

## 3C 复苏乘势而上，高端通用踏浪前行

### 核心观点：

- 国产数控机床领军者，业务整合实现蝶变。**公司前身深圳创世纪深耕数控机床领域，2011年推出第一代钻铣攻牙加工中心。2015年上市公司劲胜智能为进行产业链上下游整合，收购创世纪100%股权。2018-2020年上市公司针对市场变化实施了业务整合，剥离了亏损的精密结构件业务，确立重点发展高端智能装备业务的战略，并更名为创世纪。公司定位中高端数控机床，已逐步成为国内机床产业中技术宽度最广、产品宽度最全的企业之一，3C钻攻机领跑行业，通用机床持续拓展。近年来公司持续深化事业部改革，推进降本增效举措，经营质量得到显著改善。24Q1公司实现营业收入8.56亿元，同比-24.27%；实现归母净利润0.59亿元，同比-51.46%。2023年下半年起消费电子周期复苏，叠加宏观经济的持续改善，2024年公司有望迎来业绩拐点。
- 3C钻攻机：消费电子底部复苏，钻攻机龙头受益存量更新+增量需求。**2023年9月以来，华为Mate60系列、苹果iPhone15系列、小米14系列等新机型集中发布，卫星通话等新技术加速运用到智能手机中，技术迭代频繁，驱动智能手机出货量同比增速回升。2023Q4全球手机出货量同比增速转正，24Q1全球手机出货量2.89亿部，同比增长7.80%。同时，AI技术快速渗透智能手机及PC，商业化产品相继落地，新一轮创新周期有望驱动换机潮。3C是公司传统优势领域，2012-2014年公司与比亚迪电子、长盈精密、富士康、领益智造等国内主要代工厂商建立了合作；2020年开始成为高端消费电子产业链上游供应商。截至2023年底，公司钻攻机全球累计销售超过9万台，已基本实现3C领域核心客户覆盖，市场占有率领跑行业。此外，手机钛材化趋势下，加工时长和加工难度大幅提升，有望催生钻攻机市场增量需求。公司是3C钻攻机龙头，存量设备更新+增量市场需求有望带动公司业绩释放。
- 通用机床：国产机床市场广阔，通用产品注入增长动能。**机床行业是一个典型的周期性行业，当前大周期（更新周期）向上，小周期（库存周期）逐步见底回升。中央推动大规模设备更新，相关配套政策陆续落地，有望拉动机床需求释放。我国是世界第一大机床生产和消费国，但行业整体大而不强，进出口价格差距明显。目前中高端机床及核心零部件仍依赖进口，政策引领下自主可控大势所趋。公司自2017年起加快在通用机床领域的多元化布局，产品矩阵不断完善。凭借较强的产品竞争力和性价比，实现通用领域市占率的快速提升，2023年核心产品立式加工中心累计销售40000台。公司聚焦中高端数控机床持续发力，在高端五轴和核心零部件取得快速突破，进一步提升品牌价值。同时，公司积极推进全球化布局，海外市场增长明显，有望打开成长空间。
- 投资建议：**我们认为，公司3C钻攻机将受益消费电子周期向上带动的下游需求复苏，中高端通用机床产品持续拓展，国产机床进口替代+出海加速将为公司打开成长空间。预计公司2024-2026年将分别实现归母净利润4.94亿元、6.21亿元、7.63亿元，对应EPS为0.29、0.37、0.45元，对应PE为21倍、17倍、14倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**经济复苏不及预期的风险；新产品拓展不及预期的风险；核心技术迭代迅速的风险；市场竞争加剧的风险等。

创世纪(300083)

推荐 (首次)

### 分析师

鲁佩

☎：021-20257809

✉：lupei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521060001

### 研究助理

王霞举

☎：021-68596817

✉：wangxiaju\_yj@chinastock.com.cn

### 市场数据

2024-05-29

股票代码	300083
A股收盘价(元)	6.30
上证指数	3,111.02
总股本万股	168,510
实际流通A股万股	151,327
流通A股市值(亿元)	95

### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3529.21	5007.60	6092.98	7204.63
收入增长率%	-22.04	41.89	21.67	18.24
归母净利润(百万元)	194.49	494.29	621.27	763.31
利润增速%	-41.96	154.14	25.69	22.86
毛利率%	23.25	26.21	26.70	27.00
摊薄 EPS(元)	0.12	0.29	0.37	0.45
PE	54.58	21.48	17.09	13.91
PB	2.18	1.97	1.76	1.56
PS	2.99	2.12	1.74	1.47

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 目 录

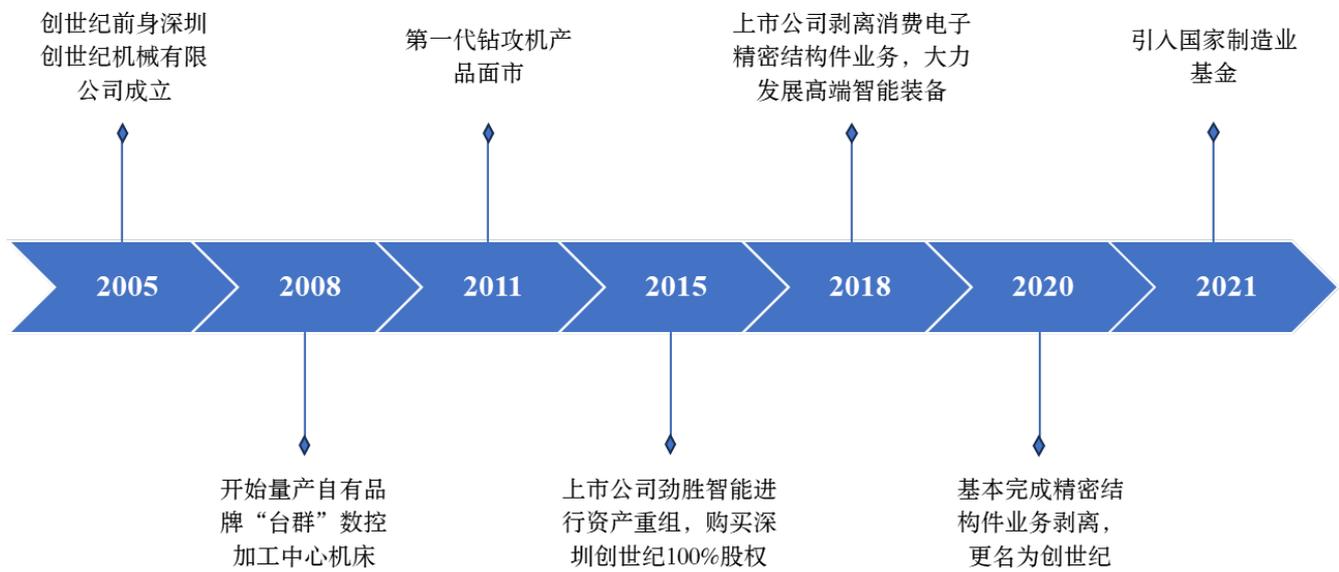
一、国产数控机床领军者，经营质量显著提升.....	4
（一）历史沿革：深耕数控机床产业，业务整合实现蝶变.....	4
（二）主要产品：立足 3C 钻攻机，通用机床持续拓展.....	4
（三）财务情况：盈利水平趋于稳定，业绩拐点有望来临.....	5
（四）股权结构：股权结构相对稳定，获国家制造业基金直投.....	7
二、3C 钻攻机：消费电子底部复苏，钻攻机龙头受益存量更新+增量需求.....	8
（一）库存周期筑底，消费电子迎底部复苏.....	8
（二）新一轮创新周期开启，有望驱动换机潮.....	9
（三）公司市占率领先，有望受益存量更新+增量需求.....	14
三、通用机床：国产机床市场广阔，通用产品注入增长动能.....	17
（一）周期向上+大规模设备更新，下游需求有望复苏.....	17
（二）国产机床行业大而不强，自主可控大势所趋.....	19
（三）通用机床品类持续拓展，布局高端提升品牌价值.....	23
四、盈利预测与估值.....	27
（一）盈利预测.....	27
（二）相对估值.....	28
（三）绝对估值.....	28
五、风险提示.....	29
附录：.....	32
（一）公司财务预测表.....	32

## 一、国产数控机床领军者，经营质量显著提升

### （一）历史沿革：深耕数控机床产业，业务整合实现蝶变

创世纪前身为深圳市创世纪机械有限公司，自 2008 年开始量产自有品牌数控机床。2011 年公司推出第一代钻铣攻牙加工中心，获得比亚迪电子、长盈精密、富士康等消费电子产业链核心供应商的高度认可。上市公司劲胜智能主营业务为消费电子精密结构件，为进行产业链上下游整合，打造解决方案供应商，于 2015 年收购创世纪 100% 股权，创世纪成为其全资子公司。2018-2020 年，劲胜智能针对下游市场变化实施了业务整合，剥离了亏损的精密结构件业务，确立重点发展高端智能装备业务的战略，并更名为创世纪。创世纪立足中高端数控机床，定位高端智能装备整体解决方案服务商，已逐步成为国内机床产业中技术宽度最广、产品宽度最全的企业之一，技术和产品市占率行业领先。

图1：创世纪历史沿革



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （二）主要产品：立足 3C 钻攻机，通用机床持续拓展

公司以高端智能装备作为核心主业，主要产品包括钻铣加工中心和立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心、数控车床等通用机床。钻铣加工中心作为公司的拳头产品，主要应用于 3C 结构件加工，目前已实现进口替代，市占率领跑行业。在通用领域，公司产品不断向多元化、高端化发展，目前已推出十几款立式加工中心，截至 2023 年销量累计 4 万台。针对我国新能源汽车快速发展，以及一体压铸技术的逐步应用，公司推出相应的立加、龙门、卧加等产品，赢得了新能源汽车市场的发展先机。此外，公司还持续加强“一体化高端智能装备整体解决方案”能力建设，相继推出“机床云”平台、高端机床数字化解决方案和新能源汽车加工解决方案等，从而进一步提升产品竞争力和附加值。

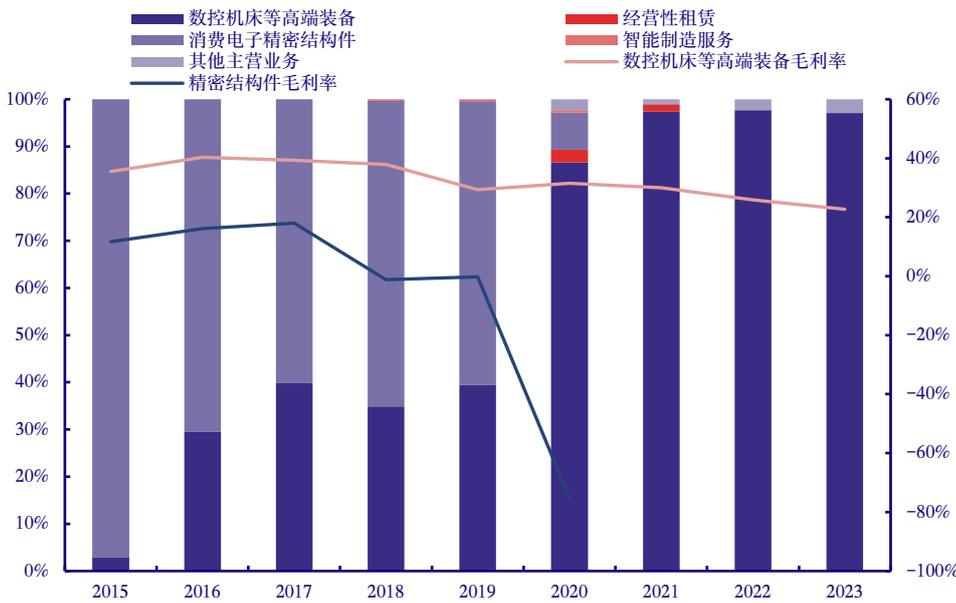
图2：公司产品矩阵



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

从公司产品收入结构来看，创世纪并入上市公司后，高端装备业务成为上市公司重要业绩支撑，2016-2019年在收入中占比30%-40%，且毛利率显著高于精密结构件业务。2021年起，随着精密结构件业务完成剥离，数控机床等高端装备在收入中占比稳定在97%以上，成为公司业务的绝对核心。

图3：公司分产品收入结构及毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

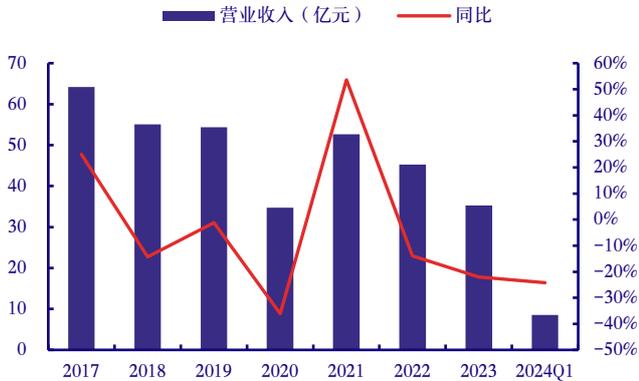
### （三）财务情况：盈利水平趋于稳定，业绩拐点有望来临

#### 1、营收情况：业务整合致业绩波动，24年有望迎来拐点

2018年由于消费电子市场疲软，对精密结构件需求减少，同时劲胜智能最大客户三星在国内撤厂，公司精密结构件业务出现大幅亏损。公司对产品结构进行调整，逐步剥离精密结构件业务，重点发展高端装备，导致2018-2020年公司整体业绩出现明显波动。2021年起，随着业务整合的完成，公司净利润扭亏为盈，但受宏观经济环境和消费电子景气下行影响，公司业绩仍然承压。24Q1公司实现营业

