件进口受阻，叠

加国际大宗商品价格上涨，公司原材料和外购备件成本大幅上涨，销售毛利率下滑至37%，同比-9pct；2022年核心零部件供应链短缺问题有所缓解，但公司签单到交货周期长，毛利率恢复具有滞后性。2023H1公司销售毛利率/净利率分别为36.2%/23.1%，相较于2022年分别提升2.9/6.8pct，盈利能力出现向上拐点，我们认为主要系公司原材料降价的滞后作用开始显现、费控能力加强。

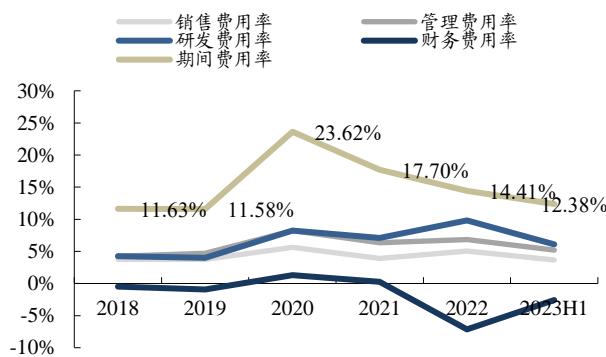
图8：2023H1公司盈利能力出现向上拐点（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

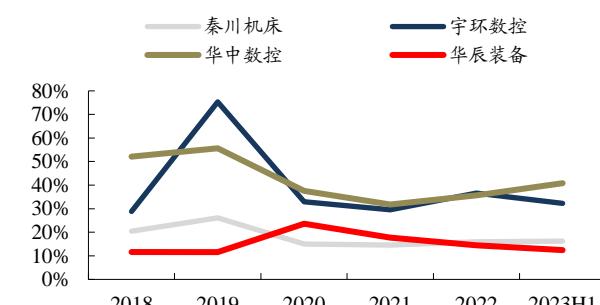
费控能力优异，费用率低于同行。疫情前公司期间费用率保持在12%左右低位，2020年疫情导致期间费用率大幅提升，2021年以来随着公司费用管控能力加强，期间费用率逐步恢复至疫情前水平，且从同行业比较来看，公司期间费用率水平处于业内较低水平，反映出公司良好的费用控制能力。我们判断未来随着收入规模提升，各项费用进一步摊销，公司期间费用率仍有下降空间。

图9：公司期间费用率逐步恢复至疫情前水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

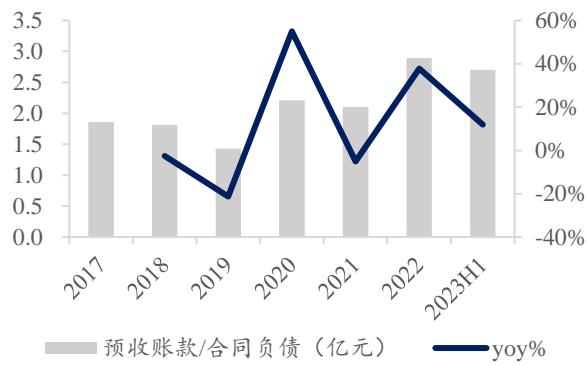
图10：公司期间费用率处于行业内较低水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

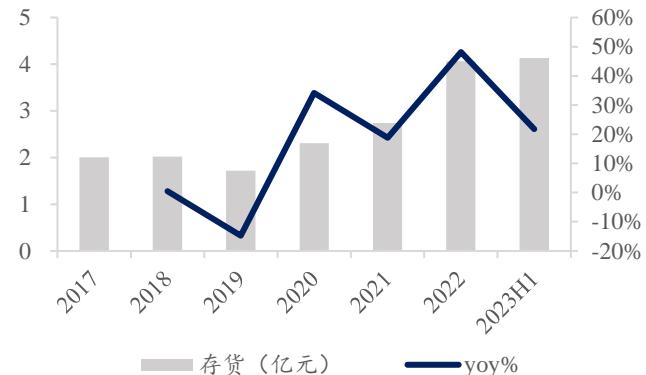
发出商品&在手订单饱满，公司业绩有望触底回升。截至 2023H1 末，公司合同负债&存货分别达到 2.7 和 4.1 亿元，同比分别+12%/+22%，在手订单充足，未来业绩增长有保障。我们预计后续随着宏观环境逐渐改善，公司的订单周期恢复至正常水平后，业绩有望触底回升，规模效应下盈利能力也有望持续改善。

