

# 豪迈科技 (002595)

## 老牌轮胎模具冠军企业，数控机床外销老树开新花

买入 (首次)

2024年07月04日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6642	7166	8335	9344	10330
同比 (%)	10.55	7.88	16.31	12.11	10.55
归母净利润 (百万元)	1200	1612	1903	2166	2444
同比 (%)	13.95	34.33	18.06	13.79	12.85
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.50	2.02	2.38	2.71	3.06
P/E (现价&最新摊薄)	24.66	18.36	15.55	13.67	12.11

关键词: #第二曲线

### 投资要点

#### ■ 全球轮胎模具龙头，跨足大型零部件与数控机床行业打开中长期天花板。

豪迈科技自2002年开始涉足轮胎模具制造业，目前已成长为全球轮胎模具冠军，另外公司还跨足大型零部件领域与数控机床领域，打开中长期成长天花板。2018-2023年公司营业收入从37.24亿元增长到71.66亿元，CAGR=14%；归母净利润从7.39亿元增长到16.12亿元，CAGR=17%，成长势头良好。分业务来看，轮胎模具业务能稳定贡献营收基本盘，大型零部件与数控机床业务成长空间较大。2023年轮胎模具业务贡献了53%的营收和66%的毛利，大型零部件业务贡献了39%的营收和26%的毛利，机床业务贡献了4%的营收和3%的毛利。

#### ■ 轮胎模具：百亿市场成熟度高，公司稳坐市占率第一宝座。

2023年全球轮胎模具市场规模128亿元，预计2023-2030年CAGR=1.4%，市场已经进入成熟期。2021年公司全球轮胎模具市占率21%，远超第二、三名市占率仅有约2%的韩国世和与巨轮智能。2023年公司轮胎模具业务营收37.9亿元，毛利率43%，2017-2023年营收CAGR=8%，盈利能力与成长性领先韩国世和与巨轮智能。公司在轮胎模具领域掌握三大工艺，产品力强，并且海外渠道完善，客户粘性高，有望在本轮国内轮胎厂产能出海浪潮中充分受益。

#### ■ 五轴机床：面向五轴起点高，自用转外销实现技术到业绩的兑现。

背靠轮胎模具精密雕刻与铸锻件机加工需求，公司自1997年开始从事机床研发制造，在五轴机床领域技术积淀近三十年，2022年公司通用型机床首次对外销售实现营收1.46亿元，2023年营收同比增长111.76%至3.08亿元。五轴联动机床是机床中的高端产品，国产化率尚低，公司与华中数控合作开发五轴数控系统，享受降本与定制化优势的同时反哺国产数控系统技艺提高。

#### ■ 大型零部件：主营燃气轮机与风电设备零部件，近年来贡献主要增量。

公司零部件铸锻造业务起步于轮胎模具铸锻件毛坯生产，后向燃气轮机与风电设备零部件领域拓展。2017-2023年公司大型零部件业务营收从2.77亿元增长至27.7亿元，CAGR=47%，远超总营收14%的CAGR。公司在大型零部件领域拥有较强的加工、研发与检测能力，伴随氢燃料在燃气轮机领域的渗透以及风电大型化的趋势，营收有望再上台阶。

■ **盈利预测与投资评级：** 国产轮胎海外产能扩建提振模具需求，燃气轮机与风电设备增长趋势不变，机床业务加速放量，预计公司2024-2026年归母净利润分别为19.03/21.66/24.44亿元，当前股价对应动态PE分别为16/14/12倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：** 轮胎厂扩产不及预期、风电装机不及预期、机床需求不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	37.00
一年最低/最高价	26.27/41.75
市净率(倍)	3.29
流通A股市值(百万元)	29,406.31
总市值(百万元)	29,600.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.24
资产负债率(% ,LF)	14.30
总股本(百万股)	800.00
流通A股(百万股)	794.76

### 相关研究

## 投资案件

### 1、关键假设、驱动因素：

- 1) **豪迈轮胎模具全球市占率提升：**豪迈科技在轮胎模具行业具备领先优势，包括轮胎模具品类丰富，业务体量大规模效应明显，盈利能力高于竞争对手等，未来全球市占率有望持续提升。
- 2) **轮胎企业加速海外建厂，豪迈充分受益：**近年来橡胶轮胎出口量不断提升，国产轮胎厂加速出海，带动轮胎模具出口需求，豪迈科技海外布局成熟，有望充分受益。此外海外业务毛利率高于国内业务毛利率，海外收入占比提升有望带动公司整体盈利能力。
- 3) **高档五轴机床加速国产化，豪迈机床业务加速成长：**自主可控背景下，高档五轴数控机床加速国产化，豪迈作为国内五轴机床龙头企业，有望凭借优质的产品和高性价比，快速成长。

### 2、我们与市场不同的观点：

- 1) **市场往往低估其机床制造业务对公司整体竞争力的提升，但我们认为公司的核心竞争力之一在于其兼顾产品生产和设备制造：**一方面，机床设备自制能够降低其轮胎模具制造成本，使其在市场竞争中更有优势；另一方面，机床行业技术进步离不开下游应用的反馈，豪迈自产自研能够加速机床产品迭代。产品生产和设备制造相结合能够互相促进发展。
- 2) **市场往往轻视其大型零部件业务的增长潜力，但我们认为其拥有核心竞争力及壁垒，未来有望稳健增长。**大型铸锻件业务的核心壁垒在于产品质量+客户绑定+低成本，如果能够满足以上条件，大型铸锻件业务有望持续贡献稳定业绩增长，豪迈拥有多年的零部件制造经验，且设备自制，并已经和业内诸多大客户形成稳定关系，未来市场份额有望稳步提升。

### 3、股价驱动因素：

- 1) **短期：**轮胎厂大规模出海拉动公司轮胎模具出口需求快速提升，2024年短期业绩有望快速增长。
- 2) **中长期：**轮胎模具和大型零部件业务持续贡献稳定业绩增长，高档数控机床业务得益于自身竞争力的突出和国产替代需求迎来快速增长期。

## 内容目录

<b>1. 老树新花：从轮胎模具老牌巨头到高端机床新秀</b>	<b>6</b>
1.1. 公司是老牌轮胎模具龙头企业，30 年栉风沐雨基本盘稳固	6
1.2. 公司产品矩阵丰富，收入利润正向双击经营稳中向好	7
<b>2. 轮胎模具行业：竞争格局优良，护城河高筑贡献稳定业绩</b>	<b>11</b>
2.1. 模具行业位于轮胎制造业上游，百亿规模的小而美赛道市场成熟度高	11
2.2. 技术壁垒与渠道壁垒双重加持，轮胎模具行业护城河高筑	13
2.3. 竞争格局稳定，深厚的技术优势为公司保驾护航	14
2.4. 下游轮胎出海加速，绑定国内客户产能提早布局，未来持续受益	17
<b>3. 数控机床行业：面向高端五轴机床起点高，自用转外销增速可观</b>	<b>19</b>
3.1. 深耕工业母机行业 30 载，致力于国之重器的国产替代	19
3.2. 五轴联动机床：机床行业中的高精尖产品，国产自主化率有待提高	22
3.3. 厚积薄发：主营五轴机床与转台部件，内供转外销兑现技术积淀	25
<b>4. 大型零部件：轮胎模具毛坯件起家，向燃气轮机与风电设备部件领域横向拓展</b>	<b>28</b>
4.1. 从机加工向上游大型零部件拓展，6 年间实现快速增长	28
4.2. 燃气轮机零部件：市场空间广阔，绑定龙头客户有望持续受益	30
4.3. 风电设备零部件：装机需求稳定，风电大型化有望带来新机遇	32
<b>5. 盈利预测与投资建议</b>	<b>34</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	6
图 2:	公司股权结构稳定, 实际控制人持股比例 30.21% (截至 2024 年 7 月 3 日) .....	7
图 3:	公司目前共有两期存续的员工持股计划.....	7
图 4:	公司连年保持稳健分红.....	7
图 5:	公司产品矩阵.....	8
图 6:	2018-2024 一季度公司营收与归母净利润 (亿元) .....	8
图 7:	2018-2023 年公司营业收入构成拆分 .....	9
图 8:	海外业务约占全部业务的一半.....	9
图 9:	海外业务毛利率高于国内业务毛利率.....	9
图 10:	公司毛利率与销售净利率有所回升.....	10
图 11:	各业务板块毛利率情况.....	10
图 12:	公司三费率稳中有降.....	10
图 13:	公司研发费用率持续提升.....	10
图 14:	轮胎产业链.....	11
图 15:	轮胎结构分类.....	12
图 16:	2019-2030 年全球轮胎模具市场规模 .....	12
图 17:	轮胎模具三大加工工艺对比.....	13
图 18:	2021 年全球轮胎模具竞争格局.....	14
图 19:	豪迈科技、巨轮智能、韩国世和轮胎模具营业收入 (亿元) .....	15
图 20:	豪迈科技、巨轮智能、韩国世和轮胎模具业务毛利率对比.....	15
图 21:	2020-2023 年中国汽车轮胎进出口金额 .....	17
图 22:	2021 年轮胎市场格局 (头部企业都是公司客户) .....	18
图 23:	豪迈科技全球布局情况.....	18
图 24:	精密雕刻生产轮胎模具对机床加工能力要求高.....	19
图 25:	机床产业链.....	20
图 26:	我国机床产值与消费值 (亿美元) .....	20
图 27:	我国金属加工机床由贸易逆差转为顺差.....	21
图 28:	我国金属加工机床国产化率逐步提高.....	21
图 29:	五轴联动机床工作原理.....	23
图 30:	五轴机床可用于曲面加工.....	23
图 31:	五轴联动机床 RTCP 技术原理.....	24
图 32:	我国低、中、高档机床国产化率 (%) .....	24
图 33:	2023 年中国五轴机床市场份额 (销量) .....	24
图 34:	我国五轴机床市场规模 (亿元) .....	25
图 35:	《瓦森纳协定》规定了出口机床参数限制.....	25
图 36:	公司机床及零部件产品矩阵.....	25
图 37:	公司机床及零部件产品矩阵.....	26
图 38:	公司机床业务起步增速良好.....	27
图 39:	CCMT2024 公司参展机床 .....	27
图 40:	公司从轮胎模具行业向上游铸锻件毛坯延伸.....	28
图 41:	公司大型零部件业务产品布局.....	29
图 42:	公司大型零部件业务收入增速高于总收入增速.....	30

图 43:	燃气轮机的结构与工作原理.....	30
图 44:	2022 年燃气轮机市场份额情况.....	30
图 45:	2016-2022 年全球燃气轮机市场规模 (亿美元) .....	31
图 46:	2022 年中国燃气轮机市场竞争格局.....	31
图 47:	直驱式风力发电机结构示意图.....	32
图 48:	2021 年风力发电机成本拆分.....	32
图 49:	风电新增装机量 (GW) .....	33
图 50:	2001-2023 年风电机组最大单机容量 (MW) .....	33
表 1:	轮胎模具行业的渠道壁垒.....	13
表 2:	公司轮胎模具品种多样能够满足多种需求.....	16
表 3:	公司近期轮胎模具业务的研发项目 .....	16
表 4:	中国轮胎企业海外产能统计 (2024 年) .....	17
表 5:	公司大型零部件业务在加工、技术、品控等方面具有优势.....	21
表 6:	五轴联动机床在研发制造上的技术难点.....	23
表 7:	华中数控与豪迈科技联合研发高端五轴数控系统产品包的 6 大技术亮点.....	27
表 8:	公司大型零部件业务在加工、技术、品控等方面具有优势.....	29
表 9:	头部燃气轮机企业在氢燃料领域布局情况.....	31
表 10:	公司压缩机领域主要零部件产品及应用场景.....	32
表 11:	公司风电设备领域主要零部件产品及应用场景.....	33
表 12:	公司分业务收入预测 (百万元) .....	35
表 13:	可比公司估值表.....	35

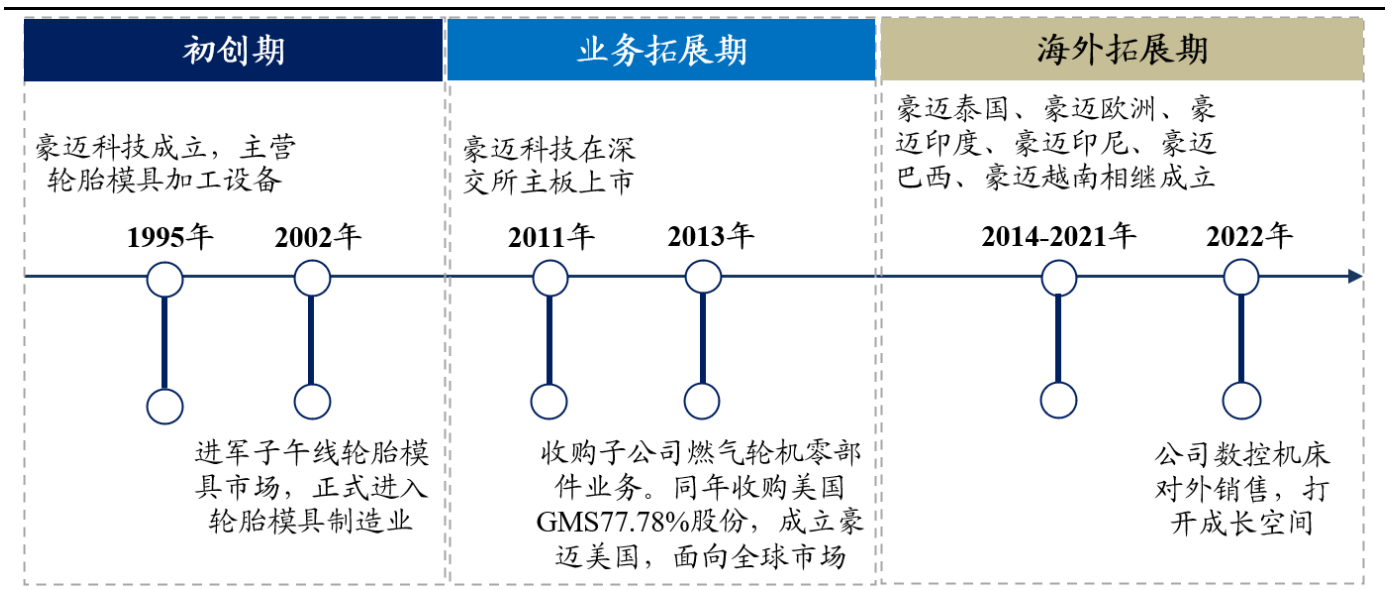


## 1. 老树新花：从轮胎模具老牌巨头到高端机床新秀

### 1.1. 公司是老牌轮胎模具龙头企业，30 年栉风沐雨基本盘稳固

公司从轮胎模具业务起家，逐步拓展至大型零部件与高端机床业务。豪迈科技成立于 1995 年，2002 年开始从事轮胎模具生产销售，目前已经成长为全球最大的轮胎模具生产商。在轮胎模具制造与机加工的经验基础上，公司进军大型零部件业务与五轴联动机床业务，打开公司长期成长空间。2011 年公司在深交所主板上市，2014-2021 年公司面向全球开始拓展海外市场，在东南亚、欧洲、美洲设立众多子公司，丰富完善海外渠道建设。