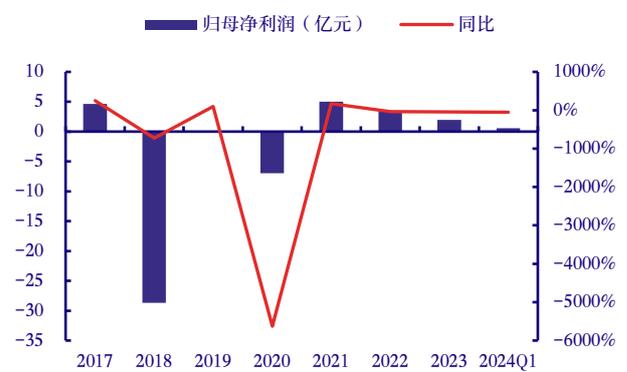
收入 8.56 亿元，同比-24.27%；净利润 0.59 亿元，同比-51.46%。2023 年下半年消费电子周期复苏，叠加宏观经济的持续改善，公司有望迎来业绩拐点。

图4：公司营业收入情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：公司归母净利润情况

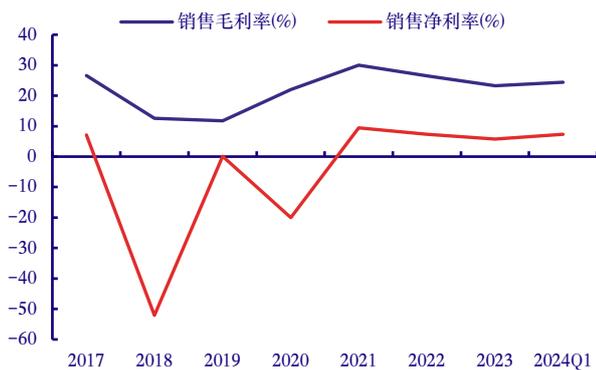


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2、盈利能力：期间费用控制良好，盈利能力趋于稳定

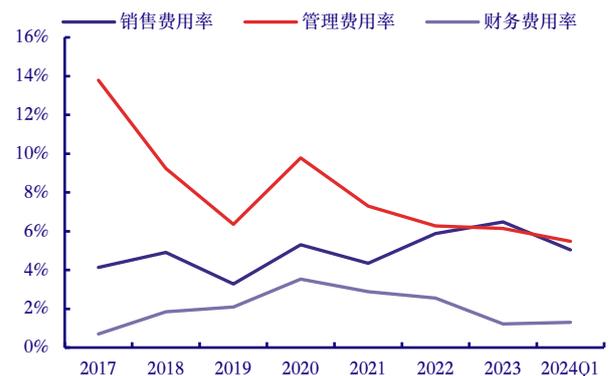
2018-2021年，随着毛利率较高的高端装备业务占比提升，公司综合毛利率显著提升，由2018年的12.54%提高至2021年的30.01%，净利率主要受精密结构件亏损影响出现大幅波动。2021年以来，数控机床等高端装备成为公司核心主业，带动公司净利率趋于平稳，毛利率的下滑主要系毛利率较高的3C机床产品占比下滑所致。2023年公司综合毛利率23.25%，同比-3.26pct；净利率5.79%，同比-1.59pct。24Q1公司毛利率24.37%，同比/环比-0.30pct/-1.07pct；净利率7.38%，同比/环比-3.95pct/+3.35pct。费用端，公司持续深化事业部改制与机构改革，近年来期间费用率得到显著改善。24Q1公司销售/管理/财务费用率为5.04%/5.48%/1.30%，同比+0.60pct/+0.62pct/+0.30pct。2024年在消费电子需求复苏以及降本增效措施持续推进的背景下，公司盈利水平有望边际修复。

图6：公司利润率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：公司费用率情况



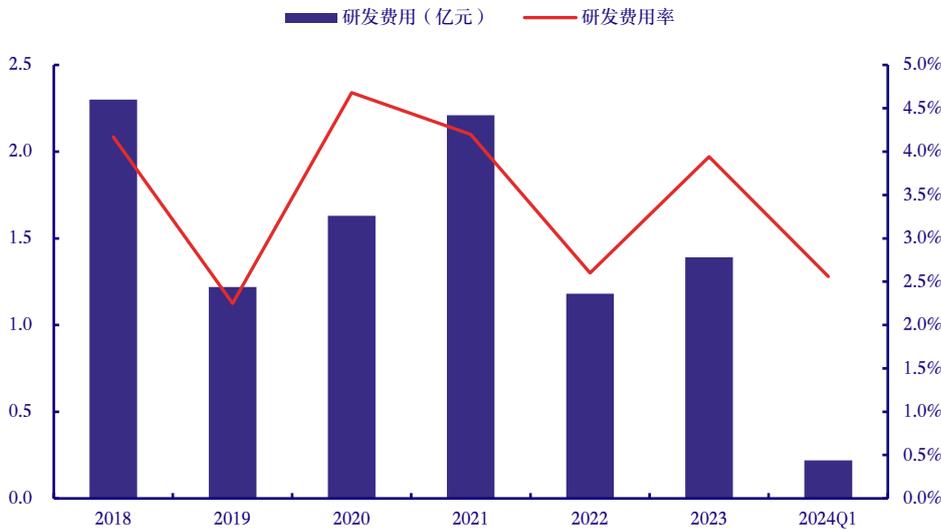
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 3、研发情况：重视研发投入，产品自主化+高端化加速突破

公司拥有“一站一室两中心”四个高端研发创新平台和深圳、苏州、上海、西安四个研发中心，围绕提升产品核心竞争力，持续加大研发投入。2023年公司投入研发费用1.39亿元，同比+18.30%；研发费用率为3.94%，同比+1.77pct。公司基于用户需求进行整机开发，不断提升加工精度、加工速度、加工效率，并加大五轴等高端数控机床的研发投入；同时积极布局主轴、刀库、B/C轴转台、直角铣头

等关键部件研发，不断推进自主化。截至 2023 年底，公司拥有与主营业务相关的有效专利 709 件，其中发明专利 53 件、实用新型 538 件、外观设计 118 件；累计获得商标 75 件、软件著作权 75 件。

图8：公司研发费用情况

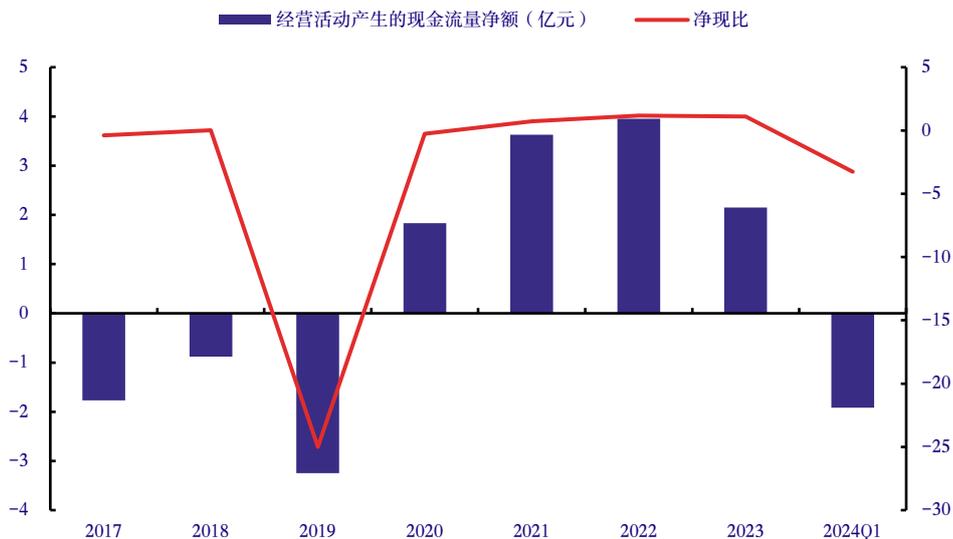


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### 4、现金流情况：经营性现金流表现较为稳健

公司经营性现金流情况良好，自 2020 年完成业务整合后全年现金流持续为正，2023 年公司经营活动产生的现金流净额为 2.15 亿元，净现比 1.11。24Q1 公司经营性现金流净流出 1.92 亿元，主要系季节性因素影响。

图9：公司经营性现金流情况



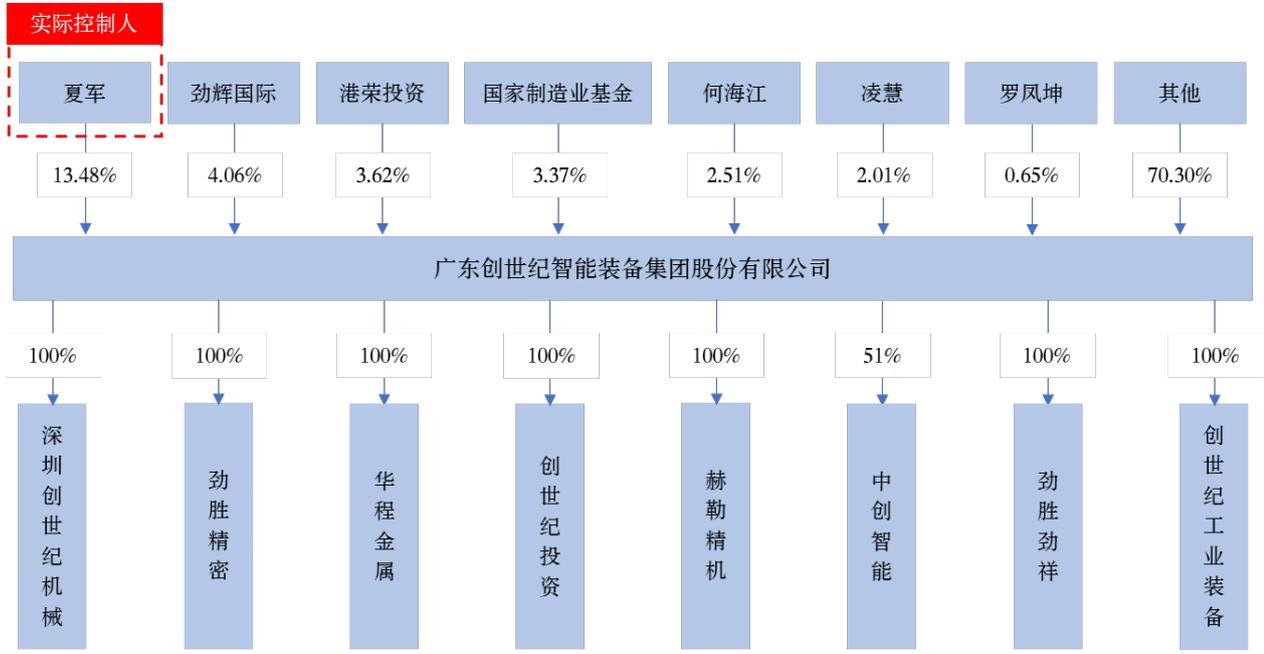
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### （四）股权结构：股权结构相对稳定，获国家制造业基金直投

公司实控人为创世纪创始人夏军。2019 年，公司原第一大股东及实控人劲辉国际进行股份转让，导致公司无控股股东及实际控制人。2020 年公司进行定向增发，此次定增完成后夏军成为公司第一大请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

股东及实际控制人。2020年12月，国家制造业转型升级基金基于对数控机床产业的战略性布局以及对公司数控机床业务未来发展前景的充分认可，出资5亿元入股，创世纪成为数控机床领域首个获得国家制造业基金直投落地的企业。截至2024年一季度，公司实控人夏军及其一致行动人凌慧合计持有股份15.49%，劲辉国际和国家制造业基金分别持有股份4.06%和3.37%。

图10：公司股权结构（截至2024年一季度）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、3C 钻攻机：消费电子底部复苏，钻攻机龙头受益存量更新+增量需求

### （一）库存周期筑底，消费电子迎底部复苏

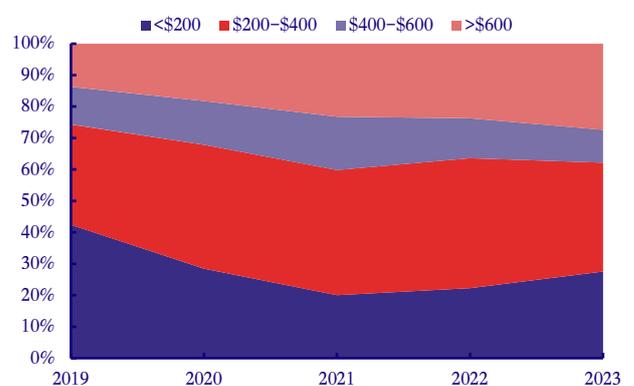
近年来换机周期延长，智能手机出货量下行。由于购买力下降、价格上升、产品同质化加剧、创新力不足等因素，消费电子换机周期不断延长。根据 Counterpoint 数据，全球智能手机平均换机周期已经从 2016 年的 33 个月提升至 2023 年的 51 个月，全球手机出货量自 2018 年起整体进入下行区间。

图11：全球智能手机出货量情况



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

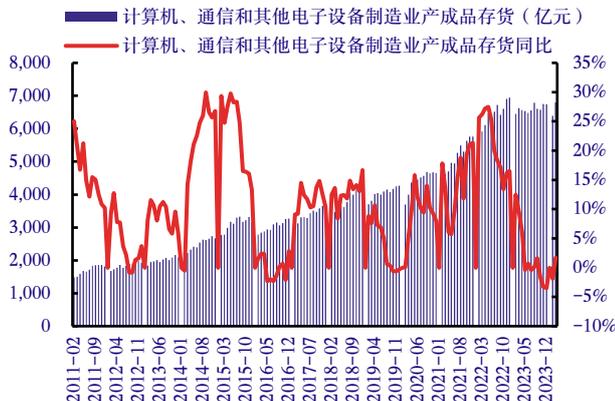
图12：中国智能手机价格份额趋势



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

消费电子周期触底反弹，华为回归带来新一轮景气。3C 制造业自 2022 年下半年起持续处于去库存状态，库存同比持续下行。2023 年下半年起，3C 制造业库存同比筑底企稳，固定资产投资累计增速开始回升，2023 年 9 月以来，华为 Mate60 系列、苹果 iPhone15 系列、小米 14 系列等机型集中发布，卫星通话等新技术加速运用到智能手机中，技术迭代频繁，驱动智能手机出货量同比增速回升。同时 AI 技术快速渗透智能手机及 PC，进一步推动换机潮流。2023Q4 全球手机出货量同比增速转正，24Q1 全球手机出货量 2.89 亿部，同比增长 7.80%。

