

海天国际 (01882.HK)

注塑机全球龙头架海擎天，千亿海外市场大有可为

买入 (首次)

2024年07月12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)	12308	13074	15770	17163	19175
同比(%)	(23.21)	6.22	20.63	8.83	11.72
归母净利润 (百万元)	2265	2492	2980	3242	3676
同比(%)	(25.80)	10.02	19.60	8.79	13.40
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.42	1.56	1.87	2.03	2.30
P/E (现价&最新摊薄)	14.19	12.90	10.78	9.91	8.74

关键词: #出口导向

投资要点

■ 全球注塑机行业龙头，59年家族企业经营稳中向好

海天国际成立于1966年，至今已有59年历史。公司主营注塑机产品，历经三代人薪火相传经营状况稳中向好。2019-2023年公司营业收入从98.19亿元增长至130.74亿元，CAGR=7.42%；归母净利润从17.51亿元增长至24.92亿元，CAGR=9.22%。2023年公司实现32.14%的毛利率和19.06%的销售净利率，出色的盈利能力得益于严格的成本管控。公司历年分红率保持在30-40%，2023年现金及等价物共计112亿元，资产负债率仅有35.24%，低于行业竞对。

■ 全球注塑机市场规模千亿，下游应用广泛行业内玩家众多

2023-2022年全球注塑机市场规模从125亿美元增长至221亿美元，CAGR=6.5%；2016-2022年中国注塑机市场规模从212亿元增长至264亿元，CAGR=3.7%，注塑机市场规模增速保持在5%上下，市场成熟，海外市场占据主要部分。具有全球影响力的注塑机企业主要分为欧、日、美、中四大派系，国产品牌产品力相比高端外资品牌仍有差距。2021年注塑机前三大应用场景分别为通用塑料(28%)、汽车(26%)和家电(25%)，应用场景广泛。

■ 公司收入体量全注塑机行业领先，产品更新加速出海巩固领先地位

1) **规模领先盈利能力优异**: 2022年公司以123亿元的营收体量位列全球注塑机企业收入规模排名第一，大体量带来的规模效应使公司盈利能力领先于国内其他注塑机企业。2019-2023年海天国际注塑机业务平均净利率为18.9%，远超竞对伊之密(11.9%)、泰瑞机器(10.8%)。

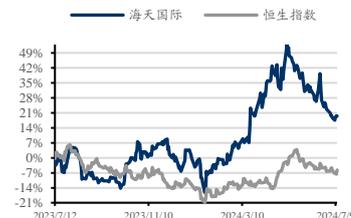
2) **海外布局行业领先**: 近年来汽车、3C和家电产业链外迁趋势明显，而海天国际全球布局十分完善，目前公司在全球设有6个区域管理中心、5个制造中心、9个应用服务体验中心，全球布局横跨亚、欧、北美、南美四大洲，有望随国内主机厂出海浪潮受益。

3) **产品研发能力强，分层市场差异化竞争**: 公司具有较强的产品自主研发能力，推出SE系列减配机型面向下沉市场，以长飞亚电动注塑机渗透高端市场，面对需求分化市场分层的注塑机市场采取各个击破的策略，有望巩固全球领先地位。

■ **盈利预测与投资评级**: 公司具备良好的成本管控能力与产品研发能力，海外渠道建设完备，有望在国产注塑机出海大趋势下充分受益。预计公司2024-2026年归母净利润分别为29.80/32.42/36.76亿元，当前股价对应动态PE分别为11/10/9倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 注塑机需求不及预期，海外拓展不及预期，原材料价格风险

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	21.65
一年最低/最高价	15.44/28.90
市净率(倍)	1.84
港股流通市值(百万港元)	34,553.40

基础数据

每股净资产(元)	11.79
资产负债率(%)	35.24
总股本(百万股)	1,596.00
流通股本(百万股)	1,596.00

相关研究

投资案件

1、关键假设、驱动因素：

- 1) **海天国际国内竞争优势明显：**海天国际有行业内最大的产能和最完备的生产体系，客户的注塑机需求订单会优先投向海天国际，以确保能够最快拿到优质的产品。
- 2) **在国产注塑机出海进程中海天国际有先发优势：**海外注塑机市场对于国内企业还是蓝海市场，最先在海外树立品牌效应并抢占优质经销商的国内企业有望抢占更高的海外市场份额。目前海天国际在全球建有6个区域管理中心、5个制造中心和9个应用服务体验中心，海外产能与服务布局优于国内竞对。

2、我们与市场不同的观点：

- 1) **市场往往低估成熟竞争格局下海天国际市占率的提升空间，但我们认为公司的核心竞争力之一在于其面对注塑机分层市场各个击破的战略：**一方面，海天国际面对下沉市场推出减配版的SE系列机型，以致致性价比抢占下沉市场份额；另一方面，海天国际针对渗透率尚低的行业推出行业专机，点对点解决不同行业客户差异化的痛点问题。
- 2) **市场往往轻视海天国际与其他注塑机企业不同的经销体系，但我们认为一个成熟的经销体系具有优异的排他性并且能提高企业拓展业务的效率。**建立一个成熟稳定经销商体系的前提是企业与经销商能够实现利益共享，海天国际依靠其行业领先的产品力能够实现品牌溢价，进而能够让经销商在分销过程中有利润空间，从而实现与经销商的稳定合作。此外海外市场的开拓同样需要采用经销商体系，海天国际成熟的经销模式是其未来提升国内市占率和开拓海外市场的关键所在。

3、股价驱动因素：

海天国际股价驱动的关键因素是在手订单情况。

- 1) **短期：**本轮注塑机需求上行海天国际作为龙头企业在手订单充足，2024年短期业绩有望快速增长。
- 2) **中长期：**海外注塑机市场是中长期国产注塑机企业竞争的主战场，海天国际海外生产基地与服务基地布局领先于行业竞对，未来有望快速抢占市场份额。

内容目录

1. 披星戴月近六十年，成长为注塑机行业全球龙头	5
1.1. 海天国际成立已有 59 年，是三代人薪火相传的家族企业	5
1.2. 专注塑机行业 50 年，三大系列产品构筑基本盘	6
1.3. 业绩基本盘稳中有进，费用管控严格经营质量高	7
2. 千亿规模市场下游分散，国产卡位中端向高端迈进	8
2.1. 全球注塑机市场空间达千亿，衔接众多下游应用广泛	9
2.2. 欧日品牌垄断高端市场，国产品牌卡位中端向高端迈进	10
3. 体量规模全行业领先，产品迭代+加速出海稳固领先优势	11
3.1. 收入规模全行业第一，规模效应下利润水平高于同行	11
3.2. 国内主机厂产能外迁，公司海外生产服务体系成熟有望乘势而上	13
3.3. 产品迭代快自主研发能力强，面对分层市场实现各个击破	15
4. 盈利预测与投资建议	18
5. 风险提示	20