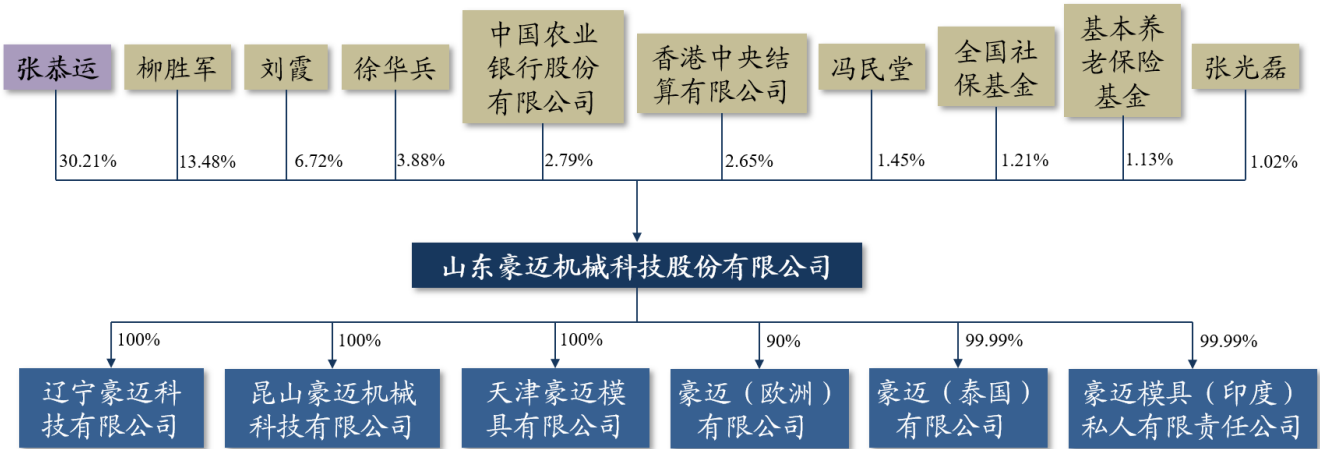
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

大股东合作近 30 年，公司股权结构稳定保证决策高效。截至 2024 年 7 月 3 日，公司前任董事长张恭运持股比例 30.21%，为公司实际控制人、最终受益人，公司另有持股比例 5% 以上的大股东两人，其中前任监事会主席柳胜军持股比例 13.48%，为公司的第二大股东，刘霞持股比例 6.72%。早在 1995 年公司前身山东高密豪迈机械有限公司成立之初，张恭运、柳胜军就已开始合作经营公司，至今已有近 30 年，合作关系稳定，截至 2024 年 7 月 3 日，二者共计持股 43.69%，股权集中便于高效经营与决策。子公司方面，公司在国内及海外设立了多个子公司及分支机构，控股比例均在 90% 以上。

图2：公司股权结构稳定，实际控制人持股比例 30.21%（截至 2024 年 7 月 3 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

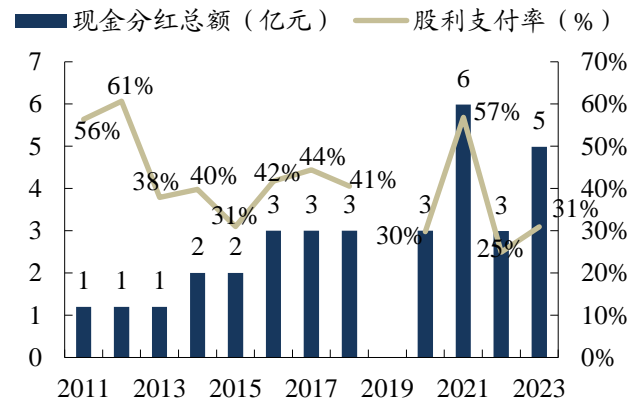
员工持股计划绑定管理/技术人员与股东利益，稳定分红彰显公司经营信心。根据公司公告，公司分别在 2022 年和 2023 年实施了两期员工持股计划，合计占上市公司股本总额比例 0.71%，通过员工持股计划公司实现了管理与技术骨干人员和股东利益的绑定，确保经营管理目标优先考虑股东群体的利益。分红方面，自 2011 年公司上市以来（除 2019 年末未分红）公司每年保持稳定现金分红，分红总额稳步走高，稳健的分红政策表明公司充分尊重股东利益，同时也表明公司现金充足经营信心足。

图3：公司目前共有两期存续的员工持股计划

员工范围	员工人数 (人)	持股总数 (股)	占上市公司股本总额比例	实施计划资金来源
公司（含子公司）董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员及各	2600	4820000	0.60%	员工合法薪酬、自筹资金以及法律法规允许的其他方式取得的资金
公司（含子公司）各个岗位的骨干员工	1900	909800	0.11%	员工合法薪酬、自筹资金以及法律法规允许的其他方式

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司连年保持稳健分红



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 公司产品矩阵丰富，收入利润正向双击经营稳中向好

公司主营产品包括轮胎模具、大型机械零部件、数控机床、橡胶机械三部分。其中轮胎模具和大型机械零部件业务是公司营业收入的主要支柱，2023 年占比分别为 53% 和 39%。橡胶机械体量较小，2023 年仅占营业收入的 2%，数控机床自 2022 年开始对外销售并贡献收入，2023 年贡献 4% 营业收入，公司机床业务未来有较大的成长空间。

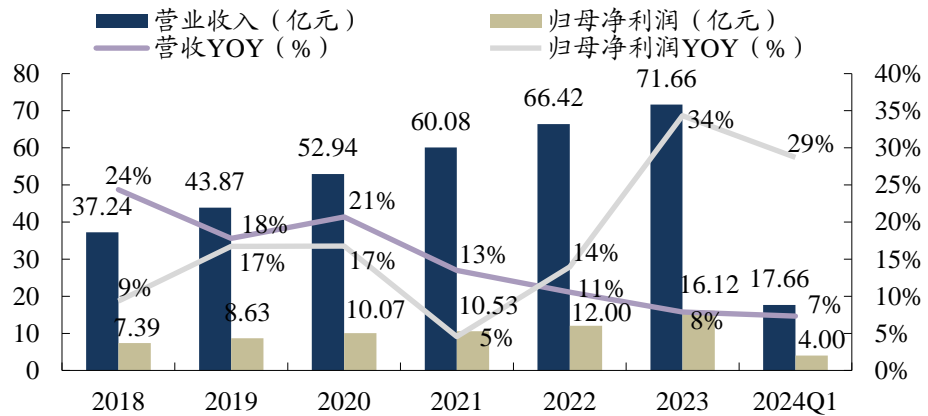
图5：公司产品矩阵



数据来源：Wind，公司官网，公司年报，东吴证券研究所

总体来看公司营业收入与归母净利润稳步增长。2018-2023年，公司营业总收入从37.24亿元增长至71.66亿元，5年间营业收入CAGR为13.99%；公司归母净利润从7.39亿元增长至16.12亿元，5年间归母净利润CAGR为16.88%；归母净利率从2018年的20%提升至2023年的23%，提升3pct。近年来公司收入端和利润端的同步向上可以归因于原材料钢材价格自2021年触顶回落、轮胎模具大型零部件业务需求向上、公司经营管理提质增效三重因素。

图6：2018-2024一季度公司营收与归母净利润（亿元）



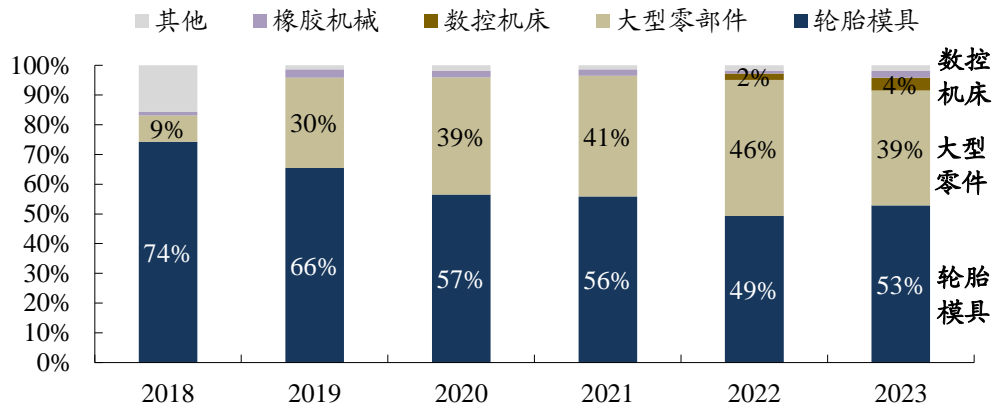
数据来源：Wind，东吴证券研究所

收入端拆分：轮胎模具与大型零部件业务贡献主要收入，数控机床业务未来成长空间大。轮胎模具业务与大型零部件业务目前是公司业绩支柱，2018-2023年，公司轮胎模具业务营业收入从27.66亿元增长至37.90亿元，CAGR为7%，大型零部件业务营业收入从3.31亿元增长至27.70亿元，CAGR为53%，总体来看轮胎模具业务保持稳定增长的态势，而大型零部件业务则为公司总营收快速增长贡献主要力量。2018-2023年



轮胎模具业务占比从 74% 降低至 53%，而大型零部件业务占比从 9% 提升至 39%。数控机床业务是公司的新兴业务板块，2022 年开始从内部自用转向对外销售，2022 年和 2023 年公司数控机床业务分别实现了 1.46 亿元和 3.08 亿元收入，增长势头良好，未来有望为公司贡献新的营收增长力量。

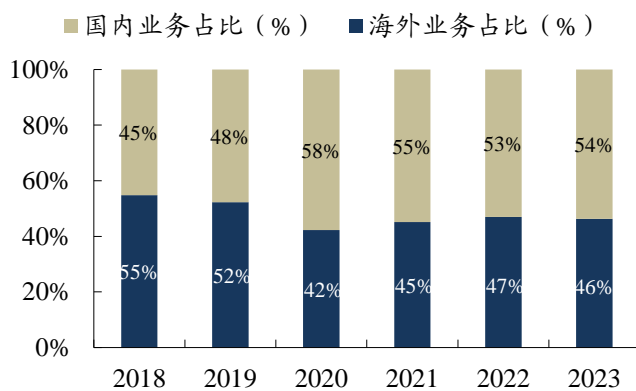
图7：2018-2023 年公司营业收入构成拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：橡胶机械业务数据从汽车轮胎装备行业中拆分，橡胶机械收入+轮胎模具收入=汽车轮胎装备行业收入）

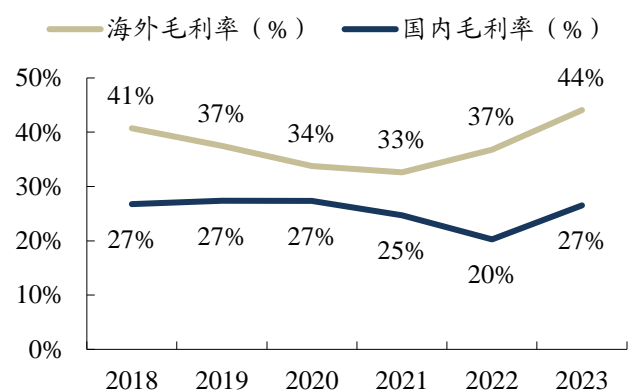
**按区域拆分：海外业务稳定贡献近 50% 营收，外销毛利率领先内销较多。**公司海外业务发展已经进入相对成熟阶段，2023 年公司海外业务收入占比 46%。由于海外收入主要来源于轮胎模具与燃气轮机零部件出口，而这两项业务毛利率水平在公司所有业务板块中处于领先地位，因此海外业务综合毛利率要高于国内业务综合毛利率，2023 年海外业务毛利率 44.08% 而国内业务毛利率 26.54%，海外业务毛利率领先较多。

图8：海外业务约占全部业务的一半



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：海外业务毛利率高于国内业务毛利率

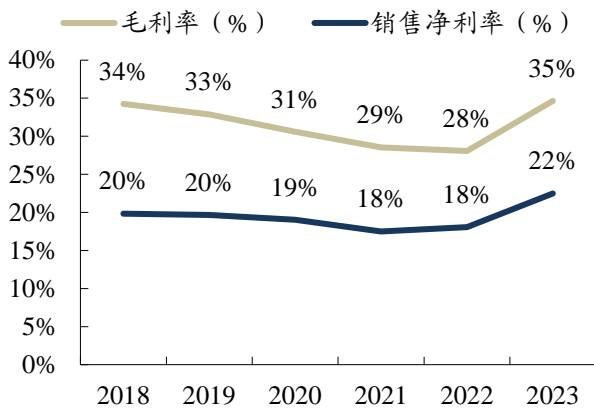


数据来源：Wind，东吴证券研究所

近两年公司利润率水平自底部复苏，分业务看轮胎模具贡献较高毛利率。由于公司的轮胎模具与大型零部件业务都以钢材为主要原料，公司综合利润率与钢材价格相关性较高，2021 年以来钢材价格自高点回落，目前处在低位区间，因此近两年公司利润率自底部回暖。分区域看，近四年国内营收占比略有回落，海外高毛利业务占比有所回升，

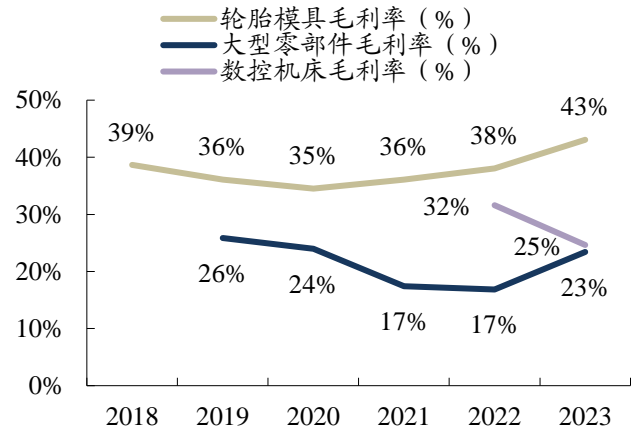
带动公司整体毛利率与净利率底部回暖。**分业务看**，轮胎模具业务毛利率水平较高，历史年份保持在 35%以上，2023 年毛利率为 43%；大型零部件业务毛利率保持在 20%上下，2021-2022 年受下游风电行业竞争加剧影响毛利率跌至 20%以下，2023 年伴随高毛利燃气轮机零部件业务需求好转整体毛利率有所修复；2023 年数控机床业务毛利率为 24.64%，未来伴随机床业务放量带来的规模效应毛利率有望逐步走高。

图10: 公司毛利率与销售净利率有所回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

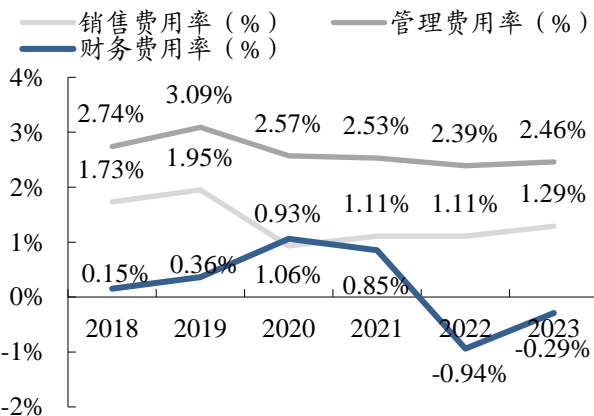
图11: 各业务板块毛利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

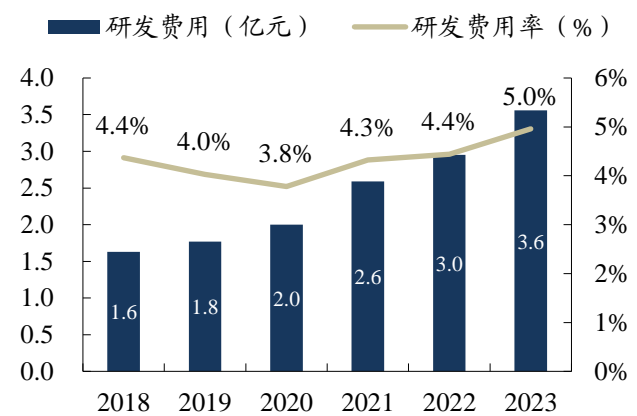
**费用端拆分: 三费管控得当, 研发费用投入持续增长。**伴随公司规模效应的不断提升以及精益化管理, 公司三费管控得当近年来呈下降趋势。公司的销售费用率/管理费用率/财务费用率分别从 2018 年的 1.73%/2.74%/0.15%降低至 2023 年的 1.29%/2.46%/-0.29%。研发方面, 公司持续加大研发投入, 在轮胎模具领域推进轮胎模具数字化刀具智能管理系统研发, 轮胎模具型腔智能化技术开发及应用系统研发等, 在数控机床领域推进超硬金刚石刀具专用五轴激光雕刻机研究与开发, 公司研发费用率从 2018 年的 4.37% 提升至 2023 年的 4.96%。