图11：2023H1 末公司合同负债 2.7 亿元，同比+12%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2023H1 末公司存货达 4.1 亿元，同比+22%



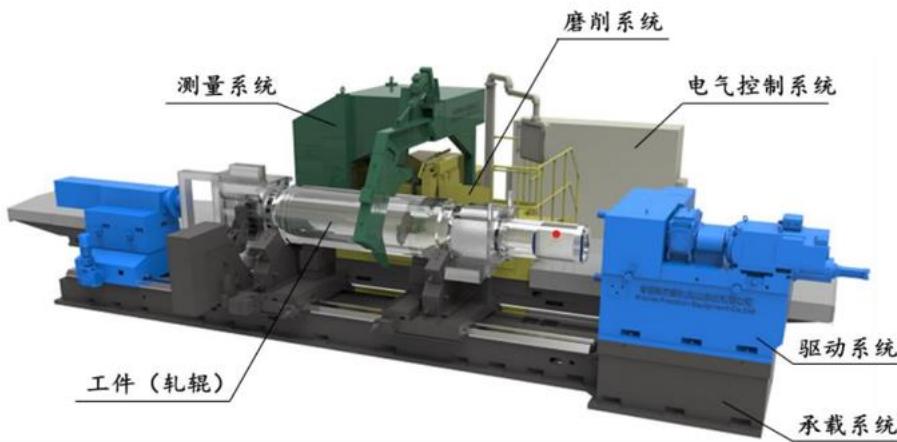
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 进口替代促进市场空间拓展，技术优势推动市占率提升

2.1. 金属压延产业链关键设备，高端市场国产化率有待提升

全自动数控轧辊磨床技术复杂度高，是一种高精度、高效率的机械加工设备。该设备由电气控制系统、驱动系统、磨削系统、测量系统、承载系统等几个核心模块构成。电气控制、驱动和磨削系统根据轧辊表面母线的数学模型，控制机床作多轴复合运动，在运动过程中实现对工件（轧辊）的精密磨削。测量系统实时地将测量数据反馈给轧辊磨床电气控制系统，并由电气控制系统对机床做出闭环控制，以实现在线监测和实时在线补偿。承载系统与驱动系统共同协作，通过机械机构设计及减震技术的应用，提高全自动数控轧辊磨床在使用过程中的稳定性。

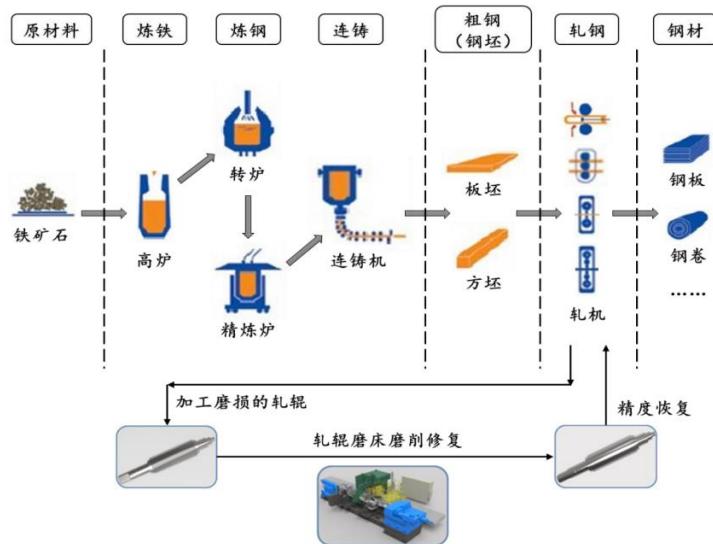
图13：全自动轧辊磨床结构示意图



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

全自动轧辊磨床是保障金属压延产品质量的关键设备。轧辊在金属压延轧制过程中承担主要功能，因而轧辊自身精度对轧材板形及表面质量起到决定性作用。轧制过程中轧辊需要保持极高的辊形精度（微米级）和极高的辊面微观质量（纳米级）。轧辊在对金属产品压延轧制过程中会发生磨损，导致轧辊辊面几何精度逐步丧失，进而降低轧材质量和轧机效率。为保证产品质量，丧失精度的轧辊需要进行离线修复，恢复精度后方可继续使用。**全自动轧辊磨床是一种专门用于轧辊精度修复的重要配套设备，其磨削精度直接影响轧辊加工的精度，进而影响轧制效率与轧材质量。**