图表目录

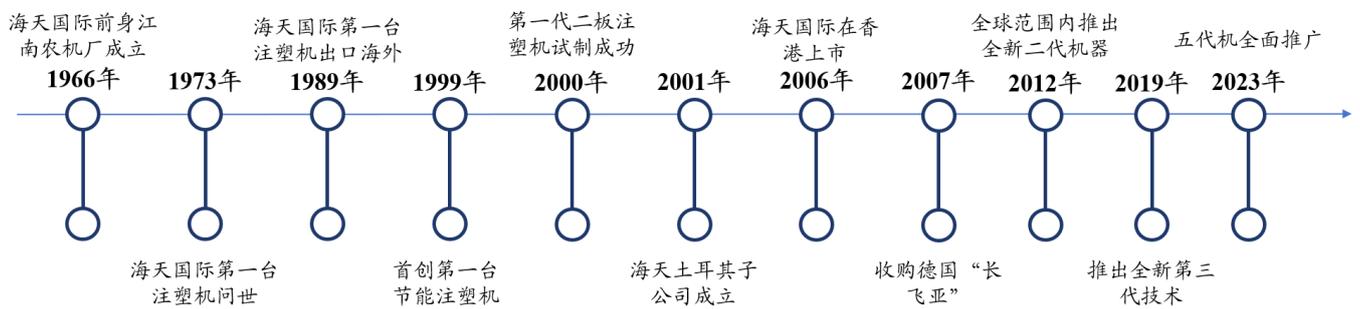
图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构稳定, 实际控制人持股比例超过 60% (截至 2024 年 7 月 9 日)	5
图 3:	2007-2023 年公司分红情况	6
图 4:	公司流动性储备和资产负债率良好.....	6
图 5:	Mars 系列贡献主要营业收入	7
图 6:	Jupiter 和长飞亚系列收入增速可观.....	7
图 7:	2019-2023 年营收 CAGR 为 7.42%.....	7
图 8:	2019-2023 年归母净利 CAGR 为 9.22%.....	7
图 9:	2019-2023 年公司毛利率与销售净利率 (%)	8
图 10:	2019-2023 年公司期间费用情况 (%)	8
图 11:	2019-2023 年国内外营收体量及增速	8
图 12:	2019-2023 年国内外营收占比情况 (%)	8
图 13:	注塑机产业链.....	9
图 14:	全球注塑机市场规模 (亿美元)	9
图 15:	中国注塑机市场规模 (亿元)	9
图 16:	全球注塑机行业可分为三大阵营.....	10
图 17:	中国注塑机进出口平均单价对比.....	10
图 18:	2022 年全球注塑机企业收入规模排名 (亿人民币)	12
图 19:	海天国际销售费用率低于竞争对手 (%)	12
图 20:	国内注塑机企业毛利率对比 (%)	13
图 21:	国内注塑机企业净利率对比 (%)	13
图 22:	伊之密海内外业务毛利率对比 (%)	14
图 23:	泰瑞机器海内外业务毛利率对比 (%)	14
图 24:	海天国际全球布局.....	15
图 25:	SE 系列亮点.....	17
图 26:	长飞亚 5 代机技术亮点.....	17
表 1:	海天国际产品矩阵.....	6
表 2:	全球注塑机主要企业情况.....	10
表 3:	汽车、3C、家电相关国内厂商海外建厂情况汇总.....	13
表 4:	国产品牌注塑机合模力对比.....	15
表 5:	海天国际 5 代机技术亮点.....	16
表 6:	海天国际自主研发技术优势.....	16
表 7:	公司分业务收入预测 (百万元)	19
表 8:	可比公司估值表.....	19

1. 披星戴月近六十年，成长为注塑机行业全球龙头

1.1. 海天国际成立已有 59 年，是三代人薪火相传的家族企业

海天国际历史悠久，是注塑机行业龙头企业。海天国际前身是 1966 年成立的江南农机厂，1973 年第一台注塑机问世开始涉足注塑机行业，1989 年公司注塑机首次出口海外，开始面向全球市场。2006 年海天国际在香港联交所成功上市，进入发展快车道，海外市场布局与产品更迭速度持续提高。

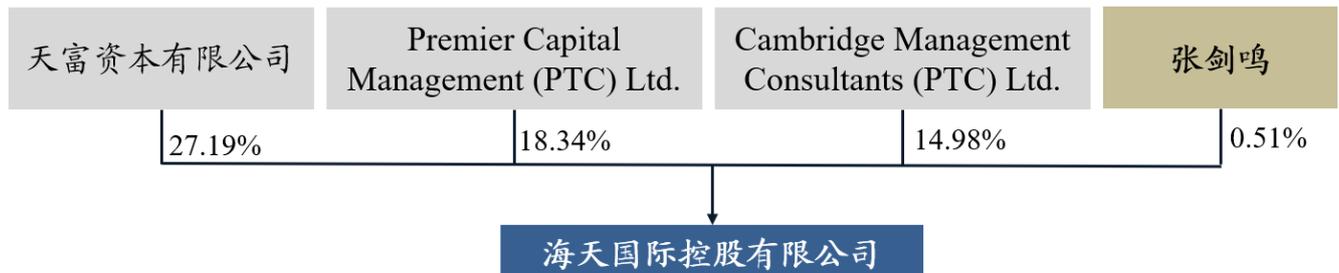
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

三代人薪火相传，家族企业控制权稳定。海天国际前任执行董事张静章先生是海天集团的创始人，已于 2023 年退休离任，现任执行董事兼集团主席张剑鸣先生是张静章先生的长子，现任执行董事兼集团常务副总裁张剑锋先生是张静章先生的次子，现任执行董事兼集团行政总裁张斌先生是张剑鸣先生的儿子。三代人薪火相传代际培养，确保公司的经营理念与企业文化不变色。股权结构方面，截至 2024 年 7 月 9 日，张氏家族直接或间接总计持有海天国际 60% 以上的股权，张氏家族既是公司大股东又是公司管理层的主要组成，控制权与决策权集中，管理层与股东利益一致共通。

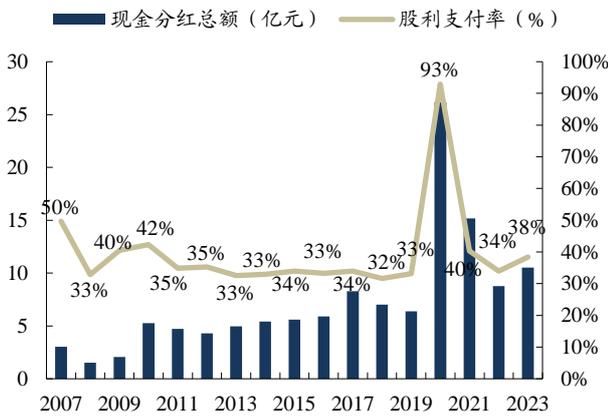
图2：公司股权结构稳定，实际控制人持股比例超过 60%（截至 2024 年 7 月 9 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

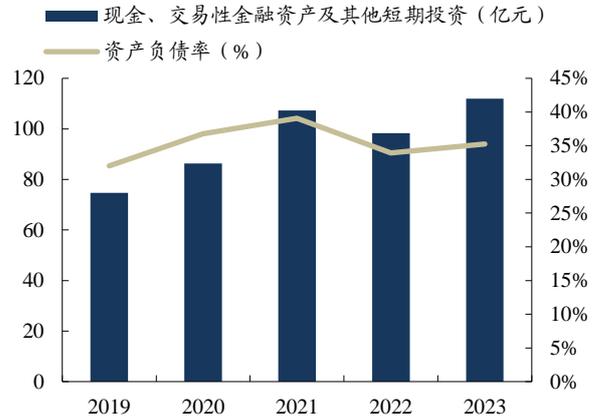
公司历年分红比例稳定，账上现金及等价物充足资产负债率低。公司历年保持稳定分红，2021-2023 年分红比例维持在 30-40%之间，尊重股东利益彰显公司经营信心。另外公司流动性储备良好，2023 年在手现金及等价物（现金+交易性金融资产+其他短期投资）共计 111.95 亿元。高额的流动性储备还为公司带来了良好的资产负债率，2023 年公司资产负债率仅有 35.24%，低于竞争对手伊之密（57.95%）与泰瑞机器（40.35%）。

图3：2007-2023 年公司分红情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司流动性储备和资产负债率良好



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 专注塑机行业 50 年，三大系列产品构筑基本盘

公司注塑机产品主要有三种系列。其中 Mars 系列为通用型注塑机，下游应用较广；Jupiter 系列主要为大吨位两板机，下游以汽车、家电、民品为主；长飞亚系列为高端电动注塑机，主要面向光学、电子、汽车行业的高精密应用场景。

表1：海天国际产品矩阵

系列	产品	锁模力 (kN)	示意图	下游应用场景
长飞亚系列	VE5	400-13800		光学行业、电子行业、包装行业
	ZE5	400-13800		光学行业、电子行业、包装行业
	JE5	3600-33000		汽车行业、家电行业
Mars 系列	MA5	600-33000		汽车行业、家电行业、电子消费品行业、日用品行业
	MA/GII	600-33000		汽车、家电、电子消费、日用品
	MAIII/SE	900-14000		汽车、家电、电子消费、日用品

