

通用自动化2023年报&2024年一季报总结：  
业绩筑底，需求边际改善

证券分析师：周尔双

执业证书编号：S0600515110002

联系邮箱：zhouersh@dwzq.com.cn

2024年5月9日

## ◆ 机床：国内复苏、出海加速、看好国产化加速的机床行业。

我们选取7家机床行业标的，包括【国盛智科】【科德数控】【创世纪】【海天精工】【浙海德曼】【秦川机床】【纽威数控】【华辰装备】进行分析。2023年机床行业营收156.3亿元，同比-3%，中位数收入同比+5%；2024Q1延续此态势，合计实现营收37.8亿元，同比-7%，中位数收入同比-3%。利润端2023年机床行业归母净利润15.7亿元，同比-10%，中位数分别同比+17%/-23%；2024Q1机床行业归母净利润为3.6亿元，同比-25%，中位数分别同比-27%/-44%。利润端下滑幅度高于收入端，主要系行业竞争加剧，产品价格端承压。展望未来，我们认为国内看点主要来自于高端领域国产替代和存量更新，海外市场将成为重点，国产机床具有性价比&服务优势，随着机床企业海外布局逐步完善，份额有望快速提升。

## ◆ 注塑机：率先受益于顺周期复苏的优质赛道。

我们选取3家注塑机行业标的，包括【海天国际】【伊之密】【泰瑞机器】，23年分别实现营收130.7/41.0/10.0亿元，分别同比+6%/+11%/-16%。【伊之密】和【泰瑞机器】2024Q1分别实现营收9.55/2.6亿元，分别同比+12%/-12%。利润端：23年伊之密、海天国际和泰瑞机器归母净利润分别为4.8/0.9/2.9亿元，分别同比+18%/-11%/+10%；24Q1伊之密和泰瑞机器归母净利润分别为1.2/0.25亿元，分别同比+29%/-26%。利润端增幅高于收入端，主要得益于原材料价格下降带来的盈利能力提升。展望未来，注塑机国内市场已比较成熟，未来行业看点主要在于最高端领域国产替代和电动注塑机渗透率提升。海外市场国产注塑机性价比优势突出，未来可拓展市场空间广阔。

## ◆ 工业自动化：新能源领域需求放缓，国产化率快速提升。

我们选取10家工业自动化标的，包括【埃斯顿】【汇川技术】（东吴电新组覆盖）【埃夫特】【新时达】【拓斯达】【机器人】【怡合达】【绿的谐波】【国茂股份】【中大力德】进行分析。2023年营收558.5亿元，同比+20%，中位数收入同比增速分别为+15%/+11%；2024Q1营收116.8亿元，同比+14%，中位数收入同比增速分别为+2%/-3%。2023年归母净利润为56.9亿元，同比+24%，中位数同比增速分别为+9%和+8%；2024Q1归母净利润为9.6亿元，同比-15%，中位数同比增速分别为+9%和-18%。整体来看，工业自动化行业利润增速正逐步下滑，一方面受收入端下滑影响，另一方面价格竞争情况仍未有明显改善。分下游需求来看，电子、家电行业需求释放，锂电、光伏行业热度下降，但工业自动化领域国产化率仍加速提升。以工业机器人为例，2024Q1内资份额攀升至48.8%，同比+8.2pct，创历史新高。

## ◆ 刀具：受益于制造业开工率提升，整硬刀具等新品逐步放量。

我们选取4家刀具行业标的，包括【华锐精密】【欧科亿】【沃尔德】【恒锋工具】进行分析，2023年营收43.1亿元，同比+13%，中位数收入同比+8%；2024Q1营收10.4亿元，同比+12%，中位数同比+18%。利润端受到非经常性因素影响，2023年归母净利润为7.8亿元，同比-4%，中位数同比-2%；2024Q1归母净利润为1.4亿元，同比-24%，中位数同比-29%。整体来看，刀具行业短期有望受益于制造业景气复苏，开工率提升；中长期有望受益于整硬刀具等新品放量和海外市场开拓。

◆ 投资建议：工业自动化推荐【埃斯顿】【绿的谐波】【国茂股份】【怡合达】，建议关注【埃夫特-U】；刀具推荐【欧科亿】【华锐精密】【新锐股份】，建议关注【沃尔德】【鼎泰高科】；机床行业推荐【科德数控】【海天精工】【纽威数控】【国盛智科】【华中数控】【秦川机床】，建议关注【豪迈科技】；注塑机行业推荐【伊之密】，建议关注【海天国际】【泰瑞机器】。

◆ 风险提示：行业景气度不及市场预期；零部件断供风险；大宗商品涨价风险。

# 主要公司业绩

图：通用自动化主要公司业绩（其中营收&归母净利润单位均为亿元）：

	证券代码	公司名称	2023						2024Q1					
			营收	营收YOY (%)	归母净利润	归母净利润YOY (%)	毛利率(%)	归母净利润率 (%)	营收	营收YOY (%)	归母净利润	归母净利润YOY (%)	毛利率(%)	归母净利润率 (%)
工业 自动化	300124.SZ	汇川技术	304.20	32.21	47.42	9.77	33.55	15.59	64.92	35.78	8.11	8.56	34.63	12.49
	301029.SZ	怡合达	28.81	14.58	5.46	7.73	37.95	18.93	5.40	-23.22	0.96	-40.22	35.03	17.82
	002747.SZ	埃斯顿	46.52	19.87	1.35	-18.80	31.93	2.90	10.03	1.73	0.07	-84.83	32.62	0.65
	300024.SZ	机器人	39.67	10.93	0.49	9.49	13.88	1.22	7.33	2.71	-0.40	9.26	13.43	-5.51
	688017.SH	绿的谐波	3.56	-20.10	0.84	-45.81	41.14	23.63	0.82	-7.45	0.20	-18.39	42.55	24.55
	603915.SH	国茂股份	26.60	-1.35	3.96	-4.44	26.01	14.87	5.85	-6.48	0.65	-19.59	23.00	11.05
	300607.SZ	拓斯达	45.53	-8.65	0.88	-44.86	18.47	1.93	10.01	25.24	0.30	148.70	17.35	2.99
	688165.SH	埃夫特-U	18.86	42.11	-0.47	72.55	17.31	-2.52	3.35	-14.06	-0.19	52.24	17.00	-5.78
	002527.SZ	新时达	33.87	9.37	-3.79	64.14	18.05	-11.19	6.86	-24.67	-0.23	-118.05	19.34	-3.42
	002896.SZ	中大力德	10.86	20.99	0.73	10.22	22.88	6.74	2.23	1.79	0.16	8.65	25.63	7.35
		<b>行业合计</b>	<b>558.49</b>	<b>20.29</b>	<b>56.85</b>	<b>23.53</b>	<b>29.01</b>	<b>10.18</b>	<b>116.81</b>	<b>14.31</b>	<b>9.62</b>	<b>-14.76</b>	<b>29.56</b>	<b>8.23</b>
机床 板块	300083.SZ	创世纪	35.29	-22.04	1.94	-41.96	23.25	5.51	8.56	-24.27	0.59	-51.46	24.37	6.89
	601882.SH	海天精工	33.23	4.59	6.09	17.06	29.94	18.34	7.56	-3.41	1.30	-3.67	28.47	17.25
	000837.SZ	秦川机床	37.61	-8.29	0.52	-81.00	17.77	1.39	9.81	-2.62	0.25	-56.12	16.78	2.60
	688305.SH	科德数控	4.52	43.37	1.02	69.01	46.03	22.55	1.01	18.63	0.15	-43.97	43.50	14.90
	688697.SH	纽威数控	23.21	25.76	3.18	21.13	26.46	13.69	5.49	3.96	0.70	-3.03	25.95	12.68
	688558.SH	国盛智科	11.04	-5.08	1.43	-23.08	24.74	12.92	2.46	-6.71	0.27	-27.06	22.81	10.81
	688577.SH	浙海德曼	6.64	5.16	0.29	-50.71	26.80	4.44	1.65	9.67	0.03	-70.13	23.35	1.70
	300809.SZ	华辰装备	4.79	42.48	1.18	149.41	34.30	24.57	1.25	21.29	0.27	81.14	31.77	21.77
			<b>行业合计</b>	<b>156.34</b>	<b>-2.88</b>	<b>15.7</b>	<b>-10.31</b>	<b>25.09</b>	<b>10.01</b>	<b>37.79</b>	<b>-6.71</b>	<b>3.6</b>	<b>-24.96</b>	<b>24.06</b>
	688308.SH	欧科亿	10.26	-2.73	1.66	-31.43	29.32	16.17	2.64	-7.03	0.30	-49.66	18.46	11.31
	688059.SH	华锐精密	7.94	32.02	1.58	-4.85	45.47	19.88	1.70	13.24	0.17	-28.69	37.24	10.10
	688028.SH	沃尔德	6.03	45.52	0.97	55.00	45.11	16.15	1.48	37.42	0.24	131.55	46.58	16.01
	300488.SZ	恒锋工具	5.61	5.75	1.35	21.15	46.12	24.09	1.25	17.51	0.26	33.64	44.34	20.95
	301377.SZ	鼎泰高科	13.20	8.34	2.19	-1.59	36.42	16.61	3.33	20.45	0.41	-40.43	33.77	12.22
			<b>行业合计</b>	<b>43.05</b>	<b>12.68</b>	<b>7.8</b>	<b>-3.66</b>	<b>38.88</b>	<b>18.02</b>	<b>10.40</b>	<b>12.48</b>	<b>1.4</b>	<b>-24.20</b>	<b>33.55</b>
注塑 机	300415.SZ	伊之密	40.96	11.30	4.77	17.66	33.25	11.65	9.55	11.72	1.16	28.83	34.80	12.14
	603289.SH	泰瑞机器	10.02	-15.51	0.86	-11.21	31.97	8.57	2.56	-11.61	0.25	-26.08	29.43	9.74
	1882.HK	海天国际	130.74	6.22	24.92	10.02	32.14	19.06	-	-	-	-	-	-
			<b>行业合计</b>	<b>181.71</b>	<b>5.81</b>	<b>30.54</b>	<b>10.40</b>	<b>32.38</b>	<b>16.81</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

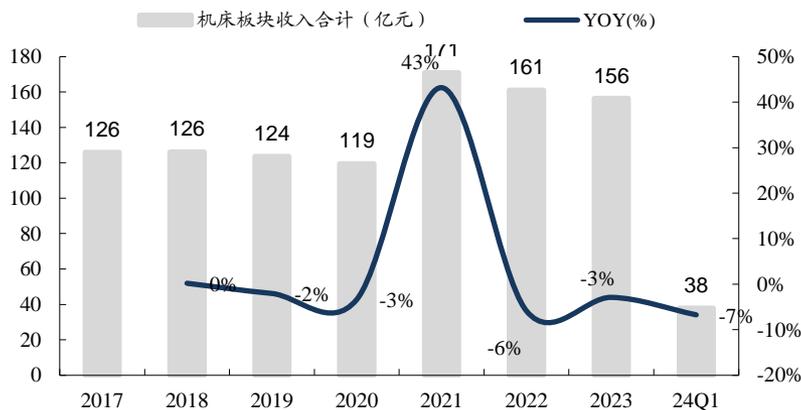
## 机床板块

国内复苏、出海加速、看好国产化加速的机床行业

# 收入端：制造业景气度低迷，2022年以来增速回落

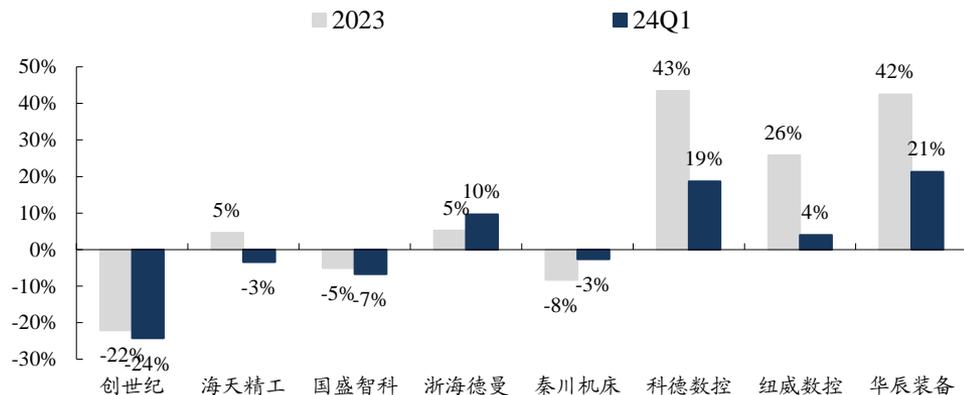
- ▶ 机床作为工业母机，其行业需求与制造业景气度息息相关。2023年以来受制造业景气度低迷影响，机床行业整体增速低位运行。我们选取8家机床头部企业，2023年合计实现营收156.3亿元，同比-3%，中位数为【海天精工】【浙海德曼】，收入同比增速均为5%；2024Q1延续此态势，合计实现营收37.8亿元，同比-7%，中位数为【海天精工】【秦川机床】，收入同比增速均为-3%。
- ▶ 具体来看，科德数控、纽威数控和华辰装备表现较为突出，增速高于市场平均。其中科德数控得益于其主要产品为高档五轴机床，服务于航天军工等国家命脉领域，受制造业景气波动影响较小；纽威数控2023年维持双位数以上的正增长，主要得益于其布局完善的海外市场加速放量。

图：2022年以来机床行业增速回落



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：科德数控与纽威数控收入同比增速高于行业平均

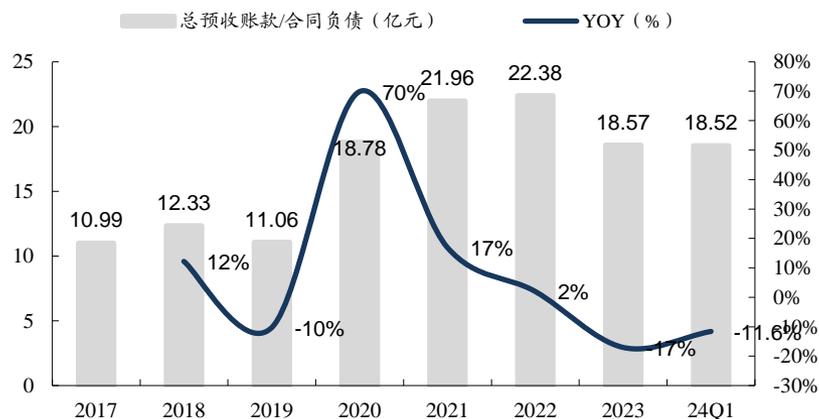


资料来源：Wind，东吴证券研究

# 存货&预收账款/合同负债规模与收入端变化相近

- **预收账款/合同负债：**2023年机床行业预收账款/合同负债金额为18.6亿元，同比-17%；2024Q1该金额为18.5亿元，同比-11.6%。机床行业预收账款/合同负债规模增速远低于收入增速，我们判断主要系海外业务占比提升，一方面海外订单收取定金较国内更少，另一方面海外订单剩余金额部分确认为应收账款。
- **存货：**2023年机床行业总存货金额为70.5亿元，同比-3%；2024Q1总存货金额为72.9亿元，同比+4%。2023年存货金额增速与收入端变化相近，2024Q1存货金额同比增长，我们判断主要系2024年3月以来机床行业需求回暖，公司加大备货所致。

图：2023年&2024Q1总预收账款/合同负债金额下降



图：2024Q1机床行业总存货规模略有上升



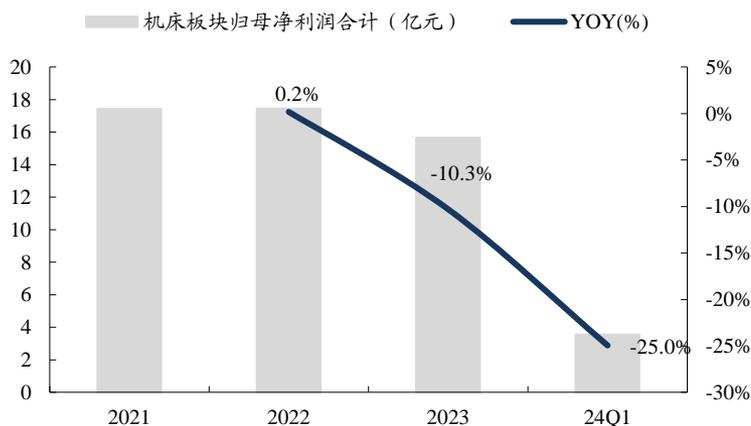
资料来源：Wind，东吴证券研究所

资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 利润端：机床行业利润下滑幅度高于收入端

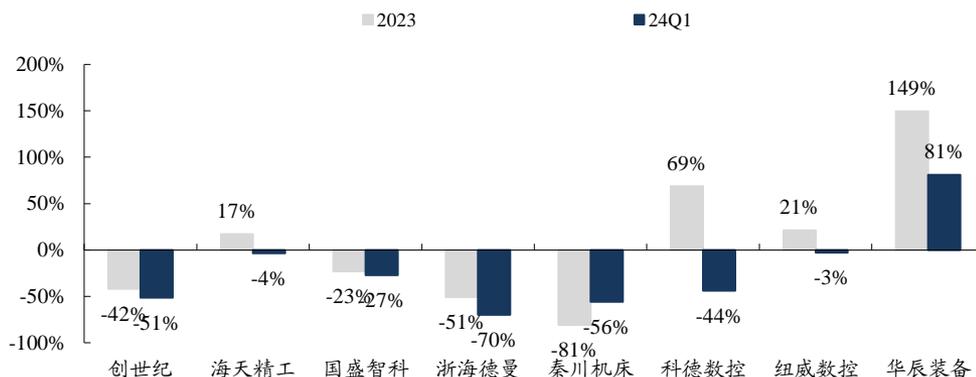
- ▶ 机床行业归母净利润同比下滑：2023年机床行业合计归母净利润为15.7亿元，同比-10%，中位数为【海天精工】【国盛智科】，归母净利润同比增速分别为+17%和-23%；2024Q1机床行业合计归母净利润为3.6亿元，同比-25%，中位数为【国盛智科】【科德数控】，归母净利润同比增速分别为-27%和-44%。
- ▶ 具体来看，海天精工和纽威数控表现较为突出，增速高于行业平均，但2024Q1利润端也未能实现正增长，我们判断一方面系2023Q1同期基数较高，另一方面系2023年行业竞争加剧，导致2023H2以来产品价格端承压，最终传导至2024Q1利润端。