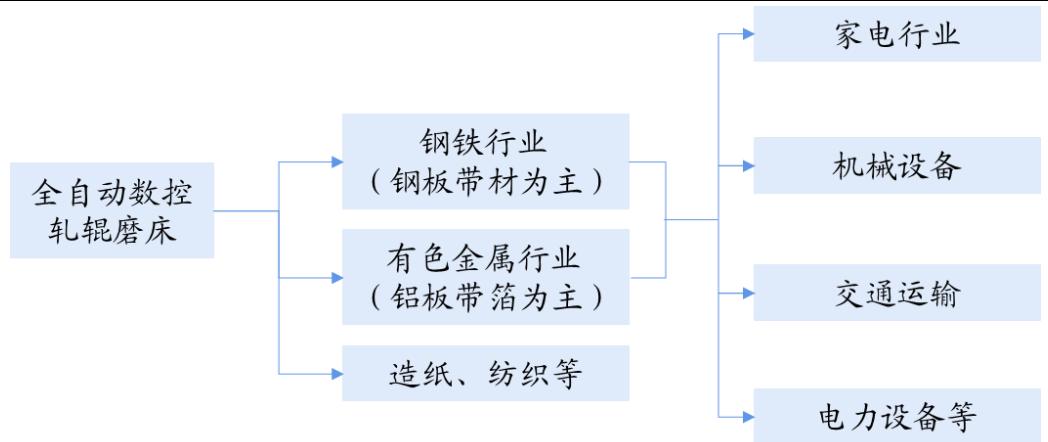
图14：轧辊磨床与钢铁产业链关系



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

轧辊磨床下游行业广泛，经过轧辊磨床磨削修复的精密轧辊所生产出的压延产品（如金属板、金属带、金属箔等）广泛应用于机械设备、汽车工业、船舶工业、家电行业、电力设备、高铁机车、建筑、航空航天、纺织造纸行业等国民经济多个领域。

图15：数控轧辊磨床与下游产业链关系



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 高端化&国产化需求，打开数控轧辊磨床远期空间

根据我们测算，国内数控轧辊磨床市场规模近 20 亿元。根据共研网统计，2015-2019 年国内数控轧辊磨床市场需求量由 262 台提升至 401 台，CAGR=11.2%。2020 年疫情影响下，国内数控轧辊磨床市场需求量下降至 265 台，同比-33.9%。均价方面，我们选取华辰装备 2016-2022 年全部外销数控轧辊磨床的均价 459 万元作为国内市场均价，则 2019 年国内数控轧辊磨床市场空间约为 18.4 亿元。

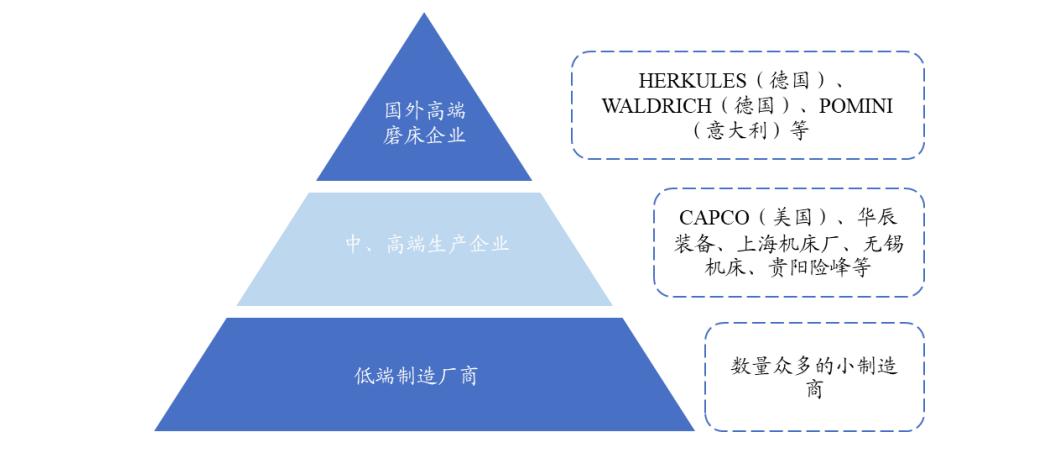
图16：2015-2019 年国内数控轧辊磨床市场需求量由 262 台提升至 401 台，CAGR=11.2%