图12: 公司三费率稳中有降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 公司研发费用率持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 轮胎模具行业：竞争格局优良，护城河高筑贡献稳定业绩

### 2.1. 模具行业位于轮胎制造业上游，百亿规模的小而美赛道市场成熟度高

轮胎模具行业位于轮胎产业链的上游，是轮胎生产的必要设备。轮胎行业成熟度高，产业链已经非常完备。轮胎行业上游是各种原材料厂商以及生产设备提供商，其中原材料包括橡胶、炭黑、合成纤维等，生产设备包括轮胎模具、硫化机、橡胶机等。轮胎行业中游是轮胎生产制造商，原材料经过密炼、压出、胎圈、压延、裁断、成型、硫化、检验等工序被加工成为轮胎成本。轮胎行业下游衔接交通运输工具市场，配套各类车辆使用。在硫化工艺环节中，生橡胶在高压下与硫磺等化学物质反应，在硫化过程中橡胶的物理性质由可塑性转为弹性，在物理性质转变的过程中依靠轮胎模具可以使轮胎在可塑性阶段生成对应花纹并在弹性阶段将花纹定型，从而在轮胎上生产出特定的花纹结构。

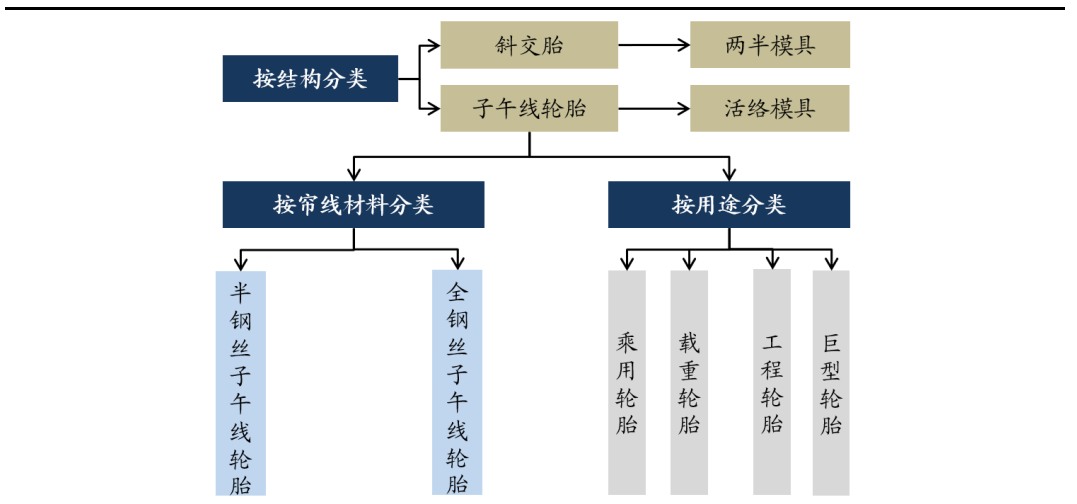
图14：轮胎产业链



数据来源：轮胎世界网，东吴证券研究所

子午线轮胎是目前轮胎行业的主流结构。轮胎按胎体结构可以划分为斜交线轮胎和子午线轮胎两大类，子午线轮胎因耐磨性、缓冲性、安全性好而广受青睐。根据《十四五规划》，到“十四五”末期我国轮胎的子午化率要达到 96%，子午线轮胎未来发展前景明确。豪迈科技轮胎模具业务主导产品为子午线轮胎模具，产品覆盖乘用胎模具、载重胎模具、工程胎模具、巨型胎模具，是目前国内产品种类最齐全、规模最大的专业子午线轮胎模具制造企业。

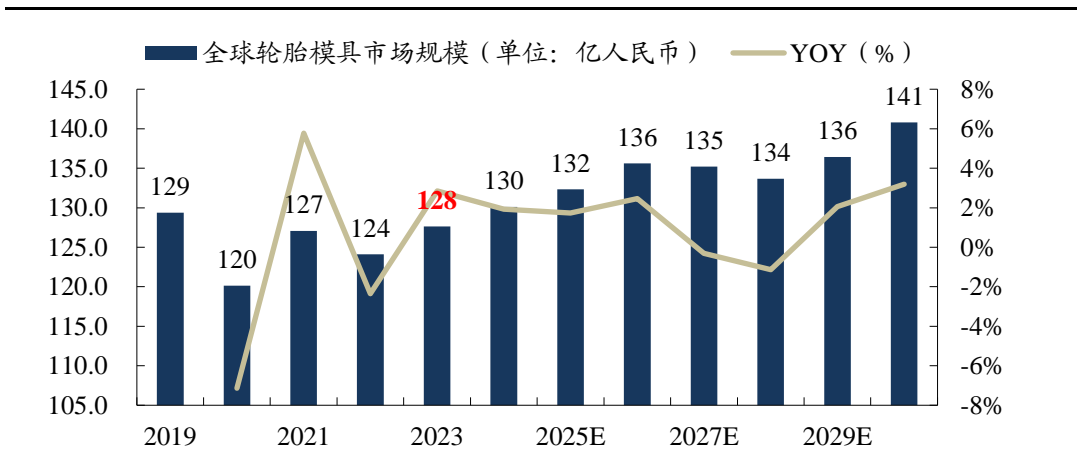
图15: 轮胎结构分类



数据来源: 豪迈科技招股说明书, 东吴证券研究所

小而美的赛道成熟度高, 百亿规模市场需求平稳。根据 DI Research 数据, 2023 年全球轮胎模具市场规模 128 亿元 (18 亿美元, 人民币兑美元汇率取 7: 1), 2020-2023 年 CAGR 为 2.0%, 预计 2030 年轮胎模具市场规模达到 141 亿元, 2023-2030 年 CAGR 为 1.4%, 轮胎模具百亿规模的市场已经进入需求稳定的成熟阶段, 市场规模成长相对平缓。但近年来新能源汽车行业高速发展, 轮胎花纹更新频率也在不断加快, 对应推动轮胎模具更新需求周期缩短, 未来伴随新能源汽车的加速渗透, 轮胎模具需求有望共振。

图16: 2019-2030 年全球轮胎模具市场规模



数据来源: DI Research, 东吴证券研究所 (注: 人民币兑美元汇率取 7: 1)




耗材属性: 轮胎模具是轮胎生产的必要耗材, 占总生产成本低且需求平稳。根据豪迈科技招股说明书披露, 一套轮胎模具的销售单价一般在 10-20 万元, 寿命期内可生产 1.3-2 万条轮胎, 由此可以计算生产一条轮胎对应轮胎模具折旧成本在 5-15 元之间, 占轮胎生产成本较小。另外轮胎模具作为必要耗材, 下游轮胎厂采购节奏普遍稳定, 需求并无明显周期性。



## 2.2. 技术壁垒与渠道壁垒双重加持，轮胎模具行业护城河高筑

**技术壁垒：轮胎模具加工工艺多样，“Know how”属性强。**轮胎模具花纹加工主要有精密铸造、数控雕刻以及电火花加工三种工艺，三种工艺在轮胎模具加工精度、效率、成本、适用材料、花纹复杂性等方面各有异同，并且工艺难点也各不相同。其中精密铸造工艺壁垒在于降低铸造缺陷，数控雕刻工艺壁垒在于需要拥有高精度五轴联动机床用于曲面加工，电火花工艺壁垒在于需要拥有先进的电火花成形机床。另外轮胎模具属于非标产品，定制化属性强，生产商需要在生产中不断精进工艺积累经验，具有强“Know how”的属性。加工工艺的多样性与强“Know how”属性是轮胎模具行业技术壁垒的主要来源，豪迈科技深耕轮胎模具行业 20 余年，掌握三大轮胎模具加工工艺，技术优势处于领先地位。

图17：轮胎模具三大加工工艺对比

加工工艺	精密铸造	数控雕刻	电火花
项目指标			
加工精度	较低	高	高
加工效率	高	较高	较高
加工成本	较低	高	较低
适用材料	铝	钢、铝	钢、铝
花纹复杂度	高	较低	高

数据来源：公司官网，豪迈科技招股说明书，东吴证券研究所

**渠道壁垒：产品客制化属性高，直销模式成熟。**轮胎花纹直接决定了轮胎的上路性能，而轮胎的花纹又由轮胎模具决定，因此轮胎模具具有较强的客户定制化属性，属于非标产品。轮胎企业大客户相对集中、产品客户定制化属性又进一步绑定了直销的销售模式，轮胎模具厂与轮胎厂之间的合作关系建立在长期考察与认证的基础上，在通过考察后才会建立稳定的合作关系，具有渠道壁垒。豪迈科技目前已经与全球轮胎生产商 75 强中的 60 余家建立了合作关系，并且 100% 采取直销模式，公司的品牌效应与渠道建设领先全行业。

表1：轮胎模具行业的渠道壁垒

渠道壁垒来源	具体内容
产品客制化	轮胎花纹直接决定轮胎的上路性能表现，轮胎花纹属于胎企的商业机密，定制化属性较强
认证周期长	轮胎模具客户是专业化的胎企，不能通过广告手段短期内建立市场品牌，胎企对于产品质量认同仅能建立在长期考察与业务合作基础上

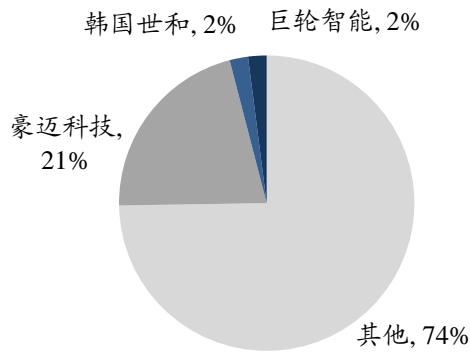
直销模式	轮胎行业大客户相对集中，产品客制化属性较强，轮胎模具的销售采取直销模式
合作关系稳定	胎企为保证轮胎模具高精密度与高一一致性，维护其商业机密，防止他人仿造伪造，通常在选定轮胎模具生产商后不会轻易改变，业务合作具有相对稳定性和长期性

数据来源：豪迈科技招股说明书，东吴证券研究所

### 2.3. 竞争格局稳定，深厚的技术优势为公司保驾护航

公司在全球轮胎模具市场中市占率位列第一。根据华经产业研究院数据，2021年豪迈科技在全球轮胎模具市场中占有21%的份额，远超二、三名韩国世和与巨轮智能。根据Wind投资者调研纪要数据，2023年公司轮胎模具行业全球市占率已经超过30%。全球轮胎模具行业呈现出向同步集中的趋势，近年来公司轮胎模具业务稳步上行，未来有望持续提升市占率实现强者恒强。

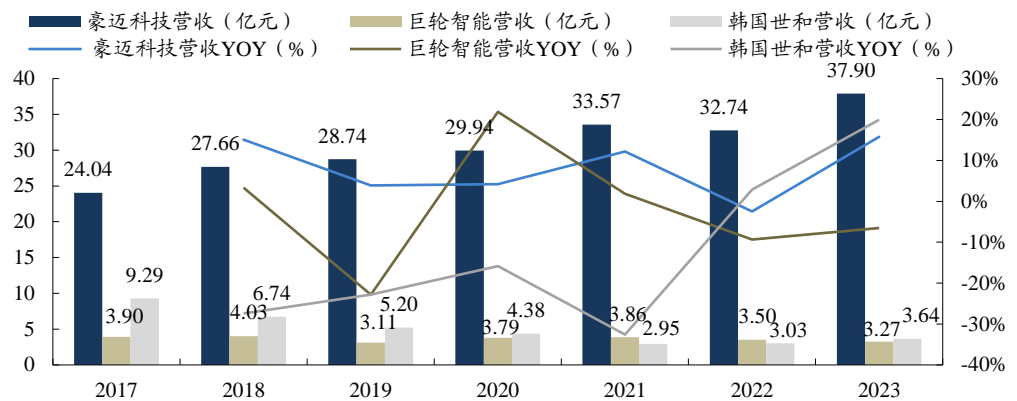
图18：2021年全球轮胎模具竞争格局



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

公司轮胎模具业务营业收入远超竞争对手。2023年公司轮胎模具业务营业收入37.9亿元，同期巨轮智能与韩国世和轮胎模具营业收入分别为3.3和3.6亿元。2017-2023年，豪迈科技、巨轮智能以及韩国世和轮胎模具营业收入CAGR分别为8%/-3%/-14%，豪迈科技轮胎模具业务以高于行业平均的增速成长壮大，而巨轮智能与韩国世和的营收体量在逐渐萎缩。豪迈科技展现出了超出行业平均与竞对的增长性。

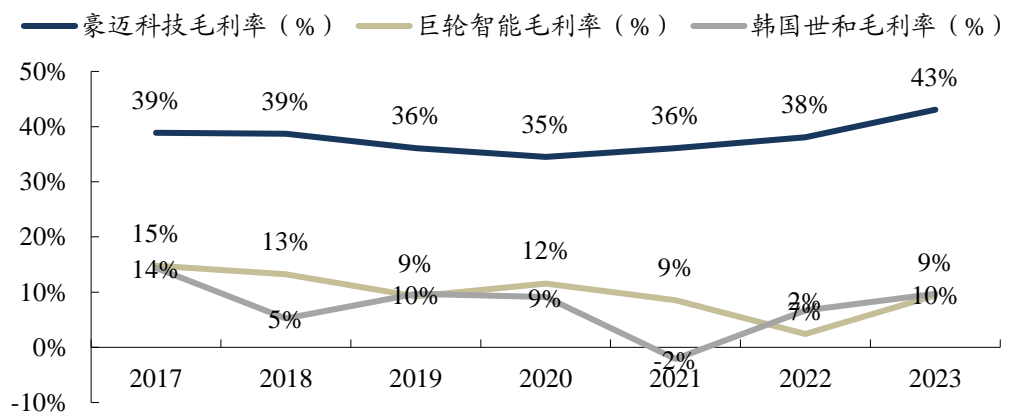
图19: 豪迈科技、巨轮智能、韩国世和轮胎模具营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

公司轮胎模具业务毛利率水平优于同行。2023 年公司轮胎模具业务毛利率 43%，远高于巨轮智能（9%）和韩国世和（10%）。另外近六年三家公司中仅有豪迈科技毛利率整体呈上升趋势，巨轮智能和韩国世和毛利率都在逐步下滑，2017-2023 年豪迈科技毛利率提升了 4.17pct，而巨轮智能与韩国世和毛利率分别下降 5.37pct 和 4.69pct。公司毛利率水平由于同行的原因主要有三点：1) 公司轮胎模具业务体量大，规模效应明显。目前豪迈科技轮胎模具业务体量是巨轮智能与韩国世和业务体量的十倍有余，大规模的生产使得公司固定成本与费用可以得到充分摊薄，进而提升毛利率水平；2) 公司产业链延伸至上游，自产毛坯成本管控得当。早在 2011 年公司上市时即开始规划轮胎模具毛坯自供，相比于外采，自造毛坯有明显的成本优势，能够创造出更大的利润空间；3) 公司自制轮胎模具生产专用设备。公司出身于轮胎模具加工专用设备，在电火花机床等专用装备领域有近 30 年的技术积累，电火花机床是轮胎模具生产的核心专用设备，也是公司在轮胎模具行业的核心技术壁垒，生产设备自主可控也是公司控制成本的重要手段。另外公司电火花机床等轮胎模具专用装备不对外销售，以确保核心竞争优势不外泄。

图20: 豪迈科技、巨轮智能、韩国世和轮胎模具业务毛利率对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所 (注: 韩国世和为综合毛利率)