图13：3C 制造业库存情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：3C 制造业固定资产投资情况



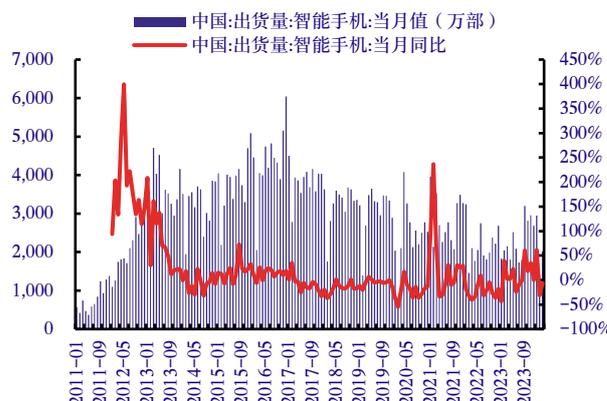
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：全球智能手机出货量



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图16：中国智能手机出货量



资料来源：中国信通院，中国银河证券研究院

## （二）新一轮创新周期开启，有望驱动换机潮

### 1、消费电子产品新技术迭代加速

#### （1）材料端：钛合金兼具轻量化与坚固程度，手机钛材化趋势明显

与其他金属材料相比，钛材优势显著。回顾手机外壳发展史，从低成本、易成型却难散热、易刮擦、不环保、质感差的塑料，到导热强、质感好、耐腐蚀、耐高温的金属材料，重量轻却硬度低的铝合金和高硬度、高重量的不锈钢是其中的典型代表。钛合金与其他材料相比，具备以下优势：**1）耐腐蚀性**：钛是一种具有高度化学稳定性的金属，在大多数环境中，包括在氯化物、硫化物和强酸等腐蚀性强的化学物质中都不会轻易被腐蚀。**2）信号优化**：钛合金因其高频性能优异，可以增强手机在高频场合的信号接收和传输能力，提高信号稳定性。同时它的信号通道优化性能可以增加手机与外部信号源之间的信号通道数量，从而增强信号强度。**3）柔韧性**：钛材可以在钢和铝材料之间做到平衡，具有

一定的抗弯曲或变形的弹性。4) **热膨胀**：钛合金的热膨胀率更接近玻璃。当在智能手机等设备上使用，通过使用与屏幕具有类似膨胀率的金属，可以将温度波动导致的结构完整性损失的风险降到最低。

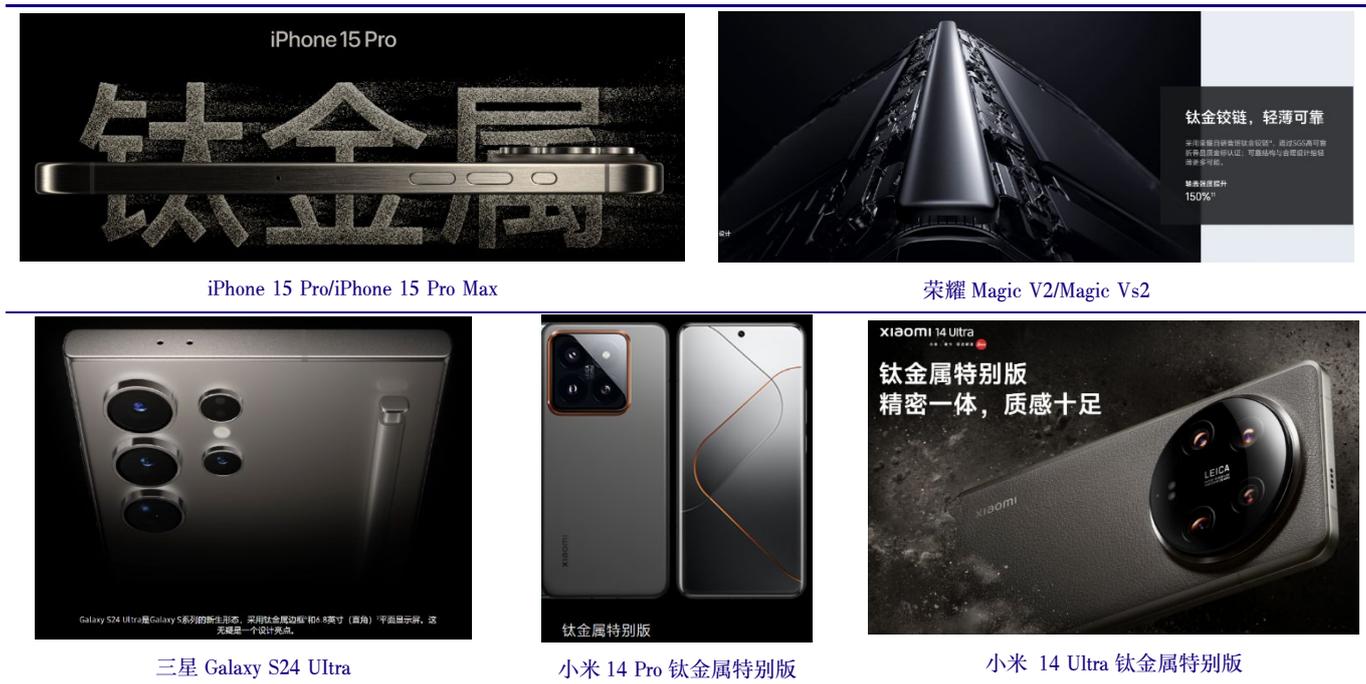
表1：不同材质手机中框性能对比

	铝合金	不锈钢	钢铝复合压铸	钛合金
成本	★	★★★	★★	★★★★
重量	★	★★★★	★★	★★★
强度（硬度）	★	★★★	★★★	★★★★
耐疲劳度	★	★★★	★★	★★★★
环保性	★	★★	★	★★★★
阳极氧化（成熟度）	★★★★	不能	★★	不能
电镀（成熟度）	★	★★★★	★★★	★★
加工难度	★	★★★	★★	★★★★
良率	80%	30-40%	70%	30-40%
外观效果	★	★★★	★★	★★★

资料来源：艾邦高分子，中国银河证券研究院

**智能手机逐步进入钛合金时代。**随着技术的不断发展，以及影响模组重量的不断增加，兼具轻量化与坚固程度的钛合金逐渐成为新的趋势。2023年下半年以来，荣耀 Magic V2、苹果 iPhone15 Pro、小米 14 Pro 钛金属特别版、三星 Galaxy S24 Ultra 等陆续发布，钛合金手机已成为各大手机厂商新的角斗场。

表2：各大手机品牌相继发布钛金属手机



资料来源：各公司官网，中国银河证券研究院

**(2) 形态端：折叠屏解锁智能手机新形态，潜在空间较大**

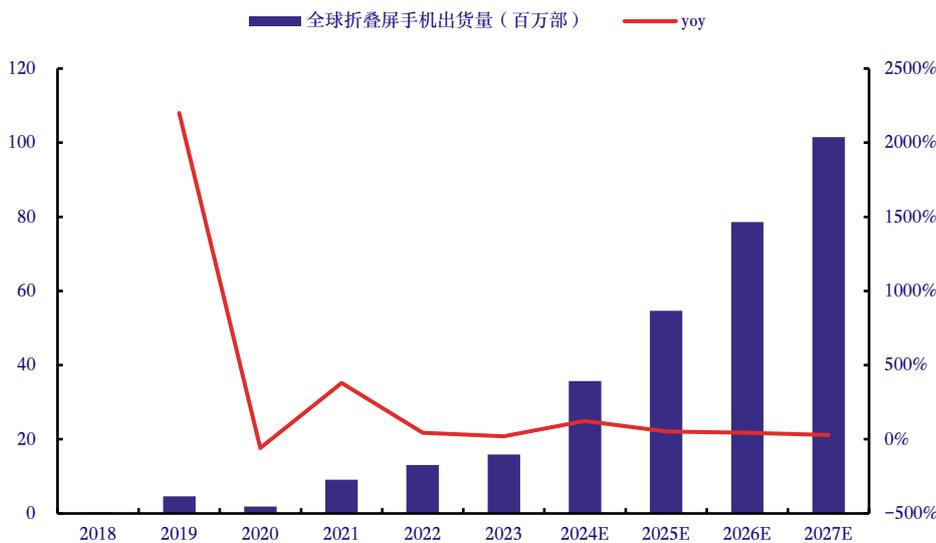
折叠屏手机兼具大尺寸与便携性，主流厂商纷纷布局。大屏化可以带来更好的视觉效果，因而始终是手机发展的主线之一。传统的大屏化往往是通过增大物理尺寸或屏占比实现。然而，进入全面屏时代后，手机的大屏化趋势遇到了瓶颈，屏占比的提升空间已接近饱和，继续增大物理尺寸又难免会影响便携性。在这样的形势下，折叠屏手机用厚度换面积，屏幕面积扩大为原来的两倍，极大地提升

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

了使用体验；而厚度的增加仍在可接受范围内，折叠之后仍可轻松放入口袋。目前，大部分主流手机厂商均有折叠屏手机发布，如：华为 Mate X5、荣耀 Magic V2、OPPO Find N2、三星 Galaxy Z Fold5 等。

**全球智能手机出货量整体呈下行态势，但折叠屏手机出货量仍保持稳定增长势头，且未来仍有较大发展空间。**根据 IDC 数据，受宏观经济环境不景气、智能手机渗透率趋于饱和等因素影响，2019-2023 年全球智能手机出货量从 13.7 亿部下降至 11.7 亿部，过去五年 CAGR 为-3.89%。反观折叠屏市场，2018 年全球折叠屏手机出货量为 20 万部，2023 年上升至 1590 万部，实现 139.92% 的 CAGR，2027 年有望超 1 亿部，2023-2027 年 CAGR 将达到 58.95%。从渗透率来看，折叠屏手机渗透率从 2018 年的 0.01% 增长至 2023 年的 1.36%，增速迅猛且未来仍有较大发展空间。

图17：全球折叠屏手机出货量



资料来源：IDC, Counterpoint, 中国银河证券研究院

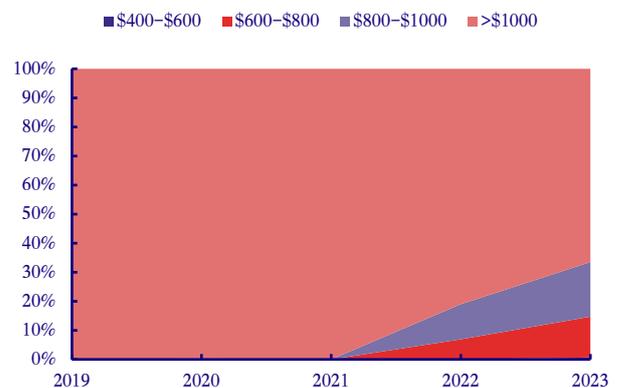
**折叠屏手机技术逐步优化，渗透率有望提升。**2024 年第一季度，中国折叠屏手机市场延续快速增长趋势，出货量达到 186 万台，同比增长 83%。从去年下半年的 Honor V2 系列开始，横折折叠屏手机正在逐渐解决厚重不耐用，续航差，影像与直板机差距大以及价格贵等缺点，折叠屏手机的技术和体验正在进一步走向成熟，再加上价格的下探，有望进一步推动折叠屏手机的渗透率，获得更多消费者的认可。根据 Counterpoint 预测，中国折叠屏手机出货量将在 2024 年超过 1000 万部，2025 年达到 1700 万部。

图18：中国折叠屏手机出货量



资料来源：IDC, 中国银河证券研究院

图19：中国折叠屏手机价格段份额趋势



资料来源：IDC, 中国银河证券研究院

**(3) 头显设备：苹果推出 Vision Pro，开启空间计算新时代**

VR&MR 领域，2018 年以来产品硬件技术迭代加速，显示分辨率、芯片、光学模组等各个核心部件均已完成了技术迭代。2023 年全球 VR 销量为 753 万台，同比下滑 24%；AR 销量为 51 万台，同比增长 38%。其中国内市场 VR 销量为 53 万台，同比下降 56.20%；AR 销量为 20 万台，同比增长 53.84%。

图20：全球 AR/VR 销量（万台）

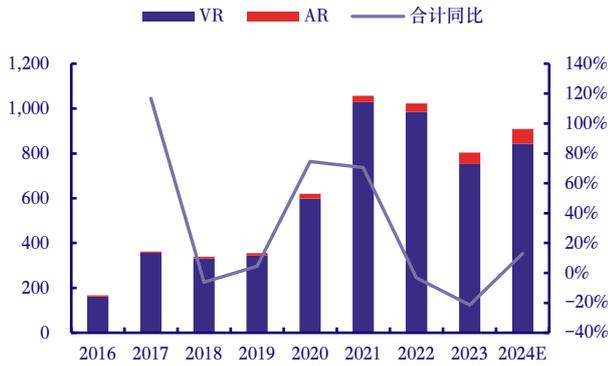
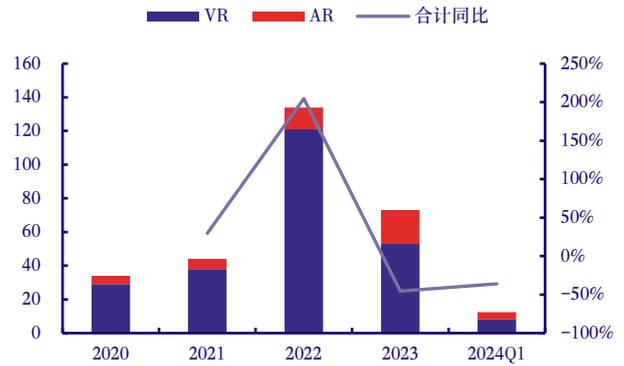