数据来源：共研网，东吴证券研究所

我国轧辊磨床市场目前形成了三个层次的竞争格局，国产轧辊磨床仍处于向高端转型阶段。第一梯队由极少数国外高端磨床企业组成，如德国、意大利等，这类企业的轧辊磨床产品技术含量高、价格昂贵，目前公司的部分产品已经在一定程度上替代本层次进口高端产品；第二梯队由中、高端生产企业组成，主要包括公司以及美国 CAPCO、上海机床厂等国内外磨床企业；第三层次由数量众多的低端制造厂商组成，本层次内企业一般规模较小、无核心技术，产品单一、同质化严重，竞争非常激烈。

图17：中国轧辊磨床市场竞争层次

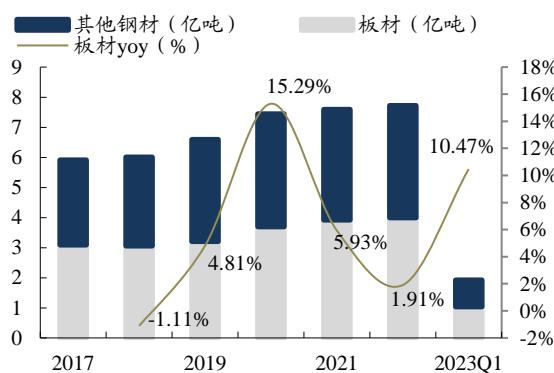


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

数控轧辊磨床下游主要包括钢铁板材和铝板带箔，而我国钢铁板材和铝板带箔行业均存在“大而不强、依赖进口”的特征，向高端转型升级&国产化大趋势将促进数控轧辊磨床需求。

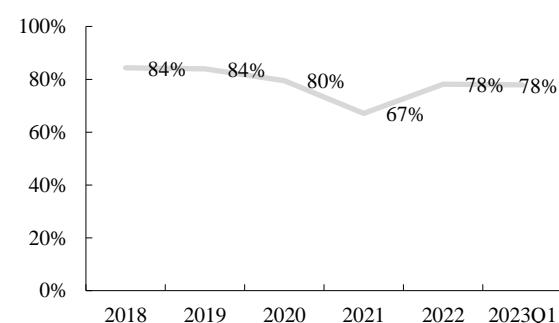
1) 钢铁板材产量逐年增长，钢铁行业转型升级有赖于高端数控轧辊磨床。①钢铁板材产量持续增加：我国重点企业钢材板材产量由 2017 年的 3.1 亿吨增加至 2022 年的 4 亿吨，年化复合增长率达 5.2%；2023Q1 重点企业板材产量为 1.0 亿吨，同比增长 10.5%。②板材在进口钢材中占比大：2018 年到 2023Q1 板材进口量在我国钢材总进口量中占比最大，大多数时期占 80%左右，明显高于其国内产量占比。

图18：2017-2023Q1 重点企业板材产量及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

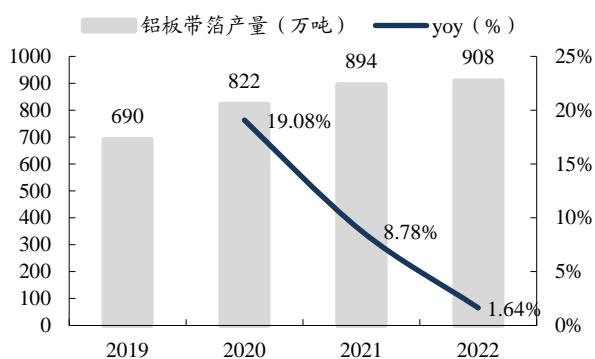
图19：2018-2023Q1 板材进口量占钢材总进口量比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