图：2023年&2024Q1机床行业利润端整体承压



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2023年&24Q1海天精工和纽威数控利润表现突出

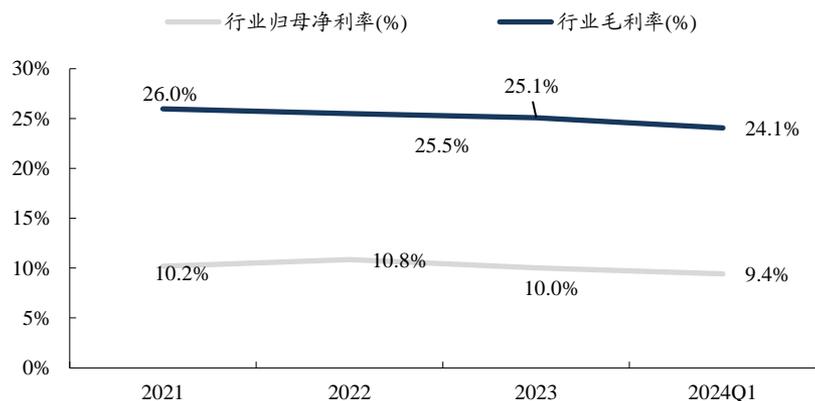


资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 盈利能力下滑，规模效应下期间费用率提升

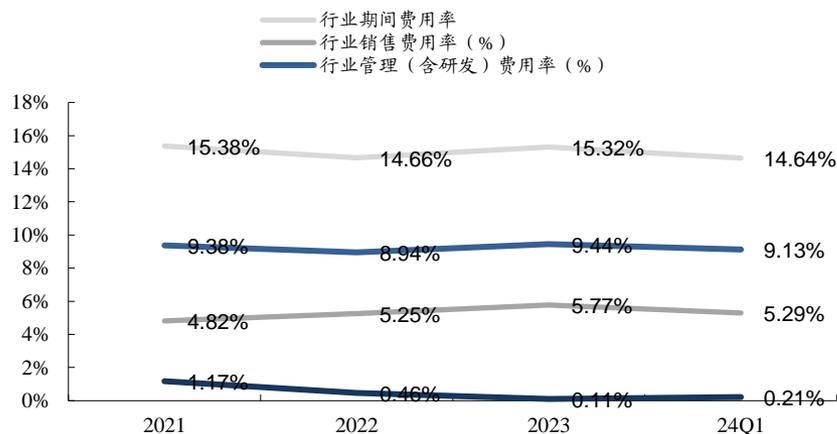
- **机床行业盈利能力下滑：**2023年&2024Q1机床行业毛利率为25.1%和24.1%，分别同比-0.4/-0.9pct；机床行业归母净利率为10.0%和9.4%，分别同比-0.8/-2.3pct。盈利能力下滑主要系2023年行业竞争加剧，导致2023H2以来产品价格端承压，最终传导至利润端。
- **规模效应下期间费用率提升：**2023年机床行业期间费用率为15.3%，同比+0.7pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为5.8%/9.4%/0.1%，分别同比+0.5/+0.5/-0.35pct；24Q1行业期间费用率为14.6%，同比+1.1pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为5.3%/9.2%/0.1%，分别同比+0.6/+0.7/-0.2pct。
- **行业研发支出维持高位：**若剔除2023年研发支出大幅下降的秦川机床，其余7家机床龙头2023年合计实现研发支出6.4亿元，同比+15.9%，在营收端整体下滑的背景下仍实现较快正增长。

图：2023年&2024Q1机床行业盈利能力下滑



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：规模效应下机床行业期间费用率提升



资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 2023年机床行业营运能力基本维持稳定

图：2023年机床行业存货周转天数维持稳定



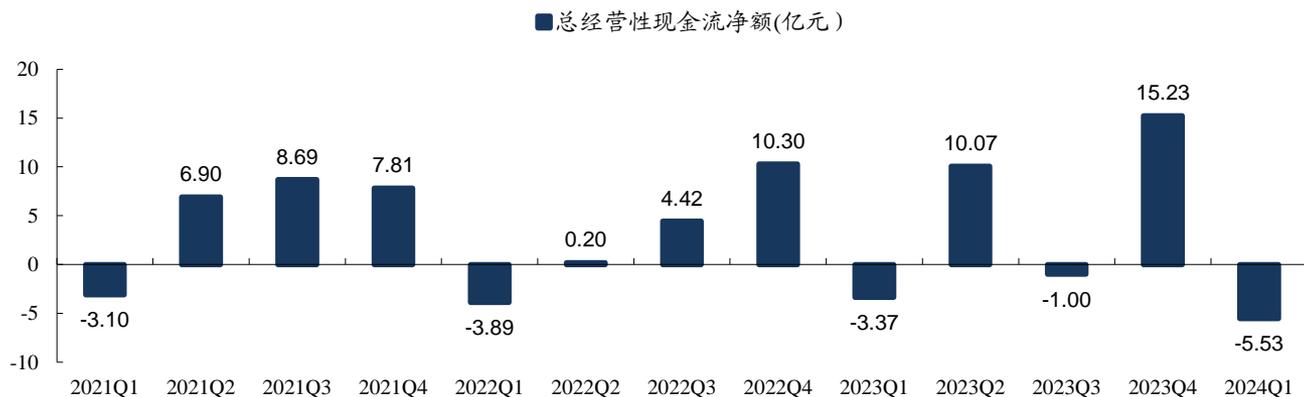
图：2023年机床行业应收账款周转天数略有增加



资料来源：Wind，东吴证券研究所

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：机床行业经营性现金流净额规律性波动

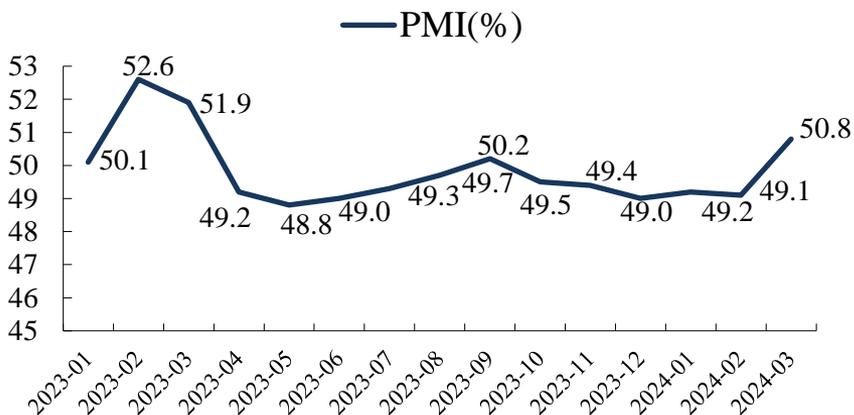


资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 国内市场：2024年制造业复苏需求回暖

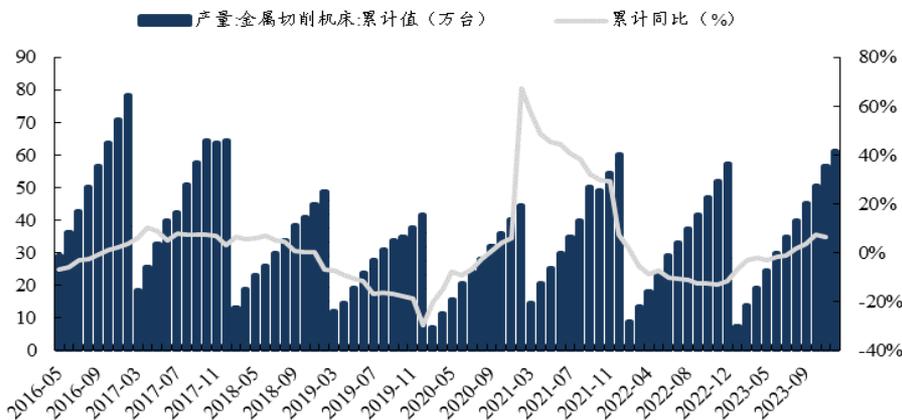
制造业复苏下，机床月度产量降幅同比收窄，24年3月数据大幅下滑主要系23年同期基数过高所致。

图：3月PMI为50.8%，较2月提升1.7pct



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：24年3月金切机床产量6万台，同比-6.3%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：1-2月工业企业利润累计同比+10.2%，同比转正



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：24年3月金属成形机床产量1.4万台，同比-30%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 国内市场竞争——高端领域国产替代&集中度提升：

① **高端领域国产替代：**根据MIRDATA数据，2022年金属切削机床整体国产化率为68%，但若聚焦至五轴和车铣复合为代表的高端机床，整体国产化率水平仍不足20%，高端领域国产替代空间广阔。

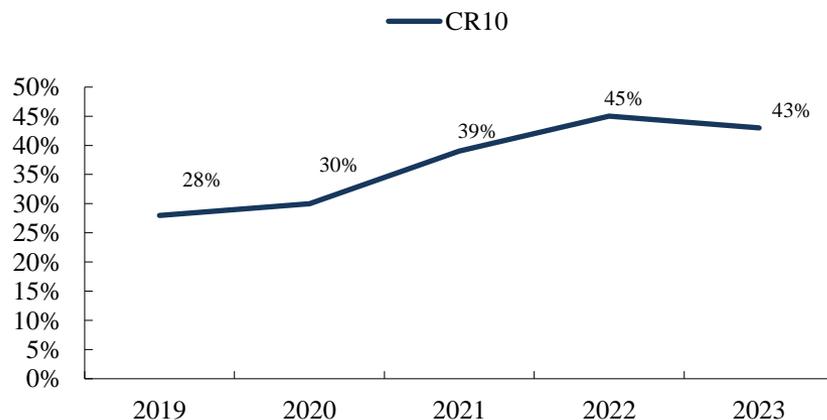
② **行业集中度持续提升：**根据MIRDATA数据，国内金属切削机床CR10从2019年的28%提升至2023年的43%，主要得益于：一方面高质量发展模式下，客户对于产品性能更加苛刻，中小型厂商举步维艰；另一方面国内竞争日益激烈，中小型厂商的利润得不到保证，所以近几年淘汰速度加快。

图：国内金属切削机床国产化率逐步提升



数据来源：MIRDATA，东吴证券研究所（注：基于销售额口径）

图：国内金属切削机床行业集中度快速提升



数据来源：MIRDATA，东吴证券研究所（注：基于销售额口径）

# 出海逻辑：国内存量竞争加剧，倒逼头部机床企业出海

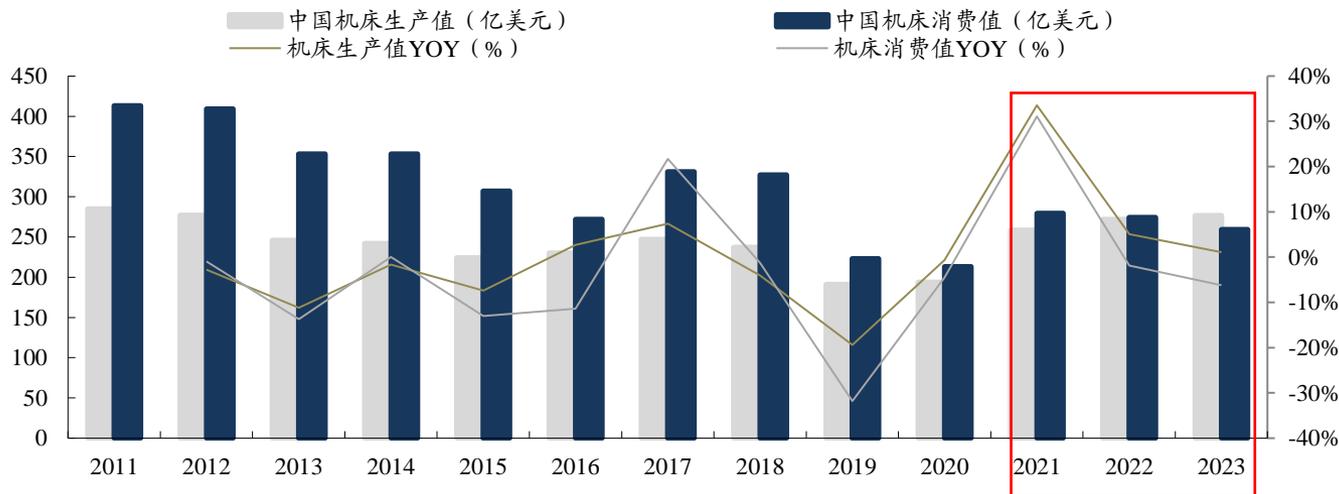
## 国内市场竞争以存量竞争为主：

根据机床工具工业协会数据统计，国内机床生产值于2011年达到峰值285亿美元（按美元对人民币1:7计算约1995亿人民币），2021年以来基本稳定于1800-2000亿人民币，国内市场以存量竞争为主。

## 存量竞争格局下，行业内卷逐步加剧：

2022年以来行业竞争加剧，部分产品价格下行，挤压机床行业利润空间。2023年机床工具行业利润总额同比下降35.8%，较营业收入同比降幅高出25.5个百分点，利润率较2022年同期降低4.1个百分点。

图：2021-2023年国内机床生产值&消费额基本保持稳定



资料来源：机床工具工业协会，东吴证券研究所

# 出海逻辑：地缘政治因素短期影响，核心系高利润驱动

➤ 短期来看，国产机床出海受益于地缘政治因素拉动：

受地缘政治因素影响，2022年以来国产机床出海金额快速提升，俄语区出口成为主要贡献来源。

➤ 中长期来看，国产机床出海受益于综合竞争力提升和海外市场高利润驱动：

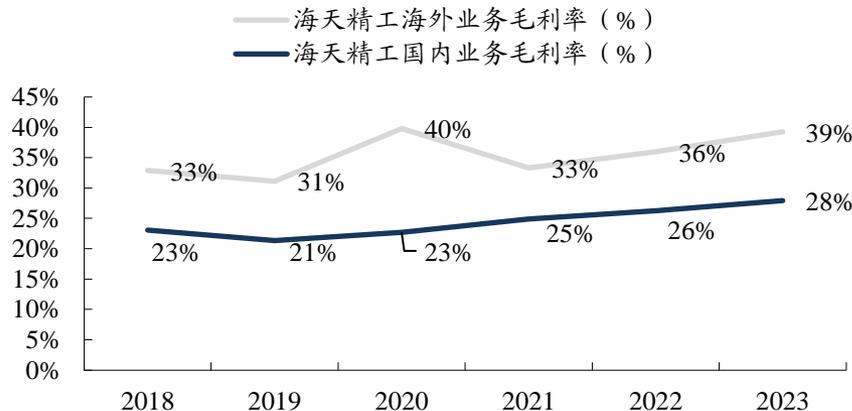
一方面，通过“04专项”扶持，国产机床的性能及性价比已具备同外资中高端产品竞争水平。另一方面，海外市场竞争相对温和，高利润率系驱动国产机床出海的核心因素。

图：近年来国内金属切削机床出口额快速提升



数据来源：机床工具工业协会，东吴证券研究所

图：以海天精工为例，海外毛利率远高于国内毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

# 出海产品：以中低档机床为主，逐步向高档机床转型

## ➤ 国产机床出海目前以中小型&中低档机床为主：

目前国内机床企业于海外销售产品以中小型立式加工中心、数控车床为主，主要原因系：①中小型&中低档产品契合主要出口国——印度&东南亚等发展中国家需求；②短期国内机床厂出海模式为国内生产，海外销售，中小型机床可以整机装船运输，出海效率更高。而大型机床需要拆卸运输，运抵海外还需组装安调，而目前绝大多数国产机床厂海外人员数量不足，无法支持大型机的大规模销售。