图21：中国 AR/VR 销量（万台）



资料来源：wellsenn XR，中国银河证券研究院

资料来源：wellsenn XR，中国银河证券研究院

**各大厂商加速布局头显市场。**2月2日，苹果 Vision Pro 正式发售，根据 iFixit 的拆解，Vision Pro 的 EyeSight 显示屏采用 3P Pancake 光学方案，由扩展层、透镜层和 OLED 显示屏三层结构构成。其中索尼 micro-OLED 显示屏高达 2300 万像素，单眼超 4K 分辨率，支持广色域和 HDR。芯片搭载 M2+R1 双芯片。M2 芯片为第二代 5 纳米工艺；R1 芯片采用实时操作系统，专门负责处理来自 12 个摄像头、LiDAR 传感器和 TrueDepth 摄像头的输入。自预售起 Vision Pro 销量超 20 万台。目前，Vision Pro 已通过中国 3C 认证，国内发售在即。

图22：苹果 Vision Pro



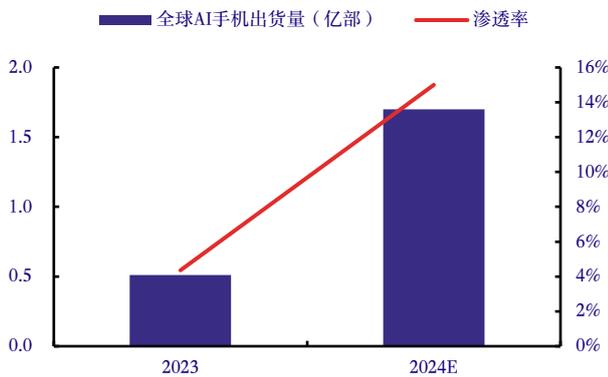
资料来源：苹果官网，中国银河证券研究院

**2、AI 应用有望引领新一轮换机潮**

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

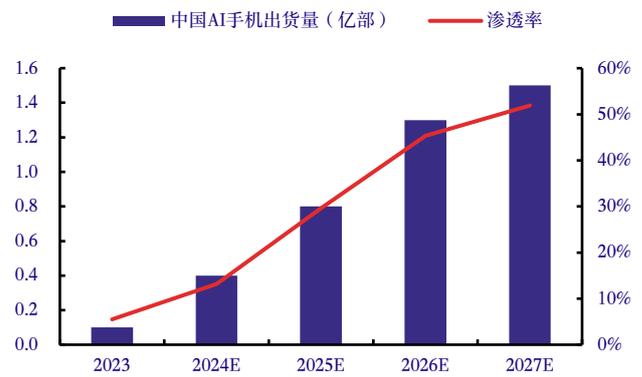
**全球范围掀起生成式 AI 浪潮，AI 手机有望加速渗透。**通过 AI 技术赋能智能手机的尝试最早可以追溯至 2017 年，彼时苹果刚刚发布了首款后置双摄手机 iPhone 7 Plus，而安卓阵营也开始在其 SoC 平台中加入独立的 AI 计算单元，用于运行和影像增强相关的深度学习模型。在这之后，AI 技术逐渐被手机厂商用于更多方面，如强化安全、优化续航、提升网络性能等，但计算摄影一直是其最主要的应用领域，直到 LLM 被装进智能手机，手机 AI 应用从中小模型时代跨越至大模型时代。智能手机迎来新一轮的革新。目前，vivo X100 系列，OPPO Find X7 系列，以及荣耀 Magic 6 系列在内的一众安卓旗舰产品已经成功实现了 70 亿 LLM 的本地部署。根据 IDC 预测，2024 年全球新一代 AI 手机出货量将达到 1.7 亿部，占智能手机总出货量的近 15%。随着行业参与者积极推动新芯片的发展和和使用场景的进一步发展，AI 手机渗透率预计将在 2024 年之后迅速攀升。中国市场 AI 手机出货量将在 2027 年达到 1.5 亿台，市场份额超过 50%。

图23：全球 AI 手机出货量及预测



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图24：中国 AI 手机出货量及预测



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

**PC 端 AI 应用场景广阔，2024 有望成为 AI PC 应用元年。**2023 年 9 月，英特尔面向生成式 AI 时代进行了四十多年来最具颠覆性的处理器架构变革——全新英特尔酷睿 Ultra 处理器构建了 CPU+GPU+NPU 协同计算的异构加速体系，一举实现 200 亿参数 LLM 本地运行。英特尔与其合作伙伴共同探索了智能创作、智能分析、智能客服、智能办公、智能安防和智能娱乐六大 AI 场景，充分展示了 AI PC 的广阔应用前景和无限可能。今年 3 月，英特尔重磅推出全新商用客户端 AI PC 产品，将基于英特尔酷睿 Ultra 处理器的 AI 特性扩展至商用领域，踏出行业落地的关键一步。其他厂商也相继推出 AI PC 产品。在今年的 MWC 上，联想推出 ThinkPad T14 第 5 代等新一代商务 AI PC，荣耀发布了 MagicBook Pro 16，戴尔也推出了多款具备 AI 能力的商用笔记本新品。

图25: AI 在 PC 端六大应用场景



资料来源: 英特尔, 中国银河证券研究院

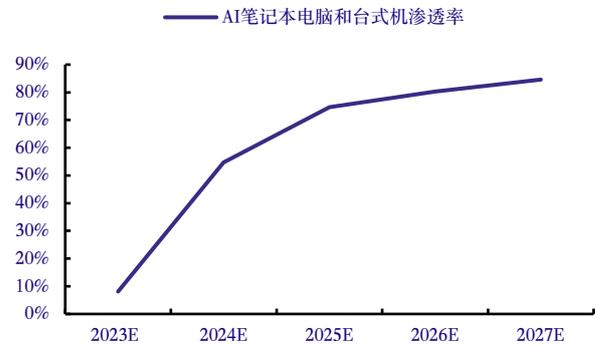
**AI PC 有望加速开启新一轮换机周期。**根据 IDC, 目前 PC 的主流换机周期为 3-5 年。新冠疫情前, 全球 PC 出货量保持在 2.6 亿台左右。随着疫情催生居家办公、在线会议等需求, 助推全球 PC 出货量在 2021 年暴涨至 3.5 亿台。而后随着疫情的消退, 近两年全球 PC 出货量持续下滑, 2023 年降至 2.54 亿台。随着人工智能技术的不断发展和应用, AI 技术将为 PC 带来前所未有的功能和体验, 如更智能的交互、更个性化的服务、更高效的工作流程等。AI PC 的独有价值对用户的强大吸引力将大大缩短既有 PC 用户的换机周期, 加速换机潮的到来。IDC 预测, 新一代 AI PC 的推出将使计划 2 年内置换 PC 的用户比例提升至 20% 以上, 到 2027 年底全球 AI PC 的出货量将达到 1.67 亿台。

图26: 全球 PC 出货量



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

图27: AI PC 渗透率预测



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

### (三) 公司市占率领先, 有望受益存量更新+增量需求

#### 1、3C 钻攻机技术领先, 产品不断迭代

**公司深耕 3C 领域, 钻攻机产品快速迭代。**公司于 2011 年推出第一代钻攻机产品, 并持续进行技术创新, 推进产品迭代升级, 不断提高产品综合性能, 并向高端化方向发展。基于多年以来的技术和市场积累, 公司较早便开始钛合金相关产品研究, 2021 年披露开展钛合金钻攻中心研发项目。针对 3C 领域高速高精的加工需求, 以及以 MR 为代表的智能穿戴市场的高速发展对复杂异形结构件的加工需求增加, 目前公司钻攻机产品已升级至第八代——高效型五轴联动钻铣加工中心 T-500U。

图28：公司钻攻机迭代历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

从技术参数来看，公司钻攻机产品在加工效率、稳定性、加工效率等方面与国内外竞争对手相比具备一定优势，从而在全球范围内具备较强竞争力和良好口碑，已实现进口替代。

表3：公司钻铣加工中心技术参数对比

序号	主要参数对比	单位	公司产品	国外某品牌	国产某竞争对手
1	X 轴行程	mm	500	500	500
2	Y 轴行程	mm	400	400	400
3	Z 轴行程	mm	460	330	300
4	主轴鼻端至工作台距离	mm	180-640	150-480	160-460
5	工作台尺寸	mm	620*400	650*400	650*400
6	工作台最大载荷	kg	250	300	300
7	主轴最高转速	rpm	24000	10000/24000	20000(24000)
8	主轴锥度	#	BT30	BT30	BT30
9	主轴功率（额定/短时）	kw	2.2/3.7 (3.7/5.5)	3.7/11	2.2/3.7 (3.7/5.5)
10	刀库容量	位	21/26/35	14/21	16/21
11	最大直径（满刀/邻空刀）	mm	Φ60/Φ80	Φ80	Φ60/Φ80
12	最大刀具长度	mm	300	250	250
13	最大刀具重量	kg	3	3	3
14	X/Y/Z 轴快速移动率	m/min	48/48/48	48/48/48	48/48/48
15	机械重量（约）	kg	3300	2000	3380
16	外形尺寸（长*宽*高）	mm	1690*2620*2470	1615*2040*2236	1785*2320*2540

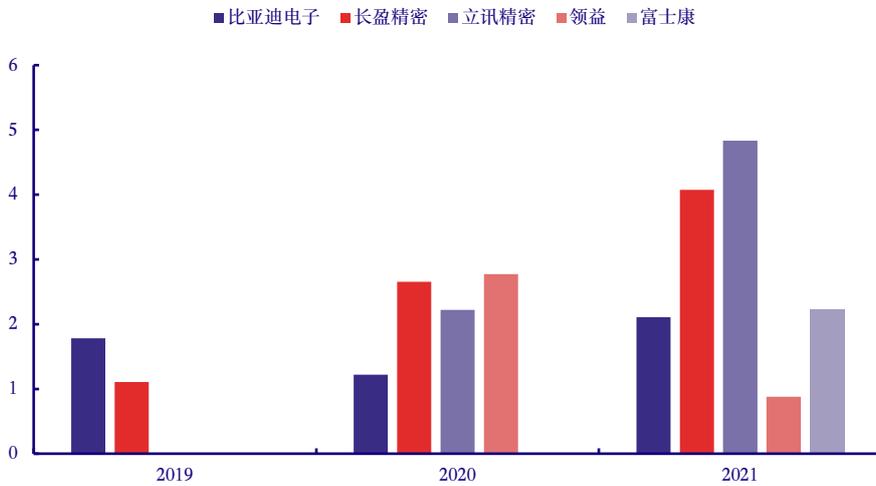
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 2、市占率领先，客户优质，充分受益下游需求增长

公司与下游主要客户保持长期密切合作，市占率领跑行业。3C 是公司传统优势领域，2012-2014 年间与比亚迪电子、长盈精密、富士康、领益智造等国内主要代工厂商建立了合作，陆续交付钻攻机、精雕机产品。随着国内代工厂 2019 年开始导入高端消费电子产业链，公司凭借突出的产品性价比优势，2020 年开始成为高端消费电子产业链上游供应商，与立讯精密、领益智造、富士康等高端消费电子产业链龙头企业保持密切合作。2019-2021 年公司向高端消费电子产业链供应商销售金额分别为 3.67 亿元、8.99 亿元和 20.14 亿元，实现迅猛增长。截至 2023 年底，公司钻攻机全球累计销售超过 9 万台，请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

基本已实现 3C 领域核心客户覆盖，市场占有率领跑行业。随着消费电子行业的复苏，23Q4 公司钴攻机出货同比增长超 120%。

图29：公司对主要 3C 客户销售额（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

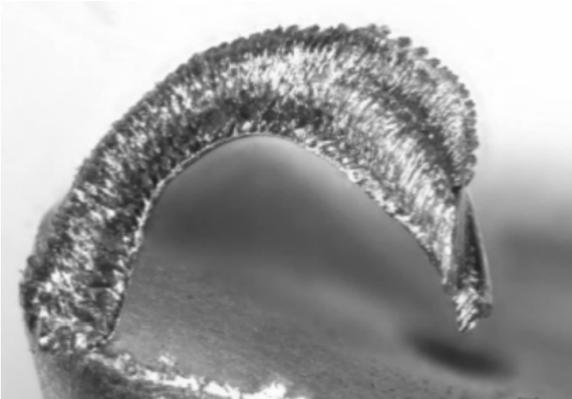
**钛合金加工难度高，推动 CNC 设备需求增长。**手机轻薄化趋势下中框材质不断升级，2023 年以来华为、苹果、小米等厂商相继推出多款钛材手机。相较铝合金的加工，钛合金制品存在良率低、耗时长、设备需求量大等难点。主要体现在：

1) 高熔点和低热导率：钛合金具有较高的熔点，加工过程中需要耐高温的材料和设备。此外，钛合金的热导率较低，只有钢的 1/7，铝的 1/16，且加工时切屑与前刀面的接触区域非常靠近切削刃，加工过程中热量难以散出，容易导致加工变形和设备损坏。

2) 易于生成加工硬化层：钛元素在高温时化学活性高，在工件表面容易生成由含 Ti 化合物组成的硬化层，加剧了刀具磨损。

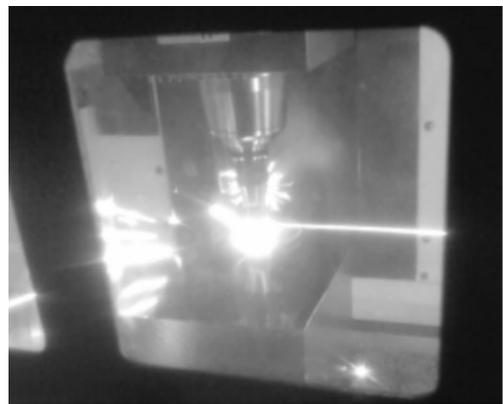
3) 易于发生粘结磨损：在钛的化学亲和作用和高温高压作用下，钛合金切屑容易粘结在硬质合金刀具的刀尖上，并在脱落时使刀尖产生粘结磨损。