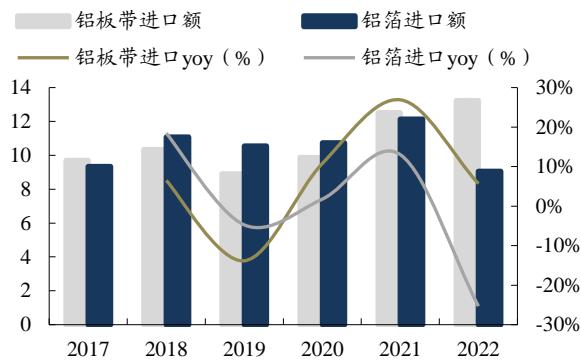
2) 国产铝板带箔增速减缓, 高端铝板带箔需求将刺激高端数控轧辊磨床应用。①国内产量持续增加, 增速有所减缓: 2019年我国铝板带箔总产量为690万吨, 2022年总产量为908万吨, 年均复合增长率11%, 但单年均增速持续下降, 由2020年的19.08%下降至2022年的1.64%。②从进出口数据来看, 我国高端铝板带箔的进口需求较大: 2017-2022进口额均为10亿美元左右, 且进口需求总体呈增长态势。我们预计国产铝板带箔需求高端化将推动高端数控轧辊磨床应用。

图20: 铝板带箔产量及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 铝板带箔进口额(亿美元)及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司是国内轧辊磨床行业的领军企业, 在热轧领域和冷轧不锈钢领域的品质已达到国际领先水平。公司在热轧领域(包括碳钢、不锈钢领域)以及冷轧不锈钢领域, 产品品质与技术实力已达到国际领先水平, 而在冷轧碳钢领域以及其他应用领域(例如有色金属板带箔), 与国际一流水平相比, 仍存在差距, 但已处于国内领先水平。

图22: 公司所处行业地位

所处领域	热轧领域	冷轧领域
碳钢领域	国际领先(第一梯队) 同梯队竞争对手:  MASCHINENFABRIK HERKULES	国内领先(第二梯队) 同梯队竞争对手:   WALDRICH SIEGEN POMINI LONG ROLLING MILLS
不锈钢领域	 WALDRICH SIEGEN  POMINI LONG ROLLING MILLS	国际领先(第一梯队) 同梯队竞争对手:  MASCHINENFABRIK HERKULES  CAPCO

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司始终重视技术创新研发, 通过与国际一流轧辊磨床制造商同台竞技, 在众多设备型号上实现进口替代。公司热轧领域和冷轧不锈钢领域的部分产品已经能够替代进口

高端产品，与 HERKULES、POMINI、VERECO 等国际一流企业同台竞争，获得国内河钢、宝钢和首钢等钢铁大型企业的认可。我们认为，随着公司技术水平和市场认可度的进一步提升，未来市场占有率将进一步扩大。

图23：公司部分进口替代案例

客户名称	设备型号及应用领域	对标公司
河钢集团	MK84160, 碳钢热轧 MK84125, 不锈钢热轧	HERKULES、POMINI、VERECO (意大利)
宝钢股份	MGK8440, 不锈钢冷轧	POMINI
首钢股份	MK84160, 碳钢热轧	POMINI
包钢股份	MK84125, 碳钢热轧	POMINI
山东钢铁	MK84125、MK84160, 碳钢热轧 MK84250, 碳钢中厚板	HERKULES、POMINI
北海诚德	MKT系列、MGK8440、 MK84125, 冷轧不锈钢	POMINI、CAPCO
日照钢铁控股集团	MK84125、MK84160, 碳钢热轧	HERKULES
JINDAL	MK84125, 不锈钢热轧 MKT8440, 不锈钢冷轧	POMINI
Bhushan (TATA下属企业)	MK84125, 碳钢热轧	POMINI

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3. 新产品&后服务市场全方位布局，进一步打开成长空间

2015-2022 年公司维修改造和备件产品业务收入 CAGR 达 16.58%，后服务市场需求加速释放。2015-2022 年，公司数控轧辊磨床收入由 1.78 亿元增长至 2.76 亿元，CAGR=6.45%；维修改造和备件产品收入由 0.21 亿元增至 0.6 亿元，CAGR=16.58%，显著高于轧辊磨床销售收入。我们认为，这一特征主要是由于公司生产销售的全自动数控轧辊磨床技术复杂度高、定制化程度高，因此客户在后续的维保以及相关部件升级改造等服务中对公司有一定依赖性。随着公司下游客户数量、品牌效应的积累，对既有设备的维修业务需求得以持续挖掘与释放。