## ➤ 国产头部机床厂加快海外布局，高档机床销售占比逐步提升：

2024年3月20日海天精工马来西亚技术应用中心建成落地，2023年9月14日，海天精工土耳其应用中心落成。

图：海天精工土耳其应用中心落地



# 出海市场：以发展中国家&地区为主，逐步向发达国家进军

## ➤ 国产机床出海区域目前以发展中国家&地区为主：

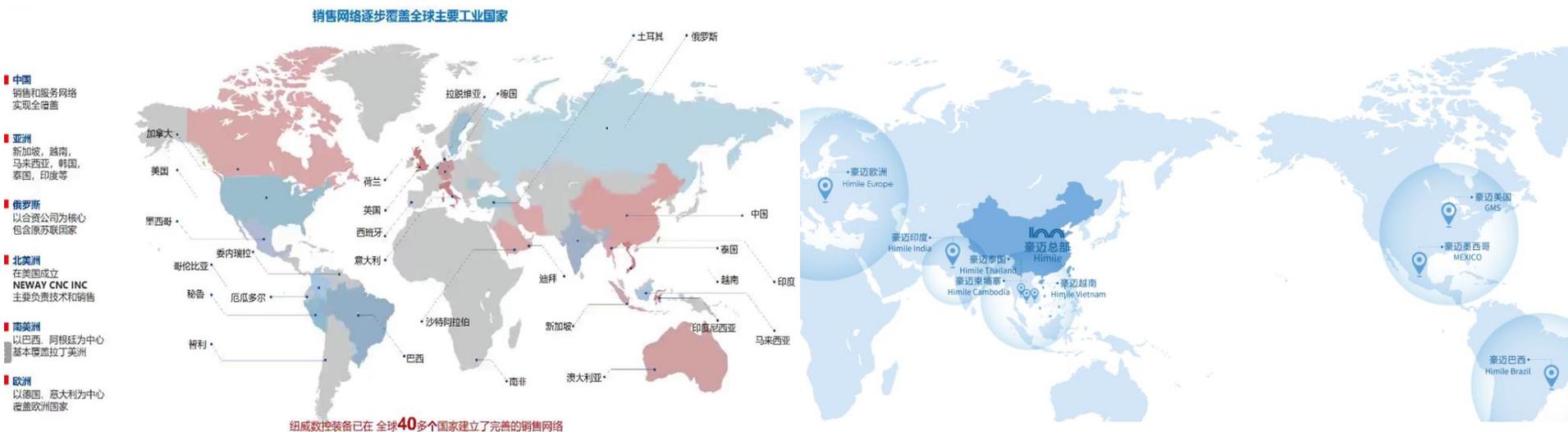
目前国内机床企业于海外销售主要目标区域为东南亚、印度等发展中国家，竞争对手以中国台湾地区、韩国和出口国的本土企业为主。

## ➤ 国产头部企业逐步向发达国家市场进军：

国内头部机床企业正逐步向欧洲、日本等发达国家进军。1) 以海天精工为例，2023H2以来其加大力度开拓欧洲市场。2023年9月14日，海天精工土耳其应用中心落成，进一步完善欧洲战略布局；2023年9月23日，海天精工参展德国汉诺威机床展览会，进一步打响其在欧洲的品牌影响力。2) 纽威数控已经在全球40多个国家建立了完善的销售网络，基本实现主要机床进口国全覆盖；3) 豪迈科技在全球拥有众多子公司，在亚洲、欧洲、南北美洲等地区较为完备的生产服务体系，将有望助力其未来机床业务成功出海。

图：纽威数控海外销售网络齐全，主要国家基本实现覆盖

图：豪迈科技全球众多子公司，助力未来机床出海



# 出海增速：海外收入快速提升，远期目标海外收入占比超50%

## ➤ 国产头部机床厂海外收入快速提升：

2021年以来国内头部机床厂海外收入快速提升，以海天精工和纽威数控为例，2023年海外业务收入增速分别达67%和106%，海外业务收入占比已提升至20%和30%。

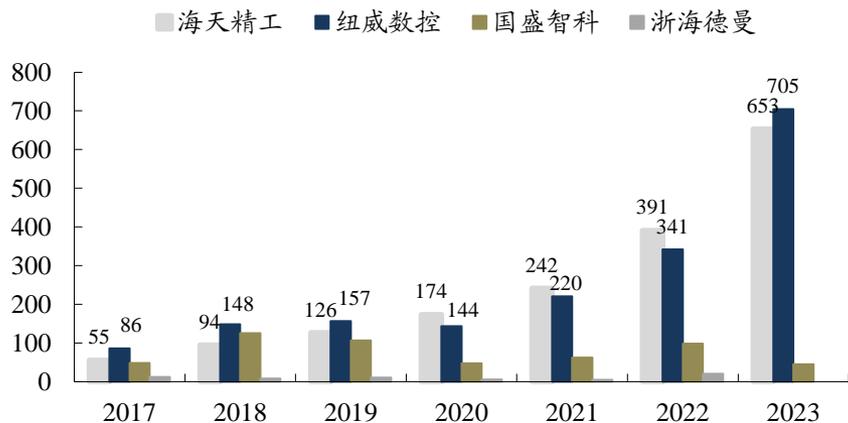
## ➤ 2023年为国产机床出海增速的阶段高点，但中长期来看是真正国产机床出海的起点：

受地缘政治影响，2023年国产机床海外业务迎来爆发期，出海增速为阶段性高点。但从行业趋势来看，2023年前大部分机床企业出海空白一片，头部企业中仅有海天精工和纽威数控达到10%以上的海外收入占比，更多中小企业以23年地缘政治出海为契机，切入到东南亚、南美等市场，从中长期角度看，2023年为国产机床出海的起点，中远期头部企业目标海外收入占比超过50%，海外收入仍有翻倍以上空间。

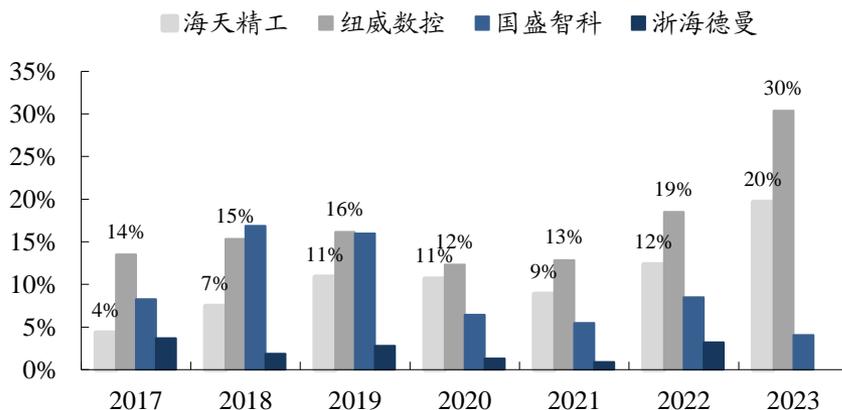
## ➤ 2024年如何看出海增速？

受2023年高基数影响，2024年机床行业出海降速已成必然，我们预计24年全机床行业出口增速有望维持0-10%区间，头部玩家如海天精工和纽威数控出海收入增速将高于行业增速。若假设海天精工和纽威数控2024年海外收入增速达20%，国内收入增速维持在15%，则全年营收增速将有望分别达+16%和+16.5%，海外收入占比有望提升至20.3%（同比+0.6pct）和31.3%（同比+0.9pct）。

图：国内机床厂海外业务收入提升（单位：百万元）



图：国产头部企业海外收入占比已达20-30%区间



# 盈利能力：国产企业海外业务毛利率高于国内业务

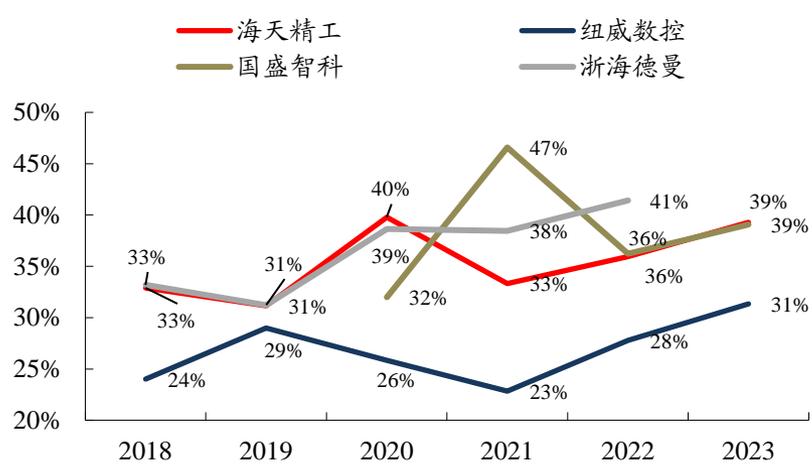
## 海外业务毛利率远高于国内业务毛利率：

以海天精工、纽威数控等国产头部机床厂为例，海外业务毛利率远高于国内业务毛利率，一般两者之差在5-10pct左右。

## 海外业务毛利率未来仍有提升空间：

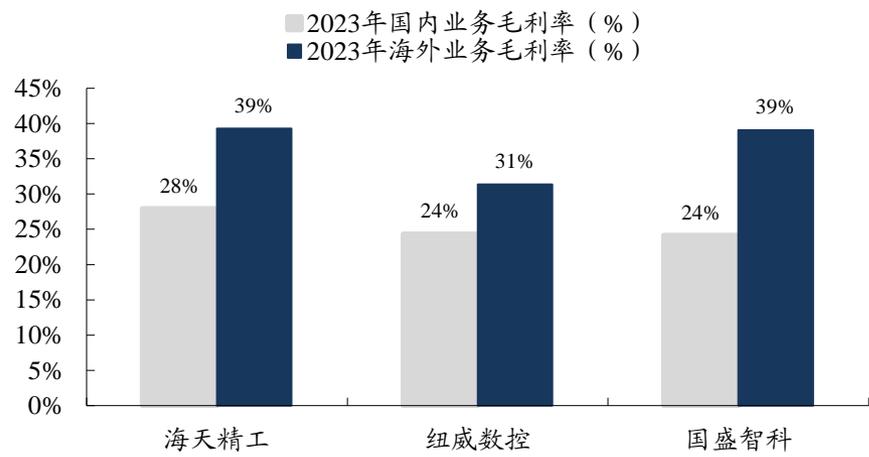
目前国内机床公司出口的机型多为毛利率较低的立加和车床，未来随着毛利率更高的高档机床出口占比逐步提升，海外业务毛利率仍有提升空间。

图：国内机床厂海外业务毛利率逐步提升（单位：%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：海外业务毛利率远高于国内业务毛利率



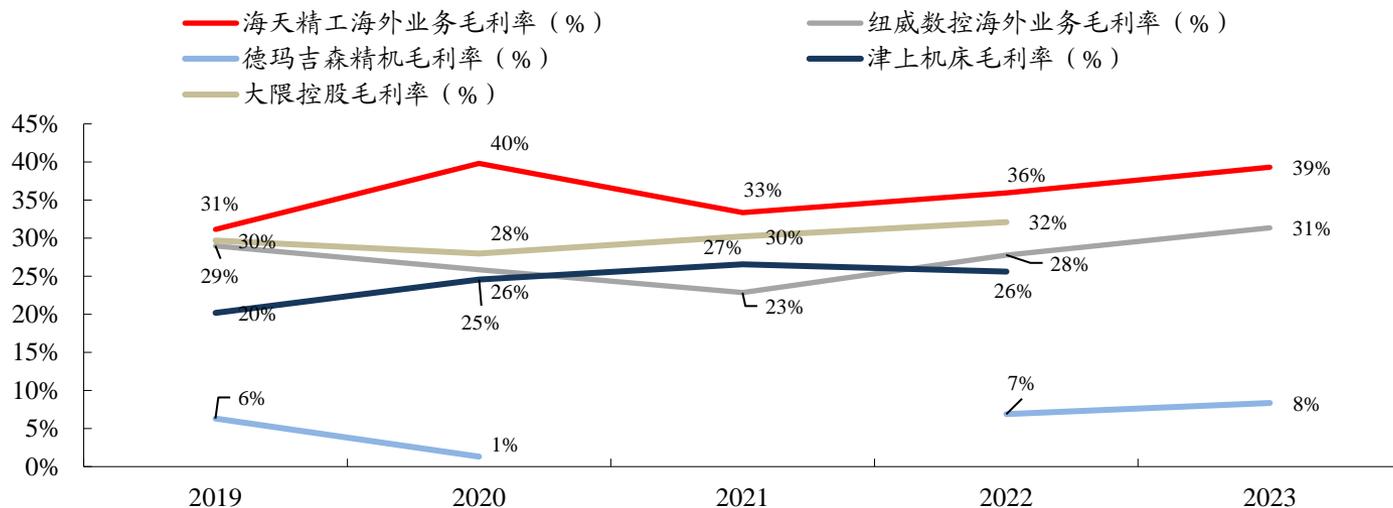
资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 盈利能力：国产机床海外毛利率高于海外竞争对手

## 国内企业海外业务毛利率高于海外竞争对手：

国产机床上市公司我们选取海天精工（601882.SH）、纽威数控（688697.SH）；海外机床上市公司我们选取德玛吉森精机（6141.T）、津上机床中国（1651.HK）、大隈控股（6103.T）进行对比。整体来看，剔除德玛吉森精机的极端情况，津上机床中国和大隈控股毛利率近年来稳定在25-30%间，而随着国产企业海外竞争力凸显，2021年以来海天精工和纽威数控海外业务毛利率已稳定于30%以上，海天精工接近40%，高于海外竞争对手。

图：国内机床厂海外业务毛利率逐步提升（单位：%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所（2021年德玛吉森精机毛利率缺失主要系Wind数据缺失）

# 出海空间：中性假设下国产机床可覆盖海外市场达525亿元

## 海外机床市场空间广阔：

根据VDW（德国机床制造商协会）统计数据，2022年不包含中国在内的全球48个主要国家机床进口额高达2180亿人民币（取2024年5月1日欧元兑人民币汇率为1:7.7），其中欧洲和北美洲国家进口额相对较高，欧洲主要国家进口额为1216亿人民币，北美主要国家进口额为680亿人民币。

图：全球主要国家机床进口额（单位：亿元，按2024年5月1日汇率1欧元=7.7人民币换算）

机床进口额（不包含零件/配件）															
地区	国家	2017	2018	2019	2020	2021	2022	地区	国家	2017	2018	2019	2020	2021	2022
北美	美国	357.0	403.8	407.5	308.2	333.7	454.5	欧洲	立陶宛	5.8	5.7	3.8	3.8	4.7	4.1
	加拿大	60.7	74.3	65.8	56.1	65.0	71.7		波兰	53.5	64.0	56.2	43.7	50.7	53.8
	墨西哥	162.9	144.8	136.9	91.0	100.6	153.8		捷克	41.0	47.3	41.9	26.3	29.7	38.6
	合计	<b>580.6</b>	<b>622.9</b>	<b>610.2</b>	<b>455.2</b>	<b>499.3</b>	<b>680.0</b>		斯洛伐克	17.5	18.1	23.5	12.9	14.9	14.7
南美	巴西	26.7	32.4	32.8	26.3	39.6	48.5		匈牙利	17.9	17.3	24.6	16.8	20.4	20.6
	阿根廷	9.3	10.2	7.7	6.4	9.8	16.7		罗马尼亚	22.3	27.6	27.0	20.5	17.2	19.6
	合计	<b>36.0</b>	<b>42.6</b>	<b>40.5</b>	<b>32.7</b>	<b>49.4</b>	<b>65.2</b>		保加利亚	8.7	10.0	9.9	8.2	8.7	9.5
欧洲	德国	277.2	238.0	217.9	138.0	161.9	198.0		乌克兰	8.1	10.3	11.5	7.9	10.3	6.6
	法国	71.1	78.7	82.7	57.7	61.6	75.3		俄罗斯	79.1	89.6	84.2	78.7	90.2	93.6
	比利时	82.4	91.2	82.7	49.0	52.6	69.3		斯洛文尼亚	14.5	14.2	14.0	8.7	13.0	13.9
	荷兰	43.2	53.1	54.0	42.7	51.1	67.1	克罗地亚	6.6	7.2	5.4	4.2	4.7	8.0	
	意大利	105.9	124.6	111.2	63.7	99.6	137.4	合计	<b>1140.9</b>	<b>1217.1</b>	<b>1159.7</b>	<b>840.8</b>	<b>1000.8</b>	<b>1216.1</b>	
	英国	47.7	50.8	52.5	36.5	47.2	65.4	东南亚	越南	75.6	85.5	99.6	62.5	62.0	68.2
	爱尔兰	4.0	4.9	5.2	5.1	6.0	6.0		印度尼西亚	32.0	36.3	40.7	29.1	26.7	31.3
	丹麦	8.5	11.1	11.2	7.5	8.9	11.0		马来西亚	32.2	33.7	37.2	28.3	34.6	45.7
	葡萄牙	16.2	17.2	16.4	11.4	13.4	13.8		新加坡	19.9	17.9	17.8	11.8	14.0	14.6
	西班牙	38.7	43.5	39.3	24.6	27.1	38.2		泰国	62.3	74.8	70.9	56.8	49.6	60.5
	瑞典	16.8	21.1	19.4	14.4	17.2	18.7	合计	<b>222.0</b>	<b>248.2</b>	<b>266.2</b>	<b>188.5</b>	<b>186.9</b>	<b>220.4</b>	
	芬兰	7.3	8.8	8.9	7.5	8.6	10.0	东亚 &其它	韩国	91.3	82.5	70.4	61.1	73.4	75.2
	奥地利	34.5	41.3	41.1	33.3	36.6	33.3		日本	54.4	65.5	68.4	43.9	43.6	57.4
	挪威	5.2	6.7	8.6	7.1	7.9	7.9		以色列	11.4	12.8	12.1	10.6	12.5	16.1
	瑞士	38.4	45.4	49.0	36.3	33.5	48.6		印度	94.2	137.5	145.0	86.0	100.6	125.0
	土耳其	66.9	67.6	54.7	72.7	101.6	131.1		澳大利亚	20.5	22.6	25.8	21.5	31.5	36.3
拉脱维亚	2.0	2.0	2.8	1.8	1.5	1.9	南非		12.4	10.5	10.4	7.5	13.2	11.3	

# 出海空间：中性假设下国产机床可覆盖海外市场达525亿元

➤ 根据测算，中性假设下国产机床能覆盖海外市场达525亿元，测算假设如下：

- 1) 国产机床能够覆盖的国家：以民营龙头海天精工&纽威数控目前所覆盖的海外国家为准
- 2) 各海外国家国产机床所能达到的覆盖度：由于对华政策和机床成熟度的差异，国产机床在不同国家所能达到覆盖度是不一样的。例如俄罗斯市场，国产机床应能覆盖几乎全部市场；而在东南亚和墨西哥等地，国产机床应能覆盖大部分市场；而在日本和欧洲，国产机床应只能覆盖小众市场。在下表中，我们在乐观、中性和悲观三种情形下对各海外国家国产机床所能达到的覆盖度进行预测。