图30：钛合金切削时刀尖切屑粘结



资料来源：姜增辉《钛合金铣削加工技术研究现状及发展》，中国银河证券研究院

图31：钛合金加工时粘结切屑产生燃烧



资料来源：姜增辉《钛合金铣削加工技术研究现状及发展》，中国银河证券研究院

根据艾邦高分子数据，钛合金手机中框整体良率约为 30%-40%，远低于铝合金中框的 80%；且加工时间长，约为铝合金的 3-4 倍，将催生钴攻机增量需求。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

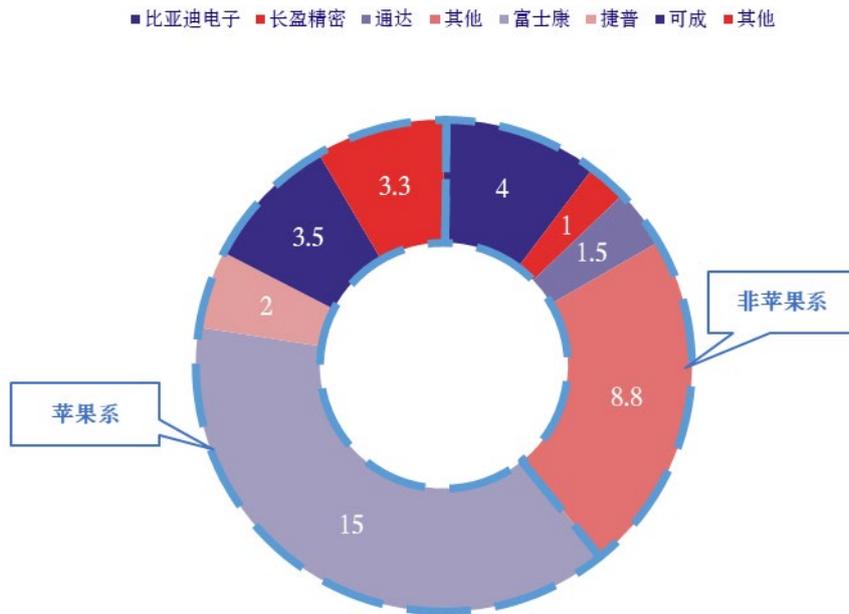
图32：电子产品成型作业流程



资料来源：金太阳官网，中国银河证券研究院

**存量设备更新需求大，公司作为行业龙头充分受益。**3C 业务对于设备的精度、效率要求较高，CNC 设备一般经过 5-10 年需要进行替换。据华经产业研究院不完全统计，2020 年钻攻机存量设备约为 40 万台，其中苹果系供应商占比约 60%，非苹果系供应商占比约 40%。公司作为钻攻机龙头，将充分受益存量钻攻机的更新换代需求。

图33：2020 年钻攻机存量（万台）（不完全统计）



资料来源：华经情报网，中国银河证券研究院

### 三、通用机床：国产机床市场广阔，通用产品注入增长动能

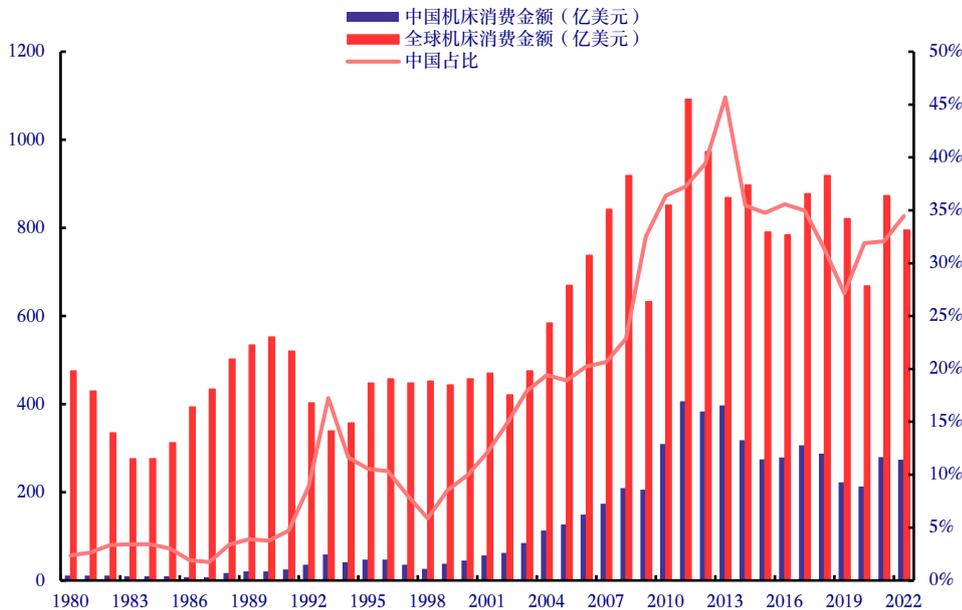
#### （一）周期向上+大规模设备更新，下游需求有望复苏

##### 1、目前机床行业处于大、小周期底部回升的交织阶段

机床行业是一个典型的周期性行业，当前大周期（更新周期）向上，小周期（库存周期）逐步见底回升。机床的一般产品寿命约为 10 年，因此行业大约每 7-10 年为一个商业周期，历史上全球消费规模 1983 年、1993 年、2003 年、2013 年均为阶段性低点。从 10 年的大周期来看，2020 年全球机床总消费 668.17 亿美元，中国机床消费金额 213.16 亿美元，处于近 10 年最低位，中国及全球市场从 2021 请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

年开始复苏，2021年机床消费显著提升，分别同比增长19.73%和31.46%。2022年受宏观经济形势、疫情等因素影响，机床消费金额有所回落，中国和全球消费金额分别为274亿美元和795亿美元。机床行业目前仍处于底部回升阶段。中国机床消费占全球比重在2019年下降到低位27.16%后，近三年稳步上升，2022年达到34%。

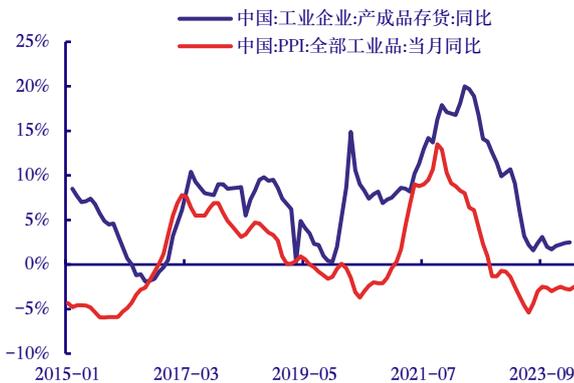
图34：近40年全球和中国机床消费情况



资料来源：Gardner Intelligence，中国银河证券研究院

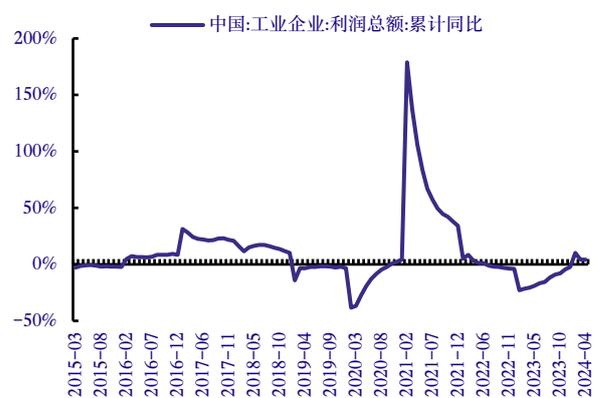
从小周期维度来看，与注塑机、机器人、激光、工控、通用减速机等通用自动化行业一致，背后是制造业投资的小周期。小周期维度3-4年一轮周期，2019年、2015年、2012年、2009年均为小周期低点。2022年以来我国工业企业持续处于去库存状态，PPI同比和库存同比整体呈下降趋势。2023年8月以来，我国工业企业库存同比增速企稳，PPI降幅收窄，工业企业利润增速逐步回升，各项数据表明我国库存周期筑底。我国机床产量同比显著改善，2024年1-4月我国金属切削机床累计产量21.1万台，同比增长6.0%，其中4月单月产量6.0万台，同比增长11.1%，保持较快增长。

图35：中国库存周期筑底



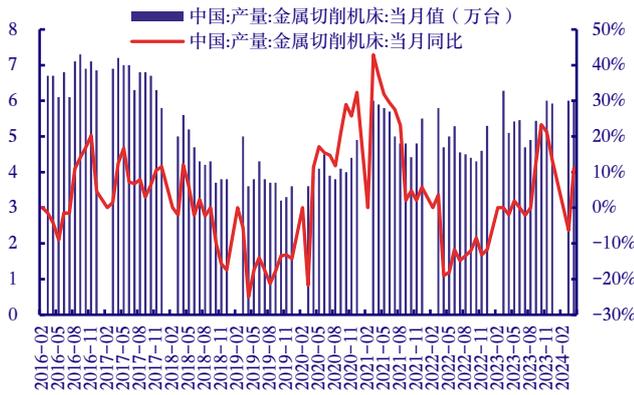
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图36：工业企业利润累计增速转正



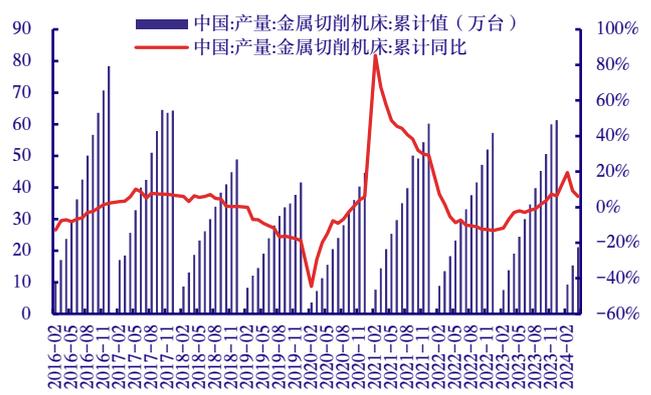
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图37：2016年至今中国金属切削机床当月产量



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图38：2016年至今中国金属切削机床累计产量



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 2、中央推动大规模设备更新，有望拉动物机床需求释放

**大规模设备更新配套政策陆续落地。**自2月23日中央财经委员会第四次会议提出要实行大规模设备更新和消费品以旧换新以来，相关政策和金融支持陆续落地。3月27日，工信部等七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，提出重点推动工业母机行业更新服役超过10年的机床。4月7日，央行设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，为处于初创期、成长期的科技型中小企业，以及重点领域的数字化、智能化、高端化、绿色化技术改造和设备更新项目提供信贷支持，将有望撬动万亿以上的投资规模。政策引导大规模设备更新，新一轮朱格拉周期有望开启，承接新质生产力。随着宏观经济指标边际改善，机床等通用设备需求有望释放。

表4：大规模设备更新相关政策

时间	部门及政策	内容
2024.2.23	中央财经委第四次会议	实行大规模设备更新和消费品以旧换新，并推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造
2024.3.1	国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动先进产能比重持续提升，要结合各类设备和消费品更新换代差异化需求，加大财税、金融等政策支持，有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造
2024.3.27	工信部等七部门《推动工业领域设备更新实施方案》	到2027年工业领域设备投资规模较2023年增长25%以上，重点推动工业母机行业更新服役超过10年的机床等
2024.4.7	央行再贷款	设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，将为处于初创期、成长期的科技型中小企业，以及重点领域的数字化、智能化、高端化、绿色化技术改造和设备更新项目提供信贷支持。再贷款利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年。按贷款本金的60%向金融机构发放，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构

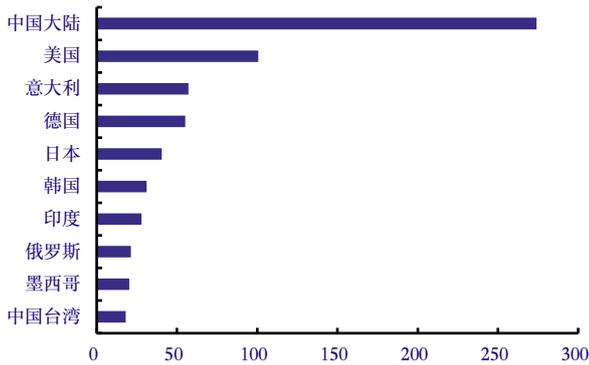
资料来源：各政府网站，中国银河证券研究院

## （二）国产机床行业大而不强，自主可控大势所趋

### 1、我国是世界第一大机床生产和消费国，但进出口价格差距明显

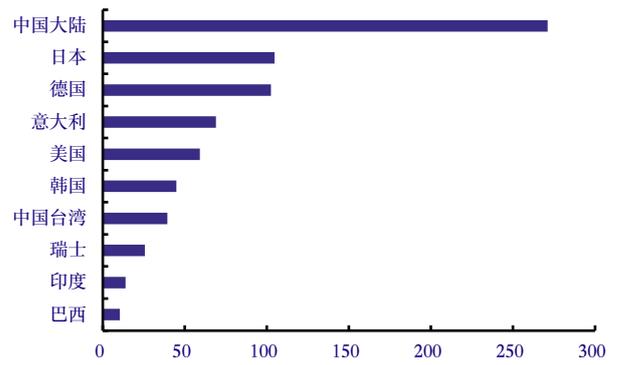
**中国是世界第一大机床生产国和消费国。**根据Gardner Intelligence数据，2022年随着新冠肺炎疫情的持续以及供应链问题，世界前50的工业化国家机床产量下降约10%，从2021年的921亿美元下降到2022年的826亿美元；机床消费量下降约9%，从2021年的873亿美元下降到2022年的795亿美元。其中，中国分别以271亿美元和274亿美元位居全球机床生产总额和消费总额的榜首。