产品多样产能丰富，全方位满足客户需求。公司掌握先进轮胎模具制造技术，根据

公司官网披露，公司轮胎模具年产能达 2.8 万套，品种涵盖乘用车、轻卡车、载重车、工程车、巨型工程车、摩托车等轮胎模具；材质涵盖钢、锻铝和铸铝；结构形式涵盖：斜平面、圆锥面以及斜平圆锥复合定位等各种精密向心结构。产能充足产品丰富确保公司能够全方位满足客户需求，提高客户黏性。

表2: 公司轮胎模具品种多样能够满足多种需求

轮胎模具分类方式	公司产品储备
开合方式	上开活络模具、下开活络模具和两半模具
应用场景	乘用车、轻卡车、载重车、工程车、巨型工程车、摩托车等轮胎模具，以及工业实心胎模具和胶囊模具等
花纹材质	钢、锻铝和铸铝
结构形式	斜平面、圆锥面以及斜平圆锥复合定位等各种精密向心结构

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**持续进行研发创新，巩固全行业领先地位。**公司已经形成了全员创新的特有创新体系，并拥有装备优势、人才专利优势与技术优势三重保障，确保公司研发走在行业前沿。装备优势方面，公司拥有自主研发的自动化专用设备和较强的综合制造能力；人才专利优势方面，公司拥有专业技术研发人员 1000 余人，获得授权专利 1360 项；技术优势方面，公司全面掌握轮胎模具三大加工工艺并跨足 3D 打印等新技术，通过了七大体系认证。根据公司公告，轮胎模具领域公司主要研发项目有高性能轮胎机械鼓、数字化刀具智能管理系统以及轮胎模具型腔智能化技术，持续的研发投入使得公司轮胎模具加工精度、质量和效率不断提高，产品优化并降低修整成本，确保公司走在行业前沿。

表3: 公司近期轮胎模具业务的研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
高性能轮胎机械鼓替代胶囊硫化装置的研发	使用电阻加热机械鼓替代胶囊硫化技术开发，减少胶囊浪费、降低能耗，并达到硫化轮胎尺寸精度高、均匀性好、动平衡优良、使用寿命长等目的	已完结	推广使用	为国内外轮胎厂商提供优质的产品和服务
轮胎模具数字化刀具智能管理系统研发	本项目提出利用轮胎模具数字化刀具智能管理系统研发方案来解决加工精度低、成本高、周期长的难题，	按计划推进	形成一套刀具选用、切削加工方式、刀具寿命控制及配送的智能化管理系统	提高轮胎模具加工精度、加工质量和效率，降低模具修整成本
轮胎模具型腔智能化技术开发及应用系统研究	开发一套集设计、工艺于一体的智能化系统，完成模具设计、工艺资料及加工程序的自动生成、自动验证	按计划推进	缩短轮胎模具设计周期	助力推动轮胎模具行业向智能制造迈进，提高轮胎模具产品质量及生产效率

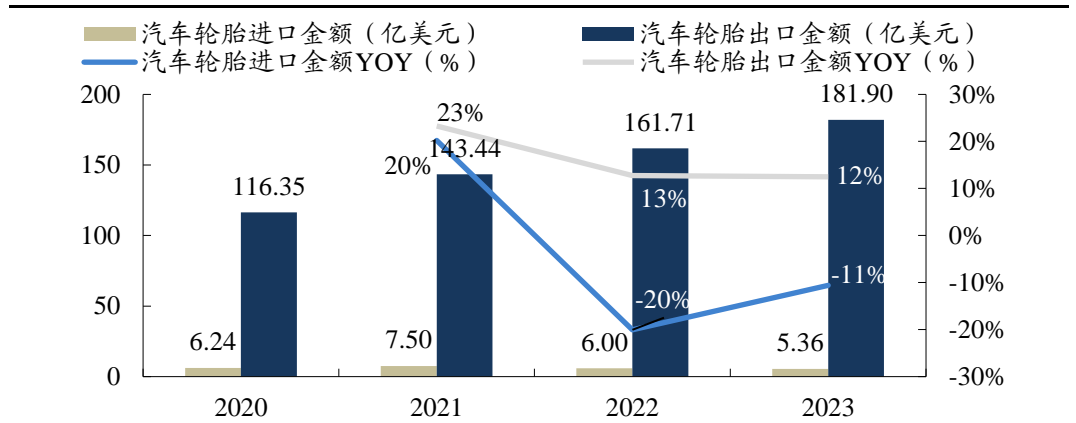
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



2.4. 下游轮胎出海加速，绑定国内客户产能提早布局，未来持续受益

近年来橡胶轮胎出口量不断提高，出口顺差不断扩大。国产橡胶轮胎出海正在加速，根据华经产业研究院数据，2023年中国汽车轮胎出口金额181.90亿美元，同比增长12%，同期汽车轮胎进口金额5.36亿美元，同比下降11%。自2020年以来，国产轮胎出口不断增长，进口方面则不断收缩，汽车轮胎出口顺差不断扩大，2023年中国汽车轮胎出口顺差已达176.54亿美元。

图21: 2020-2023年中国汽车轮胎进出口金额



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

汽车轮胎出海大势明晰，贸易摩擦下国内轮胎厂开始寻求海外建厂。2023年中国轮胎出口频繁受到反倾销调查，出口目标国施压下贸易摩擦频发，在此背景下国内轮胎企业纷纷寻求海外建厂，海外产能布局加速，仅2023年一年内就有7家轮胎企业宣布新的海外建厂计划，投资总额近200亿元。国内轮胎厂的海外产能扩张将带动轮胎模具需求向上。

表4: 中国轮胎企业海外产能统计 (2024年)

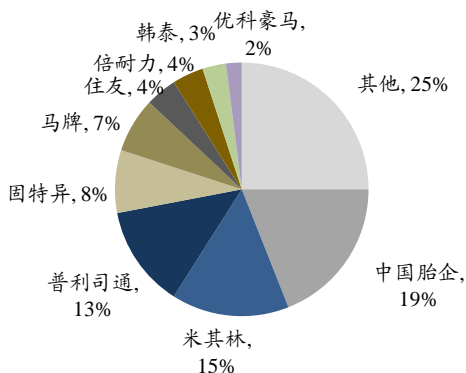
国家	企业	年产能	进展
泰国	中策橡胶	2000万条(半钢和全钢)	已投产
	玲珑轮胎	1500万条半钢胎、220万条全钢胎	已投产
	浦林成山	200万条全钢胎、800万条半钢胎	最新启动200万条半钢子午线项目
	通用股份	130万条全钢胎、600万条半钢胎	2023年9月启动二期600万条半钢胎、50万条全钢胎
	双钱集团	180万条卡客车胎、5万条工程胎	已投产
	森麒麟	1200万条半钢胎	已投产
	赛轮集团	1200万条半钢胎、160万条全钢胎、6万吨非公路轮胎	已投产
越南	贵州轮胎	120万条全钢胎	在建年产95万条全钢胎项目
	金字轮胎	120万条全钢胎/1000万条半钢胎	PCR产能2023年奠基
	昊华轮胎	1440万条高性能轮胎	拟建

	通用股份	年产 500 万条半钢胎及 90 万条全钢胎	拟建 350 万条半钢胎和 75 万条全钢胎
柬埔寨	赛轮集团	900 万条半钢胎、165 万条全钢胎	拟建 600 万条半钢胎
	双星集团	700 万条半钢胎和 150 万条全钢胎	已奠基
	福麦斯轮胎	120 万条全钢胎和 800 万条半钢胎	拟建
	万力轮胎	/	拟建
塞尔维亚	玲珑轮胎	1200 万条半钢胎、160 万条全钢胎、2 万条工程胎及农用子午胎	部分投产
巴基斯坦	浪马轮胎	240 万条全钢胎	已达产 74 万条
西班牙	森麒麟	1200 万条半钢胎	拟建
摩洛哥	森麒麟	600 万条半钢胎	已开工
马来西亚	新迪轮胎	PCR、LTR 及 TBR 轮胎	拟建
	福临轮胎	年产 350 万条	已达产
墨西哥	赛轮集团	600 万条半钢胎项目	拟建
	中策橡胶	/	已开建
印度尼西亚	中策橡胶	/	2024 年计划落地

数据来源：车轱车辙，东吴证券研究所

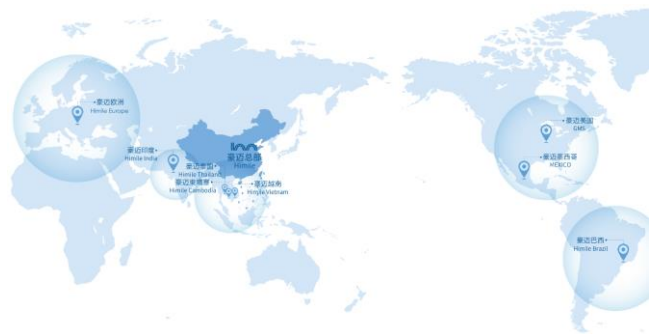
公司海外布局已然建立成熟，有望在本次国内轮胎厂海外产能扩建中持续受益。公司已经进入亚洲、欧洲、美洲等地区主流轮胎制造商的全球采购系统，相继赢得了日本普利司通、美国固特异、法国米其林、德国大陆、美国固铂、意大利倍耐力等世界轮胎巨头的认可。在开拓海外客户的过程中，公司海外生产服务体系也一并成熟壮大，目前在亚洲、欧洲、南北美洲等地区已经具备较为完善的生产服务体系，2023 年公司泰国轮胎模具扩建项目顺利投产、墨西哥工厂开工建设、在柬埔寨设置了分支服务机构，海外布局进一步走向成熟。东南亚地区是本次国内轮胎厂海外产能扩建的主要地区，公司在东南亚产能与服务体系已然完备，能够实现近距离服务客户，有望在本轮胎企海外扩建潮中充分受益。

图22：2021 年轮胎市场格局（头部企业都是公司客户）



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图23：豪迈科技全球布局情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3. 数控机床行业：面向高端五轴机床起点高，自用转外销增速可观

#### 3.1. 深耕工业母机行业 30 载，致力于国之重器的国产替代

**深耕机床行业 30 年，五轴技术积淀深厚。**公司自 1997 年开始从事数控机床的研发与制造，至今已有 30 余年。轮胎模具精密雕刻加工方式需要在轮胎模具的曲面上通过机床加工的方式雕刻出所需要形成的花纹。在曲面上加工复杂结构时，使用一般的三轴机床会面临对工件进行多次的反复装夹和使用不同刀具的换刀操作，这种反复装夹工件与换刀使得工件加工效率较低，单位加工时间长。五轴联动机床则可以很好地满足轮胎模具雕刻加工中“曲面加工+减少换刀+减少反复装夹”三大痛点。出于对主业轮胎模具加工的支持需求，公司在五轴联动机床领域进行了深入研究，多年的技术积淀使得公司在对于五轴联动机床的技术理解处于行业领先地位。

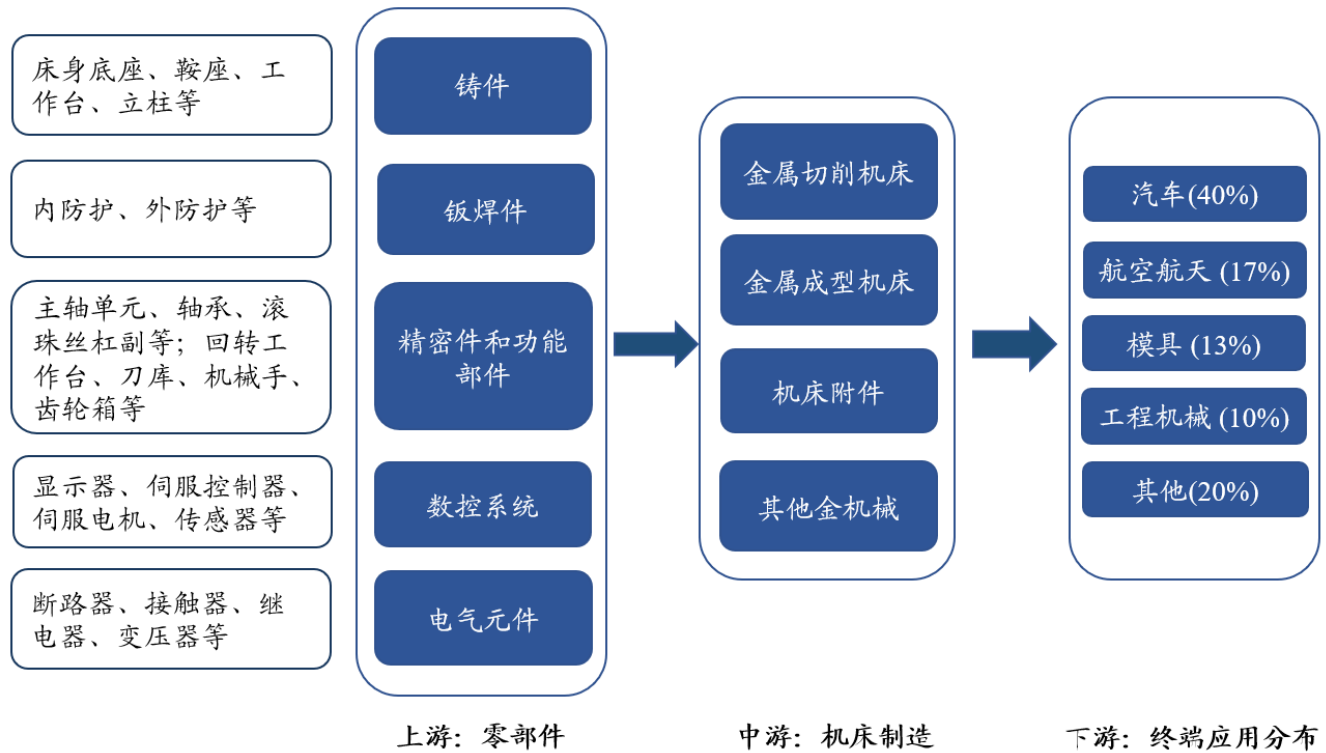
图24：精密雕刻生产轮胎模具对机床加工能力要求高



数据来源：GF Machining Solutions，东吴证券研究所

**机床作为工业母机，在众多制造业下游都有应用。**机床是金属加工的重要工具，被誉为“工业母机”。机床上游是基础材料与机床零部件，主要包括铸件、钣金件、主轴、滚珠丝杠、转台、数控系统、电气元件等，下游应用非常广泛，在汽车、通用机械、3C 电子、模具、航空航天、工程机械等机械制造领域都有应用。

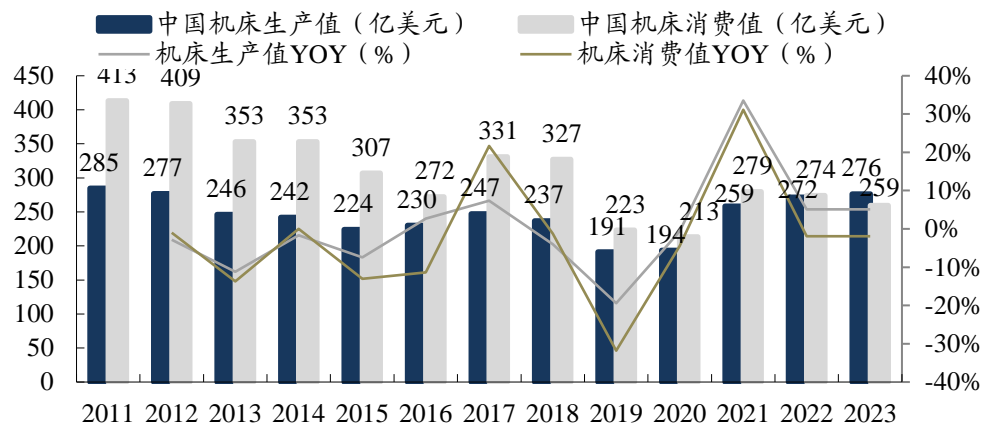
图25: 机床产业链



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所（注：括号中百分比数据含义为2021年中国机床下游行业占比）