3) 国产机床海外能覆盖市场空间测算： $\sum$ 各主要出口国家2022年进口额\*中国机床进口份额

**结论：悲观/中性/乐观条件下，国产机床能覆盖海外市场空间达375/525/706亿元，市场空间广阔。**

图：根据测算，中性假设下国产机床能覆盖海外市场达525亿元（单位：亿元按1欧元=7.7人民币换算）

公司	地区	主要出口国家
纽威数控	亚洲	新加坡、越南、马来西亚、韩国、泰国、印度、印度尼西亚、沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国
	北美洲	美国、加拿大、墨西哥
	南美洲	巴西、阿根廷、智利、厄瓜多尔、秘鲁、委内瑞拉、哥伦比亚
	欧洲	俄罗斯、意大利、德国、土耳其、西班牙、荷兰、拉脱维亚
	其他	澳大利亚、南非
海天精工	亚洲	印度、印度尼西亚、马来西亚、泰国、越南
	欧洲	土耳其
	北美洲	墨西哥
	南美洲	巴西

国家	中国机床进口份额		
	乐观	中性	悲观
俄罗斯	100%	90%	80%
新加坡、越南、马来西亚、泰国、印度、印度尼西亚、沙特阿拉伯、阿拉伯联合酋长国、巴西、墨西哥、阿根廷、智利、厄瓜多尔、秘鲁、委内瑞拉、哥伦比亚、土耳其、拉脱维亚、南非	60%	50%	40%
韩国、美国、加拿大、意大利、德国、荷兰、澳大利亚、西班牙	20%	10%	5%

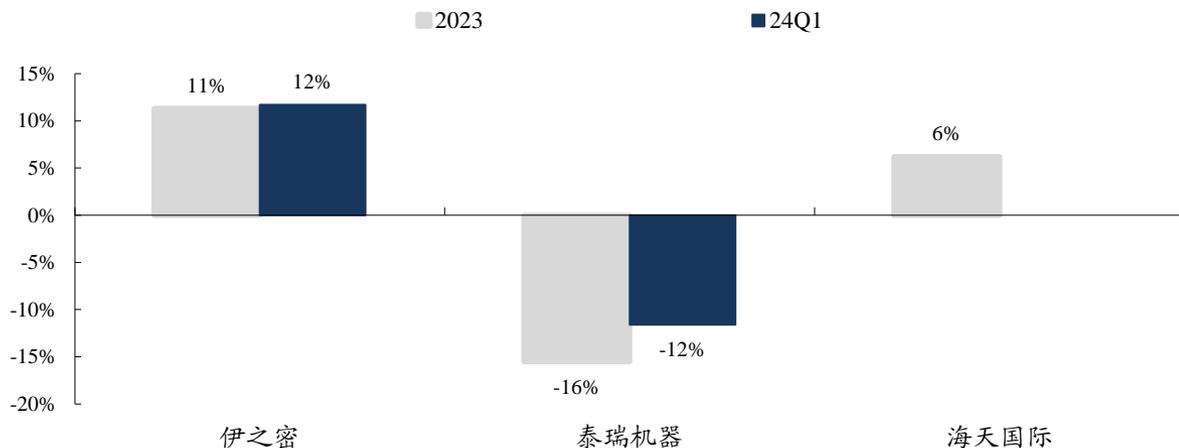
假设	出口市场空间（亿元）
乐观	705.96
中性	525.21
悲观	374.85

注塑机板块  
率先受益于顺周期复苏的优质赛道

# 收入端：行业景气承压下，头部企业营收维持增长

- 我们选取注塑机头部企业【海天国际】【伊之密】【泰瑞机器】进行分析，2023年分别实现营收130.7/41.0/10.0亿元，分别同比+6%/+11%/-16%，尽管2023年注塑机行业景气度整体承压，但2023Q4以来已有部分复苏，海天国际和伊之密营收仍实现正增长。
- 2024年一季度来看，由于【海天国际】未披露2024年一季报，因此选取【伊之密】【泰瑞机器】进行分析，2024Q1分别实现营收9.55/2.6亿元，分别同比+12%/-12%。

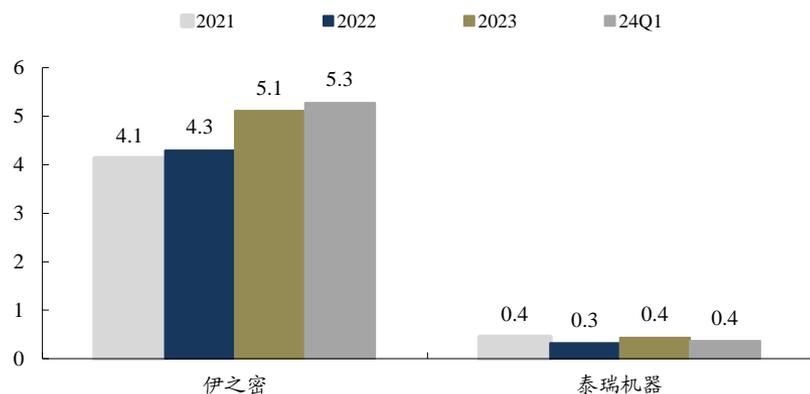
图：行业景气承压下，海天国际&伊之密营收仍维持正增长



# 存货&预收账款/合同负债规模与收入端变化相近

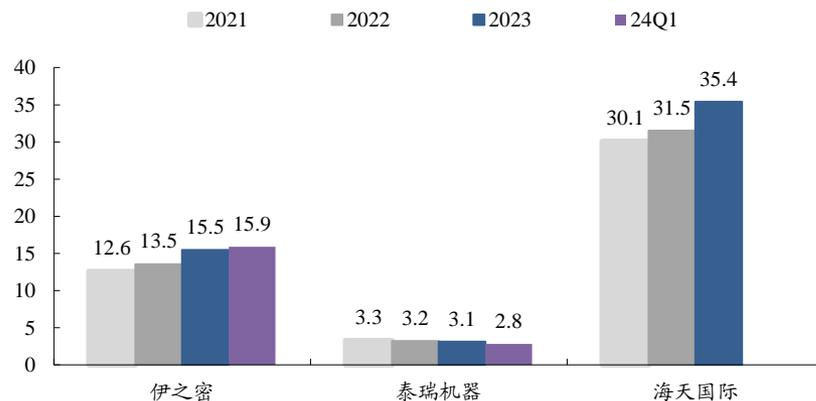
- **预收账款/合同负债**：2023年伊之密、泰瑞机器预收账款/合同负债金额分别达5.1/0.4亿元，分别同比+19%和34%；2024Q1伊之密和泰瑞机器该值分别达5.3/0.37亿元，分别同比+14%/+15%。整体来看，注塑机头部企业预收账款/合同负债金额同比增加，反映出2023Q4以来行业需求逐步回暖，订单增多。
- **存货**：2023年伊之密、海天国际和泰瑞机器存货金额分别为15.5/3.1/35.4亿元，分别同比+14%/-3%/+12%；2024Q1伊之密和泰瑞机器总存货金额分别为15.9/2.8亿元，分别同比+6%/-4%，存货金额增速与收入端变化相近。

图：2023年&2024Q1总预收账款/合同负债同比增加



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：注塑机行业总存货规模变化与收入端变化相近

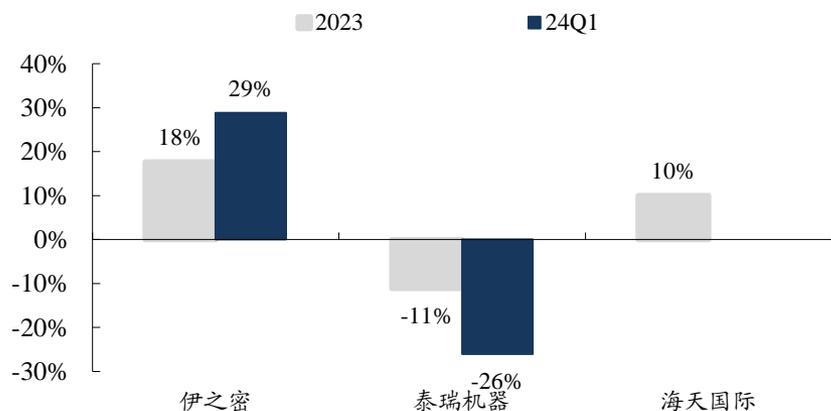


资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 利润端：注塑机行业利润提升幅度高于收入端

- ▶ **注塑机行业归母净利润提升幅度高于收入端**：2023年伊之密、海天国际和泰瑞机器归母净利润分别为4.8/0.9/24.9亿元，分别同比+18%/-11%/+10%；2024Q1伊之密和泰瑞机器归母净利润分别为1.2/0.25亿元，分别同比+29%/-26%。利润端增幅高于收入端，主要得益于原材料价格下降带来的盈利能力提升。
- ▶ **盈利能力方面**：2023年注塑机行业毛利率为32.4%，同比+1.1pct，2024Q1伊之密毛利率继续提升达34.8%，同比+2.5pct。2023年注塑机行业归母净利率为16.8%，同比+0.7pct，2024Q1伊之密归母净利率继续提升达12.1%，同比+1.6pct。

图：2023年&24Q1注塑机行业利润增速高于收入端



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2022年以来注塑机行业归母净利率提升



资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 国内：制造业复苏，日用品&家电等需求回暖

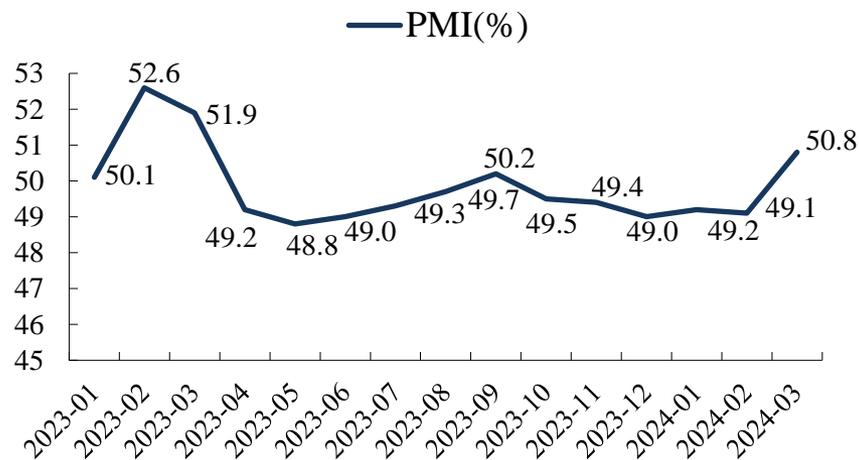
## ➤ 2023Q4以来，注塑机头部企业订单开始回暖：

2023Q4注塑机头部企业订单开始回暖，具体拆分原因：国内制造业复苏叠加家电&汽车等出口持续向好。我们判断国内制造业复苏主要系补库需求拉动，日用品和家电等下游需求向好；海外来看3月全球主要国家制造业PMI指数均有环比上升，其中美国尤为突出，间接拉动国内出口需求。

## ➤ 国内外销售趋势来看，3月以来国内情况更优，好于整体增速。

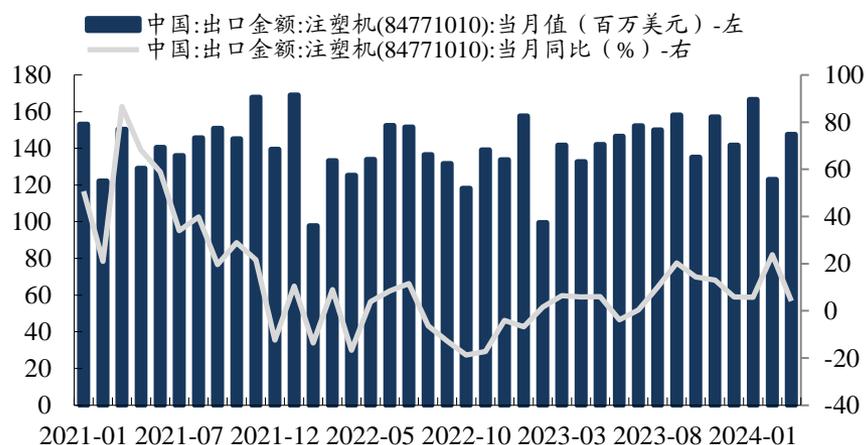
主要系2023年国内订单基数较低，而海外订单整体保持较高水平，但高基数下整体增速略有放缓。

图：3月PMI为50.8%，较2月提升1.7pct



资料来源：Wind，东吴证券研究所

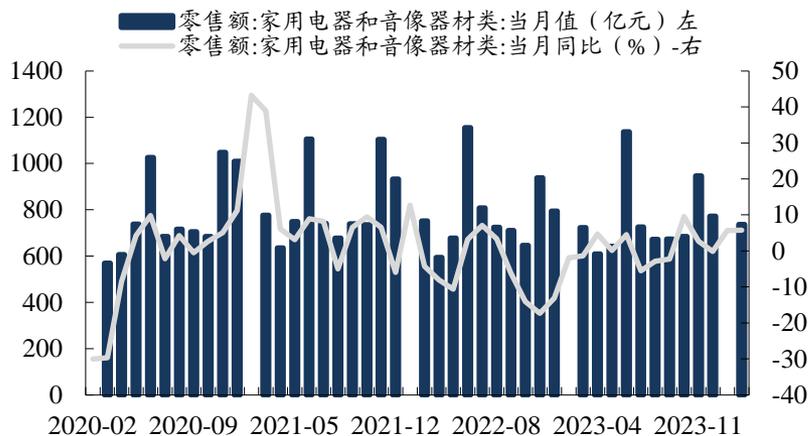
图：2023Q4以来注塑机出口金额同比转正



资料来源：Wind，东吴证券研究所

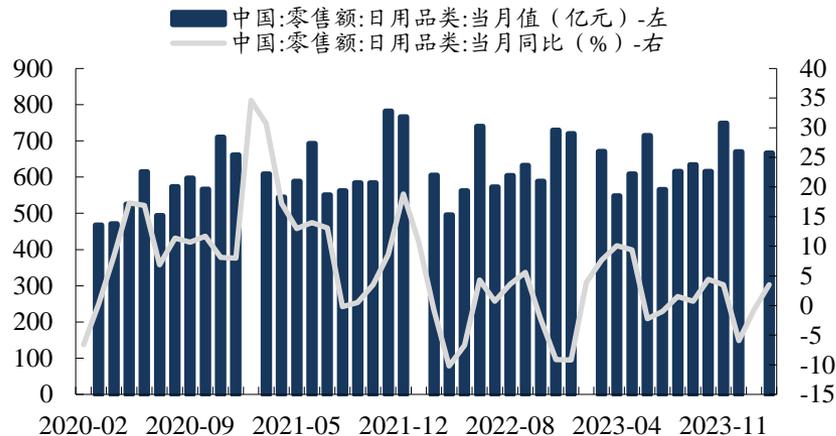
# 国内：制造业复苏，日用品&家电等需求回暖

图：3月家用电器和音像器材类零售额同比+5.8%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：3月日用品类零售额同比+3.5%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：3月全球主流国家制造业PMI情况

	2024年2月	2024年3月	环比		2024年2月	2024年3月	环比
美国	47.8	50.3	2.5	英国	47.5	50.3	2.8
日本	47.2	48.2	1	加拿大	49.7	49.8	0.1
德国	42.5	41.9	-0.6	俄罗斯	54.7	55.7	1
法国	47.1	46.2	-0.9	巴西	54.1	53.6	-0.5
意大利	48.7	50.4	1.7	印度	56.9	59.1	2.2
荷兰	49.3	49.7	0.4	印度尼西亚	52.7	54.2	1.5
爱尔兰	52.2	49.6	-2.6	韩国	50.7	49.8	-0.9
希腊	55.7	56.9	1.2	越南	50.4	49.9	-0.5
西班牙	51.5	51.4	-0.1	土耳其	50.2	50	-0.2
奥地利	43	42.2	-0.8	波兰	47.9	48	0.1

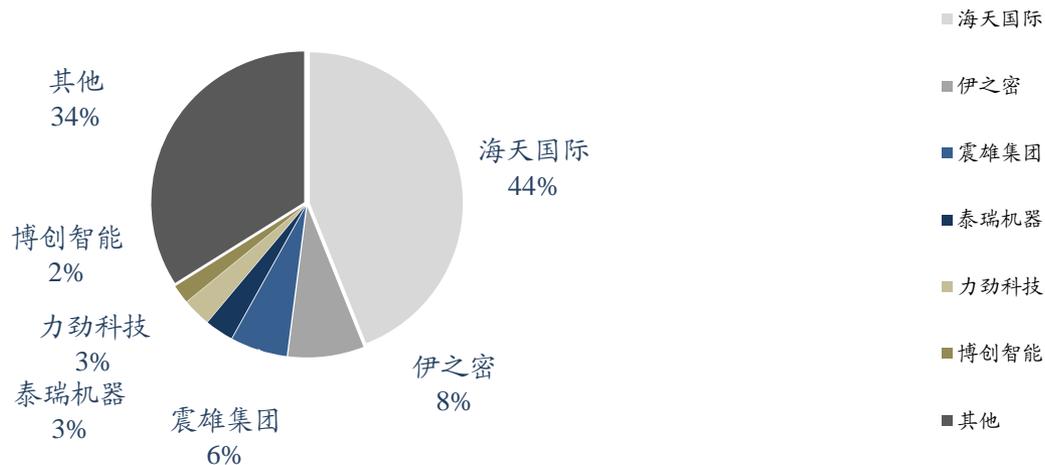
资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 出海逻辑一：国产化格局基本确定，倒逼企业出海