图39：2022 年全球机床消费额（亿美元）前十大国家及地区



资料来源：Gardner Intelligence, 中国银河证券研究院

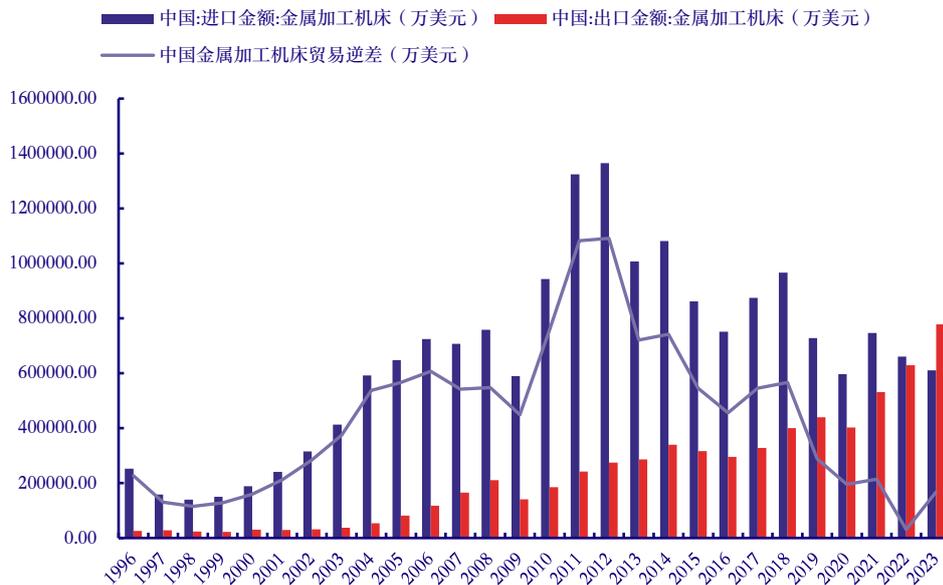
图40：2022 年全球机床生产额（亿美元）前十大国家及地区



资料来源：Gardner Intelligence, 中国银河证券研究院

**我国机床出口保持增长，2023 年实现贸易顺差。**2023 年，我国金属加工机床进口额 61.0 亿美元，同比下降 7.5%。其中，金属切削机床进口额 51.4 亿美元，同比下降 8.2%；金属成形机床进口额 9.5 亿美元，同比下降 3.8%。金属加工机床出口额 77.8 亿美元，同比增长 25.4%。其中，金属切削机床出口额 55.3 亿美元，同比增长 27.6%；金属成形机床出口额 22.4 亿美元，同比增长 20.4%。在贸易差额上，金属加工机床贸易实现顺差 16.8 亿美元。我国机床行业贸易逆差在 2011-2012 年达到峰值，随后进口额整体呈下降趋势，出口额稳步提升，虽高端机床部分仍受海外龙头企业垄断，但在国内民企崛起的趋势下，已在中低端机床市场实现进口替代，以及从日、德、美等机床强国到我国的产业转移。

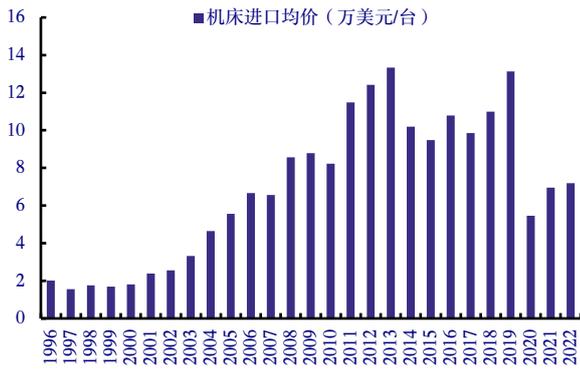
图41：中国机床进出口情况



资料来源：国家统计局, 中国机床工具工业协会, 中国银河证券研究院

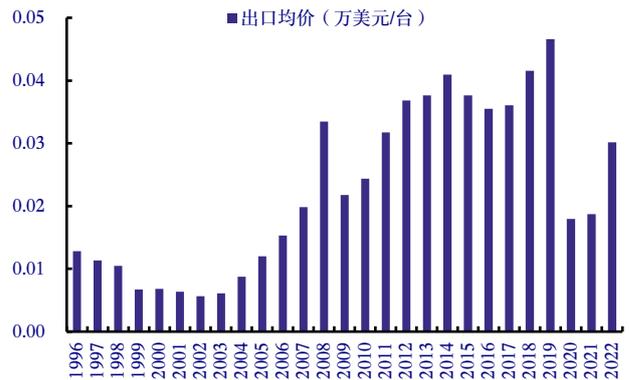
**中国金属加工机床进出口价格存在较大差距，进口均价远高于出口均价。**2022 年中国金属加工机床进口均价约 7.19 万美元/台，出口均价约 301.38 美元/台，进口价格是出口价格的约 240 倍，反映出中国机床产品档次相对较低，中高端机床发展任重道远。

图42：金属加工机床进口均价



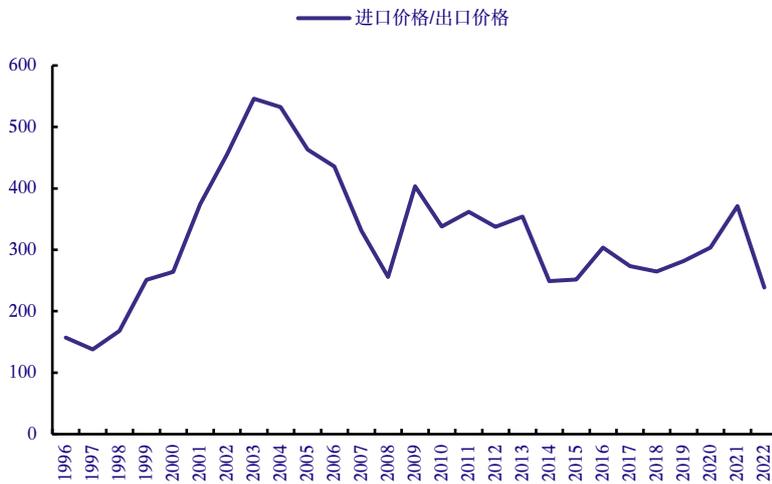
资料来源：国家统计局，中国机床工具工业协会，中国银河证券研究院

图43：金属加工机床出口均价



资料来源：国家统计局，中国机床工具工业协会，中国银河证券研究院

图44：中国机床进口均价/出口均价

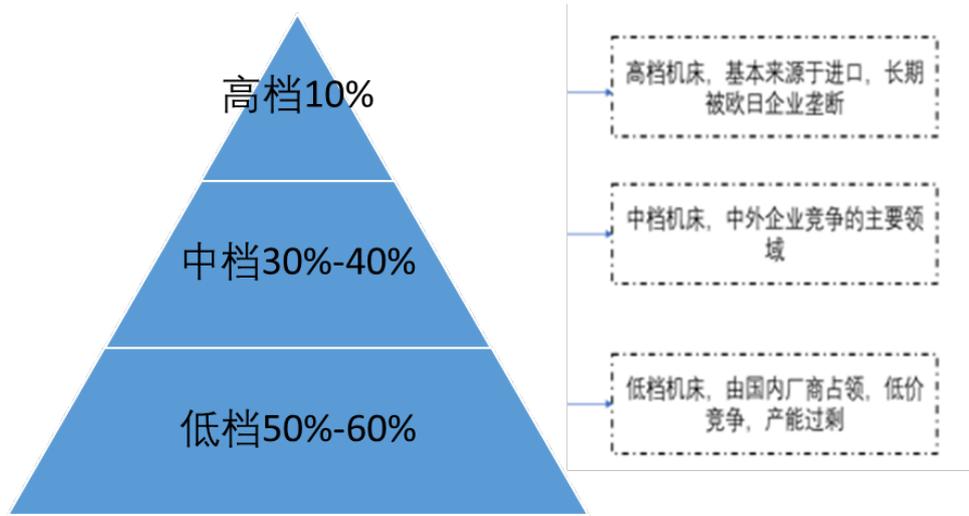


资料来源：国家统计局，中国机床工具工业协会，中国银河证券研究院

## 2、中高端机床依赖进口，自主可控大势所趋

目前我国的机床消费市场按照档次分大致呈金字塔结构，底部是低档机床，占比 50-60%，由国内厂商占领，主要通过打价格战来竞争，产能过剩；中部是中档机床，占比 30-40%，是目前中外企业竞争的主要领域；而顶部是高端机床，占比 10%，基本来源于进口，长期被欧日企业垄断。

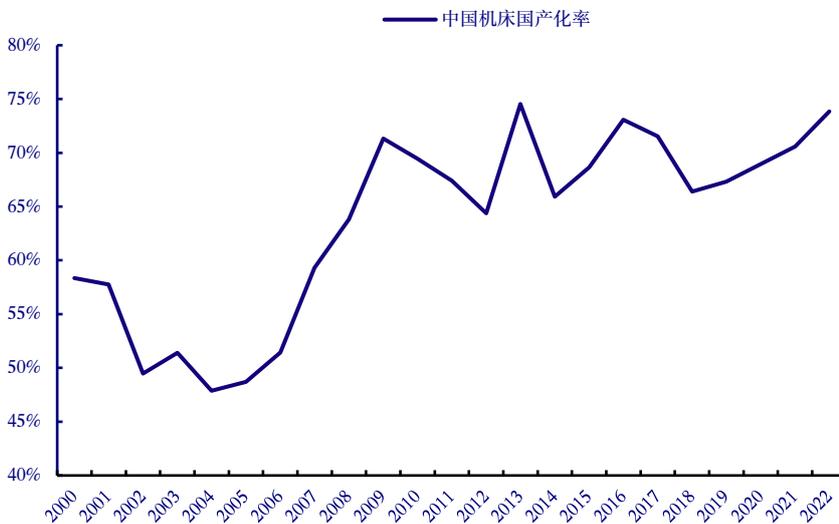
图45：我国机床消费档次划分



资料来源：中国银河证券研究院

中国机床消费市场的国产化率在经过 2003-2008 年快速提升后，一直在 70%左右的水平波动，国产化率有待提高，高端设备进口替代空间弹性更大。根据 Gardner Intelligence 的数据，2022 年中国机床进口金额为 71.6 亿美元，占消费总量的 26%，整体的国产化率 74%。而高性能、高精密度的高档数控机床的国产化率更低。由于低档机床主要由国产厂商提供，我们假设进口机床集中在中高档，则中高档机床国产化率仅为 20%-30%。

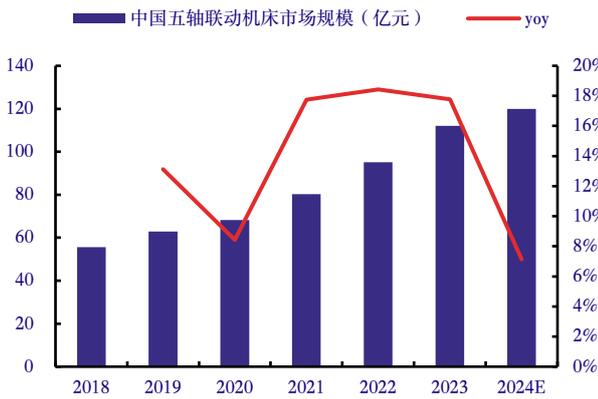
图46：中国机床国产化率



资料来源：Wind, Gardner Intelligence, 中国银河证券研究院

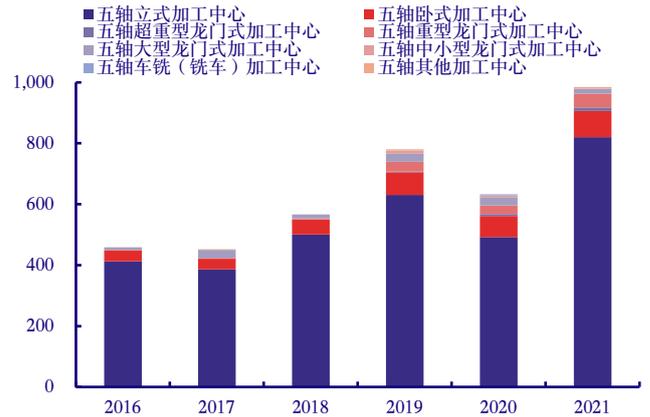
近年来国内航天航空整体需求持续增长，加之前疫情影响，国内高端数控机床进口量下降明显，国产替代持续加速，我国高端五轴联动数控机床市场规模持续扩张，2016 年以来我国五轴联动数控机床销量整体呈持续提升趋势，2021 年销量达到 985 台。2023 年我国五轴联动机床市场规模达到 112 亿元，同比增长 17.77%。

图47：中国五轴联动机床市场规模



资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

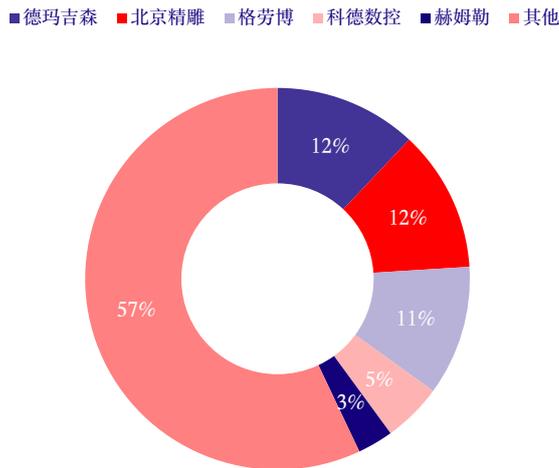
图48：中国五轴机床销量



资料来源：中国机床工具工业协会，中国银河证券研究院

目前中国高端五轴机床仍以 DMG MORI、GROB 等外资品牌为主，内资厂商中北京精雕、科德数控市场占有率持续增加。得益于航天军工、船舶等行业的发展，埃弗米（主要应用在航空领域），拓璞（主要在航天军工领域）、航天壹亘（主要在航空航天领域）等厂商保持快速发展。未来国家将继续在集成电路、工业母机等关键领域加大科技投入，破解“卡脖子”技术难题，五轴机床需求量将增加明显。