Jupiter 系列

JU5

4500-88000

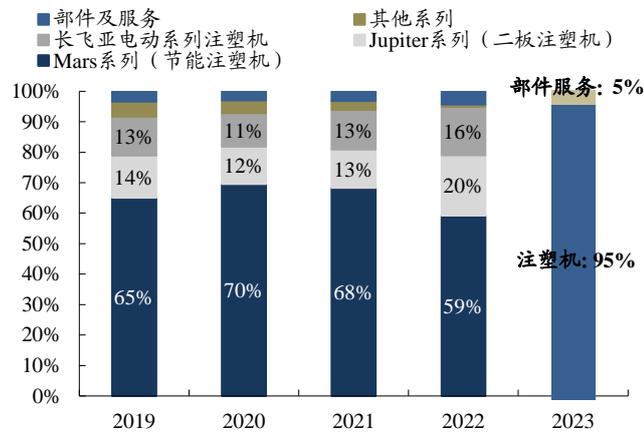


汽车、家电、物流、日用品

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

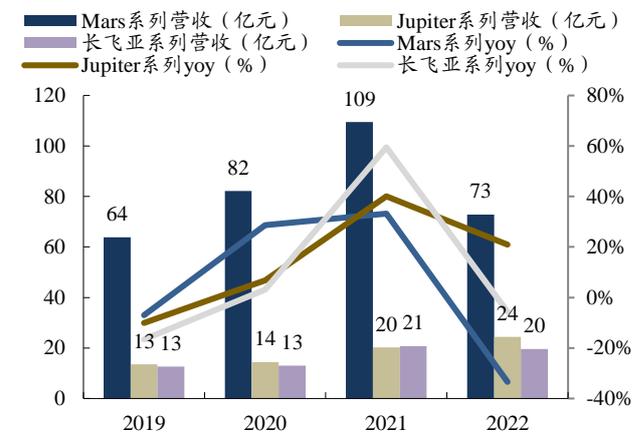
Mars 系列贡献主要收入，Jupiter 系列和长飞亚系列增速可观。Mars 系列是公司业务的主要支柱，2019-2022 年占营业收入的比例保持在 60-70%之间；Jupiter 系列收入增速可观，2021 和 2022 年营收同比增速分别为 40%和 21%，占营收比重从 2019 年的 14% 提升至 2022 年的 20%；长飞亚系列 2021 年营收同比增长 60%，原因在于疫情背景下塑料类医疗器械需求大，电动注塑机洁净的特性满足医疗行业需求，同步受益。

图5: Mars 系列贡献主要营业收入



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图6: Jupiter 和长飞亚系列收入增速可观

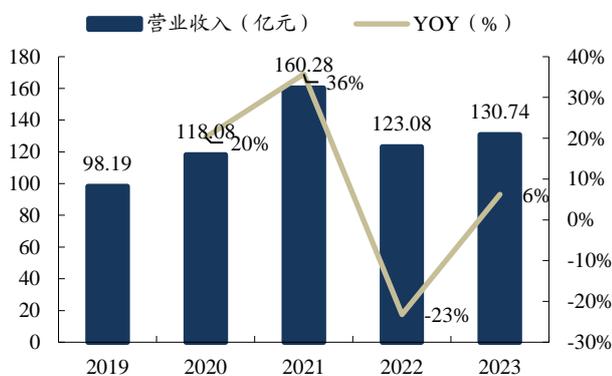


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 业绩基本盘稳中有进，费用管控严格经营质量高

近年来公司营收与利润稳中有进。除 2021 年受疫情影响公司营收与利润迎来高速增长外，2019-2023 年公司营收与利润呈现出稳步提升的态势。营业收入方面，2019-2023 年公司营收从 98.19 亿元增长到 130.74 亿元，CAGR=7.42%；归母净利润方面，2019-2023 年公司归母净利润从 17.51 亿元增长到 24.92 亿元，CAGR=9.22%，增长态势良好。

图7: 2019-2023 年营收 CAGR 为 7.42%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

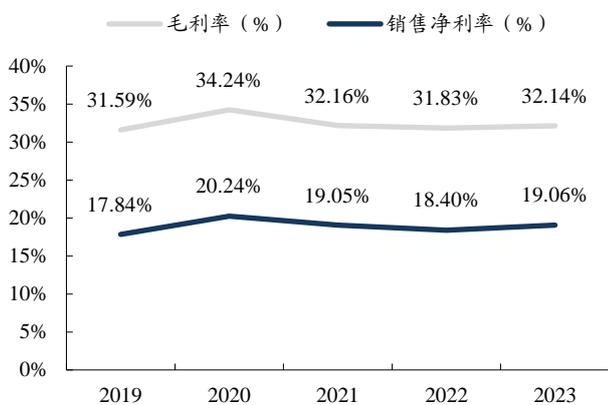
图8: 2019-2023 年归母净利 CAGR 为 9.22%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

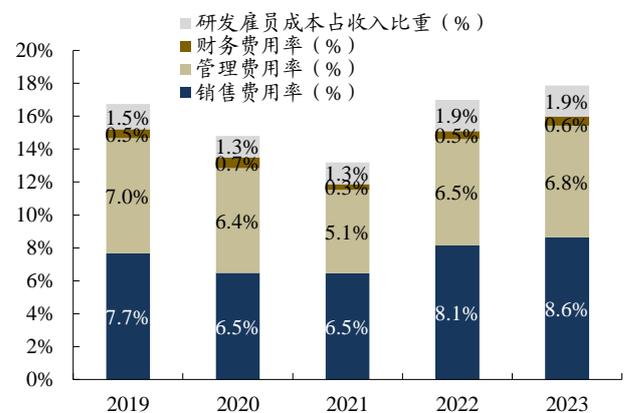
利润增速高于收入增速，公司成本端与费用端管控优秀。2019-2023 年公司营收复合增速高于净利润复合增速，公司整体利润率水平有所提升，期间公司毛利率从 31.59% 提升至 32.14%，略微上涨 0.55pct，销售净利率从 17.84% 提升至 19.06%，提升 1.22pct。2019-2023 年公司期间费用率表现较为稳定，2019-2021 年销售和管理费用率稳步下降，2022-2023 年注塑机需求景气度下滑导致公司销售费用率和管理费用率有所反弹，2023 年分别为 8.6% 和 6.8%。由于公司现金储备较多负债压力较小，财务费用率一直控制在 0.5% 左右。公司持续提高研发投入，研发雇员成本占收入比重（公司不披露研发费用情况，研发雇员成本占收入比重=与研发活动有关的雇员成本/营业收入）从 2019 年 1.5% 提升至 2023 年 1.9%。

图9：2019-2023 年公司毛利率与销售净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

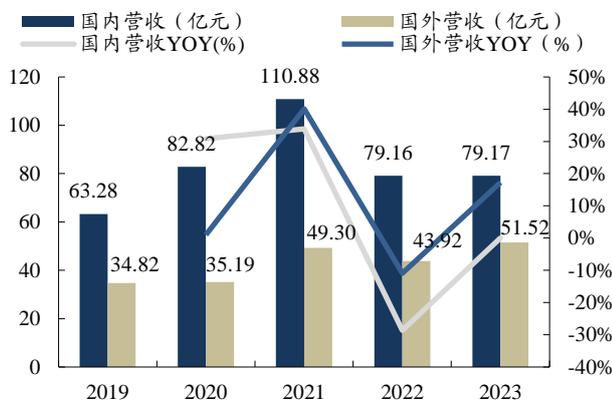
图10：2019-2023 年公司期间费用情况（%）



数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

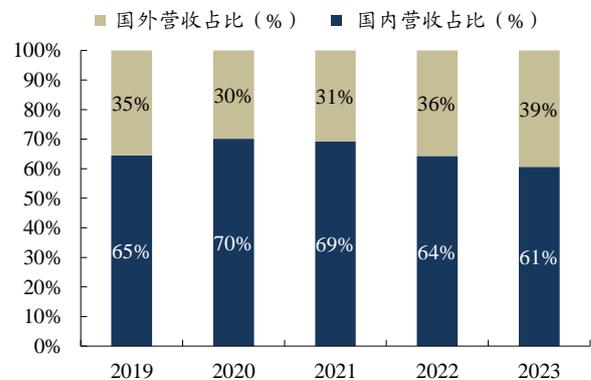
海外收入增速高于国内收入增速，海外业务占比已达 39%。2019-2023 年公司海外业务收入从 34.82 亿元提高至 51.52 亿元，CAGR=10.29%，同期国内业务收入从 63.28 亿元提高至 79.17 亿元，CAGR=5.76%，海外业务收入增速高于国内业务收入增速。2023 年公司海外营收占比已提升至 39%，未来仍有较大的提升空间。