图24：2015-2022 年维修改造和备件业务收入（亿元）



图25：2015-2022 年数控轧辊磨床业务收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司募投项目即将达产，将助力公司产品优化升级。公司 IPO 募投项目中，全自动数控轧辊磨床升级扩能建设项目、研发设备生产项目、研发中心扩建项目将于 2023 年底达到预定可使用状态，预计将进一歩扩大公司产能、优化产品质量、增强研发能力，从而有效提升公司市场竞争力，进一步扩大市场份额。将于 2024 年中完成的智能化磨削设备生产项目将为公司增加新的产品线，增加收入来源。

表1：公司募集资金承诺项目情况（单位：万元）

承诺投资项目	投资总额 (万元)	截至 2022 年底累计 投入金额 (万元)	投资 进度	项目达到预定 可使用状态日期
全自动数控轧辊磨床升级扩能项目	25982.82	15916.87	61.26%	2023 年 12 月 31 日
智能化磨削设备生产项目	17929.07	3049.39	17.01%	2024 年 6 月 30 日
研发设备生产项目	2452	1414.19	57.67%	2023 年 12 月 31 日
研发中心扩建项目	8000	25.55	0.32%	2023 年 12 月 31 日

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

此外公司利用在数控金属磨削领域的研发优势，积极开发新产品，为公司长期发展提供支撑：

1) 公司在巩固数控轧辊磨床优势的基础上，拓展内外圆复合磨床，进一步打开成长空间。公司华辰装备与德国 Wieland 通力合作，经过三年的技术攻关，两年工程磨削工艺测试，成功开发出国内亚微米级万能精密复合磨削中心（命名为亚 μ 磨削中心）。适用于军工、航空、刀具、量具、模具、机床、汽车、工程机械、精密电动机、液压泵阀等领域。可实现外圆、内圆、端面、轮廓、非圆、螺纹等复杂特征零件的精密磨削加工。磨床对标世界一流产品，各项精度指标达到世界同类产品水平。

图26：公司亚μ磨削中心示意图



数据来源：公司年报，公司官网，东吴证券研究所

2) 公司自主研发的华辰 HCK2000 数控系统已成功搭载在轧辊磨床和亚μ磨削中心系列产品上。目前已有多台搭载该系统的轧辊磨床产品交付客户使用，新增订单覆盖不锈钢、硅钢、钢材冷轧、有色金属、新能源等多个行业领域。经客户使用及有效反馈，华辰自研数控系统配套应用在公司数控轧辊磨床产品上，能够全面提升公司产品的磨削精度和磨削效率，比肩国外同类产品领先水平。

3) 推出磨辊间成套智能化综合解决方案，进一步巩固和提升公司的市场占有率和行业地位。公司把握全球市场供需格局变迁的市场机遇，依托公司多年来在轧辊磨床上下游产业链积累的规模、技术和工艺，产业链、产品、客户、管理等优势，通过复制和延伸现有成功的产业链模式，基于产品开发结合解决方案定制全方位满足客户需求，开发和完善轧辊磨削客户磨辊间运维系统解决方案，深度挖掘进口替代潜在的巨大市场。

4. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设

1) **全自动数控轧辊磨床：**2022 年末公司未发出产品和库存总量为 85 台，超过公司 2021 年销量 67 台。随着客户验收收入确认，收入端有望保持快速增长，假设 2023-2025 年收入同比增速分别为 15%、25% 和 20%。随着出货量大幅提升，公司成本端仍存在一定均摊降本空间，叠加海内外局势好转，上游零部件供应畅通，假设 2023-2025 年毛利率分别为 35%、36% 和 37%。

2) **维修改造&备件产品：**随着公司全自动数控轧辊磨床累计销量提升，对维修改造&备件产品等后服务业务的需求也有望进入高速增长期，具体来看：

① 维修改造业务：公司维保业务具备独家性，技术壁垒较高，假设 2023-2025 年收入同比增速均为 20%，毛利率维持在 36%。

② 备件产品及其他：公司销售砂轮、磨削液等轧辊磨床配套产品，假设 2023-2025 年收入同比增速均为 15%，毛利率维持在 40%。

2. 盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 3.88、4.79 和 5.74 亿元，分别同比增长 34.36%、35.25% 和 36.16%；2022-2024 年归母净利润分别为 0.73、0.94 和 1.2 亿元，分别同比增长 15.36%、23.56% 和 19.69%。