中国是世界第一机床消费大国，2023年消费额约1800亿元。根据中国机床工具工业协会数据，2023年我国金属加工机床生产额1935亿元，其中金属切削机床生产额1135亿元，金属成型机床生产额800亿元；金属加工机床消费额1816亿元，其中金属切削机床消费额1108亿元，金属成型机床消费额708亿元，我国金属加工机床市场规模接近2000亿元。根据贝哲斯咨询数据，2023年全球机床市场规模4381.3亿元（625.9亿美元，人民币兑美元汇率取7:1），我国机床市场占全球机床市场规模40%以上，是世界上最大的机床生产国和消费国。

图26: 我国机床产值与消费值（亿美元）



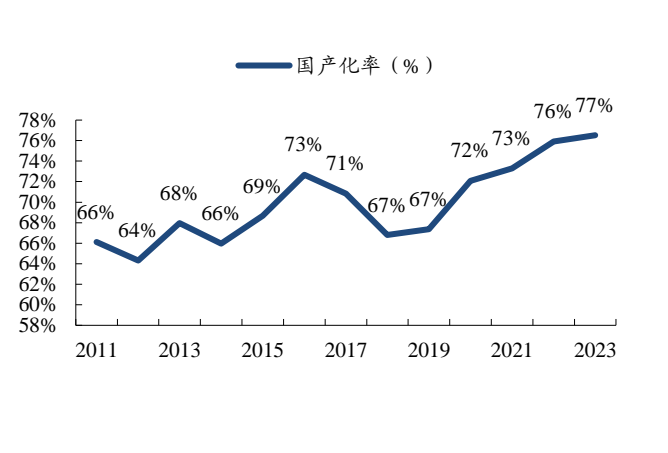
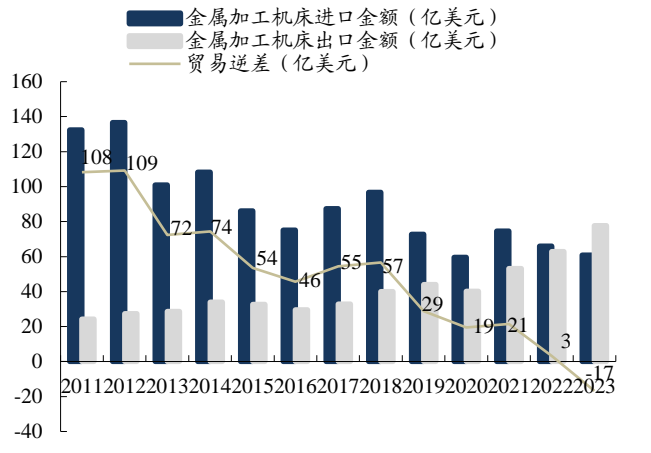
数据来源：中国机床工具工业协会，东吴证券研究所



**机床贸易逆差实现反转，逐步走向自主可控。**根据中国机床工具工业协会数据，2011-2023 年我国金属加工机床进口额逐步减少而出口额逐渐提高，贸易逆差从 2011 年的 108 亿美元减少到 2022 年的 3 亿美元，并在 2023 年首次实现了金属加工机床 17 亿美元的贸易顺差。国产化率方面，我国金属加工机床国产化率从 2011 年的 66% 提升到 2023 年的 77%，进程虽有波动但国产替代的大趋势不变。

图27: 我国金属加工机床由贸易逆差转为顺差

图28: 我国金属加工机床国产化率逐步提高



数据来源: 中国机床工具工业协会, 东吴证券研究所

数据来源: 中国机床工具工业协会, 东吴证券研究所  
注: 国产化率=1-进口金额/消费额

**近年来国家政策加码布局，对机床行业扶持力度不断提高。**自“04 专项”以来，国家政策对于机床行业的扶持从未停歇，并且近几年政策出台更加密集，扶持力度加大。2023 年财政部和税务局发布《关于工业母机企业增值税加计抵减政策的通知》，减免机床生产企业增值税额，为企业注入活力；2024 年国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，机床更新在方案中有所提及，各地区后续推出了一系列的补贴工作细则，此举预计能够刺激国内机床消费需求提高。

表5: 公司大型零部件业务在加工、技术、品控等方面具有优势

发布时间	政策名称	政策内容
2019.10.11	《关于印发制造业设计能力提升专项行动计划（2019-2022）的通知》	总体目标在高档数控机床、工业机器人、汽车、电力装备、石化装备、重型机械等行业，以及节能环保、人工智能等领域实现原创设计突破。
2019.10.30	《产业结构调整指导目录（2019 年）本》	将“高端数控机床及配套数控系统，五轴及以上联动数控机床，数控系统，高精密、高性能的切削刀具、量具量仪和磨料磨具”内的产品列为鼓励发展项目。
2020.6.12	《工业通信业职业技能提升行动计划实施方案》	为数控机床等制造强国、网络强国建设重点领域提供培训平台，形成一批可复制推广的新技能培训经验做法，并提出 2 年内开展各类职业技能培训 50 万人次以上的要求
2021.8.19	国资委党委扩大会议	要把科技创新摆在更加突出的位置，推动中央企业主动融入国家基础研究、应用基础研究创新体系，针对工业母机、高端芯片、新材料、新能源汽车等加强关键核心技术攻关，努力打造原创技术“策源地”。
2021.12.27	《“十四五”智能制造发展规划》	围绕关键工艺、工业母机、数字孪生、工业智能等重点领域，支

		持行业龙头企业联合高校、科研院所和上下游企业建设一批制造业创新载体；研发智能立/卧式五轴加工中心、车铣复合加工中心、高精度数控磨床等工作母机。
2022.9.18	首批中证机床 ETF 发行	华夏中证机床 ETF、国泰中证机床 ETF 获证监会批复，分别于9月23日、9月26日发行，跟踪中证机床指数，涉及主机厂、数控系统、主轴、切削工具等领域上市公司。
2022.9.27	首个国内主导的机床数控系统标准发布	首个中国主导的机床数控系统系列国际标准 ISO23218-2 正式发布，表明我国在 04 专项支持下建立的“高档数控系统关键技术标准体系”成果得到了国际认可。
2022.10.16	《总书记在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》	建设现代化产业体系。坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。
2023.8	《关于工业母机企业增值税加计抵减政策的通知》	财政部和税务局联合发布，对生产销售先进工业母机主机、关键功能部件、数控系统的增值税一般纳税人，允许按当期可抵扣进项税额加计 15% 抵减企业应纳增值税税额。
2023.9	《机械行业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	《工作方案》主要聚焦机床工具、农业机械、工程机械等 11 个细分行业
2024.1	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	将高端数控机床提级列于鼓励类目录
2024.3	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	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，更好发挥能耗、排放、技术等标准的牵引作用，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，积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应。

数据来源：智研咨询、国务院、发改委、工信部等官网，东吴证券研究所

### 3.2. 五轴联动机床：机床行业中的高精尖产品，国产自主化率有待提高

**五轴联动机床是数控机床领域的高端机型，主要应用于高端制造领域。**五轴联动是指机床基本的直线轴三轴 X/Y/Z 及附加的旋转轴 A/B/C 中的两轴，五轴同时运动，来任意调整刀具或工件的姿态，实现对空间复杂型面的加工。主要应用于航空航天、军事工业、科研、精密器械等高精度行业，是解决航空发动机叶轮、叶盘、叶片、船用螺旋桨等关键军工产品加工的唯一手段。

图29: 五轴联动机床工作原理

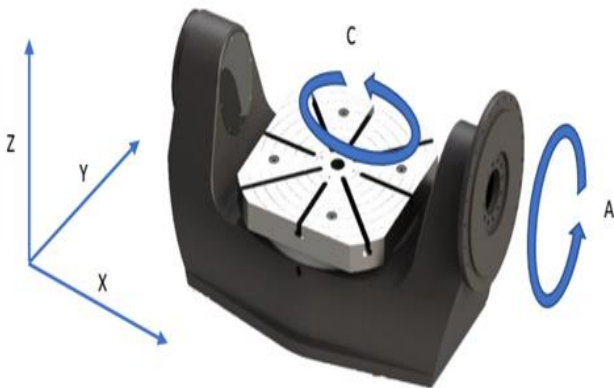
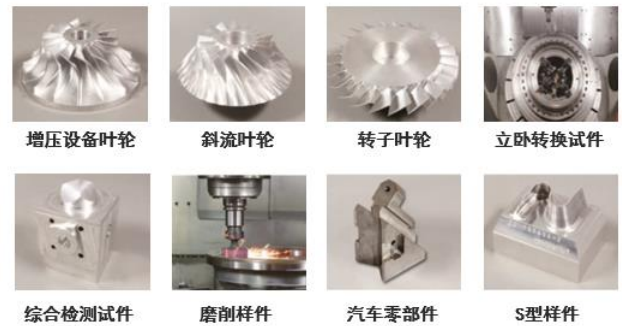


图30: 五轴机床可用于曲面加工



数据来源: 科德数控招股说明书, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

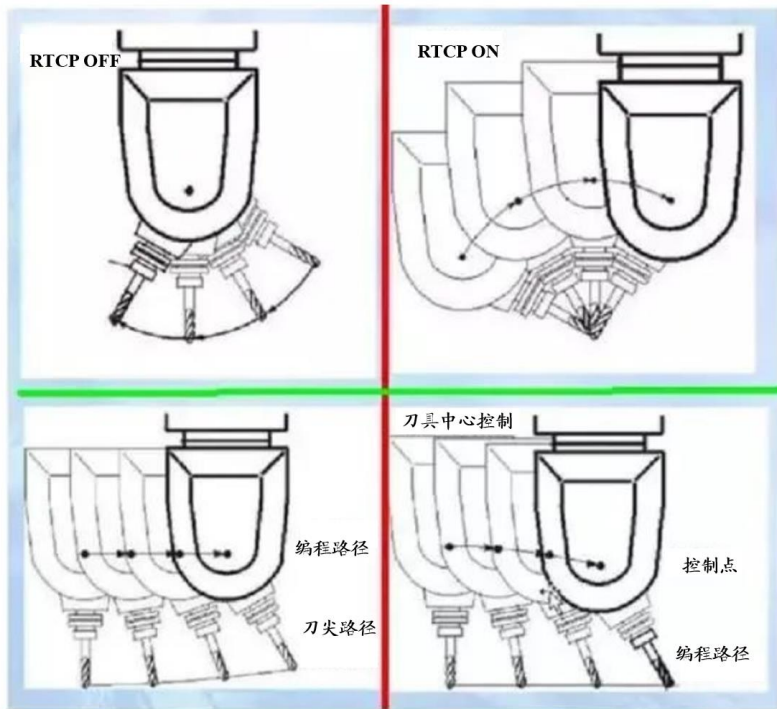
**五轴联动机床在研发制造上具备以下技术难点:** (1) 需要具备 RTCP 功能; (2) 五轴机床编程困难; (3) NC 程序校验复杂; (4) 刀具补偿半径失效; (5) 后置处理器待开发; (6) 存在非线性误差和奇异性问题; (7) 对 CAD/CAM 系统要求高。以上技术难点是五轴机床研发技术壁垒显著高于三、四轴机床的原因。

表6: 五轴联动机床在研发制造上的技术难点

技术难点	具体内容
需要具备 RTCP 功能	RTCP 功能 (刀具中心点控制功能), 使刀具能够单纯地围绕目标轨迹点 (即刀具中心点) 旋转, 实时补偿由于刀柄转动所造成的刀具中心点各直线坐标的偏移
五轴机床编程困难	五轴联动机床编程需要考虑三个直线轴及两个旋转轴, 在数控编程时除了考虑直线运动之外, 还要协调旋转运动的相关计算, 如旋转角度行程检验、非线性误差校核、刀具旋转运动计算等
NC 程序校验复杂	五轴联动机床加工可能遇到以下碰撞情况: 刀具切入工件、刀具以极高的速度碰撞到工件、刀具和机床/夹具及其他加工范围内的设备相碰、机床上的移动件、固定件或工件相碰撞, 为避免碰撞 NC 程序校验必须对机床运动学及控制系统进行综合分析
刀具补偿半径失效	在五轴联动 NC 程序中, 刀具长度补偿功能仍然有效, 而刀具半径补偿失效。以圆柱铣刀进行接触成形铣削时, 需要对不同直径的刀具编制不同的程序
后置处理器待开发	五轴机床有两个额外旋转坐标, 刀具位置从工件坐标系向机床坐标系转换, 中间要经过几次坐标变换。目前市场上主流的后置处理器生成器只适用于三轴机床, 五轴数控机床的后置处理器还有待开发
非线性误差和奇异性问题	五轴联动机床引入旋转坐标后带来两个问题。(1) 非线性误差: 在前置计算阶段, 编程者无法得知非线性误差的大小, 只有通过后置处理器生成机床程序后才能计算; (2) 奇异性问题: 如果奇异点处在旋转轴的极限位置处, 则在奇异点附近若有很小振荡都会导致旋转轴的 180° 翻转
对 CAD/CAM 系统要求高	对五面体加工的操作, 必须借助于成熟的 CAD/CAM 系统, 并且必须要有经验丰富的编程人员来对 CAD/CAM 系统进行操作

数据来源: OSCAX, 东吴证券研究所

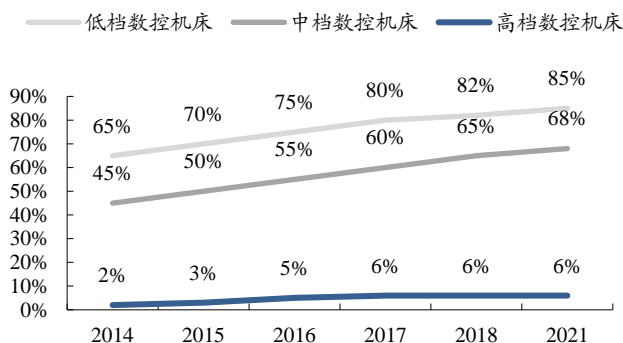
图31: 五轴联动机床 RTCP 技术原理



数据来源: OSCAX, 东吴证券研究所

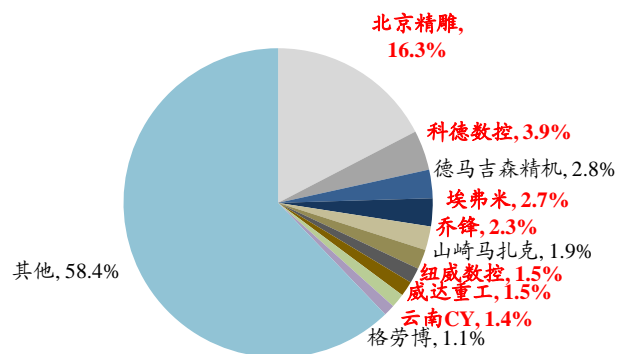
我国高档机床国产化率提升缓慢, 五轴联动机床自主化率不高。根据科德数控招股说明书以及智研咨询数据, 2014-2021 年我国低档数控机床和中档数控机床的国产化率分别从 65%提升到 85%和 45%提升到 68%, 增幅在 20pct 以上, 但 2021 年我国高档机床国产化率仍然仅有 6%。根据 MIR 数据, 按销量统计, 2023 年我国五轴机床市场比较分散, 国产品牌仅北京精雕和科德数控市场份额较高, 分别为 16.3%和 3.9%, 其余品牌五轴机床市场份额都在 3%以下。加总国产品牌五轴机床的市场份额, 仅有 30%左右, 我国五轴联动机床进口替代的空间较大。

图32: 我国低、中、高档机床国产化率 (%)



数据来源: 科德数控招股说明书, 智研咨询, 东吴证券研究所

图33: 2023 年中国五轴机床市场份额 (销量)