图49：中国五轴机床市场格局



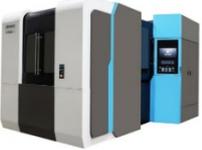
资料来源：科德数控招股书，中国银河证券研究院

### （三）通用机床品类持续拓展，布局高端提升品牌价值

#### 1、多元化布局，产品矩阵不断完善

公司自 2017 年起加快在通用机床领域的布局，凭借突出的产品性能、强大的营销体系和创新的营销模式，公司通用产品市占率快速提升。通用领域“奠基之作”立式加工中心截至 2023 年累计销售 4 万台，行业领先。同时，公司全面开拓龙门加工中心、卧式加工中心、数控车床等通用系列产品，实现多点开花，提升抗周期能力。

表5：公司通用机床产品

产品	介绍	应用领域
 <p>立式加工中心系列</p>	<p>公司在通用领域的奠基产品，是一种主轴轴线与工作台垂直设置的中小规格机床，适用于中小型箱体类、板类、盘类、阀门类、壳体类、模具等复杂零件的多品种、中小批量加工</p>	<p>塑胶、五金模具、汽车、自动化设备、医疗器械、通信设备、轨道交通等</p>
 <p>龙门加工中心系列</p>	<p>整体结构是由双立柱和顶梁构成门式结构框架的大型加工中心机，主要适用于大型精密零件和精密模具的钻、铣、攻、镗、3D 弧面加工</p>	<p>汽车、新能源汽车、能源、轨道交通、模具等</p>
 <p>卧式加工中心系列</p>	<p>通过水平布局主轴的结构实现铣削加工的机床，广泛应用于小零件和中大型零件的加工，特别适合于各种异型零件、高精度箱体类零件的加工</p>	<p>汽车、新能源汽车、工程机械、能源、通讯、模具等</p>
 <p>数控车床系列</p>	<p>用车刀对旋转的工件进行车削加工的机床，分为卧式车床和立式车床</p>	<p>汽车、新能源汽车、工程机械、通讯等</p>

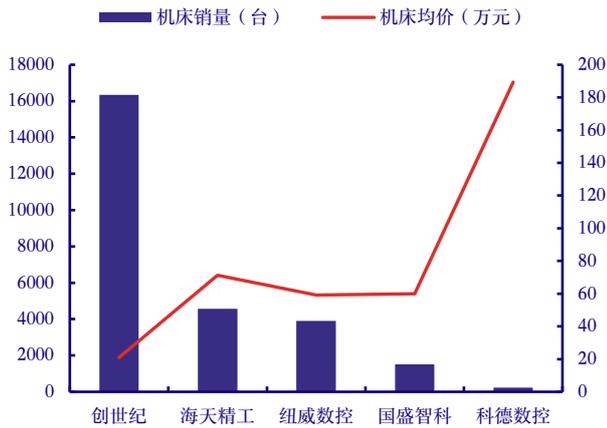
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**推出新能源领域专机，紧抓新能源汽车市场机遇。**针对飞速发展的新能源汽车市场，公司布局了面向新能源汽车电池、电机、电控、制动系统、转向系统、触摸屏及摄像头、轮毂等零部件的加工及一体化压铸的配套机型产品，包括立加、大中型龙门、卧加等。并向新能源汽车产业链上的企业推出了三电系统（电池、电机、电控）、制动、转向系统整体解决方案。经过近几年的产品和客户拓展，公司在新能源汽车领域已成功占据一席之地，2023年公司新组建新能源特战队，开拓客户数量超160家，将为公司业绩贡献新的增长点。

## 2、产品竞争力强，性价比凸显，高端机床持续突破

**产品销量领先同行，性价比突出。**通用领域产品对精度和稳定性等方面的要求与消费电子相比较低，公司将3C领域的技术工艺向通用领域进行延伸，产品性能保持业内领先。与行业内主要机床厂商相比，公司产品销量大幅领先，2023年公司优势产品立式加工中心全年销量近6000台，单一产品销量已超过同行各机床厂商产品总销量。从产品价格来看，除科德数控专注五轴数控机床，产品均价高达约190万/台以外，其他机床厂商产品均价约为60-70万/台。公司产品均价约为21万/台，性价比突出，从而实现在通用机床市场的快速拓展。

图50：2023年主要国产机床企业销量和均价对比



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图51：公司立式加工中心技术参数对比

序号	主要参数对比	单位	公司产品	国外某品牌	国产某竞争对手
1	X轴行程	mm	800	800	800
2	Y轴行程	mm	550	450	500
3	Z轴行程	mm	600	510	550
4	主轴鼻端至工作台距离	mm	125-725	150-660	120-670
5	工作台尺寸	mm	1000*500	1000*450	1000*500
6	工作台最大载荷	kg	500	600	600
7	导轨	/	35/45/45 (滚柱)	45/45/45 (滚柱)	35/35/35 (滚柱)
8	主轴最高转速	rpm	直联 12000	皮带 8000	直结 12000
9	主轴锥度	#	BT40	BT40	BT40
10	主轴功率 (额定/短时)	kw	7.5/15	11/15	7.5/15
11	刀库容量	位	24	24	24
12	最大直径 (满刀/邻空刀)	mm	75/150	80/125	80/150
13	最大刀具长度	mm	250	300	300
14	最大刀具重量	kg	7	8	7
15	X/Y/Z轴快速移动率	m/min	48/48/48	36/36/30	48/48/48
16	机械重量 (约)	kg	4600	5000	4500
17	外形尺寸 (长*宽*高)	mm	2240*3121*3026	2615*2158*2985	2450*2650*2750

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**高端机型持续突破。**公司聚焦中高端数控机床，在产品和市场端持续发力，2023年对标台韩的中高端新产品首年订单近5000万元，对标日本的中高端新产品首年订单超2000万元。面对数控机床高端化发展趋势，公司推出“赫勒”品牌。赫勒精机专注于高端智能装备的研发设计、生产制造、应用销售、售后服务，管理团队来源于世界顶级机床制造公司，具备25年以上的实践经验。在高端五轴产品方面，公司持续加大研发资源投入，积极开拓下游市场，目前五轴立式加工中心和靠鸿五轴联动铣车复合等部分产品已实现批量出货，还有多款产品在研。五轴联动数控机床产品附加值高，有望进一步拉动公司业绩增长。

表6：公司五轴机床产品



卧式五轴加工中心 H-1560U



五轴联动龙门加工中心 G-VU2040



立式五轴加工中心 V-800U



靠鸿五轴联动铣车复合加工中心 FH100P-C

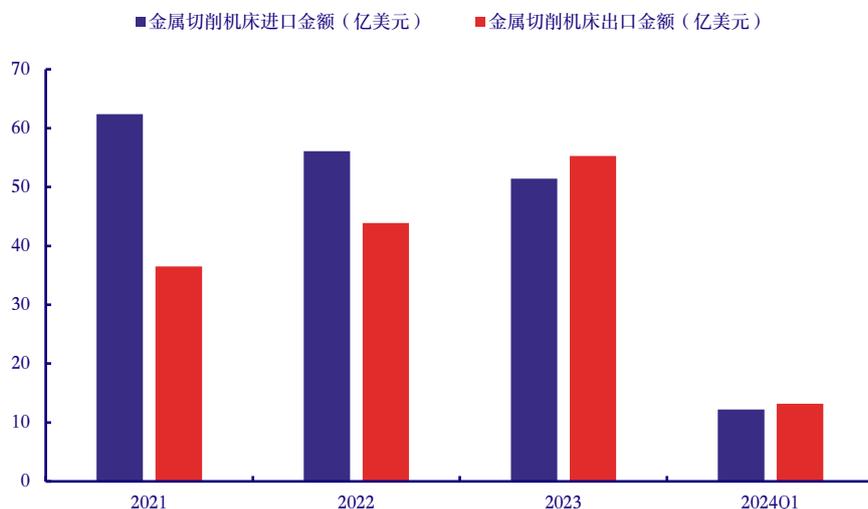
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**机床核心零部件自主化进程不断加速。**截至2023年底，公司已在主轴、刀库、转台等零部件的研发上取得积极成果，已获得主轴相关专利近20项、转台相关专利5项、刀库相关专利24项，并实现自主化。2023年核心部件DD转台和摆头在研的5个项目已全部进入样机试制阶段，即将推向市场。

### 3、国产机床竞争力提升，积极拓展海外市场打开成长空间

**国产机床全球竞争力不断提升，出口表现亮眼。**根据中国海关数据，2023 年全年我国机床工具商品进出口总额 320.2 亿美元，同比下降 3.1%。其中，进口 111.1 亿美元，同比下降 10.3%；出口 209.0 亿美元，同比增长 1.2%。2023 年我国机床工具进出口保持了自 2019 年 6 月以来的顺差态势。顺差为 97.9 亿美元，同比增长 18.3%，全部 9 个商品门类均保持贸易顺差。

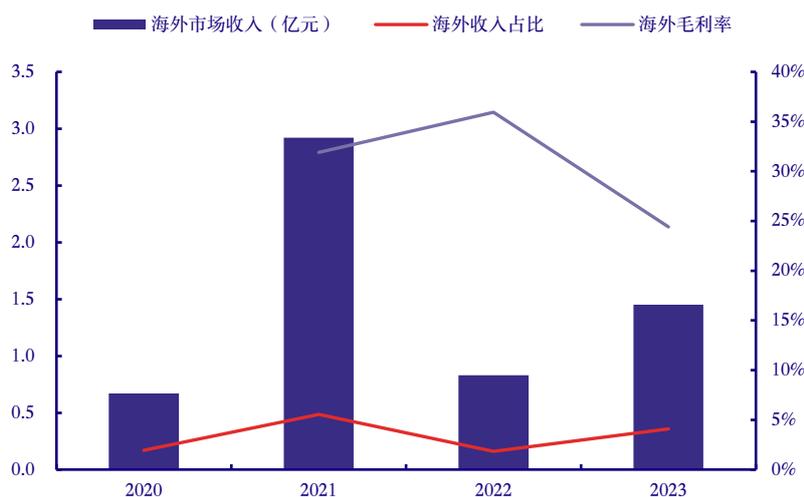
图52：金属切削机床进出口情况



资料来源：中国机床工具工业协会，中国银河证券研究院

**公司加强全球化布局，海外市场增长明显。**在加速国内机床市场国产替代的同时，依托较强的技术和产品性价比优势，公司积极推进海外营销网络和生产基地建设，持续开拓东南亚和北美等海外市场。2023 年公司实现海外收入 1.45 亿元，同比增长 74.70%；全年海外市场订单同比增长超 100%。未来随着公司越南、墨西哥营销中心和生产基地建设的逐步推进，以及海外营销团队及代理商体系的进一步完善，公司在全球范围内的品牌力将得到持续提升，海外市场有望成为公司重要收入来源。

图53：公司海外市场收入及毛利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### 4、布局四大生产基地，产能储备充足

公司在华南、华东、西南地区分别布局了东莞、苏州、湖州、宜宾四个大型自有产业基地，全面覆盖国内核心制造业产业聚集地，厂房面积合计达 450000 余平。公司产能充足，可有效支撑下游需求复苏带动的业绩释放。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图54：公司四大产能基地



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 四、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 50.08 亿元、60.93 亿元、72.05 亿元，同比分别增长 41.89%、21.67%、18.24%，2023-2026 年 CAGR 为 26.86%；归母净利润分别为 4.94 亿元、6.21 亿元、7.63 亿元，同比分别增长 154.14%、25.69%、22.86%，2023-2026 年 CAGR 为 57.74%。主要基于如下假设：

1) 3C 钻攻机：库存周期+创新周期向上，消费电子迎来景气复苏，手机、PC、智能穿戴设备等产品销量有望恢复增长，带动 CNC 加工设备需求增长。另一方面，手机钛材化趋势明显，加工难度和加工时长均有所提升，拉动钻攻机增量需求。公司作为 3C 钻攻机龙头，存量设备更新和增量市场需求有望为公司带来业绩弹性释放，预计 2023-2026 年年均复合增速将达到 40%。同时随着公司产品迭代升级和规模效应的体现，产品毛利率有望进一步提升。

2) 通用机床：宏观经济持续复苏，国产机床进口替代和出海进程加速。公司通用机床产品持续拓展，高端五轴机床不断突破，市占率有望逐步提升。在通用领域，随着产品竞争力的提高和市场的大力开拓，公司收入有望实现稳步增长，2023-2026 年年均复合增速达到 15%。

3) 数控机床业务：机床作为公司的核心主业，在收入中占比保持在 97% 以上。随着 3C 钻攻机和通用领域机床业务的快速发展，公司数控机床整体将实现稳健增长。预计 2024-2026 年数控机床收入同比将分别增长 42.99%、22.04%、18.49%；毛利率逐年修复，2024-2026 年分别回升至 26.12%、26.64%、26.95%。