图11：2019-2023 年国内外营收体量及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2019-2023 年国内外营收占比情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 千亿规模市场下游分散，国产卡位中端向高端迈进

2.1. 全球注塑机市场空间达千亿，衔接众多下游应用广泛

注塑机是塑料加工机械的一种，广泛用于塑料制品的生产加工。注塑机是将热塑性塑料或热固性塑料通过塑料成型模具制成各种形状塑料制品的成型设备，根据华经产业研究院数据，注塑机在塑料机械（挤出机、吹塑机、注塑机）中产值占比约40%。**上游：**注塑机行业上游是铸件及零部件，以液压机为例，机械类部件（铸铁件、生铁、螺杆等）占比59%，液压类部件（阀、泵、马达等）占比14%，电气类部件（伺服电机、控制器等）占比19%。**下游：**注塑机行业下游众多，根据华经产业研究院数据，通用型塑料占比28%，其中包括了日用品、包装、物流、3C、玩具等，汽车和家电占比位列二、三位，分别占比26%和25%。注塑机下游应用场景广，是塑料产业的重要生产设备。

图13：注塑机产业链



数据来源：泰瑞机器可转债募集说明书，华经产业研究院，东吴证券研究所

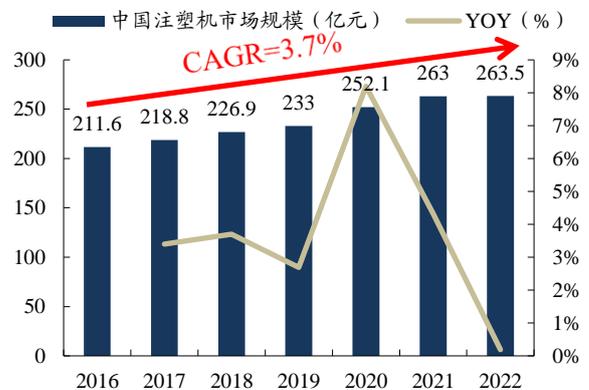
全球注塑机市场规模千亿以上，海外市场占据主要规模。根据智研咨询数据，2013-2022年全球注塑机市场规模从125.0亿美元增长到220.5亿美元，期间CAGR=6.5%，全球注塑机市场已经进入成熟稳定阶段。中国市场方面，2016-2022年中国注塑机市场规模从211.6亿元增长到263.5亿元，CAGR=3.7%，复合增速低于全球平均。总体来看，2022年中国注塑机市场规模仅占全球注塑机市场规模的17.1%（注：2022年人民币兑美元平均汇率取7:1）。

图14：全球注塑机市场规模（亿美元）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图15：中国注塑机市场规模（亿元）



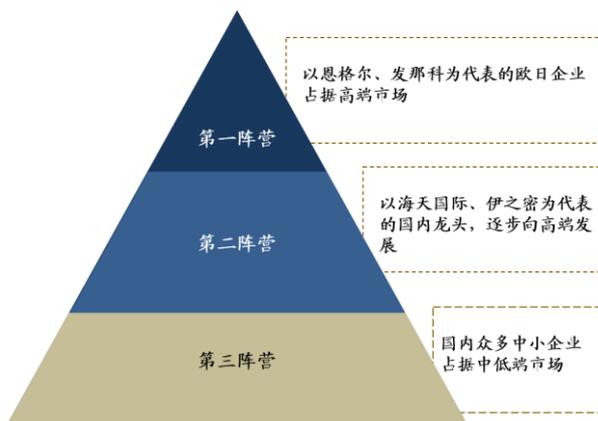
数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

2.2. 欧日品牌垄断高端市场，国产品牌卡位中端向高端迈进

全球注塑机厂商可以大致分为三个梯队。**第一梯队：**欧系品牌与日系品牌占据了注塑机行业最高端的市场，其中欧系品牌液压注塑机出色，而日系品牌以电动注塑机见长。**第二梯队：**国产注塑机头部企业面向注塑机中端市场，位列第二梯队，代表企业有海天国际、伊之密。**第三梯队：**国内众多中小企业面向中低端市场，位列第三梯队。

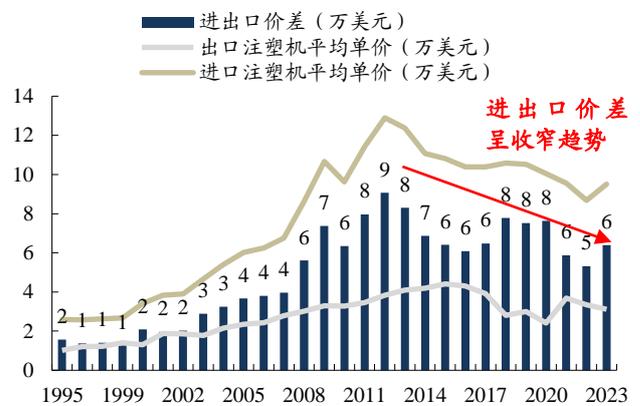
进出口价差反映出国产与进口注塑机之间的产品力差距。根据 Wind 数据，我国注塑机进口均价大约是出口均价的 3-4 倍。近年来伴随国产注塑机在技术领域的不断追赶，正在逐步缩小与国外高端品牌注塑机的产品力差距。在国产注塑机竞争力不断提升下，进口注塑机的均价有所下降，进出口价差呈现收窄的态势。

图16: 全球注塑机行业可分为三大阵营



数据来源：伊之密招股说明书，东吴证券研究所

图17: 中国注塑机进出口平均单价对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从区域角度看，具有全球影响力的注塑机企业可以分为四个派系。1) 以恩格尔（奥地利）、阿博格（德国）、克劳斯玛菲（德国）为代表的欧系注塑机企业；2) 以米拉克龙（美国）、赫斯基（加拿大）为代表的美系注塑机企业；3) 以发那科（日本）、住友重工（日本）为代表的日系注塑机企业；4) 以海天国际、伊之密、泰瑞机器、震雄集团、博创智能、力劲科技为代表的国产注塑机企业。不同派系有不同的优势领域，以液压机见长的欧系注塑机在汽车领域话语权较强，以电动注塑机见长的日系注塑机专精电子电器精密结构件领域，国产注塑机下游布局相对广泛，在民用品领域表现突出。

表2: 全球注塑机主要企业情况

名称	股票代码	国家	成立时间	注塑机收入	公司简介
恩格尔	-	奥地利	1945	16 亿欧元 (2023 财年)	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
阿博格	-	德国	1923	7.8 亿欧元 (2023 财年)	致力于注塑成型设备的开发、生产和投资。公司注重高质量持续发展，提供从独立注塑机到交钥匙系统的全套解决方案
克劳斯玛菲	600579	德国	1838	注塑业务	全球塑料和橡胶生产、加工机械和系统的领先制

菲				60.32 亿元 (2023 年)	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
米拉克龙	MCRN	美国	1884	12.58 亿美元 (2018 年)	公司专注于注塑机领域，产品广泛应用于汽车配件、电子、医药、通讯、IT 等领域
赫斯基	-	加拿大	1953	-	公司注塑机产品主要应用于饮料薄壁包装与医疗注射器械领域
发那科	6954.T	日本	1956	-	是世界上最大的工业机器人制造商之一。发那科公司主要生产工业机器人、数控系统和其他自动化设备
住友重工	6302.T	日本	1956	971 亿日元 (2023 年)	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	131 亿元 (2023 年)	国内注塑机行业龙头企业，中国市场份额超 40%
伊之密	300415	中国	2002	27.6 亿元 (2023 年)	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	10 亿元 (2023 年)	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
震雄集团	0057.HK	中国	1958	18.22 亿元 (2023 财年)	全球最大的注塑机生产企业之一，年产量已达到 2 万台
力劲科技	0558.HK	中国	1979	12 亿港元 (2022 财年)	是全球最大的压铸机制造商之一。集团从事设计、制造及销售三大产品系列,即压铸机、注塑机及电脑数控 (CNC)加工中心
博创智能	A20614	中国	2002	10.67 亿元 (2021 年)	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