## 国内注塑机行业呈现“一超多强”格局已基本确定：

据华经产业研究院统计，2021年海天国际国内市场份额达44%，排名第一，远超其余龙头企业。伊之密市场份额达8%超过震雄集团，位列第二，未来有望缩小与海天的市场份额差距。震雄集团和泰瑞机器市场份额分别为6%，3%。国产化格局基本形成，外资龙头仅占据部分高端市场，国产龙头企业出海寻求更多机会。

图：2021年国内注塑机行业“一超多强”格局已经基本确定



资料来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

# 出海逻辑二：内卷趋势下海外业务盈利能力高于国内

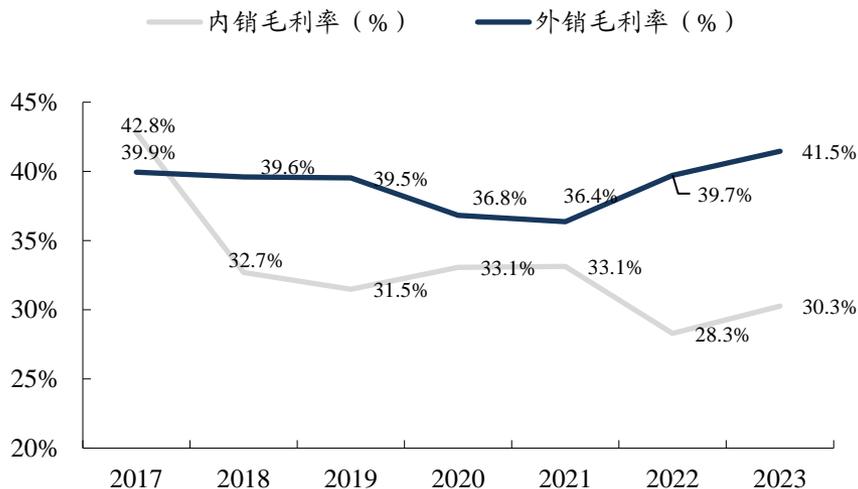
## 国内注塑机企业海外业务毛利率高于国内业务：

近年来海内外业务毛利率差距逐步扩大，2023年伊之密海外业务毛利率达41.5%，较国内业务毛利率高出11.2pct；泰瑞机器2022年海外业务毛利率达36.7%，高出国内业务毛利率17.2pct。

（PS.由于海天国际、震雄科技等港股未披露海外业务毛利率，此处我们选择A股伊之密和泰瑞机器作为样本）

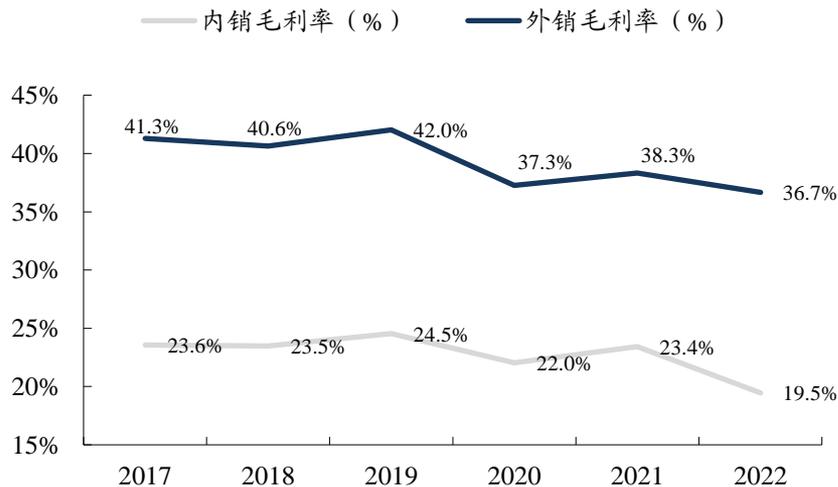
因此国产头部注塑机企业很早就意识到国内内卷趋势不可逆，均于2010年前开始布局海外市场。

图：伊之密海内外业务毛利率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

图：泰瑞机器海内外业务毛利率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

# 伊之密：双品牌战略，加速拓展海外销售

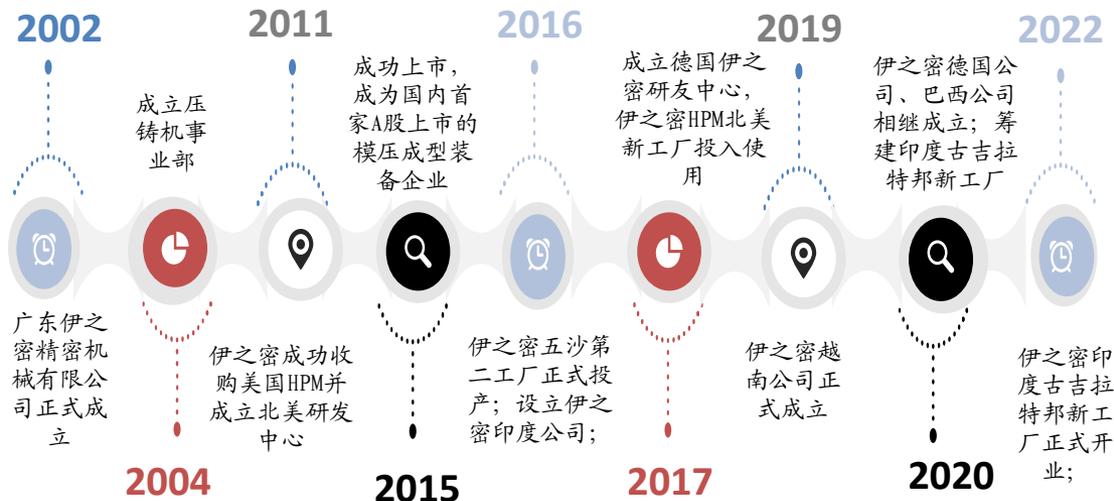
## 伊之密：坚持全球化经营策略，持续加强海外销售网络布局

伊之密早在2005年就开始开拓海外市场，公司主要采用经销模式，在印度等重要市场实施本土化投资及经营。2011年收购美国百年企业HPM的全部知识产权和实施“双品牌战略”，进一步提升了自身的技术水平和北美市场的品牌影响力。同时公司还在国内和海外建立了多个生产基地和技术服务中心，业务覆盖全球70多个国家和地区。

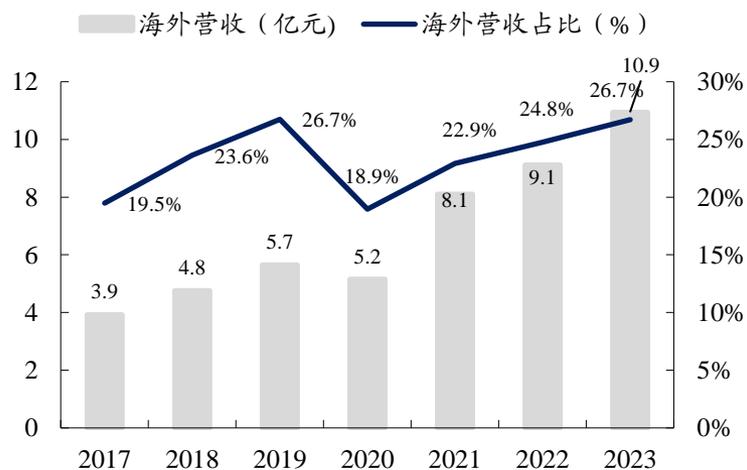
## 盈利预测与估值：

我们预计24年公司内销收入达34.5亿元（同比+15%），毛利率达31%（同比+0.7pct）；外销收入达13.8亿元（同比+25%），毛利率达41.5%（同比持平）。此假设下我们预计总营收达48.3亿元（同比+17.8%），归母净利润达6.25亿元（同比+31%），给予20倍估值，目标市值125亿元（当前市值107亿）。

图：伊之密海外业务发展经历



图：伊之密海外营收占比持续提升



# 海天国际：持续推进全球化布局，海外业务持续增长

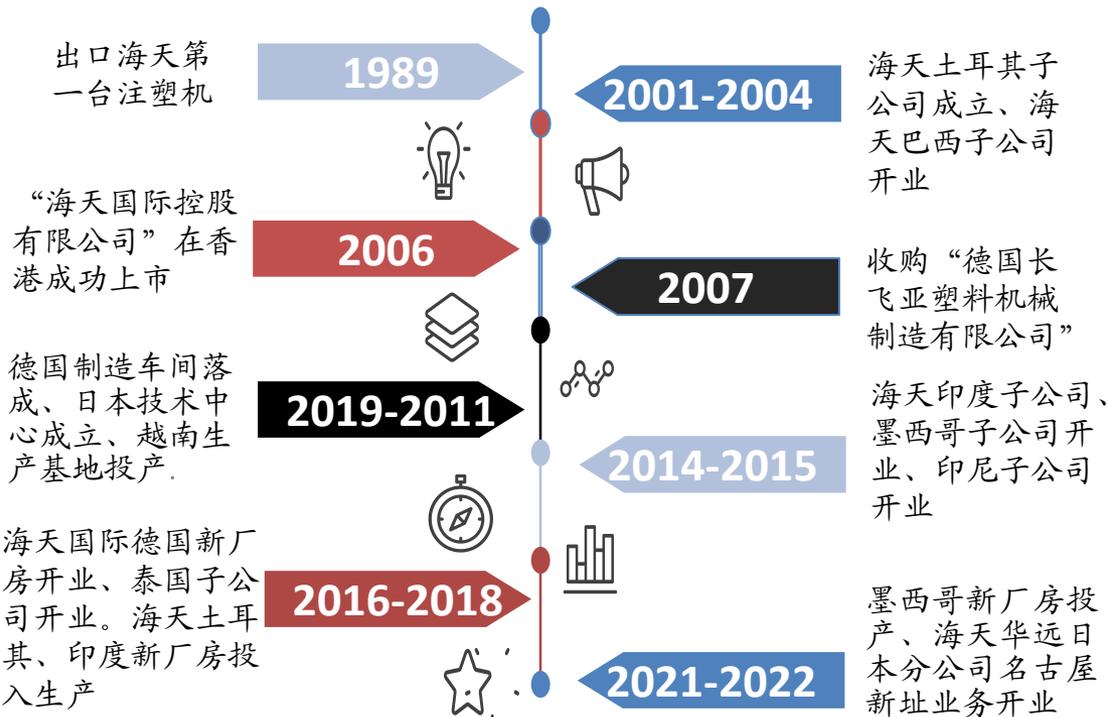
## ➤ 海天国际于1989年出口第一台注塑机：

目前已在9个国家设立了海外直属子公司，覆盖中东（土耳其）、南美（巴西）、北美（墨西哥）、欧洲（德国）、东亚（日本）、南亚（印度）、东南亚（越南、印尼、泰国）9个区域，在全球范围内拥有60多个销售和服务伙伴。

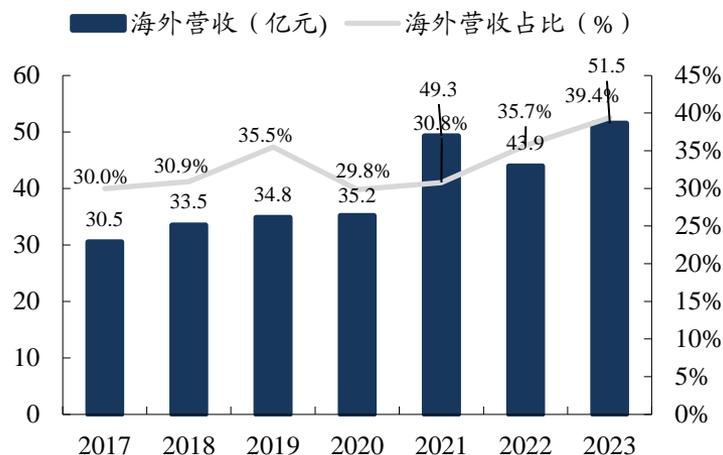
## ➤ 盈利预测与估值：

我们预计24年公司内销收入达91亿元（同比+15%）；外销收入达61.9亿元（同比+20%），整体毛利率达33%（同比+0.9pct）。此假设下我们预计总营收达152.9亿元（同比+17.0%），归母净利润达30亿元（同比+20%），给予15倍估值，考虑到当前人民币兑港币汇率为1:1.1，目标市值495亿元（当前市值401亿）。

图：海天国际海外业务发展经历



图：海天国际海外营收占比持续提升



数据来源：海天国际官网，东吴证券研究所

# 泰瑞机器：引领智能注塑从中国走向世界

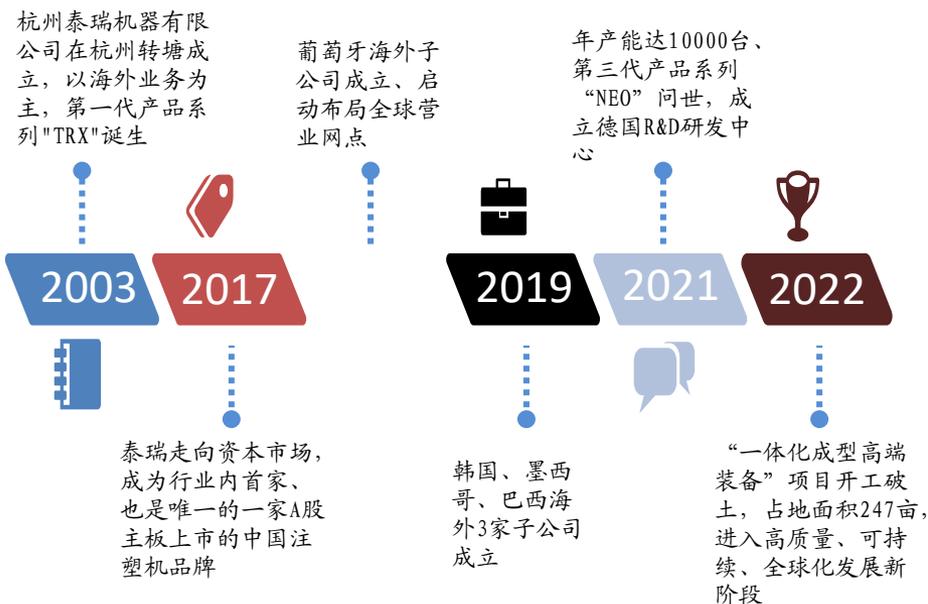
➤ 自2003年成立起，泰瑞就开始积极拓展海外市场。

至今泰瑞已在葡萄牙、韩国、墨西哥和巴西四个国家设立了海外子公司，在德国慕尼黑设立了R&D研发中心，聚焦注塑成型领域的创新技术与应用。同时，泰瑞立足中国总部，对欧洲、北美进一步实现本土化制造。

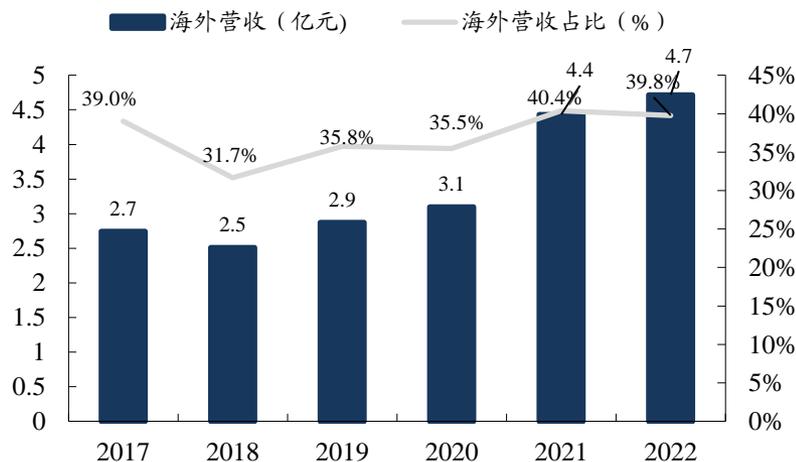
➤ 全球化布局助海外销售占比提升。

2023H1海外营收为2.0亿,同比上升23.97%，海外营收占整体营收的36.64%，同比增加12.58pct。2021-2022海外营收占比分别为40.37%、39.77%，整体趋势稳中有升。

图：泰瑞机器海外业务发展经历



图：泰瑞机器海外营收占比持续提升



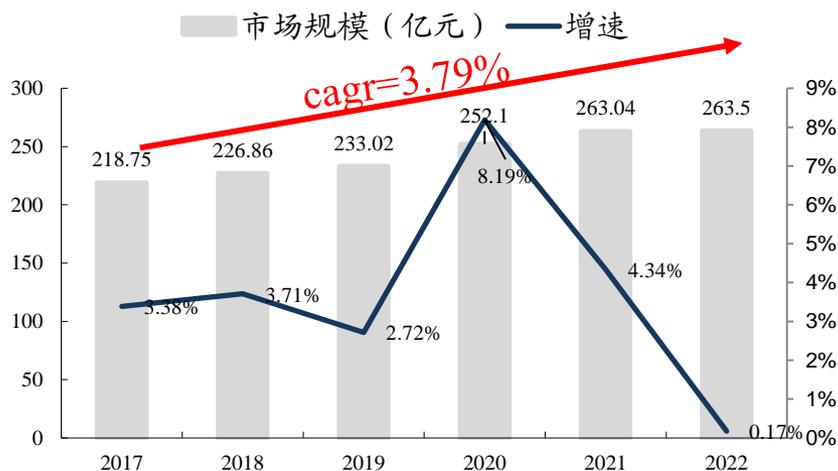
# 全球市场空间：海外市场规模远大于国内市场

## ➤ 海外市场空间远大于国内市场空间：

(1) 国内市场空间：根据华经产业研究院统计，2022年国内注塑机市场空间超260亿元，2017-2022年CAGR为3.79%。

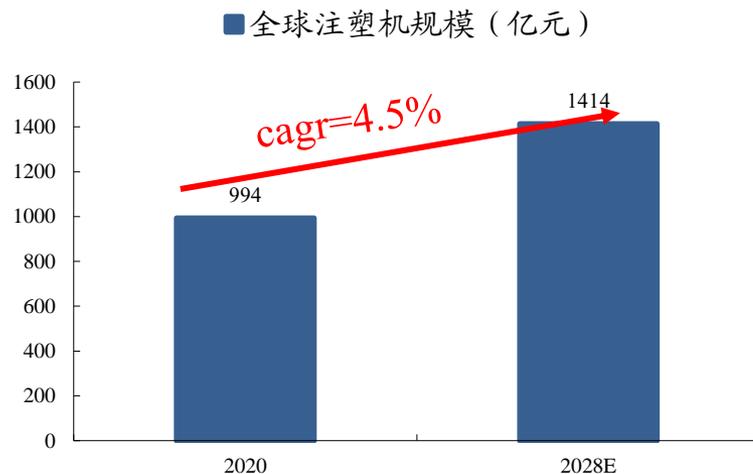
(2) 海外市场空间：根据华经产业研究院统计预测，2020年全球注塑机规模为994亿，2028年预计全球规模达到1414亿元，CAGR为4.5%，2022年国内市场规模占全球市场规模的25.3%。