表2：公司分业务收入预测（单位：亿元、%）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全自动数控轧辊磨床	1.91	3.22	2.76	3.18	3.97	4.77
YoY	-47.64%	68.61%	-14.18%	15.00%	25.00%	20.21%
毛利率	44.52%	36.85%	32.52%	35.00%	36.00%	37.00%
维修改造业务	0.24	0.52	0.29	0.34	0.42	0.50
YoY	-37.41%	115.49%	-44.34%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	52.49%	35.81%	35.56%	36.00%	36.00%	36.00%
备件产品	0.14	0.33	0.29	0.33	0.38	0.44
YoY	-29.84%	145.19%	-12.37%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	49.62%	39.95%	36.33%	40.00%	40.00%	40.00%
收入合计	2.31	4.09	3.36	3.88	4.79	5.74
YoY	-45.73%	77.53%	-17.86%	15.36%	23.56%	19.69%
毛利润合计	1.06	1.52	1.12	1.38	1.75	2.14
综合毛利率	47.34%	45.77%	37.06%	35.65%	36.42%	37.22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

可比公司方面，公司主营业务为中高端数控轧辊磨床，为数控金属切削机床的子行业，故我们选取宇环数控、华中数控和秦川机床作为可比公司。

表3：可比公司估值表（截至 2023/9/27）

代码	公司	收盘价 (LC)	总市值 (亿)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002903.SZ	宇环数控	20.7	31	0.55	0.69	0.93	1.23	57	46	34	26
000837.SZ	秦川机床	12.9	128	2.75	3.35	4.56	6.00	45	37	27	21
300161.SZ	华中数控	44.7	89	0.17	1.07	1.80	2.98	523	83	49	30
平均								208	55	37	25
300809.SZ	华辰装备	31.4	79.1	0.47	1.12	1.41	1.75	168	71	56	45

数据来源：Wind, 东吴证券研究所（宇环数控预测来自 Wind 一致预测，其他均为东吴证券研究所预测）

3. 投资建议

华辰装备是国内中高端数控轧辊磨床领军企业，核心业务突出，市场认可度高，未来随着下游钢材、铝板带箔等行业转型升级，叠加公司产能进一步释放、技术研发持续推进，公司营收规模、利润规模将进一步扩大。整体而言，公司成长性强。综合考虑下，我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 1.12/1.41/1.75 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 71/56/45 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 下游制造业景气度不及预期：**数控轧辊磨床行业景气度受下游制造业景气度影响较大，若下游通用设备制造业复苏不及预期，机床行业需求将受到较大影响。
- 市场竞争加剧风险：**公司近几年保持快速发展的势头，已经在国内市场处于领先地位，但市场的需求变化快速，竞争日益激烈，如果公司未来在新产品或技术开发、销售服务体系构建等方面不能有效适应市场的变化，公司将在市场竞争中处于不利地位。
- 核心功能部件过度依赖进口的风险：**公司数控机床核心功能部件主要包括数控系统等，目前该部分部件主要依赖进口，在当前海外通胀环境下面临原材料涨价风险。若国际政治经济形势出现极端情况，则可能因禁售、限售面临零部件断供风险。