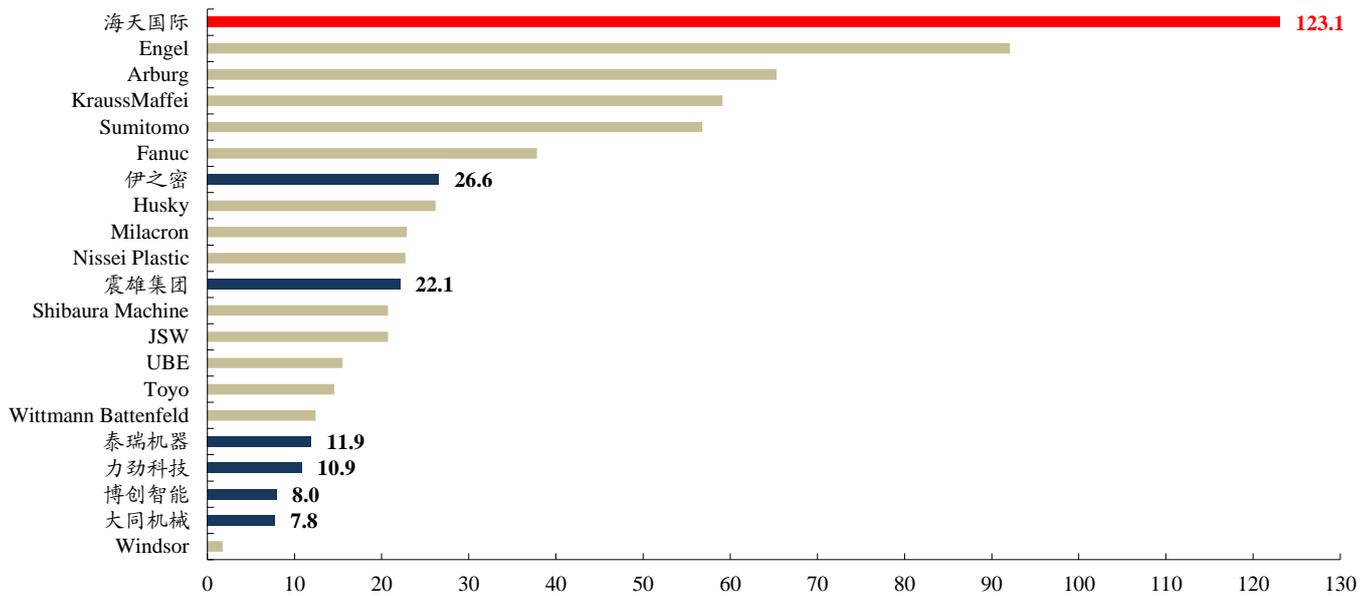
数据来源：Wind，各公司官网，东吴证券研究所

3. 体量规模全行业领先，产品迭代+加速出海稳固领先优势

3.1. 收入规模全行业第一，规模效应下利润水平高于同行

海天国际收入体量在全球注塑机企业排行中位列第一。根据 QY Research 数据，2022 年全球注塑机企业营收排行中，海天国际以 123.1 亿元的营收体量排名全球第一，两大欧系品牌恩格尔和阿博格分别位列 2、3 位，前十名中除海天国际外仅有伊之密一家中国注塑机企业上榜，以 26.6 亿元的注塑机收入体量排名第 7。海天国际收入体量在注塑机行业内处于领先地位。

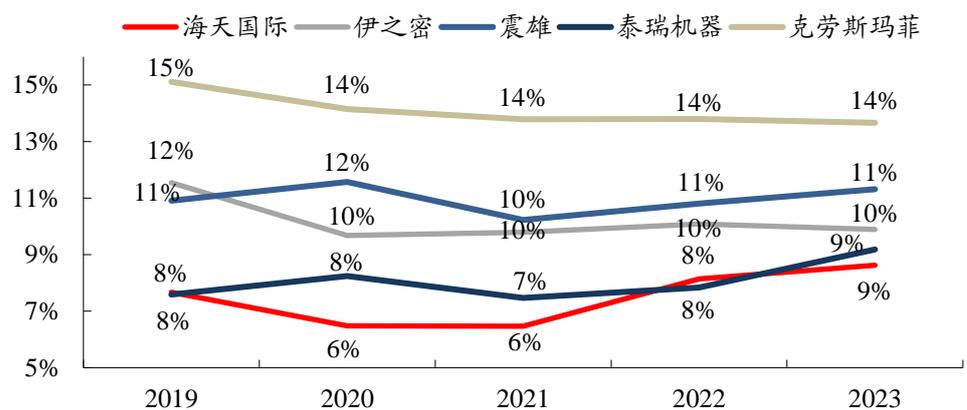
图18: 2022年全球注塑机企业收入规模排名(亿人民币)



数据来源: Wind, QY Research, 东吴证券研究所

行业内领先的营收规模得益于差异化的经销体系,并带来了更低的销售费用率。注塑机行业内普遍采取直销的销售模式,以克劳斯玛菲、伊之密和泰瑞机器为例,三者2023年直销模式占营收比重分别为100.00%/93.24%/58.71%,占比较高。而海天国际在市场开拓上采取了与竞对差异化的策略,注塑机下游市场高度分散,同时存在大B/小B/C端客户,通过与经销商建立长期紧密的合作关系,可以触达的客户范围比直销模式更广。依靠经销模式和优秀的经销商管理体系,公司实现了营收规模的快速扩张。另外经销模式还减少了公司销售费用开支,2019-2023年公司平均销售费用率为7.5%,低于伊之密(10.2%)、震雄集团(11.0%)和泰瑞机器(8.1%)

图19: 海天国际销售费用率低于竞争对手(%)

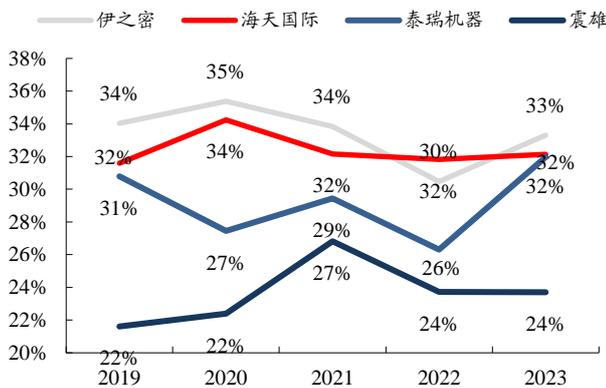


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

规模效应下摊薄成本与费用带来更强的盈利能力。得益于公司大体量带来的规模效应,海天国际在注塑机业务领域毛利率和净利率均位于行业前列水平。毛利率方面:2019-2023年海天国际注塑机业务平均毛利率为32.4%,略低于伊之密(33.4%)但高于

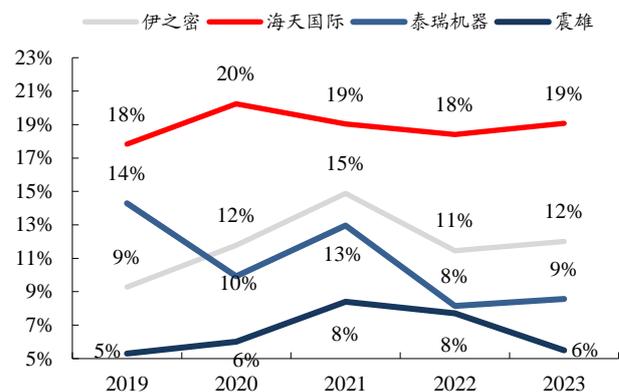
泰瑞机器 (29.2%) 和震雄集团 (23.6%)，公司产品毛利率位居行业前列。**净利率方面：**2019-2023 年海天国际注塑机业务平均净利率为 18.9%，远超竞对伊之密 (11.9%)、泰瑞机器 (10.8%) 和震雄 (6.6%)。公司领先全行业的收入体量实现了良好的规模效应，生产与销售环节的成本与费用得到充分摊薄，叠加公司对成本与费用管控严格，海天国际盈利能力优于竞争对手。