图：2017-2022年注塑行业市场规模（亿元）



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所整理

图：2020、2028年全球注塑行业市场规模（亿元）



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所整理

# 竞争格局：欧日企业垄断高端市场，国产占据中低端市场

## ➤ 竞争格局情况：

(1) 欧日企业垄断高端市场：以德国为代表的欧洲国家生产的精密注塑机高技术含量、高附加值、高精度长期占据高端市场。全球超45%以上塑料机械专利由欧洲公司拥有。

(2) 国内头部企业例如海天国际、伊之密等占据中低端市场，正逐步向高端化转型。

图：全球注塑机企业情况简介

名称	股票代码	国家	成立时间	收入规模	公司简介
恩格尔	-	奥地利	1945	-	全球领先的注塑机及相关自动化设备制造商，提供塑料加工的所有技术模块，用于热塑性塑料，热固性塑料和弹性体塑料加工以及非晶态金属的加工。产品组合的锁模力范围最高可达 55000kN
克劳斯玛菲	600579	德国	1838	注塑成型业务56.45亿元	全球塑料和橡胶生产、加工机械和系统的领先制造商之一，业务范围涵盖注塑机械、挤出技术、反应成型技术及数字化服务解决方案的所有领域
住友德马格	-	日本	1956	自动化产品7.62亿欧元	世界上销售规模最大的塑机生产商，拥有市场上速度最快的注塑机产品
海天国际	1882.HK	中国	1966	注塑机及相关产品123亿元	国内注塑机行业龙头企业，中国市场份额超40%
震雄集团	0057.HK	中国	1958	注塑机23.13亿元	全球最大的注塑机生产企业之一，年产量已达到2万台
伊之密	300415	中国	2002	注塑机26.58亿元	专注于模压成型专用机械设备的设计、研发、生产、销售及服务，为客户提供从方案设计、产品制造到维修服务等全方位的个性化解决方案
泰瑞机器	603289	中国	2003	注塑业务11.60亿元	全球领先技术的智能注塑机制造商，中国注塑机行业主板第一股
博创智能	A20614	中国	2002	10.67亿元	注塑成型装备和智能制造服务系统的专业设计制造服务商，为客户提供以工业互联网平台为基础的新形态注塑成型装备服务

资料来源：Wind，各公司官网，东吴证券研究所（注：博创智能收入规模为2021年数据，其余公司为2022财年数据）

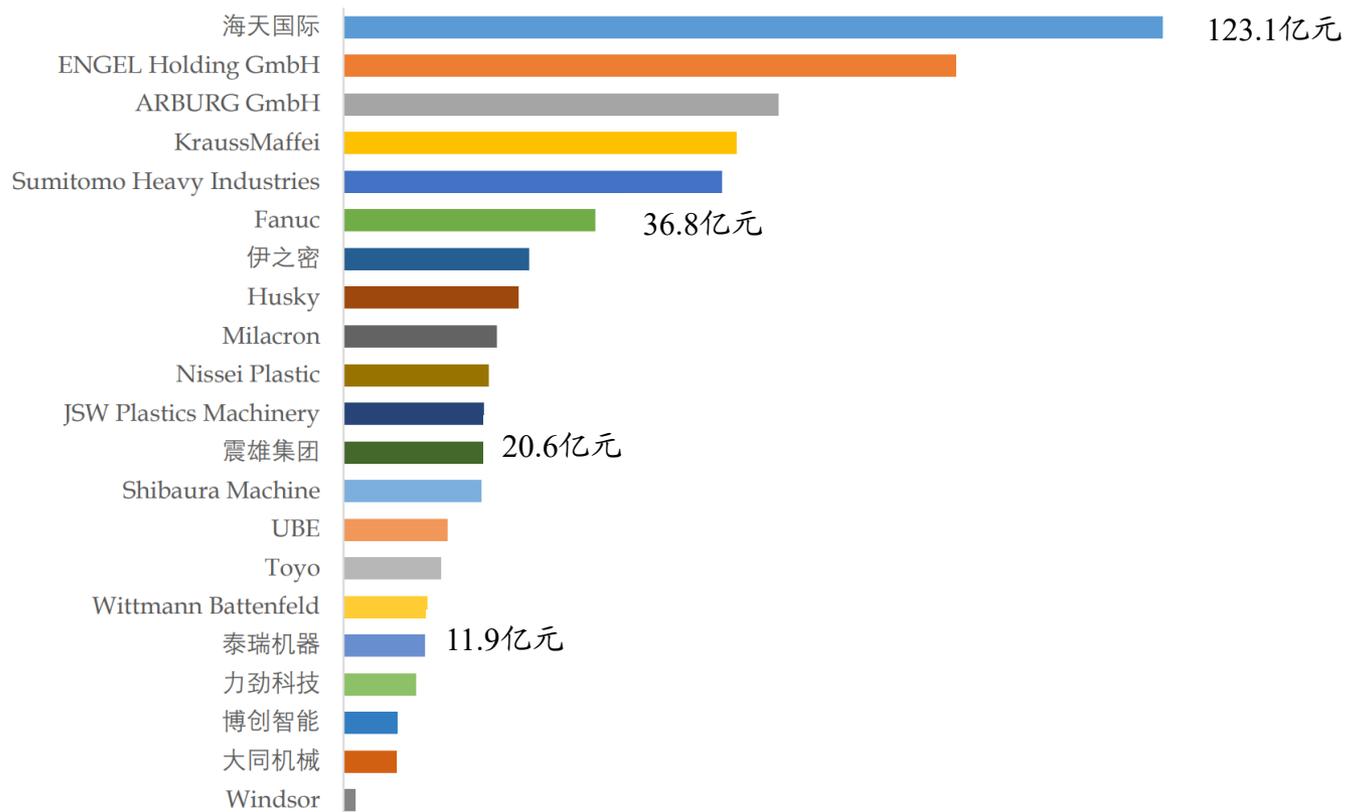
# 竞争格局：全球前十中国产企业仅海天国际与伊之密入围

## ➤ 全球收入排名来看：

全球前十中国产企业仅有海天国际与伊之密入围，其余均被日本和欧洲企业所占据。

图：2022年全球注塑机企业收入规模排名

全球主要注塑机企业营收排名



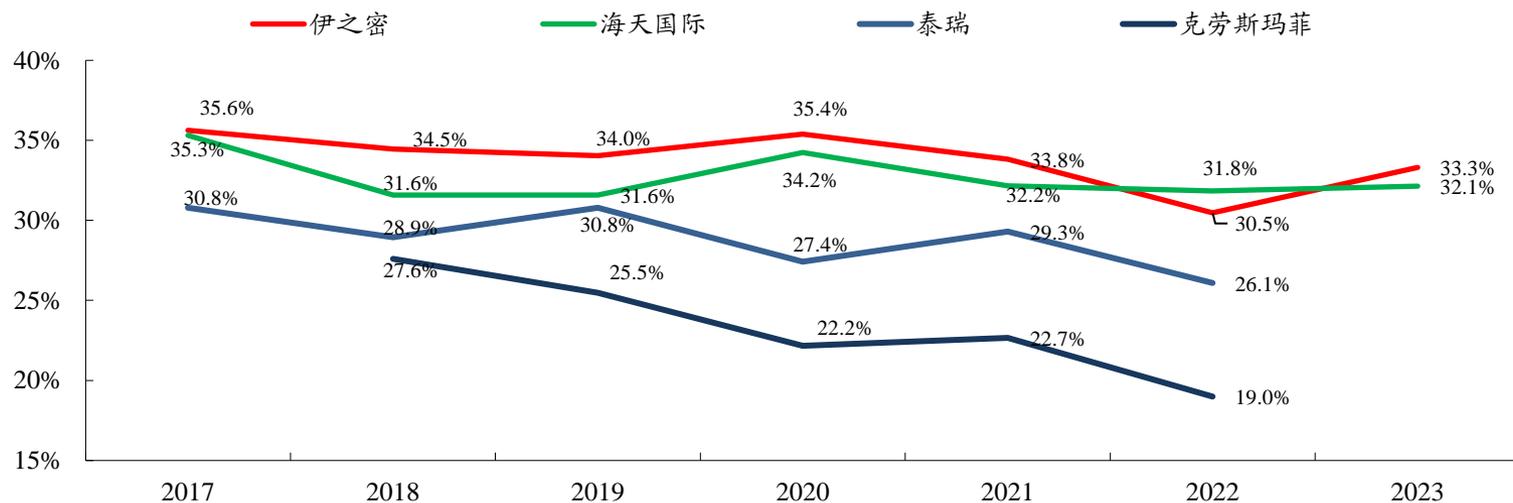
资料来源：QY Research，东吴证券研究所

# 竞争格局：内卷趋势下国内企业毛利率高于海外竞对

## 国内注塑机企业毛利率高于非中国大陆竞争对手：

海天国际和伊之密为代表的国内一线厂商毛利率最高，处于30%以上；国内二线厂商泰瑞机器毛利率处于第二梯队，处于25-30%之间。海外企业克劳斯玛菲毛利率相对较低，2022年注塑机业务毛利率仅为19%。（PS.中国大陆以外的注塑机巨头中，仅有德国克劳斯玛菲为上市公司，因此选择其作为对标对象）

图：国内注塑机企业毛利率高于非中国大陆竞争对手

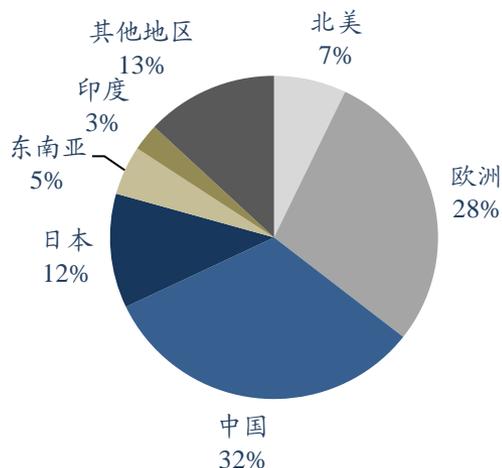


数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

# 区域分布：国内企业在欧洲&北美等市场渗透率仍较低

- **分区域看市场空间：**假设2023年全球注塑机市场空间1000亿元，按照QY Research统计的海外各区域市场份额占比，北美、欧洲、日本、东南亚和印度市场份额分别为7.1%/28.4%/12%/4.9%/2.7%，则对应大致市场空间分别为71/284/114/49/27亿元。
- **伊之密在除印度地区市占率仍较低：**根据草根调研，伊之密2023年欧洲/东南亚/印度/北美销售额大致为3/1.5/3/2亿元，则其在对应市场市占率分别为1%/3%/11%/3%，除印度地区外市占率仍较低。
- **海天国际在欧洲等地区市占率仍较低：**根据草根调研，海天国际2023年欧洲/东南亚/北美销售额大致为19/14/8亿元，则其在对应市场市占率分别为7%/29%/11%，在欧洲等地区市占率有提升空间。

图：2023年全球注塑机市场分区域市场空间占比情况



资料来源：QY Research，东吴证券研究所

表：2023年伊之密和海天国际海外分区域市占率情况

	市场空间 (亿人民币)	伊之密该区域销售额 (亿人民币)	伊之密该区域市占率 (%)	海天国际该区域销售额 (亿人民币)	海天国际该区域市占率 (%)
北美	71.4	2	3%	8	11%
欧洲	284.1	3	1%	19	7%
东南亚	49.2	1.5	3%	14	29%
印度	27.0	3	11%		

资料来源：QY Research，东吴证券研究所测算

# 海外扩张战略：战略重心转移，分区域集中突破

➤ 战略层面：国内注塑机龙头逐步将重心从国内市场转移至海外市场：

以伊之密为例，目前由总经理负责全球团队的运营，不断引入高端人才来扩张海外事业部，并将技术开发部的部分高端人才直接投向海外。而对于国内市场，公司的战略是从产能和业绩两方面紧紧追赶海天国际。

➤ 战术层面：针对不同海外区域，实施针对性的战略，以加速提升渗透率：

① 欧洲市场：欧洲市场主要分为东欧和西欧，目前东欧例如波兰、捷克和土耳其等地区已经成为国产注塑机的聚集地，内卷程度逐步加剧，主要通过价格竞争&增加销售人员以抢占市场。而西欧地区例如瑞士、德国等，国产品牌渗透率仍较低，这些市场对品牌知名度和产品性能要求很高，对价格敏感度较低。以伊之密为例，其通过在德国建立研发中心，加强与欧洲高校合作，以应用技术作为卖点来打响伊之密品牌在西欧的知名度，从而带动注塑机的销售。

图：伊之密于德国成立研发中心，以打响其品牌知名度



德国亚琛研发中心及技术服务中心

高分子材料特殊工艺应用等应用工艺的研发，以及注塑机、压铸机、半固态镁合金注射成型机、橡胶注射成型机、工业3D打印机等销售和技术服务

数据来源：伊之密官网，东吴证券研究所

# 海外扩张战略：战略重心转移，分区域集中突破

➤ 战术层面：针对不同海外区域，实施针对性的战略，以加速提升渗透率：

②印度市场：印度进出口法律对印度本土企业有保护特权，因此必须要实现工厂本土化，通过扩充本土产能&开发当地经销商以提升市占率。

③东南亚市场：2023年以来国内产业逐步开始向东南亚转移，而当地产业链不健全，给予国产企业出海机遇。东南亚出海的痛点在于经销商质量参差不齐，不停更换下影响海外业务拓展。因此国产企业通过直销+精选经销商的模式来开拓东南亚市场。

④整体层面：从单一销售产品逐步演变至交付自动化产线，并为客户提供整体解决方案。

近年来，国产企业也逐步效仿欧洲企业，在销售注塑机的同时，搭配上模具，自动化设备，检测机构，包装等，来形成完整的自动化生产线，从而更好满足客户需求，同时提升自身议价权。

图：伊之密提供注塑成型整体解决方案

相关产品

相关技术

相关自动化



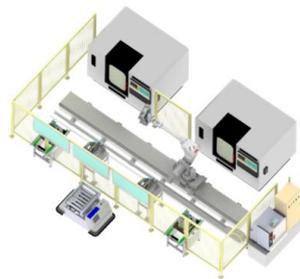
折耳贴膜

食品包装，省时便捷



轮眉贴胶

高效、一体成型



上下料自动化

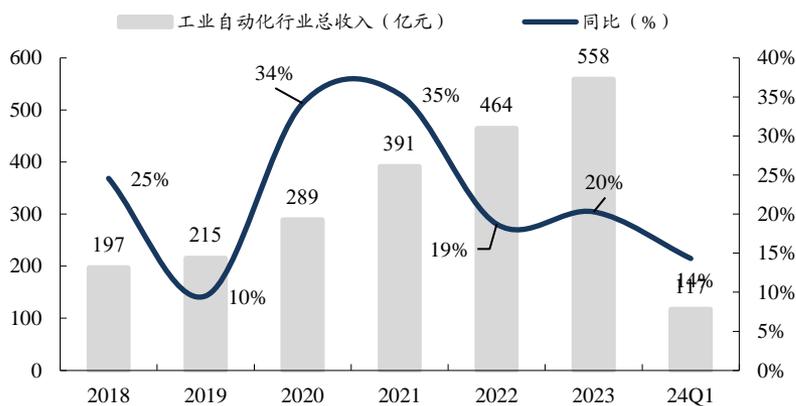
高柔性，自动化程度高

工业自动化板块  
新能源领域需求放缓，国产化率快速提升

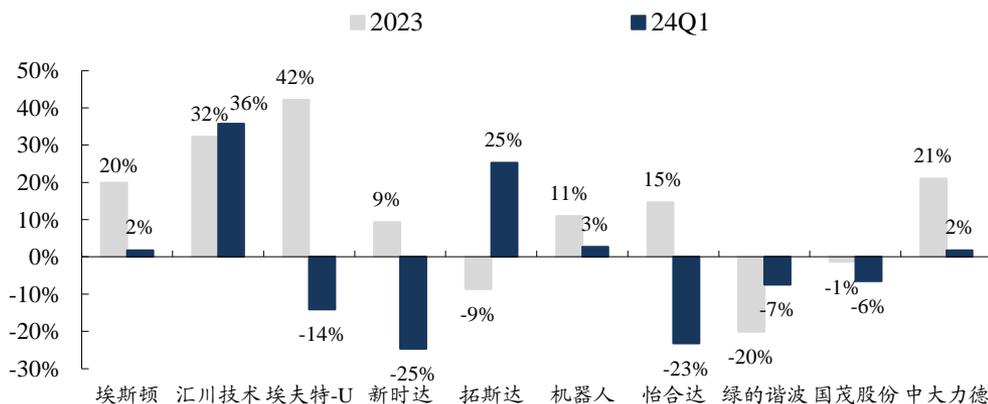
# 收入端：2024Q1工业自动化头部企业增速逐步放缓

- 我们选取10家工业自动化头部企业，2023年合计实现营收558.5亿元，同比+20%，中位数为【怡合达】【机器人】，收入同比增速分别为+15%/+11%；2024Q1营收增速有所降速，合计实现营收116.8亿元，同比+14%，中位数为【埃斯顿】【国茂股份】，收入同比增速分别为+2%/-6%。
- 整体来看，2024Q1工业自动化行业头部企业增速逐步放缓，我们判断主要系工业自动化行业下游中，锂电&光伏占比较高，而2022年锂电行业订单饱满，部分确认收入延迟至2023H1，因此锂电行业收入下滑在2023H2才于报表端明显体现。此外2023年光伏行业需求旺盛，弥补部分锂电下滑需求，而光伏行业需求于2023Q4开始逐步下滑。因此受锂电&光伏双重影响，且同期基数较高，2024Q1工业自动化行业头部企业增速开始逐步放缓。