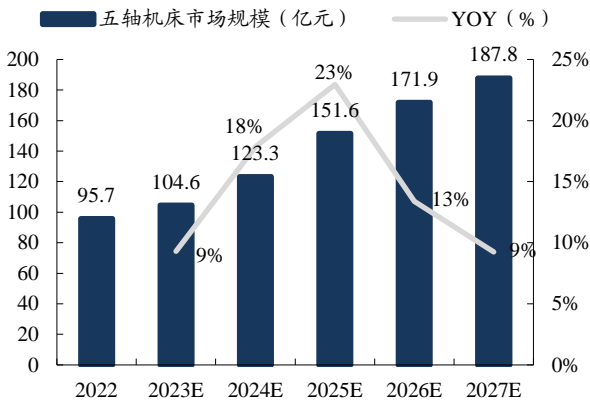


数据来源: MIR 睿工业, 东吴证券研究所



**五轴联动机床市场百亿规模，国产替代提上日程。**根据 MIR 数据，2022 年我国五轴联动机床市场规模 95.7 亿元，需求数量 4415 台，预计未来 5 年五轴联动机床市场复合增长率在 15%，远高于金属切削机床整体市场复合增长率。《瓦森纳协定》对我国高精度机床进口规定了限制条件，我国进口五轴机床的性能参数以及用途被严格限制，在此背景下我国航天军工等依赖高精度五轴联动机床的行业面临卡脖子难题。国产五轴机床的产品力提高，未来有望在航天军工等领域率先实现大规模国产替代。

图34：我国五轴机床市场规模（亿元）



数据来源：MIR 睿工业，东吴证券研究所

图35：《瓦森纳协定》规定了出口机床参数限制

机床类型	轴数	单向重复定位精度	单轴行程
车床	两轴及以上	$\leq 0.9\mu\text{m}$	$\leq 1\text{m}$
		$\leq 1.1\mu\text{m}$	$\geq 1\text{m}$
铣床	两轴及以上	$\leq 0.9\mu\text{m}$	$\leq 1\text{m}$
		$\leq 1.1\mu\text{m}$	$\geq 1\text{m}$
	四轴联动	$\leq 0.9\mu\text{m}$	$\leq 1\text{m}$
		$\leq 1.1\mu\text{m}$	$\geq 1\text{m}$
	五轴联动	$\leq 0.9\mu\text{m}$	$\leq 1\text{m}$
		$\leq 1.4\mu\text{m}$	1-4m
镗床	-	$\leq 6\mu\text{m}$	$\geq 4\text{m}$
磨床	三轴及四轴联动	$\leq 1.1\mu\text{m}$	
		$\leq 1.1\mu\text{m}$	$\leq 1\text{m}$
	五轴联动	$\leq 1.4\mu\text{m}$	1-4m
		$\leq 6\mu\text{m}$	$\geq 4\text{m}$

数据来源：《瓦森纳协定（2023）》，东吴证券研究所

### 3.3. 厚积薄发：主营五轴机床与转台部件，内供转外销兑现技术积淀

公司主要机床产品包括五轴加工中心以及转台零部件。机床领域产品类型包括精密加工中心、XHS/XHQ 系列五轴加工中心、超硬刀具五轴激光雕刻机，机床零部件领域公司主要经营五轴机床转台，产品类型包括 RDSV/RDSH 系列单轴直驱转台、RDDS/RDDM/RDDN 系列双轴单/双臂直驱转台。公司五轴加工中心产品性能参数优秀，转台零部件的精度和稳定性已经位居行业前列。公司机床及零部件产品结构直指高端机床领域。

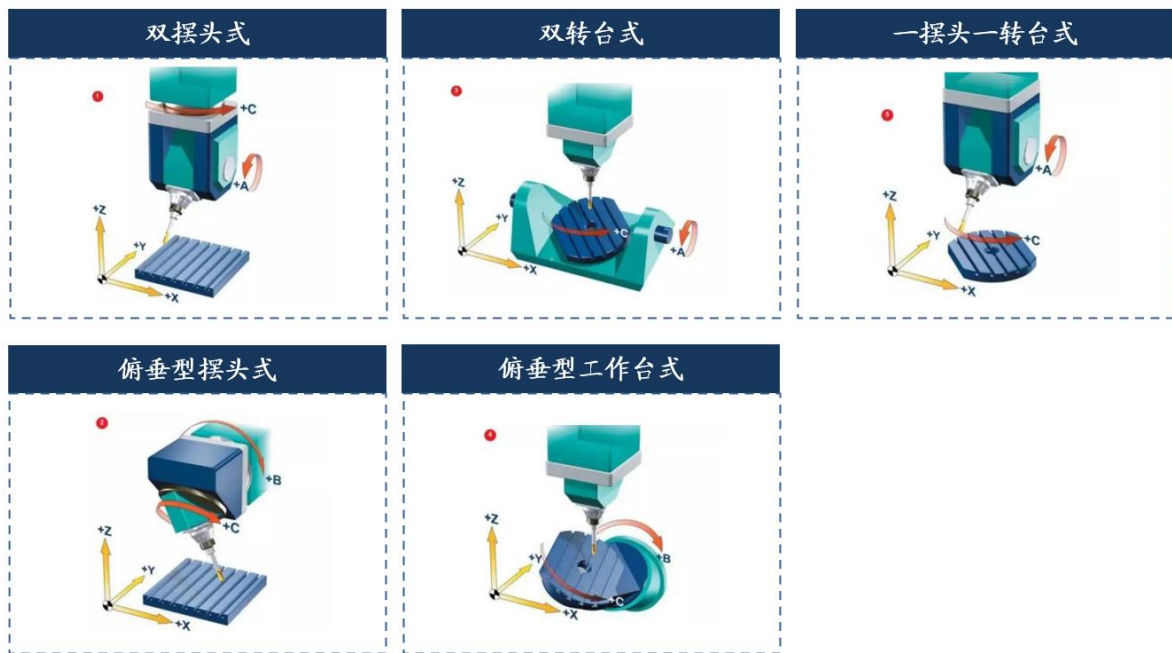
图36：公司机床及零部件产品矩阵

机床		单轴直驱转台	双轴直驱转台	
精密加工中心	XHS系列五轴加工中心	RDSV系列 单轴立式直驱转台	RDDS系列 双轴双臂直驱转台	RDDM系列 双轴双臂直驱转台
超硬刀具五轴 激光雕刻机	XHQ系列五轴加工中心	RDSH系列 单轴卧式直驱转台	RDDM系列 双轴双臂直驱转台	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

转台是实现从三轴机床到四五轴机床转变的重要部件。为满足各种不同的加工需求，五轴机床有多种不同的机械设计以满足需求，综合来看目前市面上五轴机床主要有五种形式结构：双摆头式（两个转动坐标直接控制刀具轴线方向）、俯垂型摆头式（两个坐标轴在刀具顶端，但是旋转轴不与直线轴垂直）、双转台式（两个转动坐标直接控制空间的旋转）、俯垂型工作台式（两个坐标轴在工作台上，但是旋转轴不与直线轴垂直）、一摆头一转台式（两个转动坐标一个作用在刀具上，一个作用在工件上）。由此可见，转台是五轴联动机床的核心技术壁垒之一，公司目前已经研发生产多型号多系列的单双轴转台，在转台领域有深厚的技术积累，这一优势支撑公司五轴机床产品力再上台阶。

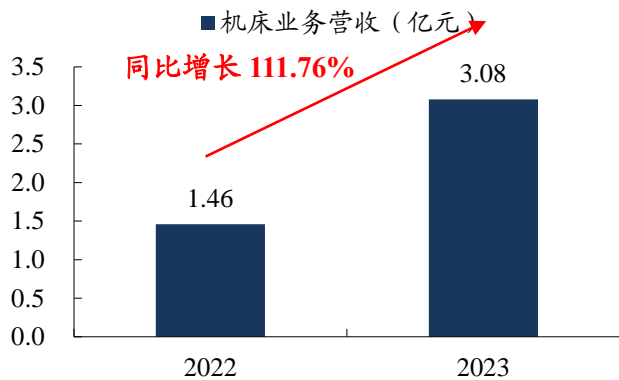
图37：公司机床及零部件产品矩阵



数据来源：OSCAX，东吴证券研究所

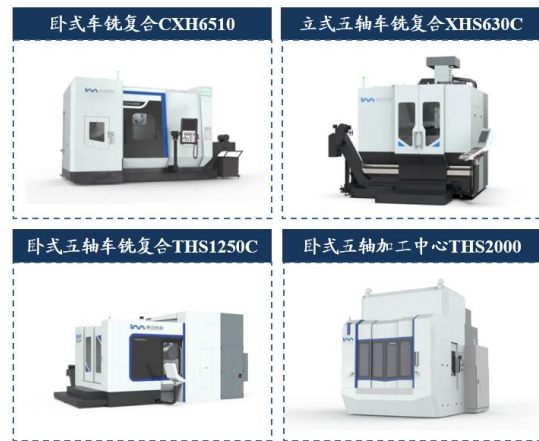
2022 年开始机床从自用转向外销，多年技术积淀站在业绩兑现前夕。2022 年公司正式开始对外销售机床产品，当期实现营业收入 1.46 亿元，2023 年机床收入同比增长 111.76%，实现营业收入 3.08 亿元。根据 Wind 投资者调研纪要数据，公司 2023 年机床自产自销仅 0.93 亿元，外销金额是自销金额的三倍以上。根据公司官网数据，公司目前机床年产能 1000 台，产能充足，未来打开销售渠道叠加国内机床需求复苏，公司机床业务收入有望实现快速放量。**销售方面**，公司对外销售刚刚起步，因此采取了增加市场曝光度的销售策略，积极参加机床展，对外展示公司的产品优势与技术实力，2023-2024 年接连参加了北京、青岛、上海举办的机床展，加大品牌宣传力度。

图38: 公司机床业务起步增速良好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: CCMT2024 公司参展机床



数据来源: 中国机床工具工业协会, 东吴证券研究所

与华中数控合作开发五轴机床数控系统, 享有成本+定制化双重优势。在五轴联动机床零部件国产化进程中, 豪迈科技走在行业的最前沿。国产五轴数控系统与进口系统的差距主要源于应用场景的适配性, 国产系统客户接受度不高导致其难以获取实战应用的使用体验与反馈, 无法根据反馈持续更新迭代产品。2021 年公司与华中数控组成联合攻关小组, 历经 10 轮百日攻关, 在 CIMT2023 北京国际机床展期间推出了华中数控高端五轴数控系统产品包, 该产品实现了五轴加工技术的数字化、网络化、智能化融合, 在 11 项关键功能上达到国际最先进五轴数控系统标准。通过与华中数控合作研发数控系统, 公司针对不同应用场景与使用难点的定制化需求可以得到满足, 这是外采进口数控系统不具备的优势。另外国产数控系统相比进口数控系统在成本上也更有优势, 机床制造成本能够得到更好的管控。豪迈科技与华中数控合作开发数控系统, 在获得了成本+定制化双重优势后还实现了对国产数控系统产业的反哺, 双方真正实现了合作共赢。

表7: 华中数控与豪迈科技联合研发高端五轴数控系统产品包的 6 大技术亮点

技术亮点	具体内容
超匀顺曲面插补功能	(1) 针对加工轨迹程序段长度和刀具转角不均匀, 在数控系统端匀顺 G 代码轨迹, 提高插补轨迹平滑性与连续性, 显著改善加工件表面质量 (2) 根据精度模型施加前馈, 各轴跟随误差近零控制, 提高加工精度 (3) 根据机床性能自适应调整进给速度, 提高加工效率
新 RTCP 技术	新 RTCP 技术具备标准五轴机床、六轴机床、七轴冗余自由度机床 RTCP 功能, 支持 100+机床构型, 满足不同加工场景位置和速度精确控制。RTCP 指定刀尖进给速度可以改善程序速度规划, 提升叶轮、叶片、复材铺缠等零件五轴及以上联动加工效率
CAM-CNC 融合	标配国产千机 CAM 软件, 支持通用三轴、3+2、五轴加工自动编程; 配套后置处理软件可根据机床结构定制生成加工程序
远程运维	标配远程运维功能, 建立机床全生命周期档案, 实现设备在线监控及故障预警, 变被动服务为主动服务, 缩短设备维修时间, 提高机床使用寿命, 实现用户降本增效
开放平台	基于“开放式体系架构”和“多层次开发接口”, 提供系统界面、数据互联、加工工艺、数控装置等多场景数控系统定制开发, 形成自主品牌的数控系统和数控机床
智能优化工具包	通过参数调试、数据采集、分析优化等步骤, 对四款智能优化工具包提质增效

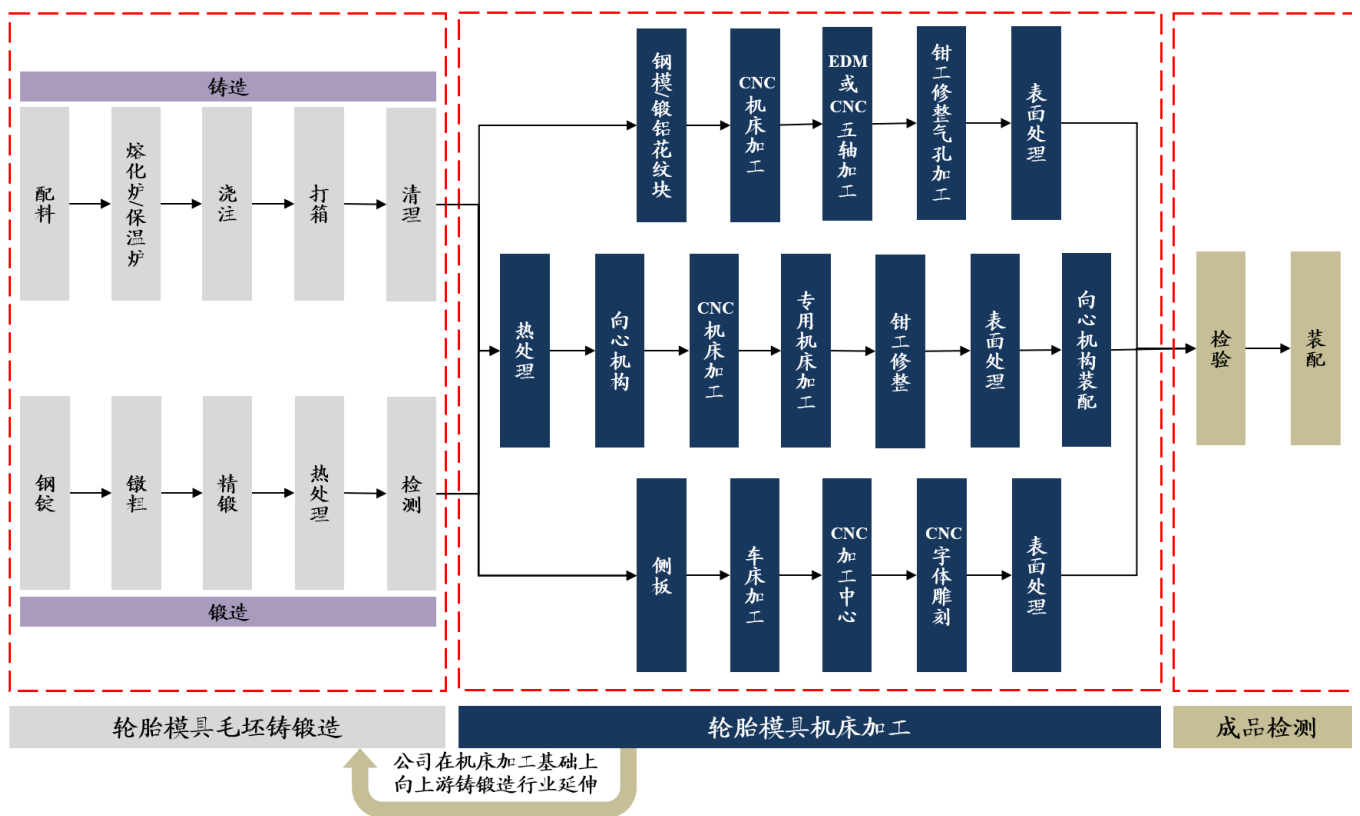
数据来源: 华中数控公众号, 东吴证券研究所

## 4. 大型零部件：轮胎模具毛坯件起家，向燃气轮机与风电设备部件领域横向拓展

### 4.1. 从机加工向上游大型零部件拓展，6年间实现快速增长

公司铸锻件业务起步于2006年，2011年募投建设高档精密铸锻中心项目扩张产能。豪迈科技铸锻件业务起步于产业链的纵向拓展，公司主业轮胎模具制造所需的主要原材料为各类铸锻件，约占轮胎模具生产成本的30%，外采铸锻件单价提升会导致轮胎模具产品毛利率下降。为降低铸锻件价格上涨带来的经营风险，公司在2011年募投建设了高档精密铸锻中心项目，向产业链上游纵向延伸。在2011年公司披露招股说明书的时间节点上，经公司测算，布局上游毛坯铸锻造业务，能够使公司轮胎模具业务毛利率提升3%，原材料供应周期缩短5-10天，提高公司经营质量。向上游铸锻件延伸是公司的必要之举。