图20: 国内注塑机企业毛利率对比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 国内注塑机企业净利率对比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 国内主机厂产能外迁，公司海外生产服务体系成熟有望乘势而上

国内主机厂产能外迁大势已成，未来伴随产能扩张注塑机需求有望再上台阶。近年来国内主机厂与供应商纷纷奔赴海外建厂，**汽车产业链：**整车厂与供应商主要向墨西哥转移，包括比亚迪、德赛西威、银轮股份在内的众多整车厂和零配件供应商都已经或计划在墨西哥建设工厂，有望带动墨西哥地区注塑机需求向好；**3C 与家电产业链：**以富士康、立讯精密为代表的 3C 代工厂和以美的、格力为代表的家电主机厂海外布局已较为成熟，主要产能集中在印度、越南等东南亚市场。伴随 3C 和家电产业在东南亚地区进一步铺开落地，产能扩建有望提上日程，东南亚市场的注塑机需求有望同步受益。

表3: 汽车、3C、家电相关国内厂商海外建厂情况汇总

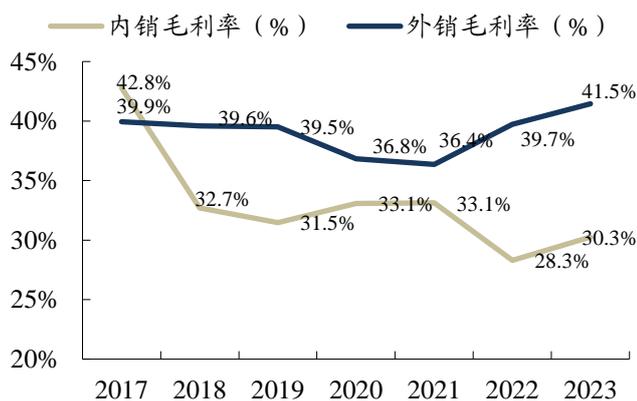
行业	公司	2023 海外收入占比	工厂	当前状态及后续计划	布局产品
汽车	拓普集团	34%	墨西哥工厂	在建, 2024 年投产	内饰/底盘/热管理
	旭升集团	42%	墨西哥生产基地	在建, 2024 年投产	压铸/挤压/锻造工艺
	双环传动	14%	匈牙利工厂	在建	新能源齿轮
	银轮股份	22%	墨西哥工厂	投产, 后续仍将扩产	遮阳板、头枕、顶棚
			波兰工厂	投产	遮阳板
	爱柯迪	54%	墨西哥工厂	投产, 后续将持续扩产	铝合金压铸
	文灿股份	55%	全球布局	投产	低压+高压铸造
	德赛西威	8%	墨西哥、欧洲	投产	座舱产品
比亚迪	27%	泰国工厂	在建, 2024 年投产	汽车组装	
		匈牙利工厂	在建, 2025 年投产	欧洲销售的新能源车 (整车)	
			乌兹别克斯坦工厂	已投产	采用全散件组装 (CKD) 套件

		巴西工厂 墨西哥工厂	在建, 2024 年投产 选址阶段	生产比亚迪汽车 底盘/整车/磷酸铁锂电池材料
3C	富士康	越南工厂	投产	电动汽车充电设备、电子元件
	立讯精密	越南工厂	投产, 后续将持续扩产	智能电子
	歌尔股份	越南工厂	已投产, 后续将持续扩产	耳机、智能手表、VR&AR
	蓝思科技	越南工厂	投产, 后续将持续扩产	消费电子和智能汽车零组件
	美的集团	越南工厂	投产, 实现盈利	吸尘器、电饭煲、风扇
家电	格力电器	巴西、巴基斯坦工厂	投产	空调
	海尔智家	泰国、印度工厂	投产	空调、洗衣机、冰箱
	海信家电	南非、巴西工厂	投产	电视

数据来源: Wind, 各公司官网, 东吴证券研究所

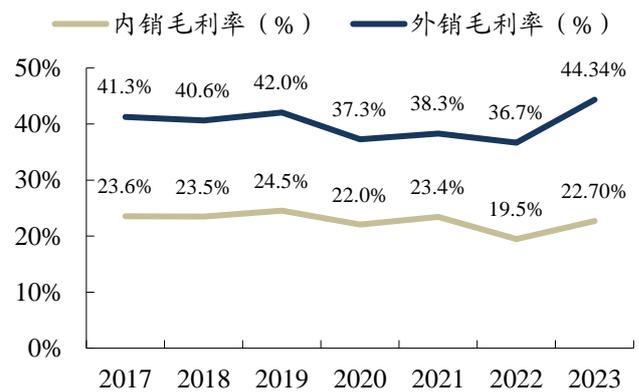
海外高毛利业务天花板高, 出海加速有望实现业绩规模与盈利能力正向双击。全球注塑机市场规模千亿元人民币以上, 其中国内市场仅有近 300 亿人民币, 海外市场更加广阔, 在国内注塑机企业收入规模增速远超行业增速的背景下, 国产注塑机企业出海是未来收入继续增长的必由之路。由于海天国际不披露内外销情况, 因此我们选取伊之密和泰瑞机器的内外销情况进行对比研究, 根据 Wind 数据, 2023 年伊之密外销毛利率为 41.5%, 高于内销毛利率 11.2pct, 同期泰瑞机器外销毛利率为 36.7%, 高于内销毛利率 17.2pct, 国产注塑机企业出海业务毛利率远高于国内业务, 进而可以合理推断海天国际同样具备海外业务高毛利的特征。作为国内份额最高的注塑机龙头企业, 公司海外布局要早于竞对企业, 有望最先实现海外规模扩张与毛利水平提高的正向双击。

图22: 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

图23: 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

从销售走出去到全面走出去, “五五战略”规划前路领航。公司全球化版图的构建主要经历了四个递进的阶段, 1) **销售走出去**: 公司分别在土耳其和巴西建设了海外子公司负责销售服务; 2) **研发走出去**: 公司收购德国长飞亚品牌, 在当地设厂开展研发; 3) **装配走出去**: 公司在东南亚多个国家当地组装机并销售; 4) **全面走出去**: 目前公司已在墨西哥、印度、日本、马来西亚建有生产基地, 2023 年塞尔维亚生产基地也破土

动工，公司已然实现了从生产到销售全面出海的布局。2022年公司提出“五五战略”规划，计划在未来实现内外销分别占比50%的目标。目前公司在全球设有6个区域管理中心、5个制造中心、9个应用服务体验中心，全球布局横跨亚、欧、北美、南美四大洲，公司全面的海外布局能为实现“五五战略”规划保驾护航。

图24：海天国际全球布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 产品迭代快自主研发能力强，面对分层市场实现各个击破

国产品牌中海天国际产品力领先。注塑机合模力是重要的性能指标之一，海天国际注塑机合模力水平在液压机和电动机中均处前列。**液压机方面**：海天国际 Jupiter 系列 5 代机最大合模力可达 8800T，领先于其他国产品牌。电动机方面：海天国际长飞亚 VE 系列最大合模力可达 1380T，与泰瑞机器 NEO·HII 电动注塑机合模力相当，领先于其他国产品牌。

表4：国产品牌注塑机合模力对比

注塑机类型	公司	产品型号	最大合模力
液压驱动	海天国际	Jupiter 系列 5 代	8800T
	伊之密	两板式注塑机	8500T
	震雄集团	SM-TP 伺服驱动二板式	6500T
	泰瑞机器	NEO·HII 二板式	7000T
电力驱动	海天国际	长飞亚 VE 系列	1380T
	伊之密	飞凡系列	460T
	震雄集团	Spark AE	360T
	泰瑞机器	NEO·HII 电动	1400T