图：2024Q1工业自动化行业增速有所回落



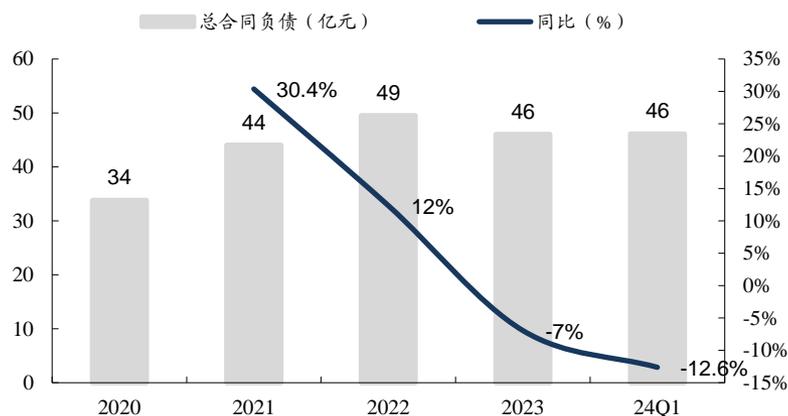
图：汇川技术收入同比增速表现突出



# 存货&合同负债规模与收入端变化相近

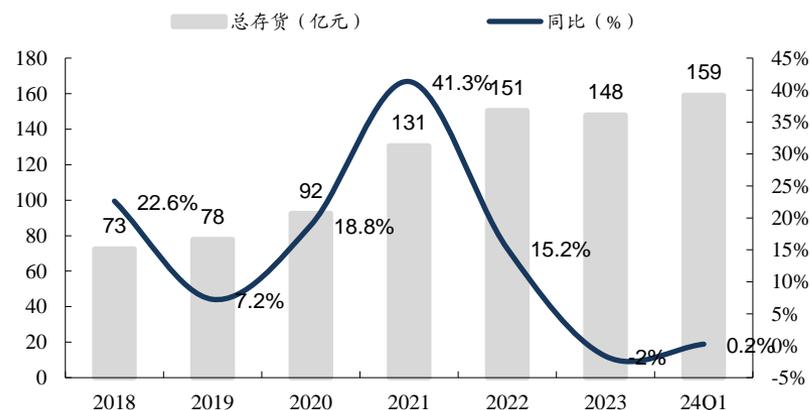
- **合同负债**：2023年工业自动化行业合同负债金额为46.0亿元，同比-7%；2024Q1该金额为46.1亿元，同比-13%，与收入增速变化相近。
- **存货**：2023年工业自动化行业总存货金额为148.0亿元，同比-2%；2024Q1总存货金额为159.1亿元，同比+0.2%，总存货规模环比2023年底略有提升。

图：2023年&2024Q1总合同负债增速持续下滑



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2024Q1工业自动化行业总存货规模略有上升

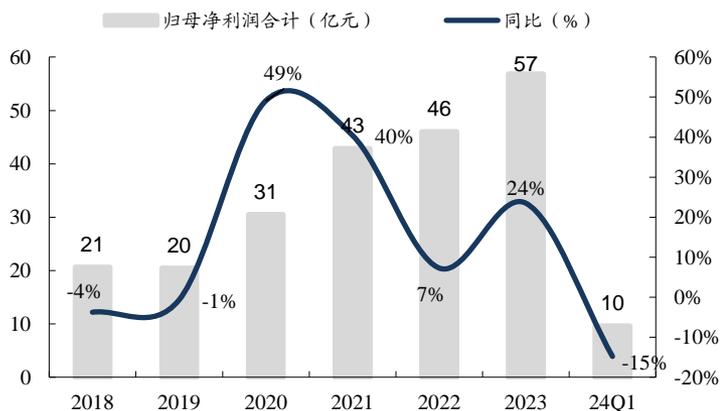


资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 利润端：2024Q1工业自动化利润下滑幅度高于收入端

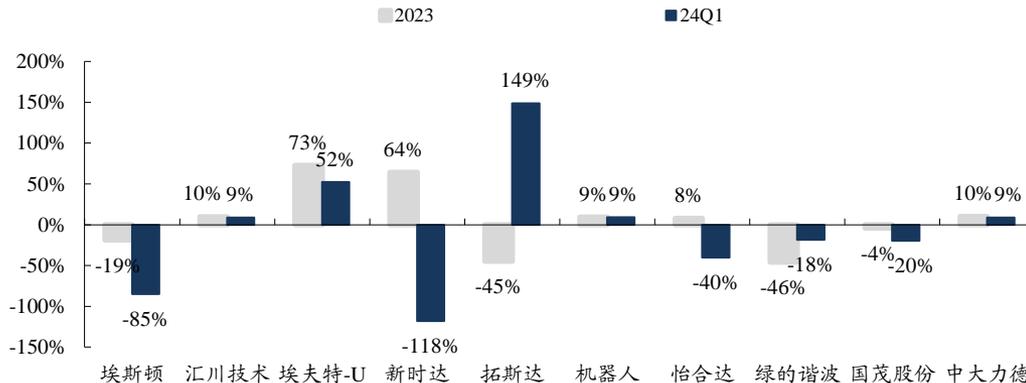
- 2024Q1工业自动化行业归母净利润同比下滑：**2023年工业自动化行业合计归母净利润为56.9亿元，同比+24%，中位数为【机器人】【怡合达】，归母净利润同比增速分别为+9%和+8%；2024Q1工业自动化行业合计归母净利润为9.6亿元，同比-15%，中位数为【汇川技术】【绿的谐波】，归母净利润同比增速分别为+9%和-18%。
- 整体来看，工业自动化行业利润增速正逐步下滑，**一方面受收入端下滑影响，另一方面价格竞争情况仍未有明显改善。以工业机器人行业为例，正处于行业出清的关键时期，价格竞争持续进行；以FA自动化行业为例，锂电光伏行业需求下滑背景下，行业头部企业也被迫降价以维持市场份额。

图：2023年&2024Q1机床行业利润端整体承压



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2023年&24Q1海天精工和纽威数控利润表现突出



资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 盈利能力和期间费用率基本保持稳定

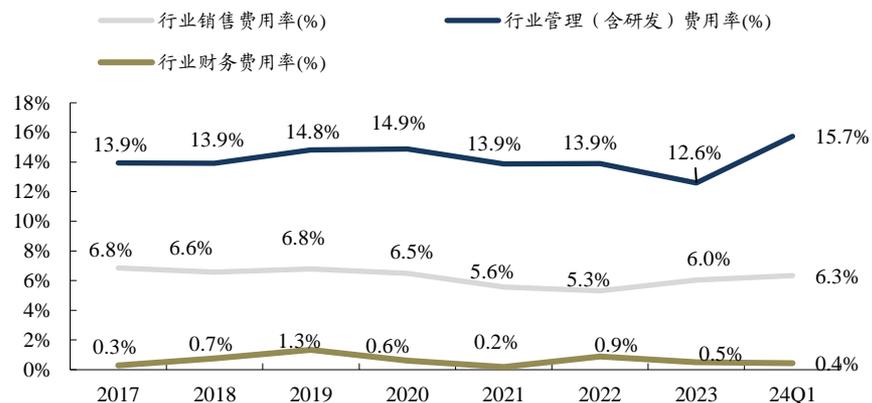
- 2023年工业自动化行业盈利能力维持高位，2024Q1以来有所下滑，：2023年&2024Q1工业自动化行业毛利率为29.0%和29.6%，分别同比+0.1/-0.7pct；行业归母净利率为10.2%和8.2%，分别同比+0.3/-2.8pct。
- 期间费用率保持稳定：2023年工业自动化行业期间费用率为19.1%，同比-1.0pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为12.6%/6.0%/0.5%，分别同比+0.7/-1.3/-0.4pct；24Q1行业期间费用率为22.5%，同比-0.2pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为15.7%/6.3%/0.4%，分别同比+0.2/-0.5/+0.1pct。
- 行业研发支出维持高位：工业自动化行业2023年合计实现研发支出42.5亿元，同比+13%；2024Q1实现研发支出10.7亿元，同比+15%。

图：2023年&2024Q1机床行业盈利能力下滑



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：规模效应下机床行业期间费用率提升



资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 2024Q1工业机器人产销量正增长

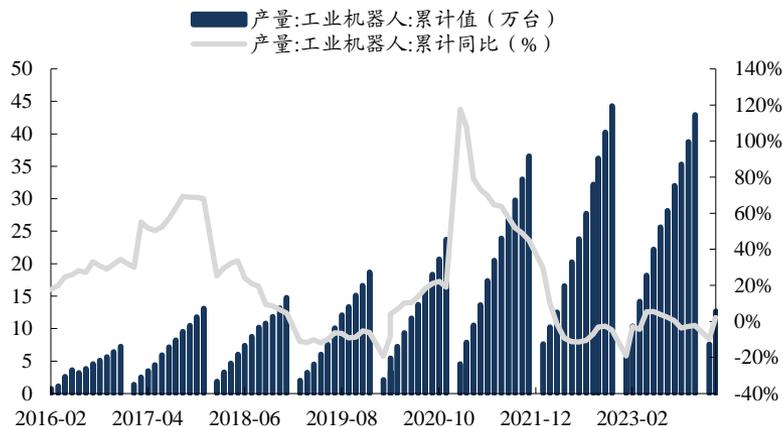
## ➤ 2024Q1工业机器人产销量均实现正增长:

(1) 工业机器人产量: 根据国家统计局, 2024Q1产量为12.7万台, 同比+2.2%。

(2) 工业机器人销量: 根据MIRDATA数据, 2024Q1销量为6.9万台, 同比+4.8%。

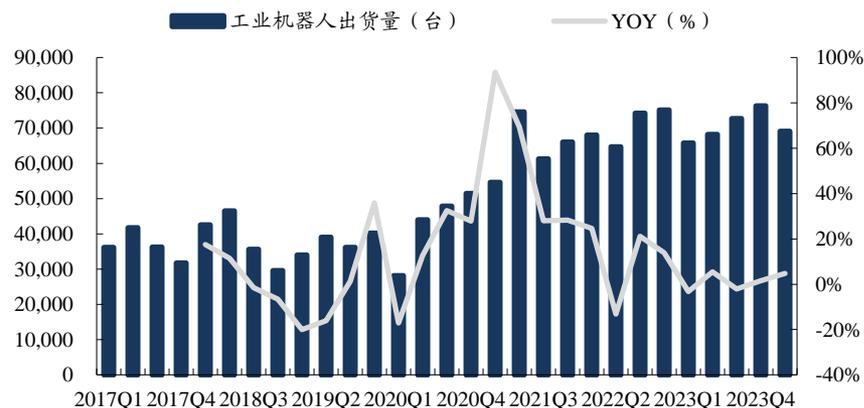
尽管2023Q1工业机器人销量基数不低, 2024Q1行业仍实现正增长, 主要系: ①电子、汽车、金属制品等下游行业需求的拉动; ②工业机器人整体价格持续下行, 在制造业领域的渗透率进一步提升。

图: 2024Q1工业机器人产量12.7万台, 同比+2.2%



资料来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图: 2024Q1工业机器人国内销量6.9万台, 同比+4.8%

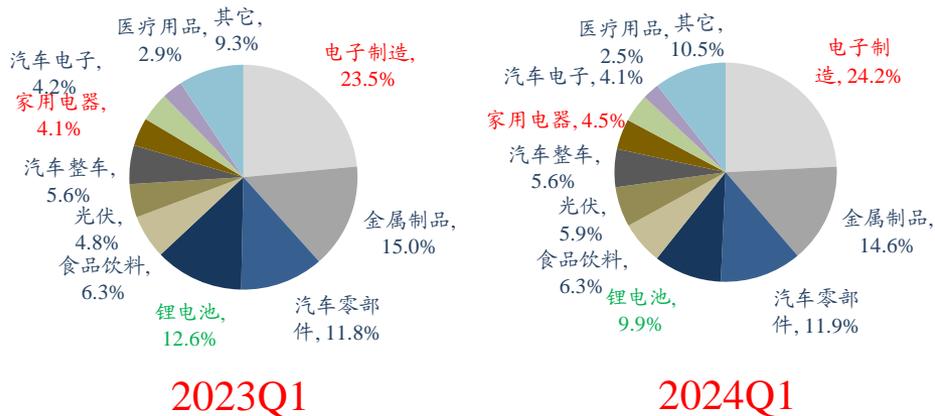


资料来源: MIRDATA, 东吴证券研究所

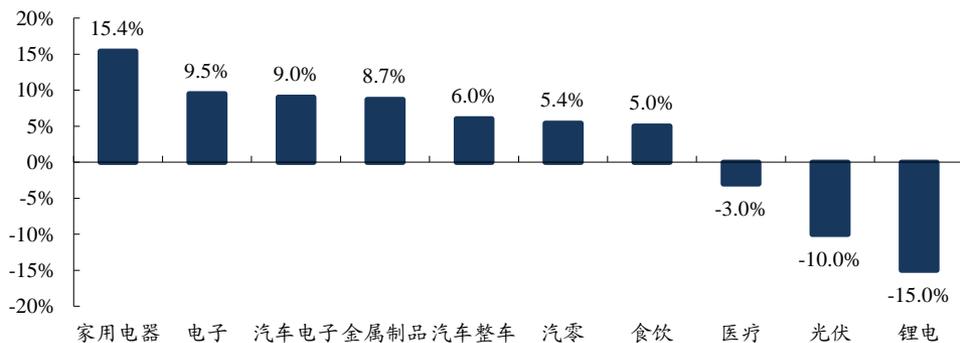
# 电子、家电行业需求释放，锂电、光伏行业热度下降

- **电子行业：** 受益于果链、华为及AI技术的带动，增长确定性进一步增强。需求端来看，国产高端机型销量增长明显，其中包括vivo折叠屏新机、华为新品pura70系列等在市场反馈较热烈，华为正加速开发全新的“三折屏手机”。此外AI端创新不断，也将加速消费电子复苏。
- **家电行业：** 《推动消费品以旧换新行动方案》等政策带来积极信号，促进家电行业回暖。
- **锂电&光伏行业：** 目前存在产能过剩情况，需求呈现下滑态势。

图：2024Q1电子制造、家用电器等下游出货量占比提升



图：2024Q1分下游出货量增速情况



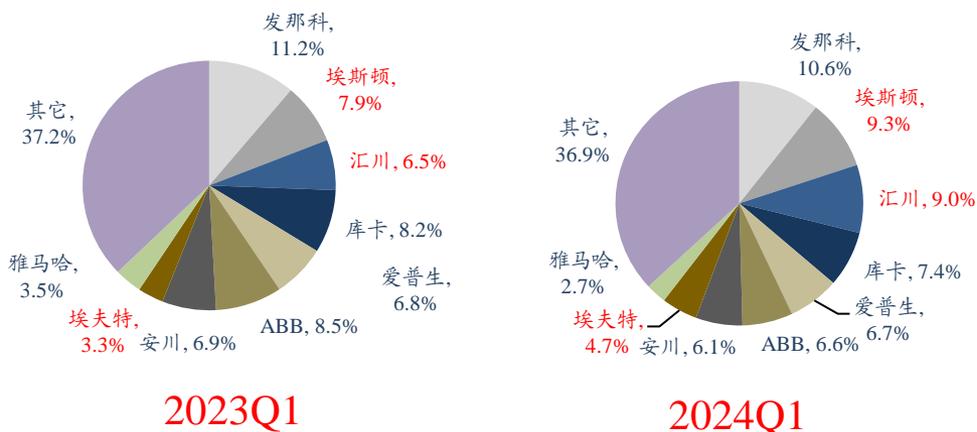
资料来源：MIRDATA，东吴证券研究所

资料来源：MIRDATA，东吴证券研究所

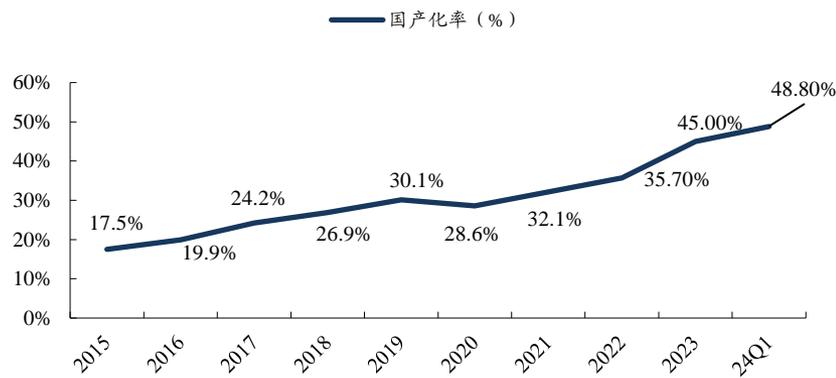
# 国产化率加速提升，24Q1内资份额攀升至48.8%

- ▶ **国产化率加速提升**：2024Q1内资份额攀升至48.8%，同比+8.2pct，创历史新高。分内外资增速来看，2024Q1内资机器人销量33699台，同比+26%；外资机器人销量35376台，同比-9.7%。内资厂商保持较高增速，主要得益于：1) 近年来内资头部厂商持续放量，规模化生产下成本优势进一步放大；2) 内资机器人在电子、汽车零部件、新能源等领域与外资直接竞争，并开始向主机厂客户进行渗透。
- ▶ **内资头部企业市占率快速提升**：2024Q1埃斯顿、汇川技术、埃夫特国内市占率分别达9.3%/9.0%/4.7%，分别同比+1.4/+2.5/1.4pct。