图40：公司从轮胎模具行业向上游铸锻件毛坯延伸



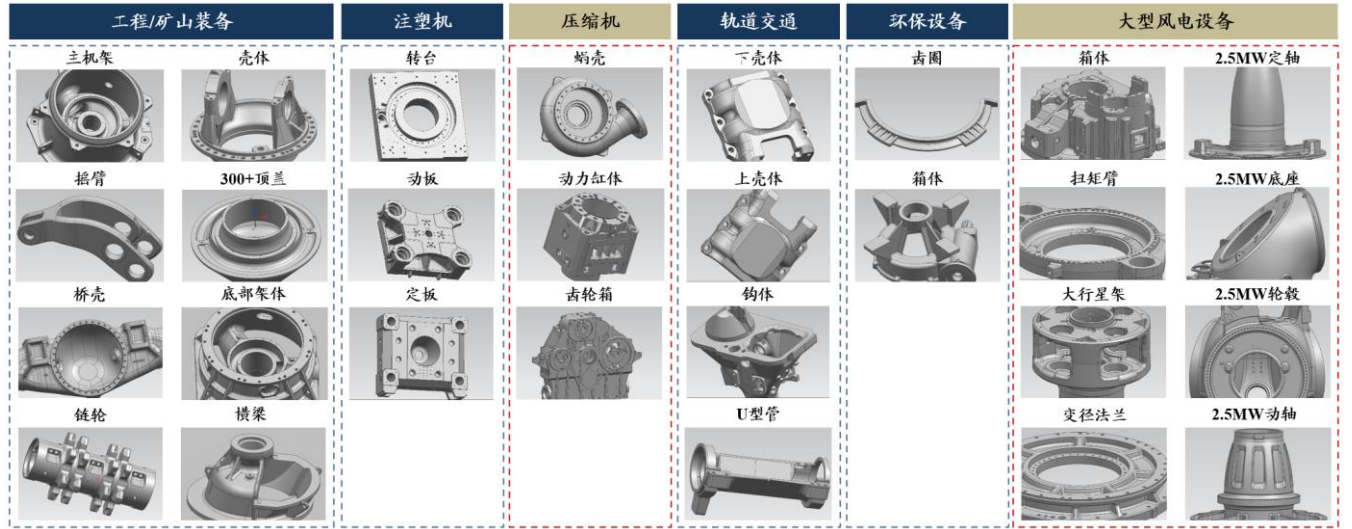
数据来源：豪迈科技招股说明书，东吴证券研究所

加大铸锻造领域布局，面向众多下游横向拓展大型零部件铸造业务。在铸锻造生产轮胎模具的经验基础上，公司逐步将铸锻件业务横向拓展至其他大型机械零部件领域，面向众多下游推出新产品。依托逐步成熟的铸锻技术以及生产轮胎模具积累的深厚机床加工经验，叠加公司具备成熟的机床自造技术储备，公司大型零部件加工业务目前已经



拓展到了六个细分子行业：工程矿山机械、注塑机、压缩机、轨道交通、环保设备以及大型风电设备，其中燃气轮机和大型风电设备零部件是目前公司大型零部件业务板块的主要支柱。

图41：公司大型零部件业务产品布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

扎实的加工技术能力与品控是公司大型零部件业务快速增长的保障。公司拥有行业领先的机床加工能力，是公司大型零部件业务快速发展最重要的保障，公司拥有卧式加工中心、龙门加工中心、车床等众多机床设备，适用于各种尺寸零部件加工；技术能力方面，公司拥有超过 200 人的技术团队，工龄超过 30 年的铸造、NDT、精密加工、涂装、焊接专家 30 多人，具备设计研发、三维建模、工艺开发、工装设计、技术优化、过程改善等技术能力；检测能力方面，公司掌握多种产品检测方法，品控良好。

表8：公司大型零部件业务在加工、技术、品控等方面具有优势

公司具体优势细节	
加工能力	卧式加工中心：加工范围 0.8m*0.8m*0.8m-16m*7m*1.9m，最大载重：160T 龙门加工中心：加工范围 1.4m*0.66m*0.6m-21m*8m*5m，最大载重：200T 车床：加工范围 φ0.85m-φ10m，最大载重：250T
技术能力	技术团队 200+人，工龄 30 年以上的专家 30+人，具备设计研发、三维建模、工艺开发、工装设计、技术优化、过程改善等技术能力
检测能力	掌握材料理化性能检测、无损检测、涂层检测、大型三坐标尺寸检测技术
资质认证	取得 ASME U/U2 钢印和 NB R 钢印、CNAS 、ABS、BV、PED、ISO3834、DNV GL、CCS、EN15085、IRIS、API、TSG 等多项资质认证

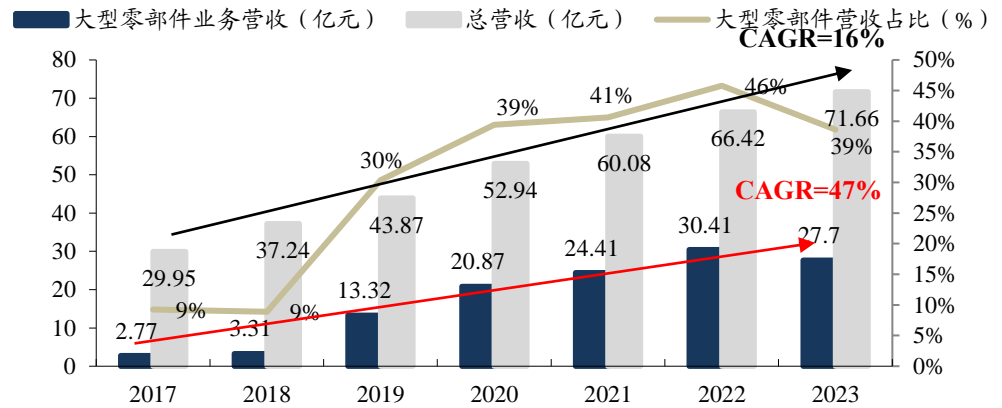
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

大型零部件业务收入 6 年内 10 倍增长，远超总收入增长速度。2017 年-2023 年公司大型零部件业务收入从 2.77 亿元增长到 27.7 亿元，实现了 10 倍增长，CAGR 高达 47%，同期总营收从 29.95 亿元增长到 71.66 亿元，CAGR 为 16%，大型零部件业务收入占比也从 9%攀升至 39%。产能方面，公司 2011 年募投建设的项目铸锻件年产能 4 万



吨，仅能供给公司内部自用，2023 年公司铸铁与铸钢年产能已达 25 万吨，铸铁件单重在 0.5-100 吨，铸钢件单重在 4-80 吨，公司铸锻件生产能力已经实现了质的飞跃。

图42: 公司大型零部件业务收入增速高于总收入增速

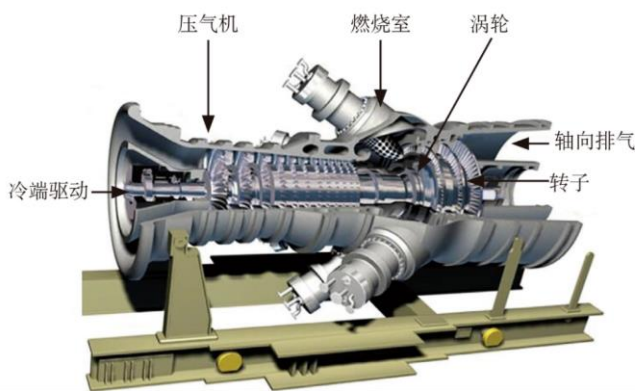


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4.2. 燃气轮机零部件: 市场空间广阔, 绑定龙头客户有望持续受益

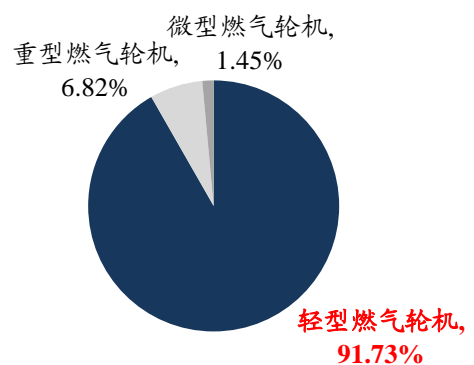
燃气轮机属于续流式旋转机械, 是内燃机的一种。燃气轮机的工作原理是通过压缩机吸入空气并压缩, 进而在燃烧室中与燃料 (通常为天然气) 混合燃烧产生高温燃气, 膨胀后的气体推动涡轮叶片做功, 实现将燃烧热能转化为机械能。燃气轮机根据输出功率划分可以分为微型、轻型和重型三类, 其中微型燃气轮机主要用于分布式发电, 轻型燃气轮机主要用于工业发电、船舶动力以及管道增压, 重型燃气轮机主要用作陆地上固定的发电机组, 例如城市电网。根据智研咨询数据, 2022 年中国燃气轮机市场中轻型燃气轮机占比高达 91.73%, 重型和微型燃气轮机占比仅有 6.82%和 1.45%。

图43: 燃气轮机的结构与工作原理



数据来源: 两机动力先行, 东吴证券研究所

图44: 2022 年燃气轮机市场份额情况

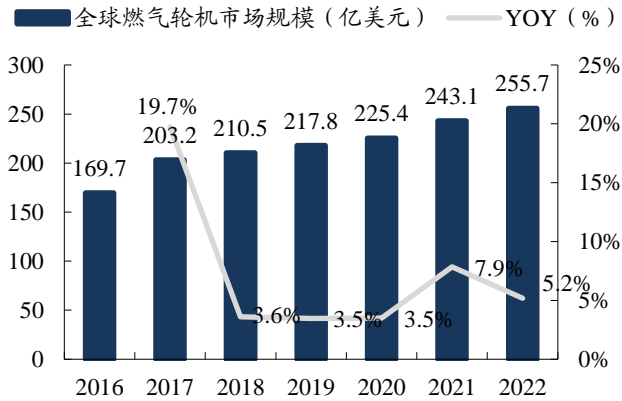


数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

燃气轮机全球市场规模千亿, 国内燃气轮机需求主要依赖进口。2022 年全球燃气轮机市场规模 255.7 亿美元, 同比增长 5.2%, 全球燃气轮机市场已经步入了相对稳定阶段, 近五年增长率都维持在 5% 上下波动。市场格局方面, 燃气轮机市场主要由外资巨头垄断, 2022 年通用电气、西门子两家占据了 80% 的份额, 其中通用电气

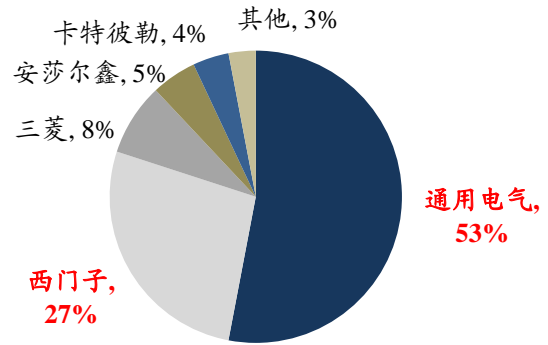
占比 53%，西门子占比 27%，另外还有部分第二梯队的外资企业瓜分剩余的小市场，包括三菱（8%）、安莎尔鑫（5%）、卡特彼勒（4%），我国燃气轮机自主化程度较低，目前主要依赖进口。

图45：2016-2022 年全球燃气轮机市场规模（亿美元）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图46：2022 年中国燃气轮机市场竞争格局



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

**头部企加紧布局，天然气与氢燃料等清洁能源消费增加支撑燃气轮机增长基本盘。**在双碳政策指引、天然气消耗指引与氢能源的快速发展下，燃气轮机装机未来仍有较为明朗的发展空间，立鼎产业研究院预计 2026 年全球燃气轮机市场规模将达到 283 亿美元。早在 2017 年发布的《加快推进天然气利用的意见》就明确指出，力争在 2030 年实现天然气在一次能源消费中占比 15%，根据石油工业出版社发布的《中国天然气发展报告(2023)》，2022 年中国天然气消费量 3646 亿立方米，在一次能源消费总量中占比 8.4%，距离 15% 的目标仍有较大的差距。在节能减排的大背景下，天然气目前仍是最成熟的跨季节大规模储能方式，燃气轮机未来需求仍然有增长空间。另外，氢燃料在燃气轮机领域的应用也在逐步兑现，通用电气、西门子、三菱都已经推出使用掺氢燃料的燃气轮机，并目标在 2030 年实现燃气轮机 100% 燃氢的目标。在能源结构转型的大背景下天然气和氢燃料的应用将带来燃气轮机需求的持续上行。

表9：头部燃气轮机企业在氢燃料领域布局情况

公司	在氢燃料燃气轮机领域布局情况
通用电气	9HA.02 燃气机组相比于燃煤机组实现 60% 碳减排，在掺氢 50% 的条件下碳减排可达 69% LM2500、6B、7E、9E、6F、7F 系列燃气轮机都使用过氢气燃料 目标 2030 年前实现 HA 级燃气轮机燃氢能力达到 100%
西门子能源	舟山绿色石化基地年产 4000 万吨炼化一体化项目中三台 SGT5-2000E 燃气轮机实现 20% 掺氢 未来将运用高比例含氢燃料，在 2030 年实现燃气轮机 100% 掺氢目标
三菱重工	2021 年实现 0.45MW 小型燃气轮机 35% 掺氢燃烧试运行 承诺在 2030 年左右实现燃氢重型燃气轮机的商业化

数据来源：北极星氢能网，西门子能源，东吴证券研究所

公司燃气轮机零部件业务起步于 2007 年，资源整合后焕发活力。根据公司招股说明书披露，山东豪迈机械制造有限公司于 2007 年成立，经营范围包括机械部件、压力

容器、汽车零部件、燃气轮机零部件等，与通用电气、西门子、卡特彼勒、潍柴动力等公司都建立了合作关系。豪迈机械燃气轮机零部件业务客户稳定、收入增长快、盈利能力强，为整合资源并强化上市公司资源协同效应，豪迈科技于 2013 年收购了豪迈机械下属大型燃气轮机零部件业务，将燃气轮机业务纳入上市公司业务版图。

**燃气轮机零部件主要供应动力缸体与环类零件，与龙头燃气轮机企业合作密切。**公司主要为燃气轮机厂商提供动力缸体与环类零件，其中动力缸体作为热能转化为机械能的关键部件，在燃气轮机工作运行中起重要作用。公司与燃气轮机龙头企业通用电气、西门子和三菱都建立了良好的合作关系，2018 年曾获通用电气“最佳交付奖”、西门子能源“最佳供应商奖”，2019 年曾获三菱“最佳合作伙伴奖”，公司与占据中国燃气轮机市场近 90% 的三家大客户都有非常紧密的合作，燃气轮机零部件业务未来成长空间较大。