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

产品更新迭代快，技术亮点十足。公司平均每5年进行一次产品迭代更新，2023年推出了 Mars、Jupiter、长飞亚系列最新的第五代机型，在相比上一代机型节能 20-40% 的基础上，还带来了许多新技术亮点。其中 MA 系列具有独特的高刚性模板与灵智润滑技术，JU 系列拥有独特的大容量空间与精准控温系统，MA 与 JU 系列均配备灵智控制系统与高响应伺服系统，节能高效。长飞亚系列则搭载多重智能化功能、人工交互系统以及设备互联系统。公司高效的产品迭代与技术更新是稳固产品力龙头地位的保障。

表5: 海天国际 5 代机技术亮点

产品型号	技术亮点
Mars	高驱力伺服液压动力系统，智能化运动控制技术，注射全闭环，重复精度高，节能环保，开放性交互连接，维护便携
Jupiter	自动化，数智化，灵智开合模，灵智诊断帮助，高响应伺服系统，精准控温，高效节能，大容量空间，塑化性能升级，多设备、多平台交互连接
长飞亚 5 代	抗干扰、防漂移技术，多级保压响应控制，多级注射速度控制，主动式模具保护，人机交互控制技术，数字智能，节能高效，高精度，可与周边设备互联

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

坚持自主研发创新，走在行业研发前沿。公司自主开发了多种注塑机技术解决方案，以实现更强的产品性能和更好的客户体验。**Motion Plus 技术：**以开合模智能算法、智能注射运动控制为亮点，配置高驱力伺服液压系统，可控制注射增速的同时拥有更长寿命的锁模单元；**Connectivity Plus 技术：**支持设备交互，支持根据需求兼容最新的国际通用接口，实现以注塑机为核心的多装备、多平台互联。**天隆技术：**采用伺服电机+齿轮泵的配置，二者之间的直连结构提供了更优秀的驱动扭矩，能为所有机器提供更高响应的加减速度。

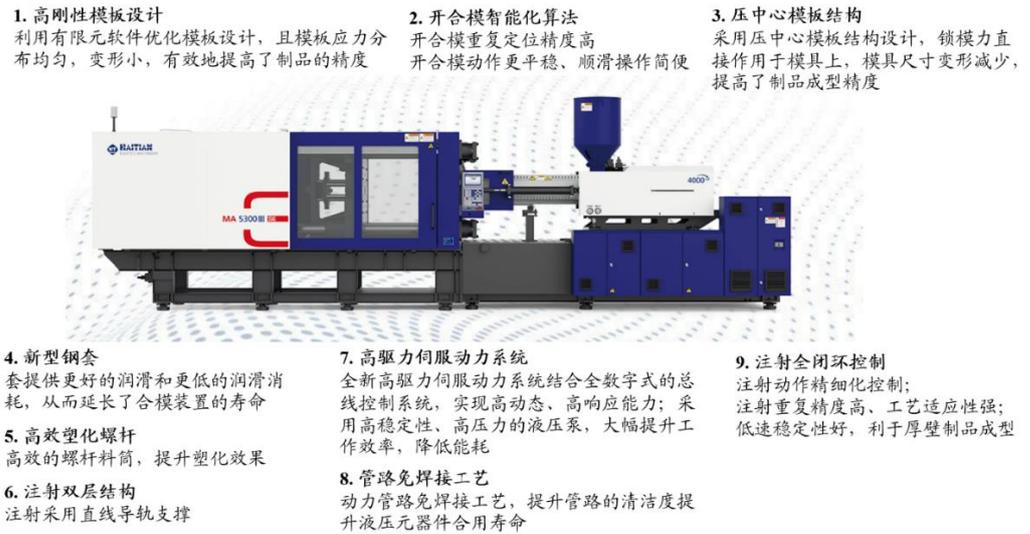
表6: 海天国际自主研发技术优势

技术类型	技术名称	优势亮点
机械技术	Motion Plus	开合模智能算法，智能注射运动控制，高驱力伺服液压系统，高速实时总结，高精度传感器，长寿锁模单元设计，安全防护设计
	Connectivity Plus	兼容的数据接口，融入客户的高效管理系统，可多设备灵活整合，数据兼容广泛
伺服液压	天隆技术	提高产品加工精度，降低电机噪音，提供高响应的加减速度，速度可控范围广，高效的速度范围广，智能控制，高效节能

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

面向下沉市场推出减配性价比机型，市占率有望进一步提高。注塑机需求的下沉市场对价格更加敏感，公司高端产品难以渗透，为此公司针对下沉市场推出了减配性价比机型 MAIII/SE 系列，该系列目前已成为公司畅销机型，广受市场青睐。该系列采用了高刚性模板设计、高效塑化螺杆以及高驱力伺服动力系统，提升了机器运行平稳度与制品成型精度，延长装置寿命的同时实现节能提效。SE 系列是公司开拓下沉市场的利刃，依靠减配策略公司市占率有望进一步提升。

图25: SE 系列亮点



数据来源: 海天国际官网, 东吴证券研究所

面向高端市场主打长飞亚系列电动机, 产品力逐步向日系电动机看齐。电动注塑机是注塑机领域的高端产品, 目前仍然被外资品牌主导。电动机因其使用电驱动和精密传动系统, 具有精密、洁净、多色注塑的特征, 而这三大特征又分别对应了三个高端下游应用。3C 光学塑料镜片对精密度要求极高, 医疗塑料器械对洁净度要求严苛, 多色技术可广泛应用于汽车尾灯等高端场景。长飞亚系列电动机产品实力正逐步向日系电动机看齐, 发那科 α -S50iA 机型在注塑光学镜片时可以实现 45 秒内 1 轮注塑生产 8 片, 而长飞亚光学镜片精密成型解决方案 VE600V-80h 可以实现 21 秒内 1 轮注塑生产 12 片。公司电动注塑机产品力的提升有望在注塑机高端应用领域实现国产替代。

图26: 长飞亚 5 代机技术亮点



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设

1) **成熟的经销体系有望带动海天国际收入体量持续做大做强：**相比于行业内竞对普遍采取直销的经营模式，海天国际早年间打造的成熟经销体系能帮助公司更好触达小 B/C 端的终端用户，实现更高的市占率。另外注塑机行业海外市场规模大于国内市场规模，开拓海外市场是头部注塑机企业的必由之路。不同于开拓国内市场，海外市场对于陌生的进口品牌在导入初期会有抵触心理，因此寻求当地经销商的合作是必要之举。海天国际国内外经销体系成熟度优于竞对，有望在出海大趋势下充分受益，收入体量继续做大做强。

2) **注塑机市场需求分层，独特的产品策略有望实现各个击破：**由于注塑机市场终端用户包括大 B/小 B/C 端多种群体，对于产品性能要求各不相同，市场分层显著。公司针对分层市场推出减配版或高端版机型，旨在为不同的终端用户提供性价比恰到好处的注塑机，另外公司还推出了九大行业专机，为特定的行业提供更加适配的产品。灵活的产品策略助力公司面对注塑机分层市场实现各个击破，市场占有率有望进一步提高。

3) 分业务预测：

① **Mars 系列：**Mars 系列为通用型注塑机，下游应用领域分布广泛，主要应用于汽车、家电、日用品等行业。2024 年开年以来注塑机需求增长主要来源于家电行业和日用品行业，Mars 系列机型对应受益。我们预计 2024-2026 年公司 Mars 系列注塑机收入增速分别为 35%/9%/12%。

② **Jupiter 系列：**Jupiter 系列以大吨位两板机为主，下游应用集中在汽车、物流、大型家电等领域。物流、家电行业对注塑机需求的提升有望带动 Jupiter 系列注塑机销量上行。我们预计 2024-2026 年公司 Jupiter 系列注塑机收入增速分别为 20%/9%/12%。