图：2024Q1内资头部机器人厂商市占率快速提升



图：2024Q1国产化率创历史新高



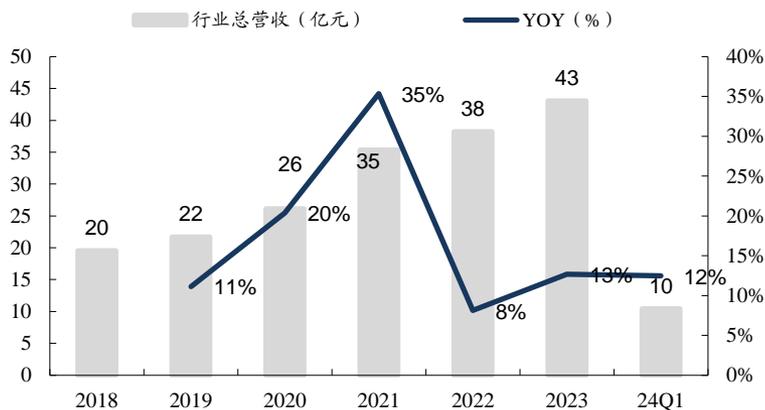
## 刀具板块

受益于制造业开工率提升，整硬刀具等新品逐步放量

# 收入端：2022年以来刀具行业收入增速低位运行

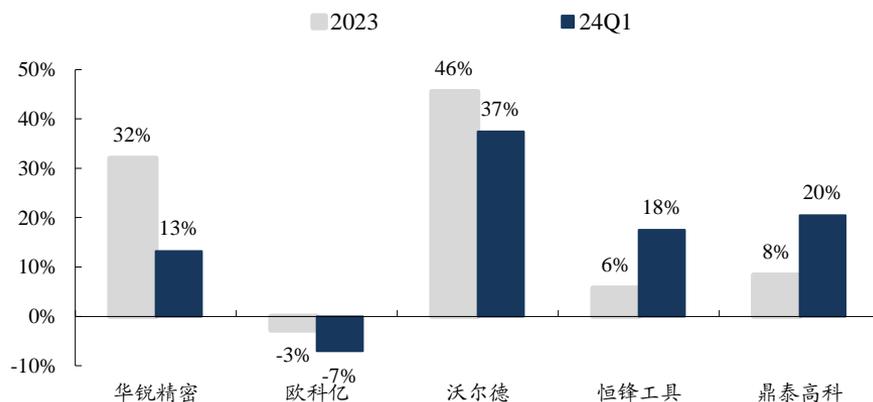
- 我们选取五家刀具头部企业，2023年合计实现营收43.1亿元，同比+13%，中位数为【鼎泰高科】，收入同比增速为8%；2024Q1延续此态势，合计实现营收10.4亿元，同比+12%，中位数为【恒锋工具】，收入同比增速为+18%。
- 具体来看，收入端除欧科亿外，其余刀具企业收入均实现正增长。其中沃尔德得益于2023H2以来3C行业回暖，且2023年并表子公司鑫金泉，收入增速位于行业前列。

图：2022年以来刀具行业增速低位运行



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：欧科亿收入同比增速低于行业平均

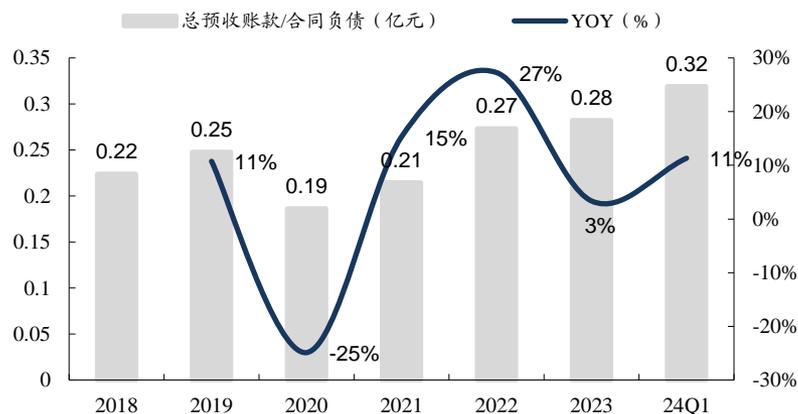


资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 原材料涨价背景下备货需求增加

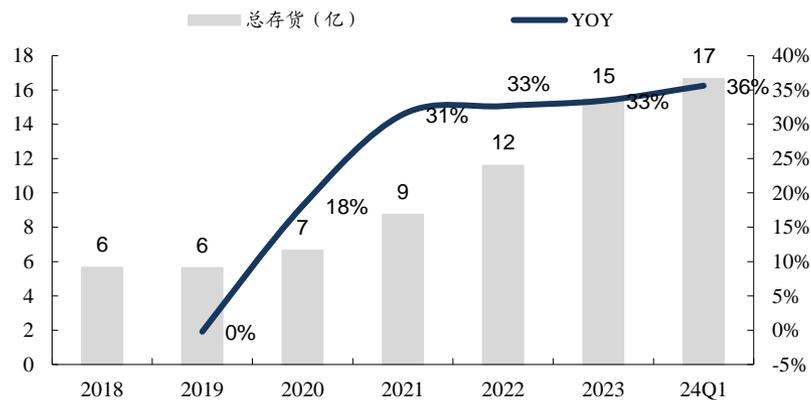
- **合同负债：**2023年刀具行业总预收账款/合同负债金额为0.28亿元，同比+3%；2024Q1该金额为0.32亿元，同比+11%。
- **存货：**2023年刀具行业总存货金额为15.5亿元，同比+33%；24Q1总存货金额为16.6亿元，同比+36%，总存货规模环比2023年底略有提升，主要系碳化钨等原材料价格上涨，刀具企业加大原材料备库所致。

图：2023年&2024Q1总合同负债增速持续下滑



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：原材料涨价背景下备货需求增加



资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 利润端：非经常因素影响刀具企业利润增速

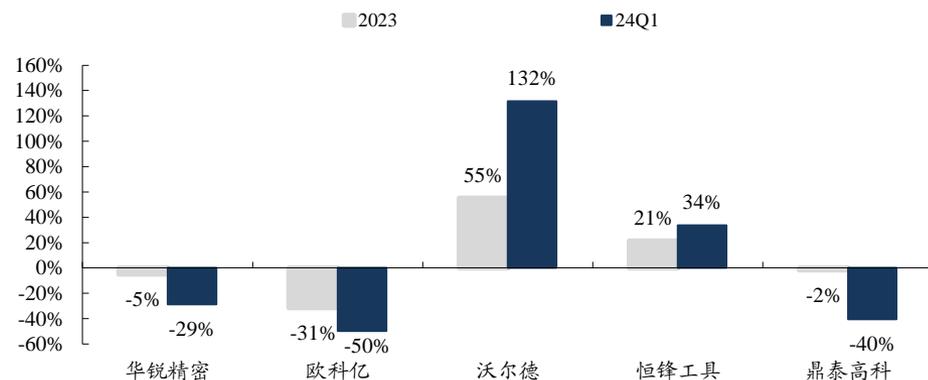
- 刀具行业归母净利润同比下滑：2023年刀具行业合计归母净利润为7.8亿元，同比-4%，中位数为【鼎泰高科】，归母净利润同比增速为-2%；2024Q1刀具行业合计归母净利润为1.4亿元，同比-24%，中位数为【华锐精密】，归母净利润同比增速为-29%。
- 整体来看，非经常性因素影响刀具企业利润增速。以华锐精密与欧科亿为例，利润端一方面受到股权激励&可转债利息支出等非经常性因素影响，另一方面新业务整硬刀具均处于产能爬坡期，盈利能力较差。而沃尔德和恒锋工具利润表现较为突出。

图：2023年&2024Q1刀具行业利润端整体承压



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2023年&24Q1沃尔德和恒锋工具利润表现突出

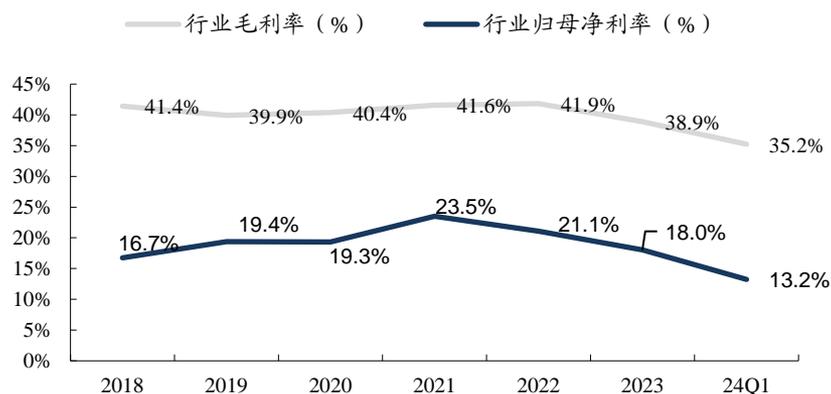


资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 盈利能力有所下滑，期间费用率略有上升

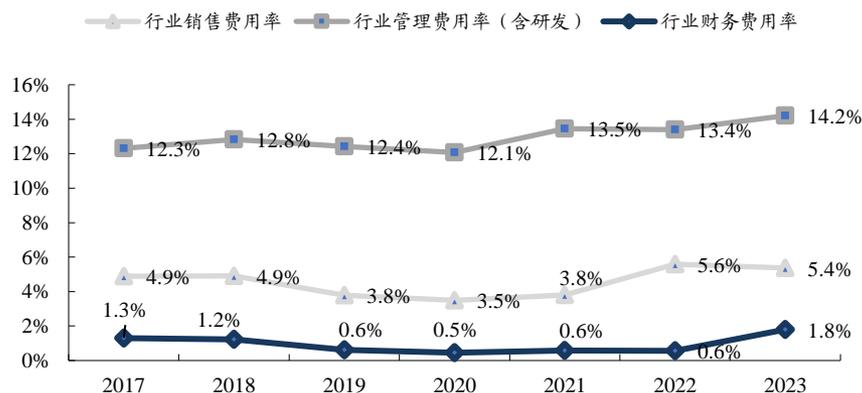
- **2023年&2024Q1刀具行业盈利能力有所下滑：**2023年&2024Q1刀具行业毛利率为38.9%和35.2%，分别同比-3.0/-3.2pct；行业归母净利率为18.0%和13.2%，分别同比-3.1/-6.4pct。盈利能力下滑，我们判断主要系：1) 行业景气度下行周期中，价格竞争激烈；2) 碳化钨等原材料价格有所下降；3) 整硬刀具等新品产能利用率较低，拖累整体盈利能力；4) 股权激励&可转债利息等非经常性因素影响。
- **期间费用率略有上升：**2023年刀具行业期间费用率为19.5%，同比+1.7pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为5.6%/13.4%/0.6%，分别同比+1.8/-0.05/-0.0pct；24Q1行业期间费用率为21.4%，同比+2.1pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为5.4%/14.2%/1.8%，分别同比+0.3/+0.3/+1.5pct。整体来看，销售费用率提升较多，我们判断主要系刀具头部企业加大直销&海外渠道开拓，从而带动销售费用提升。

图：2023年&2024Q1刀具行业盈利能力下滑



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：规模效应下刀具行业期间费用率提升

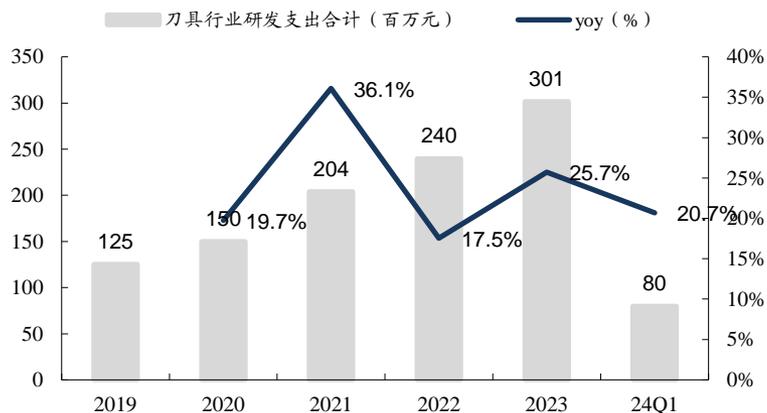


资料来源：Wind，东吴证券研究所

# 头部刀具企业研发支出维持高位

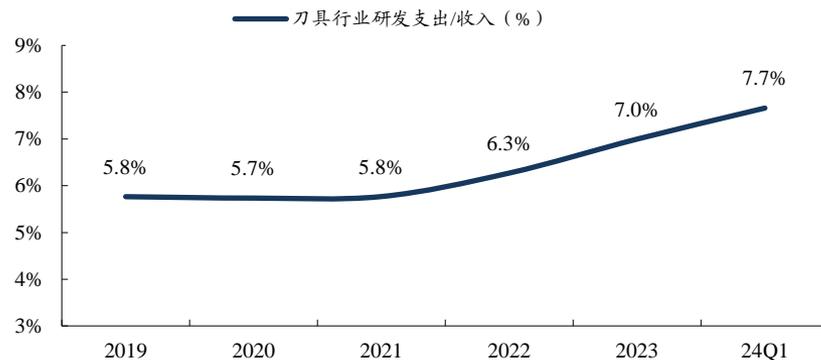
- **2023年&2024Q1刀具行业研发支出维持高位：**2023年刀具行业研发支出为3.0亿元，同比+25.7%；2024Q1刀具行业研发支出为0.8亿元，同比+20.7%，持续维持高增长。
- **研发费用率方面：**2023年&2024Q1刀具行业研发费用率分别为7.0%和7.7%，分别同比+0.7/0.5pct。2021年以来刀具行业研发费用率持续提升，主要系头部企业为开拓直销大客户，加大研发投入；同时为形成完善的综合解决方案，加大整硬刀具、金属陶瓷刀具等新品的研发力度。

图：刀具行业研发支出维持高位



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图：2021年以来刀具行业研发费用率持续提升



资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 投资建议:

工业自动化推荐【埃斯顿】【绿的谐波】【国茂股份】【怡合达】，建议关注【埃夫特-U;】；刀具推荐【欧科亿】【华锐精密】【新锐股份】，建议关注【沃尔德】【鼎泰高科】；机床行业推荐【科德数控】【海天精工】【纽威数控】【国盛智科】【华中数控】【秦川机床】，建议关注【豪迈科技】；注塑机行业推荐【伊之密】，建议关注【海天国际】【泰瑞机器】。

图：通用自动化主要标的估值水平（截至2024年5月9日收盘价，其中收盘价单位为元，归母净利润单位为亿元）

证券代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002747.SZ	埃斯顿	16.3	141.8	2.04	3.06	4.26	70	46	33
688017.SH	绿的谐波	115.3	194.5	1.10	1.53	2.12	176	127	92
603915.SH	国茂股份	15.3	101.1	4.95	5.63	6.48	20	18	16
301029.SZ	怡合达	25.7	148.6	6.30	7.92	10.42	24	19	14
688308.SH	欧科亿	25.5	40.5	2.05	2.62	3.25	20	15	12
688059.SH	华锐精密	71.1	44.0	1.99	2.46	3.02	22	18	15
688257.SH	新锐股份	25.9	33.6	2.05	2.64	3.36	16	13	10
688305.SH	科德数控	71.3	72.5	1.65	2.41	3.34	44	30	22
601882.SH	海天精工	29.2	152.5	7.01	8.47	10.13	22	18	15
688697.SH	纽威数控	19.0	62.2	3.73	4.45	5.26	17	14	12
688558.SH	国盛智科	21.1	27.9	1.80	2.29	2.73	16	12	10
300161.SZ	华中数控	28.9	57.4	1.08	1.58	2.24	53	36	26
300415.SZ	伊之密	25.0	117.3	6.25	7.73	9.43	19	15	12
1882.HK	海天国际	27.5	438.1	28.67	31.66	33.74	15	14	13

资料来源：Wind，东吴证券研究所（海天国际盈利预测来自于Wind一致预期，其余公司盈利预测均来自于东吴机械组）

## 1. 行业景气度不及市场预期:

受国内经济大环境影响，工业机器人、数控机床及刀具行业景气度不达市场预期，行业规模缩减。

## 2. 零部件断供风险

数控机床生产所需的核心部件包括传动系统、数控系统等仍然主要依靠国外进口，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。

## 3. 大宗商品涨价风险

原材料及部件采购价格波动对工业机器人、机床和刀具行业毛利率影响较大，若大宗商品大幅涨价，则可能产生产品成本大幅上升的风险。

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

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），北交所基准指数为北证50指数），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>

# 东吴证券 财富家园