表10: 公司压缩机领域主要零部件产品及应用场景

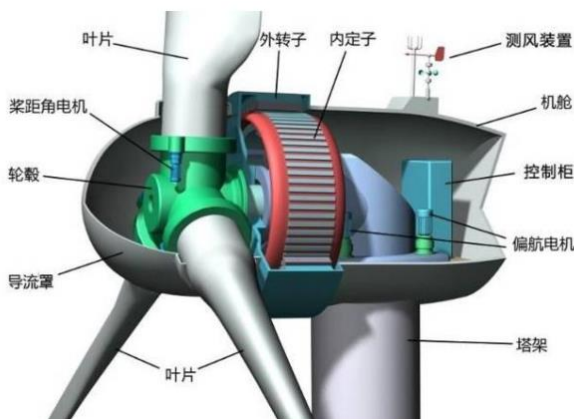
零部件	应用领域及作用
压缩机壳体	构成压缩机主体，需要具备良好的密封性和耐磨抗腐蚀性
齿轮箱	主要用于传递动力、提高压缩效率以及实现压缩机的变速控制
气缸	是气压执行元件，实现将空气压力转换为机械能
蜗壳	用于汇集扩压后或叶轮后气体，并将气体引至压缩机外部，同时起到降速扩压的效果
叶轮	通过高速旋转将气体进行压缩和输送，起到压缩空气的效果

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 4.3. 风电设备零部件：装机需求稳定，风电大型化有望带来新机遇

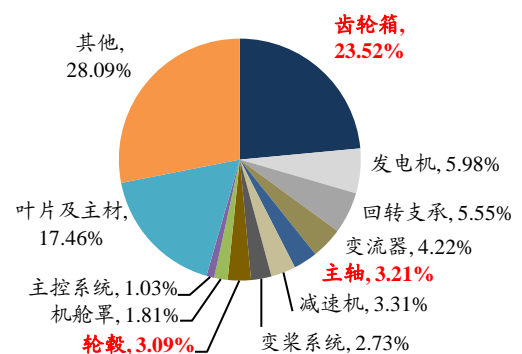
风电设备零部件也是公司零部件业务的重要经营方向。大型风电设备结构复杂，零部件众多，根据国际风力发电网披露，风电设备中采用铸锻造方式生产的零部件主要有轮毂、底座、主轴以及齿轮箱部件，其中齿轮箱部件又包括齿轮箱箱体、扭矩臂、行星架等。根据三一重能招股说明书披露，轮毂、主轴、齿轮箱零部件分别占总成本的 3.09%、3.21% 和 23.52%，考虑齿轮箱零部件部分由铸锻工艺生产，我们预计铸锻件占风电设备总成本在 10%-20%。铸锻造零部件在风电设备中较为重要。

图47: 直驱式风力发电机结构示意图



数据来源：大山谷网，东吴证券研究所

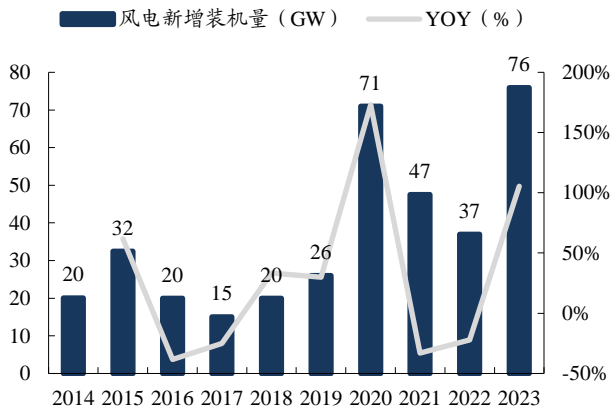
图48: 2021 年风力发电机成本拆分



数据来源：三一重能招股说明书，东吴证券研究所

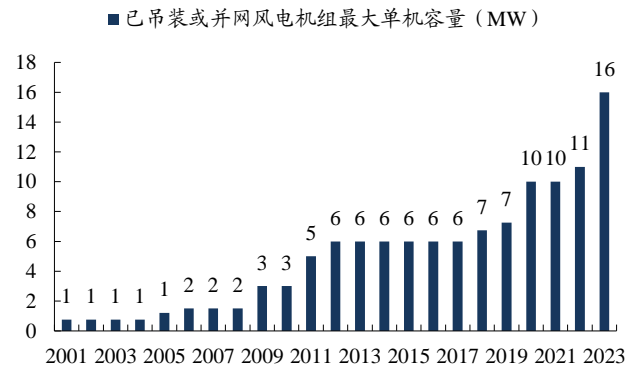
2023年风电新增装机量触底反弹，叠加风电设备大型化催生更多零部件需求。2023年中国风电全年新增装机76GW，同比增长105%，终止了风电新增装机量自2020年风电抢装潮过后连续两年的下滑。展望后市，在双碳大背景指引下，我国风电年新增装机量有望进一步提高，风电设备大型零部件需求有望同步受益。另外，风电大型化也是未来风电机组发展的重要趋势，2000-2023年，我国已吊装或并网风电机组最大单机容量从0.75MW逐步提升至16MW，风电设备大型化加速趋势明显。根据豪迈科技官网披露，公司具备提供20MW及以上风机零部件制造的能力，在风电新增装机加速叠加风电大型化的背景下，公司风电设备零部件业务有望乘势而上。

图49：风电新增装机量（GW）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图50：2001-2023年风电机组最大单机容量（MW）



数据来源：北极星风力发电网，东吴证券研究所

深耕风电零部件领域15年，具备提供一站式服务能力。公司在2009年进入风电零部件制造领域，历经15年发展，目前已经形成以轮毂、底座产品为代表的大风电零件业务板块和以行星架、扭矩臂、法兰、箱体、齿圈产品为代表的齿轮箱零件业务板块，产品涵盖陆上风电零件和海上风电零件，能够为客户提供铸件+焊接+加工+喷涂+检验+售后的一站式服务。

表11：公司风电设备领域主要零部件产品及应用场景

零部件	应用场景及作用
箱体	齿轮箱的箱体结构，用于承装内部齿轮传动部件
扭矩臂	固定齿轮箱，用于传递主轴传动至齿轮箱的扭矩，平稳受力情况
大行星架	是增速齿轮箱中行星齿轮的支撑构建，直接承受并传递大额动载荷和静载荷
变径法兰	连接元件，用于风力发电机组中的风轮、主轴和发电机之间的连接
定轴	连接叶轮和齿轮箱，承担传动和受力功能
动轴	连接叶轮和齿轮箱，承担传动和受力功能
底座	风力发电机的底座机舱，用于支撑整个风电设备
轮毂	用于整合风电叶片形成风轮，实现风能至机械能的转变

数据来源：公司官网，东吴证券研究所



## 5. 盈利预测与投资建议

### 1. 核心假设

- 1) **轮胎出海带动模具需求走强:** 国产轮胎出海加速趋势明确, 贸易顺差不断扩大, 国产轮胎厂纷纷在以东南亚为主的海外市场建设产能。轮胎模具作为轮胎生产的必要条件, 有望伴随本轮轮胎海外产能扩建同步受益。
- 2) **数控机床销售仍在爬坡进程中:** 公司数控机床业务产能充足, 销售规模正在爬坡进程中, 且起步阶段受整个机床行业景气度影响较小, 中长期看增长趋势确定。

### 3) 分业务预测:

- ① **轮胎模具:** 轮胎模具是轮胎生产的必要设备, 并且具备耗材属性, 需求相对平滑。公司深耕轮胎模具行业, 2024 年市占率已经超过 30%, 是当之无愧的行业龙头。伴随本轮国内轮胎厂纷纷加码布局海外产能建设, 轮胎模具需求有望同步受益, 公司轮胎模具营收规模与市占率有望进一步提升。我们预计 2024-2026 年公司轮胎模具业务收入增速分别为 15%/8%/7%, 毛利率分别为 43.0%/43.3%/43.5%。
- ② **大型零部件:** 公司大型零部件业务主要下游包括燃气轮机和风电设备两大领域。未来伴随天然气在能源占比中的提升预计将带动燃气轮机需求上行, 另外风电大型化趋势明确, 公司大型零部件业务有望迎来进一步成长。我们预计 2024-2026 年公司大型零部件业务收入增速分别为 15%/13%/10%, 毛利率分别为 23.5%/24.0%/24.5%。
- ③ **数控机床:** 数控机床是公司的新兴业务, 目前公司机床产能充足, 销售能力正在逐渐爬坡, 背靠公司深厚技术积累, 预计营业收入将迎来快速提升期。我们预计 2024-2026 年公司数控机床业务收入增速分别为 60%/50%/40%, 毛利率分别为 26.0%/28.0%/30.0%。

### 2. 盈利预测

基于以上假设, 我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 83.35 亿元、93.44 亿元、103.30 亿元, 分别同比增长 16.31%、12.11%、10.55%。公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 19.03 亿元、21.66 亿元、24.44 亿元, 分别同比增长 18.06%、13.79%、12.85%。



表12: 公司分业务收入预测 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
轮胎模具	3,357.47	3,273.97	3,790.06	4,358.57	4,707.25	5,036.76
YoY	12.14%	-2.49%	15.76%	15.00%	8.00%	7.00%
毛利率	36.08%	38.04%	43.06%	43.00%	43.30%	43.50%
大型零部件	2,441.08	3,040.80	2,769.72	3,185.18	3,599.25	3,959.18
YoY	16.94%	24.57%	-8.91%	15.00%	13.00%	10.00%
毛利率	17.43%	16.84%	23.41%	23.50%	24.00%	24.50%
数控机床		145.67	308.46	493.54	740.30	1,036.43
YoY			111.75%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率		31.61%	24.64%	26.00%	28.00%	30.00%
其他	209.78	181.79	297.57	297.57	297.57	297.57
YoY	-1.59%	-13.34%	63.69%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	36.92%	33.58%	42.51%	40.00%	40.00%	40.00%
收入合计	6,008.33	6,642.23	7,165.81	8,334.85	9,344.38	10,329.93
YoY	13.48%	10.55%	7.88%	16.31%	12.11%	10.55%
毛利润合计	1,714.18	1,864.65	2,483.10	2,870.05	3,214.25	3,565.76
综合毛利率	28.53%	28.07%	34.65%	34.43%	34.55%	34.76%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

可比公司方面, 公司主营业务为轮胎模具、大型零部件与五轴联动机床, 涉猎业务板块较广。由于公司主业轮胎模具主要可比公司巨轮智能(002031.SZ)没有一致预期数据, 故我们选取其他业务与商业模式相近的科德数控(688305.SH)、拓斯达(300607.SZ)、日月股份(603218.SH)作为可比公司。2024-2026年可比公司PE均值为32/23/17, 公司估值水平低于可比公司估值水平。

表13: 可比公司估值表

2024/7/3		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	归母净利润(亿元)				PE			
股票代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
688305.SH	科德数控	CNY	60.60	61.94	1.02	1.65	2.41	3.34	75	46	32	23
300607.SZ	拓斯达	CNY	13.12	54.80	0.88	1.75	2.57	3.41	52	31	21	16
603218.SH	日月股份	CNY	10.18	101.83	4.82	6.37	7.73	8.86	23	19	15	13
	平均								50	32	23	17
002595.SZ	豪迈科技	CNY	37.66	296.00	16.12	19.03	21.66	24.44	18	16	14	12

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 豪迈科技、科德数控、日月股份盈利预测来自于东吴证券研究所, 拓斯达盈利预测来自于Wind一致预期)

### 3. 投资建议

豪迈科技是全球轮胎模具龙头企业，核心业务地位突出，市场认可度高，未来伴随国内轮胎厂海外扩建产能，公司轮胎模具业务收入有望同步受益，公司轮胎模具收入稳步增长，构筑公司业绩基本盘。大型零部件业务与数控机床业务是公司的增长点，其中大型零部件业务有望随燃气轮机需求提升和风电设备大型化同步受益，数控机床业务是公司的新兴业务，伴随公司机床销售渠道打开有望迎来快速增长。整体而言公司业绩安全边际确定，成长性强，业绩确定性较高。综合考虑下，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.03/21.66/24.44 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/14/12 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

### 6. 风险提示

1. **轮胎厂扩产不及预期:** 公司主营业务轮胎模具只有单一轮胎下游，轮胎模具的需求与轮胎厂产能的扩张密切相关。若下游轮胎厂海外产能的扩建不及预期，则对轮胎模具的需求可能同步收缩，进而影响公司轮胎模具业务收入。
2. **风电装机不及预期:** 近年来下游风电行业竞争加剧，风电设备主机厂利润空间承压。若风电装机不及预期，下游风电设备主机厂竞争格局进一步恶化，则利润压力可能向上游供应商传导，公司风电零部件利润空间可能同步收到压缩。
3. **机床需求不及预期:** 机床行业需求正处在底部复苏的爬坡区间，若机床行业整体需求复苏进程不及预期，则公司机床业务增长预期可能承压。

## 三大财务预测表

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>6,903</b>	<b>8,193</b>	<b>9,757</b>	<b>11,515</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,166</b>	<b>8,335</b>	<b>9,344</b>	<b>10,330</b>
货币资金及交易性金融资产	1,684	2,311	3,264	4,395	营业成本(含金融类)	4,683	5,465	6,116	6,739
经营性应收款项	2,959	3,341	3,673	4,031	税金及附加	77	83	93	103
存货	1,672	1,898	2,124	2,340	销售费用	93	100	103	103
合同资产	0	0	0	0	管理费用	176	192	206	217
其他流动资产	587	643	696	748	研发费用	356	417	477	537
<b>非流动资产</b>	<b>3,010</b>	<b>3,085</b>	<b>3,121</b>	<b>3,141</b>	财务费用	(21)	(31)	(50)	(78)
长期股权投资	139	89	39	0	加:其他收益	14	17	19	21
固定资产及使用权资产	2,127	2,190	2,229	2,245	投资净收益	38	42	47	52
在建工程	157	170	179	185	公允价值变动	(4)	0	0	0
无形资产	374	394	414	434	减值损失	(10)	(10)	(10)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	4	5	5
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>1,844</b>	<b>2,162</b>	<b>2,460</b>	<b>2,776</b>
其他非流动资产	213	242	259	276	营业外净收支	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>9,914</b>	<b>11,278</b>	<b>12,878</b>	<b>14,655</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,844</b>	<b>2,162</b>	<b>2,460</b>	<b>2,776</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,077</b>	<b>1,137</b>	<b>1,221</b>	<b>1,288</b>	减:所得税	233	259	295	333
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	4	4	4	<b>净利润</b>	<b>1,612</b>	<b>1,903</b>	<b>2,165</b>	<b>2,443</b>
经营性应付款项	319	364	374	374	减:少数股东损益	0	(1)	(1)	(1)
合同负债	112	125	131	134	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,612</b>	<b>1,903</b>	<b>2,166</b>	<b>2,444</b>
其他流动负债	643	643	712	776	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.02	2.38	2.71	3.06
非流动负债	218	212	212	212	EBIT	1,786	2,131	2,411	2,698
长期借款	42	42	42	42	EBITDA	2,099	2,462	2,768	3,082
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.65	34.43	34.55	34.76
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	22.50	22.83	23.18	23.66
其他非流动负债	173	167	167	167	收入增长率(%)	7.88	16.31	12.11	10.55
<b>负债合计</b>	<b>1,295</b>	<b>1,348</b>	<b>1,432</b>	<b>1,500</b>	归母净利润增长率(%)	34.33	18.06	13.79	12.85
归属母公司股东权益	8,613	9,925	11,441	13,152					
少数股东权益	6	5	5	4					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,619</b>	<b>9,930</b>	<b>11,445</b>	<b>13,155</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,914</b>	<b>11,278</b>	<b>12,878</b>	<b>14,655</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,605	1,582	1,955	2,223	每股净资产(元)	10.77	12.41	14.30	16.44
投资活动现金流	(826)	(364)	(351)	(357)	最新发行在外股份(百万股)	800	800	800	800
筹资活动现金流	(327)	(595)	(651)	(735)	ROIC(%)	19.33	20.12	19.76	19.23
现金净增加额	456	627	953	1,131	ROE-摊薄(%)	18.72	19.18	18.93	18.58
折旧和摊销	313	331	357	384	资产负债率(%)	13.06	11.95	11.12	10.24
资本开支	(300)	(428)	(428)	(427)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.36	15.55	13.67	12.11
营运资本变动	(287)	(604)	(527)	(559)	P/B(现价)	3.44	2.98	2.59	2.25

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。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），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>