③ **长飞亚系列：**长飞亚系列为精密电动注塑机，下游主要应用于对加工精密度要求高的光学、电子、汽车零部件等行业。大吨位机型两板化，小吨位机型电动化的行业发展趋势存在，电动注塑机未来有望加速渗透。我们预计 2024-2026 年长飞亚系列注塑机收入增速分别为 20%/9%/12%。

2. 盈利预测

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 157.70 亿元、171.63 亿元、191.75 亿元，分别同比增长 20.63%、8.83%、11.72%。公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 29.80 亿元、32.42 亿元、36.76 亿元，分别同比增长 19.60%、8.79%、13.40%。

表7: 公司分业务收入预测 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Mars 系列	10,944.00	7,288.30		9,839.21	10,724.73	12,011.70
YOY	33.23%	-33.40%		35.00%	9.00%	12.00%
Jupiter 系列	2,017.30	2,438.80		2,926.56	3,189.95	3,572.74
YOY	40.10%	20.89%		20.00%	9.00%	12.00%
长飞亚系列	2,077.50	1,961.40		2,353.68	2,565.51	2,873.37
YOY	59.44%	-5.59%		20.00%	9.00%	12.00%
其他系列	478.00	81.70		85.79	90.07	94.58
YOY	-3.59%	-82.91%		5.00%	5.00%	5.00%
部件及服务	501.50	538.00		564.90	593.15	622.80
YOY	44.57%	7.28%		5.00%	5.00%	5.00%
其他收入	10.11	-0.01		0.00	0.00	0.00
YOY	22.55%	-100.10%		-100.00%	0.00%	0.00%
收入合计	16,028.41	12,308.19	13,073.63	15,770.13	17,163.41	19,175.20
YOY	35.74%	-23.21%	6.22%	20.63%	8.83%	11.72%
毛利润合计	5,151.10	3,917.50	4,201.86	5,204.14	5,629.60	6,289.47
综合毛利率	32.14%	31.83%	32.14%	33.00%	32.80%	32.80%

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所 (注: 2023 年公司未披露分产品系列收入情况, 因此各细分产品系列 2024E 收入同比增速为对 2022 年收入的增速)

可比公司方面, 公司主营业务为注塑机, 因此我们选取主营业务与公司相近的伊之密 (300415.SZ)、力劲科技 (0558.HK) 作为可比公司。2024-2026 年可比公司 PE 均值为 12/10/9, 公司估值水平略低于可比公司估值水平。

表8: 可比公司估值表

2024/7/11		货币	收盘价	市值 (亿)	净利润 (亿元)				PE			
股票代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300415.SZ	伊之密	CNY	19.39	90.85	4.77	6.25	7.73	9.43	19	15	12	10
0558.HK	力劲科技	HKD	3.24	44.21	4.42	4.54	4.94	5.38	9	9	8	8
平均									14	12	10	9
1882.HK	海天国际	HKD	21.65	345.53	24.92	29.80	32.42	36.76	13	11	10	9

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 海天国际、伊之密盈利预测来自东吴证券研究所, 力劲科技盈利预测来自 Wind 一致预期, 表中力劲科技 2023 年净利润对应 2023.3.31-2024.3.31 财年, 2024E-2026E 同理, 2024 年 7 月 11 日港元兑人民币汇率取 0.93: 1)

3. 投资建议

海天国际是全球注塑机龙头企业，产品系列丰富，市场认可度高。国产注塑机出海大趋势确定，公司在海外市场早有渠道布局，在本轮国产注塑机出海的浪潮中有望最先受益。公司产品力强，Mars、Jupiter、长飞亚三大系列注塑机覆盖下游行业广，并针对不同行业推出行业专机解决终端用户需求痛点。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 29.80/32.42/36.76 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 11/10/9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1. 注塑机需求不及预期：**公司主营业务仅有注塑机产品，整体盈利能力与下游行业对注塑机的需求景气度高度相关。若下游主机厂资本开支放缓，则对注塑机的需求可能同步减弱，进而影响公司整体业务收入。
- 2. 海外渠道拓展不及预期：**国产注塑机出海是大势所趋，国产注塑机出口海外需要依靠当地经销商开拓市场，若公司对海外经销商的拓展及管理不及预期，则可能影响公司产品出海进程，进而影响公司盈利能力。
- 3. 原材料价格风险：**生铁、铸件与钢材占注塑机整体生产成本约 30%，目前钢铁价格水平处于历史地位，若未来钢铁价格上涨，公司毛利水平可能受到压缩，整体利润率可能有下降风险。

海天国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	18,463.55	20,592.61	24,269.17	27,787.75	营业总收入	13,073.63	15,770.13	17,163.41	19,175.20
现金及现金等价物	5,445.65	6,620.14	9,708.66	12,579.82	营业成本	8,869.03	10,565.99	11,533.81	12,885.73
应收账款及票据	3,432.51	4,030.14	4,433.88	4,900.33	销售费用	1,127.04	1,308.92	1,407.40	1,553.19
存货	3,539.01	4,108.99	4,485.37	4,832.15	管理费用	888.25	946.21	1,021.22	1,131.34
其他流动资产	6,046.38	5,833.34	5,641.25	5,475.45	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	10,630.31	10,919.44	10,996.99	11,070.21	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6,061.87	6,345.10	6,416.42	6,483.10	经营利润	2,196.92	2,949.01	3,200.98	3,604.94
商誉及无形资产	51.18	47.08	43.32	39.85	利息收入	279.37	163.37	198.60	291.26
长期投资	549.24	559.24	569.24	579.24	利息支出	74.06	92.70	63.20	33.70
其他长期投资	2,812.12	2,812.12	2,812.12	2,812.12	其他收益	634.45	617.80	620.79	625.02
其他非流动资产	1,155.91	1,155.91	1,155.91	1,155.91	利润总额	3,036.67	3,637.49	3,957.17	4,487.51
资产总计	29,093.86	31,512.05	35,266.16	38,857.96	所得税	542.03	654.75	712.29	807.75
流动负债	7,502.11	7,637.56	8,846.79	9,458.82	净利润	2,494.65	2,982.74	3,244.88	3,679.76
短期借款	244.93	194.93	144.93	94.93	少数股东损益	3.12	2.98	3.24	3.68
应付账款及票据	4,023.12	3,815.50	4,805.76	5,011.12	归属母公司净利润	2,491.53	2,979.76	3,241.64	3,676.08
其他	3,234.05	3,627.13	3,896.10	4,352.77	EBIT	2,831.36	3,566.82	3,821.77	4,229.95
非流动负债	2,749.47	2,049.47	1,349.47	649.47	EBITDA	3,215.14	3,987.68	4,254.22	4,666.73
长期借款	2,502.51	1,802.51	1,102.51	402.51					
其他	246.97	246.97	246.97	246.97					
负债合计	10,251.58	9,687.03	10,196.26	10,108.30					
股本	160.51	160.51	160.51	160.51	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	26.19	29.17	32.42	36.10	每股收益(元)	1.56	1.87	2.03	2.30
归属母公司股东权益	18,816.09	21,795.85	25,037.49	28,713.57	每股净资产(元)	11.81	13.67	15.71	18.01
负债和股东权益	29,093.86	31,512.05	35,266.16	38,857.96	发行在外股份(百万股)	1,596.00	1,596.00	1,596.00	1,596.00
					ROIC(%)	11.61	12.88	12.50	12.48
					ROE(%)	13.24	13.67	12.95	12.80
					毛利率(%)	32.14	33.00	32.80	32.80
					销售净利率(%)	19.06	18.89	18.89	19.17
					资产负债率(%)	35.24	30.74	28.91	26.01
					收入增长率(%)	6.22	20.63	8.83	11.72
					净利润增长率(%)	10.02	19.60	8.79	13.40
					P/E	12.90	10.78	9.91	8.74
					P/B	1.71	1.47	1.28	1.12
					EV/EBITDA	8.08	6.90	5.56	4.30

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,港元兑人民币汇率为2024年7月11日的0.93:1,预测均为东吴证券研究所预测。(注:公司不单独批注研发费用与其他费用,因此对应科目留空,统一归入管理费用列示并预测)

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>