华辰装备三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,709	1,959	2,143	2,605	营业总收入	336	517	640	766
货币资金及交易性金融资产	1,029	1,004	1,310	1,306	营业成本(含金融类)	224	324	396	468
经营性应收款项	243	400	375	558	税金及附加	2	5	6	8
存货	406	495	386	654	销售费用	17	19	23	27
合同资产	25	52	64	77	管理费用	23	27	33	39
其他流动资产	6	8	9	11	研发费用	33	31	37	42
非流动资产	364	336	307	279	财务费用	(24)	(4)	(4)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	10	10	11
固定资产及使用权资产	172	188	181	164	投资净收益	18	26	26	23
在建工程	86	43	22	11	公允价值变动	10	(7)	(5)	(3)
无形资产	20	20	19	19	减值损失	(38)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	56	143	178	221
其他非流动资产	85	85	85	84	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	2,073	2,295	2,451	2,883	利润总额	56	143	178	221
流动负债	515	637	636	874	减:所得税	1	17	21	26
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	55	126	157	194
经营性应付款项	190	261	180	340	减:少数股东损益	8	14	16	19
合同负债	290	324	396	468	归属母公司净利润	47	112	141	175
其他流动负债	34	50	58	66	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.19	0.44	0.56	0.69
非流动负债	77	77	77	77	EBIT	7	120	154	194
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	36	152	187	227
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.29	37.25	38.08	38.93
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	14.04	21.64	22.03	22.82
其他非流动负债	75	75	75	75	收入增长率(%)	(17.86)	53.76	23.82	19.60
负债合计	592	714	713	951	归母净利润增长率(%)	(38.35)	137.04	26.04	23.89
归属母公司股东权益	1,468	1,555	1,696	1,871					
少数股东权益	13	27	42	62					
所有者权益合计	1,481	1,581	1,738	1,932					
负债和股东权益	2,073	2,295	2,451	2,883					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	61	(14)	289	(20)	每股净资产(元)	5.82	6.17	6.72	7.42
投资活动现金流	114	22	21	19	最新发行在外股份 (百万股)	252	252	252	252
筹资活动现金流	(27)	(25)	0	0	ROIC(%)	0.48	6.89	8.14	9.28
现金净增加额	148	(18)	311	(1)	ROE-摊薄(%)	3.22	7.20	8.32	9.34
折旧和摊销	29	32	33	33	资产负债率(%)	28.56	31.09	29.08	32.99
资本开支	(50)	(2)	(2)	(2)	P/E (现价&最新股本摊薄)	167.45	70.64	56.05	45.24
营运资本变动	(27)	(153)	120	(227)	P/B (现价)	5.39	5.09	4.66	4.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

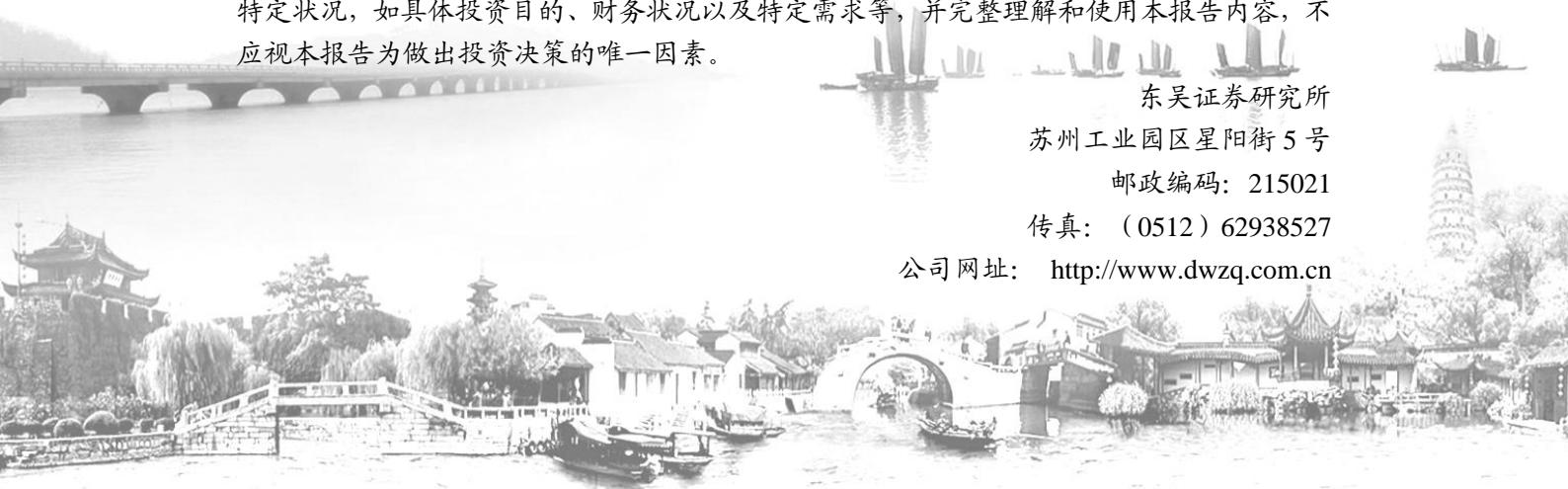
行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 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>