表7：公司盈利预测及业绩拆分

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>数控机床等高端装备</b>								
收入（百万元）	2181.17	3010.60	5122.69	4422.25	3426.74	4900.00	5980.00	7086.00
增速	12.30%	38.03%	70.16%	-13.67%	-22.51%	42.99%	22.04%	18.49%
收入占比	40.10%	87.88%	97.36%	97.69%	97.10%	97.85%	98.15%	98.35%
成本（百万元）	1540.06	2063.60	3587.64	3277.37	2648.74	3620.00	4387.10	5175.99
毛利（百万元）	641.11	947.00	1535.05	1144.88	777.99	1280.00	1592.90	1910.01
毛利率	29.39%	31.46%	29.97%	25.89%	22.70%	26.12%	26.64%	26.95%
<b>其他业务</b>								
收入（百万元）	-82.98	79.68	40.53	104.65	102.48	107.60	112.98	118.63
增速			-49.13%	158.19%	-2.08%	5.00%	5.00%	5.00%
收入占比		2.33%	0.77%	2.31%	2.90%	2.36%	2.05%	1.81%
成本（百万元）	-78.25	77.52	94.14	49.54	59.77	75.32	79.09	83.04
毛利（百万元）	-4.73	2.16	-	55.11	42.71	32.28	33.89	35.59
毛利率	5.70%	2.70%	-	52.66%	41.68%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>合计</b>								
收入（百万元）	5425.65	3425.65	5261.75	4526.90	3529.21	5007.60	6092.98	7204.63
增速	-1.47%	-36.86%	53.60%	-13.97%	-22.04%	41.89%	21.67%	18.24%
成本（百万元）	5585.58	3496.17	4698.45	4140.78	3372.46	3695.32	4466.19	5259.03
毛利（百万元）	639.02	669.32	1579.30	1199.99	820.70	1312.28	1626.79	1945.60
毛利率	11.75%	19.54%	30.01%	26.51%	23.25%	26.21%	26.70%	27.00%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （二）相对估值

结合公司业务情况，我们选取具有代表性的国产机床公司海天精工、纽威数控、国盛智科、科德数控作为可比公司。

截至 2024 年 5 月 29 日，2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 22.94 倍、17.57 倍、13.93 倍。由于可比公司产品均为通用领域机床，考虑消费电子复苏背景下，公司 3C 钻攻机具备较强业绩弹性，估值较可比公司均值水平存在一定的提升空间，我们给予公司 2024 年 28 倍 PE，对应市值 138.40 亿元。

表8：可比公司估值（数据截至 2024 年 5 月 29 日）

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS(元)				PE (X)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601882.SH	海天精工	129.61	24.83	1.17	1.38	1.63	1.91	22.40	17.93	15.16	12.94
688697.SH	纽威数控	56.15	17.19	0.97	1.15	1.37	1.62	19.36	14.89	12.49	10.54
688558.SH	国盛智科	25.38	19.23	1.08	1.29	1.56	1.83	26.28	14.90	12.30	10.47
688305.SH	科德数控	69.04	67.88	1.09	1.53	2.22	3.10	69.85	44.02	30.32	21.77
<b>平均值</b>		-	-	-	-	-	-	<b>34.47</b>	<b>22.94</b>	<b>17.57</b>	<b>13.93</b>

资料来源：Wind 一致预期，中国银河证券研究院

## （三）绝对估值

采用 FCFF 法分增长期（2024-2026 年）、过渡期（2027-2036 年）、永续增长期（2037 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2024 年 5 月 29 日公司最新股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 8.08%、永续增长率（g）为 2.5% 时，公司合理每股价值为 7.85 元，对应市值 132.20 亿元。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.3%、永续增长率（g）正负波动 0.1% 的情况下，公司合理每股价值区间为 7.31-8.47 元，对应市值区间为 123.10-142.70 亿元。

**表9：FCFF 估值参数假设及说明**

时间	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	2.3%	参考中国 10 年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	7.5%	参考沪深 300 指数历史 20 年年化收益率
贝塔系数 $\beta$	1.2	参考公司历史贝塔系数
债务资本成本 Kd	3.0%	参考公司债 5 年发行利率（AA）
债务资本比重 Wd	7.53%	长期债务 /（长期债务 + 所有者权益）计算得到
股权资本成本 Ke	8.54%	$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$ 计算得到
有效税率 T	19%	参考公司历史实际所得税率
加权平均资本成本 WACC	8.08%	$WACC = Kd * Wd * (1 - T) + Ke * (1 - Wd)$ 计算得到
过渡期增长率	8.5%	假设过渡期公司年均复合增长率 8.5%
永续增长率 g	2.5%	假设公司永续增长率 2.5%

资料来源：各政府网站，中国银河证券研究院

**表10：FCFF 估值敏感性分析**

永续增长率（g）	加权平均资本成本（WACC）						
	7.18%	7.48%	7.78%	8.08%	8.38%	8.68%	8.98%
2.20%	9.20	8.60	8.06	7.59	7.16	6.77	6.42
2.30%	9.32	8.71	8.16	7.67	7.23	6.83	6.47
2.40%	9.46	8.82	8.26	7.76	7.31	6.90	6.53
2.50%	9.60	8.94	8.36	7.85	7.38	6.97	6.59
2.60%	9.74	9.07	8.47	7.94	7.46	7.04	6.65
2.70%	9.89	9.19	8.58	8.03	7.55	7.11	6.72
2.80%	10.06	9.34	8.70	8.14	7.64	7.20	6.79

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

综上，结合相对估值和绝对估值两种估值方法，公司合理市值区间为 123.10-142.70 亿元，对应 2024 年 PE 为 25-29 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

- 经济复苏不及预期的风险；
- 新产品拓展不及预期的风险；
- 核心技术迭代迅速的风险；
- 市场竞争加剧的风险等。

## 图表目录

图 1: 创世纪历史沿革.....	4
图 2: 公司产品矩阵.....	5
图 3: 公司分产品收入结构及毛利率.....	5
图 4: 公司营业收入情况.....	6
图 5: 公司归母净利润情况.....	6
图 6: 公司利润率情况.....	6
图 7: 公司费用率情况.....	6
图 8: 公司研发费用情况.....	7
图 9: 公司经营性现金流情况.....	7
图 10: 公司股权结构（截至 2024 年一季报）.....	8
图 11: 全球智能手机出货量情况.....	8
图 12: 中国智能手机价格段份额趋势.....	8
图 13: 3C 制造业库存情况.....	9
图 14: 3C 制造业固定资产投资情况.....	9
图 15: 全球智能手机出货量.....	9
图 16: 中国智能手机出货量.....	9
图 17: 全球折叠屏手机出货量.....	11
图 18: 中国折叠屏手机出货量.....	11
图 19: 中国折叠屏手机价格段份额趋势.....	11
图 20: 全球 AR/VR 销量（万台）.....	12
图 21: 中国 AR/VR 销量（万台）.....	12
图 22: 苹果 Vision Pro.....	12
图 23: 全球 AI 手机出货量及预测.....	13
图 24: 中国 AI 手机出货量及预测.....	13
图 25: AI 在 PC 端六大应用场景.....	14
图 26: 全球 PC 出货量.....	14
图 27: AI PC 渗透率预测.....	14
图 28: 公司钴攻机迭代历程.....	15
图 29: 公司对主要 3C 客户销售额（亿元）.....	16
图 30: 钛合金切削时刀尖切屑粘结.....	16
图 31: 钛合金加工时粘结切屑产生燃烧.....	16
图 32: 电子产品成型作业流程.....	17
图 33: 2020 年钴攻机存量（万台）（不完全统计）.....	17
图 34: 近 40 年全球和中国机床消费情况.....	18
图 35: 中国库存周期筑底.....	18
图 36: 工业企业利润累计增速转正.....	18
图 37: 2016 年至今中国金属切削机床当月产量.....	19
图 38: 2016 年至今中国金属切削机床累计产量.....	19
图 39: 2022 年全球机床消费额（亿美元）前十大国家及地区.....	20
图 40: 2022 年全球机床生产额（亿美元）前十大国家及地区.....	20
图 41: 中国机床进出口情况.....	20
图 42: 金属加工机床进口均价.....	21
图 43: 金属加工机床出口均价.....	21
图 44: 中国机床进口均价/出口均价.....	21
图 45: 我国机床消费档次划分.....	22

图 46: 中国机床国产化率.....	22
图 47: 中国五轴联动机床市场规模.....	23
图 48: 中国五轴机床销量.....	23
图 49: 中国五轴机床市场格局.....	23
图 50: 2023 年主要国产机床企业销量和均价对比.....	25
图 51: 公司立式加工中心技术参数对比.....	25
图 52: 金属切削机床进出口情况.....	26
图 53: 公司海外市场收入及毛利率情况.....	26
图 54: 公司四大产能基地.....	27

## 表格目录

表 1: 不同材质手机中框性能对比.....	10
表 2: 各大手机品牌相继发布钛金属手机.....	10
表 3: 公司钻铣加工中心技术参数对比.....	15
表 4: 大规模设备更新相关政策.....	19
表 5: 公司通用机床产品.....	24
表 6: 公司五轴机床产品.....	25
表 7: 公司盈利预测及业绩拆分.....	28
表 8: 可比公司估值（数据截至 2024 年 5 月 29 日）.....	28
表 9: FCFE 估值参数假设及说明.....	29
表 10: FCFE 估值敏感性分析.....	29

**附录：**
**(一) 公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4301.88</b>	<b>5538.41</b>	<b>6785.23</b>	<b>8253.27</b>	营业收入	3529.21	5007.60	6092.98	7204.63
现金	605.48	447.53	614.85	1036.68	营业成本	2708.51	3695.32	4466.19	5259.03
应收账款	1515.28	2195.60	2657.99	3132.06	营业税金及附加	36.20	50.08	60.93	72.05
其它应收款	30.88	23.98	32.44	45.30	营业费用	228.56	323.49	393.00	463.26
预付账款	32.34	40.65	49.13	52.59	管理费用	217.07	300.46	353.39	403.46
存货	1295.15	1735.01	2089.03	2453.43	财务费用	43.10	3.64	9.45	8.58
其他	822.76	1095.65	1341.78	1533.21	资产减值损失	-28.41	-10.00	-10.00	-10.00
<b>非流动资产</b>	<b>4137.33</b>	<b>4240.27</b>	<b>4269.93</b>	<b>4304.56</b>	公允价值变动收益	52.38	0.00	0.00	0.00
长期投资	26.01	26.01	26.01	26.01	投资净收益	14.99	30.05	24.37	21.61
固定资产	1199.07	1177.32	1149.58	1117.59	营业利润	187.31	654.71	828.77	1004.27
无形资产	344.46	346.50	324.20	290.41	营业外收入	9.45	16.52	11.83	12.60
其他	2567.78	2690.45	2770.15	2870.55	营业外支出	17.44	30.90	35.77	28.04
<b>资产总计</b>	<b>8439.21</b>	<b>9778.68</b>	<b>11055.17</b>	<b>12557.83</b>	利润总额	179.32	640.33	804.83	988.84
<b>流动负债</b>	<b>2678.84</b>	<b>3485.83</b>	<b>4110.20</b>	<b>4799.85</b>	所得税	-24.97	121.66	152.92	187.88
短期借款	182.05	132.05	282.05	282.05	净利润	204.28	518.67	651.91	800.96
应付账款	1162.87	1539.72	1860.91	2191.26	少数股东损益	9.79	24.38	30.64	37.65
其他	1333.93	1814.06	1967.23	2326.53	归属母公司净利润	194.49	494.29	621.27	763.31
<b>非流动负债</b>	<b>857.31</b>	<b>835.20</b>	<b>835.41</b>	<b>847.47</b>	EBITDA	271.42	742.14	909.15	1098.13
长期借款	113.00	83.00	73.00	68.00	EPS (元)	0.12	0.29	0.37	0.45
其他	744.31	752.20	762.41	779.47					
<b>负债合计</b>	<b>3536.15</b>	<b>4321.03</b>	<b>4945.61</b>	<b>5647.31</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	32.06	56.43	87.07	124.72	营业收入	-22.04%	41.89%	21.67%	18.24%
归属母公司股东权益	4871.00	5401.21	6022.48	6785.80	营业利润	-59.46%	249.54%	26.59%	21.18%
<b>负债和股东权益</b>	<b>8439.21</b>	<b>9778.68</b>	<b>11055.17</b>	<b>12557.83</b>	归属母公司净利润	-41.96%	154.14%	25.69%	22.86%
					毛利率	23.25%	26.21%	26.70%	27.00%
					净利率	5.51%	9.87%	10.20%	10.59%
					ROE	3.99%	9.15%	10.32%	11.25%
					ROIC	2.91%	8.28%	9.28%	10.21%
					资产负债率	41.90%	44.19%	44.74%	44.97%
					净负债比率	6.27%	7.26%	6.21%	-0.44%
					流动比率	1.61	1.59	1.65	1.72
					速动比率	1.03	1.00	1.06	1.13
					总资产周转率	0.41	0.55	0.58	0.61
					应收帐款周转率	2.28	2.70	2.51	2.49
					应付帐款周转率	2.32	2.73	2.63	2.60
					每股收益	0.12	0.29	0.37	0.45
					每股经营现金	0.13	0.05	0.11	0.35
					每股净资产	2.89	3.21	3.57	4.03
					P/E	54.58	21.48	17.09	13.91
					P/B	2.18	1.97	1.76	1.56
					EV/EBITDA	40.23	14.84	12.09	9.64
					P/S	2.99	2.12	1.74	1.47
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>214.82</b>	<b>83.49</b>	<b>182.08</b>	<b>587.89</b>					
净利润	204.28	518.67	651.91	800.96					
折旧摊销	122.96	98.18	94.88	100.71					
财务费用	54.42	18.78	20.63	23.96					
投资损失	-14.99	-30.05	-24.37	-21.61					
营运资金变动	-224.43	-542.24	-590.55	-347.14					
其它	72.58	20.15	29.57	31.03					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-80.18</b>	<b>-181.24</b>	<b>-144.33</b>	<b>-154.17</b>					
资本支出	-121.27	-86.51	-62.77	-62.54					
长期投资	-12.27	-123.14	-112.99	-118.24					
其他	53.36	28.41	31.43	26.61					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-361.16</b>	<b>-60.22</b>	<b>129.58</b>	<b>-11.90</b>					
短期借款	-309.66	-50.00	150.00	0.00					
长期借款	-543.00	-30.00	-10.00	-5.00					
其他	491.50	19.78	-10.42	-6.90					
<b>现金净增加额</b>	<b>-226.52</b>	<b>-157.95</b>	<b>167.33</b>	<b>421.83</b>					

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**鲁佩**，伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 10 年，2021 年加入中国银河证券研究院。曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn