

豪迈科技 (002595.SZ)

轮胎模具全球龙头，稳步进军高端机床

本篇报告分析了豪迈科技三大业务的行业需求、竞争格局、公司竞争力，并复盘了公司自上市以来的股价表现和业绩增长的原因。豪迈科技是全球轮胎模具龙头，其突出的加工能力、管理能力、创新能力等在轮胎模具业务崛起的过程中已经得到充分证明。公司又将优势应用至大型零部件加工领域，并取得了快速增长。目前公司正在开拓第三成长曲线（机床），我们认为凭借公司多年来自制机床的积累，有望成功打开机床市场，支撑业绩持续增长。

- **轮胎模具+大型零部件为基本盘，拓展高端机床业务。**豪迈科技起家于生产轮胎模具的专用机床设备，于 2002 年开始生产轮胎模具产品。2013 年，公司基于在高端机械零部件积累的生产经验，将业务拓展至燃气轮机、风电等行业的大型零部件加工。2022 年，公司正式向市场推出机床产品，打造第三成长曲线。当前，公司已经成长为全球轮胎模具龙头，燃气轮机零部件加工也成为公司第二基本盘业务，未来高端机床有望成为公司新的盈利增长点。
- **轮胎模具：行业壁垒高，公司龙头地位稳固。**轮胎模具花纹复杂、精密度高、耐磨性强，是轮胎生产过程中的一种耗材，一般一套子午线轮胎模具在使用寿命期内可生产约 1.3-2 万条子午线轮胎，需求和轮胎产量直接相关。轮胎的需求一方面来自新车销售，另一方面来自存量轮胎的替换。轮胎替换需求占比达到 75%，2023 年全球轮胎需求量为 17.85 亿条。我们测算得到，2024~2026 年轮胎模具的全球市场规模有望达到 100.78 亿元、108.44 亿元、116.25 亿元。公司全球市占率超过 30%，稳居全球龙头。
- **大型零部件：以燃气轮机、风电两大能源类零部件为核心。**燃气轮机是构建新型电力系统的关键设备。随着新型电力系统中可再生能源比例的增加，为应对可再生能源（如风能和太阳能）的波动，确保电网稳定性和供需平衡，电力调峰需求应运而生。燃气轮机具备灵活性、高效性、低排放、综合能源利用等优点，适用于电力调峰。风机近两年招标旺盛，价格持续下行，交付和并网较少，后续有望迎来建设高峰。海风和出海有望成为风电行业增长的新驱动力。公司依托强大的研发、铸造实力和机械加工能力，能够提供从毛坯到成品的整体解决方案和一站式服务，近年来快速放量。
- **五轴数控机床：公司是行业新秀，高速增长中。**随着制造业转型升级，我国五轴机床市场需求快速增长，总需求达百亿元。五轴机床技术壁垒极高，涉及编程、机械、运动控制、材料工艺等多项技术，是复杂的系统工程，从核心零部件到整机的国产化率都非常低。公司产品沉淀多年，性能领先，推向市场后迅速获得客户认可。2024 年上半年，公司数控机床业务实现营业收入 2.07 亿元，同比增长 141.31%。
- **豪迈科技业绩持续增长的原因是什么？**背后是豪迈的创新力和长期主义。轮胎模具花纹日趋复杂，对于精加工的要求持续提升，豪迈凭借自身优秀且持续进步的加工能力，快速提升市占率，从国内龙头成功走向全球龙头。在轮胎模具获得成功的同时，豪迈科技基于自身优势，开拓了大型零部件加工、高端机床业务。自成立以来，豪迈始终坚持“改善即是创新，人人皆可创新”的理念，主张无论在成本、效率、质量、安全还是公平、美观等方面，只要有所改善就是创新。得益于此，豪迈在细分市场建立了差异化的技术、产品

强烈推荐（首次）

中游制造/机械

当前股价：43.77 元

基础数据

总股本（百万股）	800
已上市流通股（百万股）	795
总市值（十亿元）	35.2
流通市值（十亿元）	34.9
每股净资产（MRQ）	12.0
ROE（TTM）	19.4
资产负债率	15.0%
主要股东	张恭运
主要股东持股比例	30.21%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

胡小禹 S1090522050002
huxiaoyu1@cmschina.com.cn
朱艺晴 S1090524060001
zhuyiqing@cmschina.com.cn

或服务优势，不断拓宽自身的“护城河”。

□ 给予“强烈推荐”评级。豪迈科技是全球轮胎模具龙头，其突出的加工能力、管理能力、创新能力等在轮胎模具业务崛起的过程中已经得到充分证明。公司又将优势应用至大型零部件加工领域，并取得了快速成长。目前公司正在开拓第三成长曲线（机床），我们认为凭借公司多年来自制机床的积累，有望成功打开机床市场，支撑业绩持续增长。我们预计 2024-2026 年，公司收入为 84/96/109 亿元，同比增长 17%/14%/13%，归母净利润为 19.6/22.8/25.7 亿元，同比增长 22%/16%/13%，对应 PE 为 18/15/14x。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：原材料价格波动风险、经济环境风险、汇率波动风险、市场竞争风险、市场开拓风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6642	7166	8410	9616	10911
同比增长	11%	8%	17%	14%	13%
营业利润(百万元)	1354	1844	2248	2610	2946
同比增长	13%	36%	22%	16%	13%
归母净利润(百万元)	1200	1612	1964	2280	2572
同比增长	14%	34%	22%	16%	13%
每股收益(元)	1.50	2.02	2.46	2.85	3.22
PE	29.3	21.8	17.9	15.4	13.7
PB	4.8	4.1	3.5	3.0	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况	6
1、 轮胎模具+大型零部件为基本盘，拓展高端机床业务	6
2、 管理层专注，历史业绩表现优秀	8
二、 轮胎模具：壁垒高，公司龙头地位稳固	10
1、 轮胎模具行业进入壁垒高	10
2、 需求主要由轮胎存量替换驱动，市场空间约百亿	11
3、 公司全球市占率第一，竞争格局稳固	14
三、 大型零部件：以燃气轮机、风电两大能源类零部件为核心	17
1、 燃气轮机：电力调峰带动需求持续增长	17
2、 风电零部件：海风和出海有望成为未来主要驱动力	19
3、 公司制造能力突出，近年来快速放量	20
四、 五轴数控机床：行业新秀，高速增长	22
1、 五轴数控机床是高端精密制造的代表，壁垒极高	22
2、 市场空间百亿，国产化率低且国产化需求强烈	25
3、 公司底蕴深厚，获得客户高度认可	27
五、 股价复盘及公司核心竞争优势分析	28
六、 盈利预测与投资建议	32
七、 风险提示	33

图表目录

图 1：公司发展历程及产品结构	6
图 2：公司各业务收入占比（%）	7
图 3：公司主要客户	8
图 4：公司股权架构	8
图 5：公司营业收入（亿元）	9
图 6：公司净利润（亿元）	9
图 7：公司毛利率与净利率（%）	9
图 8：公司期间费用率（%）	10
图 9：轮胎模具图	10

图 10: 轮胎模具图	10
图 11: 轮胎模具生产流程图	11
图 12: 轮胎产业链	12
图 13: 全球汽车销量 (千万辆)	12
图 14: 2020 年全球各地区汽车保有量 (亿辆)	12
图 15: 全球轮胎总需求量 (百万条)	13
图 16: 全国轮胎产量 (亿条) 及子午化率 (%)	13
图 17: 轮胎模具全球市场规模 (亿元)	14
图 18: 轮胎模具业务营业收入 (亿元)	15
图 19: 轮胎模具业务毛利率 (%)	15
图 20: 公司研发费用 (亿元)	16
图 21: 轮胎模具细分市场主要客户	16
图 22: GE 公司 LM6000 轻型燃气轮机	17
图 23: 发电用燃机机组	17
图 24: 2020 年燃气轮机按应用领域划分的市场结构 (%)	17
图 25: 2015-2020 年全球燃气轮机市场规模	18
图 26: 2021-2026 年全球燃气轮机市场规模预测	18
图 27: 中国燃气轮机市场进出口金额 (亿美元)	19
图 28: 中国燃气轮机产量 (万千瓦)	19
图 29: 燃气轮机行业竞争格局 (2022 年)	19
图 30: 国内风机招标规模 (GW)	20
图 31: 国内风机并网容量 (GW)	20
图 32: 全球风电新增装机容量 (GW)	20
图 33: 公司大型零部件加工业务产品	21
图 34: 公司部分生产加工设备	21
图 35: 豪迈科技、日月股份零部件业务营业收入 (亿元)	22
图 36: 豪迈科技、日月股份零部件业务毛利率 (%)	22
图 37: 五轴机床产品市场结构	23
图 38: 五轴联动数控机床分类	23
图 39: RTCP 应用示意	24
图 40: 五轴联动示意图	25

图 41: 数控机床产业链.....	25
图 42: 2023 年五轴机床下游应用领域 (%)	25
图 43: 中国第二产业 GDP (亿元)	26
图 44: 中国五轴联动数控机床市场规模 (亿元)	26
图 45: 中国数控机床国产化率 (%)	27
图 46: 2023 年国内五轴数控机床竞争格局	27
图 47: 豪迈科技数控机床相关产品	27
图 48: 公司机床业务营业收入 (亿元)	28
图 49: 公司机床业务毛利率 (%)	28
图 50: 公司自制直驱转台	28
图 51: 豪迈科技股价及 PE (ttm)	30
图 52: 立体怪异花纹	30
图 53: 多棱面“宝石型”花纹	30
图 54: 轮胎模具营业成本构成 (%)	31
图 55: 2017-2023 年豪迈机床创新提案数量 (条) 及创造效益 (万元)	31
图 56: 豪迈科技历史 PE Band.....	34
图 57: 豪迈科技历史 PB Band.....	34
表 1: 预计 2026 年全球轮胎模具市场规模达到 116.25 亿元.....	14
表 2: 轮胎模具企业业务模式	15
表 3: 燃气轮机的类型与应用	18
表 4: 三轴、四轴、五轴机床对比	22
表 5: 进口核心零部件价格昂贵.....	26
表 6: 收入结构	32
附: 财务预测表.....	35

一、公司概况

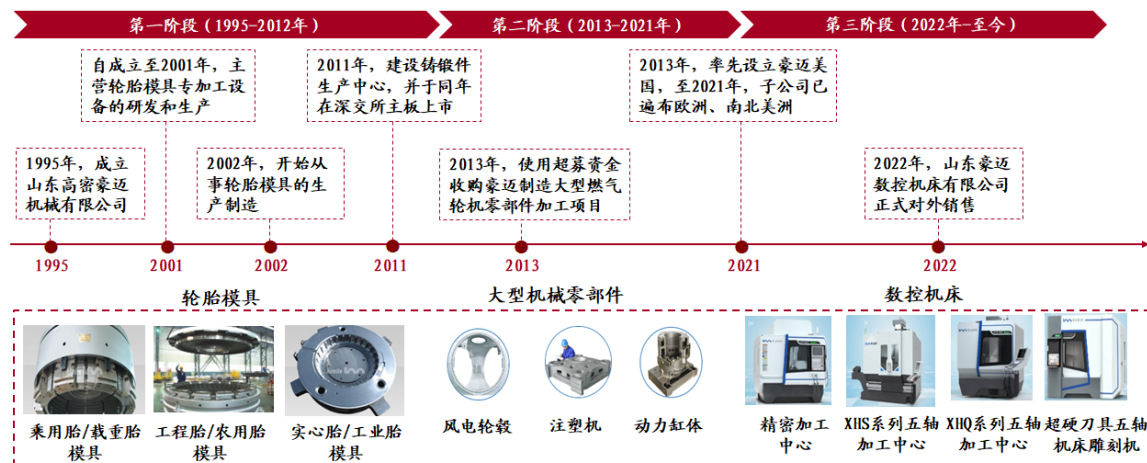
1、轮胎模具+大型零部件为基本盘，拓展高端机床业务

豪迈科技起家于生产轮胎模具的专用机床设备，由于市场容量有限，公司于 2002 年开始生产轮胎模具产品。2013 年，公司基于在高端机械零部件积累的生产经验，将业务拓展至燃气轮机、风电等行业的大型零部件加工。2022 年，公司正式向市场推出机床产品，打造第三成长曲线。

当前，公司已经成长为全球轮胎模具龙头，燃气轮机零部件加工也成为公司第二基本盘业务，未来高端机床有望成为公司新的盈利增长点。

- 第一阶段（1995-2012 年）：从电火花机床到轮胎模具国产龙头。**1997 年，公司成功研制用于轮胎模具加工的专用设备——电火花机床。公司在研发和推广电火花机床的过程中，积累了大量子午线轮胎模具的加工工艺技术，自 2002 年开始切入轮胎模具的生产制造，迅速成为轮胎模具行业的龙头企业之一。2011 年公司建设了铸锻件生产中心，并于同年在深交所主板上市。
- 第二阶段（2013-2021 年）：轮胎模具开启全球化进程，大型燃气轮机零部件加工业务快速成长。**2013 年，公司首次在海外投资设立子公司，新设成立豪迈美国，自此公司开始了全球化的进程。同年，公司使用超募资金收购豪迈制造大型燃气轮机零部件加工业务项目及资产，其产品涉及风电、燃气轮机、工程机械等领域，获得了 GE、西门子、三菱、上海电气等众多世界知名公司的认可。截至 2021 年，公司已经在欧洲、南北美洲分别设立了子公司从事模具维修生产、通用设备制造等经营活动，大型燃气轮机零部件加工收入达到了 24.41 亿元，在总收入中占比提升至 40.36%。
- 第三阶段（2022 年-至今）：机床正式外销，打开新的成长空间。**公司自成立之初，便致力于机床装备的研发与制造，成功自制电火花机床，转型生产轮胎模具后，其电火花机床便转为自用，此后公司持续进行创新和产品升级迭代，先后自制了三轴、四轴、五轴金属切削机床，用于轮胎模具的生产。基于多年的自用改进和技术积累，公司机床产品在性能方面达到国内领先水平，2022 年公司正式将机床对外销售，当年实现了 1.46 亿元的收入。

图 1：公司发展历程及产品结构

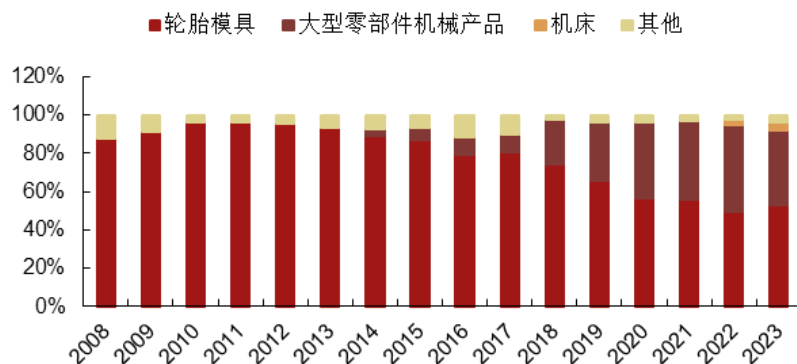


资料来源：公司官网、公司年报、招商证券整理

敬请阅读末页的重要说明

轮胎模具和大型机械零部件为核心业务，机床业务快速成长。截至 2024 年上半年，公司轮胎模具、大型机械零部件和数控机床分别实现营业收入 22.16 亿元、14.65 亿元、2.07 亿元，收入占比分别为 53.55%、35.40%、5.00%，营收同比增长 19.52%、2.65%、141.31%。根据历史数据，轮胎模具在 2014 年之前贡献公司几乎全部收入，2014 年大型零部件业务开始放量，目前也已经成为第二大主业。2022 年，公司机床正式外销，2023 年机床业务营业收入为 3.08 亿元，同比增长 111.76%，机床业务仍处于起步阶段，有望持续放量。

图 2：公司各业务收入占比（%）



资料来源：公司年报、招商证券

轮胎模具：公司轮胎模具是国家制造业单项冠军产品，覆盖乘用车模具、载重胎模具、工程胎模具等，主要定位于中高端市场，目前在研发、技术、产能、品种、国际布局等方面具有明显的综合优势和竞争力。公司积极开拓海外市场，泰国工厂于 2023 年 10 月扩建完毕投入使用后，产能持续提升；墨西哥工厂于 2024 年 4 月正式开业并投入生产运营，公司目前已与国际龙头胎企日本普利司通、美国固特异、法国米其林等建立了稳定的合作关系。2024 年上半年，公司轮胎模具业务实现营业收入 22.16 亿元，同比增长 19.52%，毛利率 41.59%，为公司提供了稳健的业绩基本盘。

大型机械零部件：以风电、燃气轮机等能源类产品零部件的铸造及精加工为主。公司依托强大的研发、铸造实力和机械加工能力，形成了铸造加工一体化的综合优势，获得了 GE、西门子、三菱等众多世界知名公司的青睐。燃气轮机市场需求持续向好，公司订单饱满，风电业务订单也有所恢复，2024 年上半年，公司大型零部件机械产品实现营业收入 14.65 亿元，同比增长 2.65%，毛利率 24.48%。

数控机床：高档数控机床作为工业母机，是大国制造的坚实支撑，属于国家基础、战略性产业。公司基于多年机床自制研发的成功经验和技术积累，致力于多轴复合加工机床、机床功能部件等产品的研发与推广，产品在功能以及性能方面达到国内领先水平，向国际先进水平看齐。机床有望成为公司新的盈利增长点。2024 年上半年，公司数控机床业务实现营业收入 2.07 亿元，同比增长 141.31%。

图 3：公司主要客户



资料来源：公司官网、招商证券

2、管理层专注，历史业绩表现优秀

公司股权结构稳定，管理层技术经验丰富，专注主业多年。截至 2024 年 6 月 30 日，公司创始人、实际控制人张恭运持股比例为 30.21%。前十大股东中，张恭运、柳胜军、冯民堂均为公司的设立发起人，股权结构集中且稳定。公司高管技术经验丰富，上任董事长、公司实际控制人张恭运亲历一线，参与公司轮胎模专用电火花成型机床、轮胎模专用数控刻字机床等系列专用数控设备的研发，技术积淀深厚。现任董事长单既强 2000 年加入豪迈，先后从事技术、管理岗位，具有丰富的技术及管理经验。以单既强为核心的管理层平均任职时间超过 20 年，长期坚守主业。

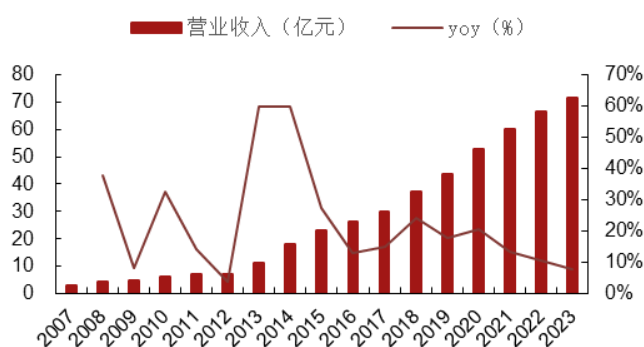
图 4：公司股权架构



资料来源：公司 2024 年半年报、同花顺 iFinD、招商证券

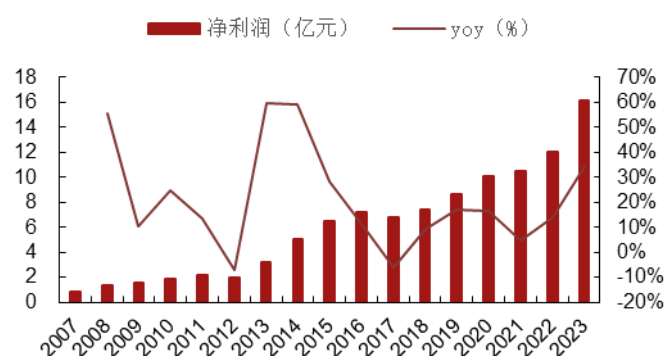
业绩长期稳健增长。2007 年至 2023 年公司营业收入年均复合增速 21.84%，净利润年均复合增速 19.93%。2013 年公司将燃气轮机业务并入公司，大型零部件业务在公司收入中占比逐渐增加。公司 2023 年营业收入 71.66 亿元，同比增长 7.88%，净利润 16.12 亿元，同比增长 34.33%。

图 5：公司营业收入（亿元）



资料来源：公司年报、同花顺 iFinD、招商证券

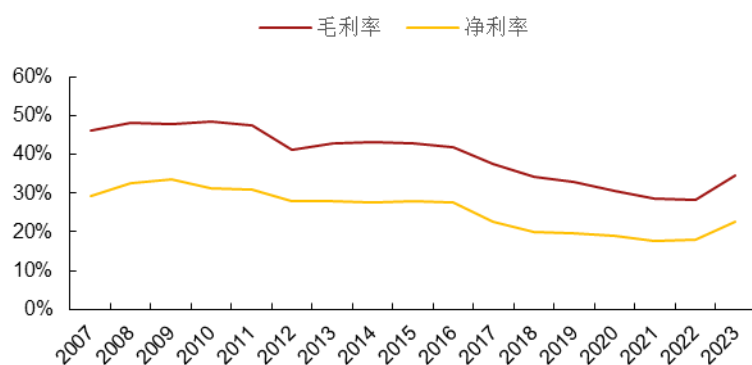
图 6：公司净利润（亿元）



资料来源：公司年报、同花顺 iFinD、招商证券

毛利率受成本波动、产品结构影响较大，成本管控能力优秀。公司毛利率总体上呈现下降的趋势，主要原因是①轮胎市场趋于成熟，竞争激烈；②毛利率更低的大型零部件收入占比提升；③原材料价格波动。净利率整体降幅小于毛利率，彰显公司强大的成本管控能力和不断提升的效率。2023 年，原材料成本下降叠加高毛利的燃机收入占比提升，公司毛利率有所回升，达到 34.65%，净利率达到 22.49%。

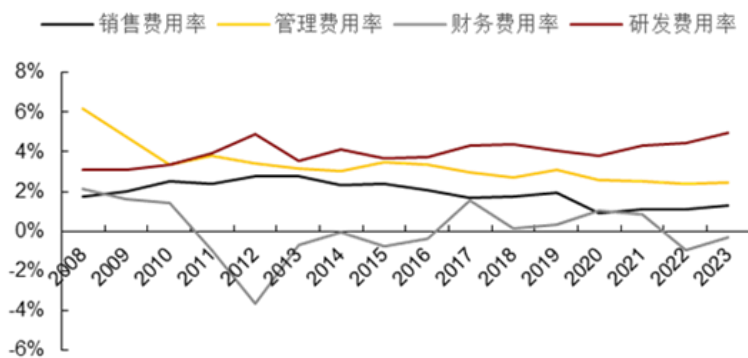
图 7：公司毛利率与净利率（%）



资料来源：公司年报、招商证券

公司持续进行控费增效，但始终保持高研发投入。公司控费增效成果显著，管理费用率整体呈现下降趋势，2008 年管理费用率达 6.16%，2023 年已下降到 2.46%。公司销售费用率维持在较低水平，主要原因是公司采用直销模式，与客户合作稳定，主业市场开拓基本完成。同时，公司研发费用率有增长的态势，说明公司注重研发投入，布局更高端的技术，2023 年研发费用率为 4.96%。

图 8：公司期间费用率（%）



资料来源：公司年报、招商证券

二、轮胎模具：壁垒高，公司龙头地位稳固

1、轮胎模具行业进入壁垒高

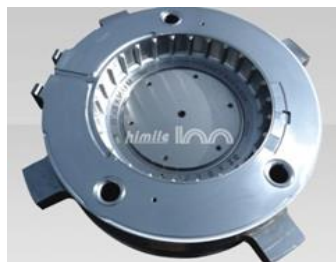
轮胎模具是一种用于制造轮胎外部形状和花纹的工具，主要用于轮胎硫化工艺，模具通过高温高压环境下将橡胶材料压制成型，从而形成轮胎的外形、花纹、尺寸等。

图 9：轮胎模具图



资料来源：公司官网、招商证券

图 10：轮胎模具图



资料来源：公司官网、招商证券

轮胎模具产品本身具有以下特点：

- **花纹复杂**：不同类型的轮胎（如轿车、卡车、赛车等）需要不同的花纹，以满足不同的抓地力、排水性和耐磨性能要求。模具上细致的花纹设计对轮胎性能起着决定性作用。
- **精密度高**：轮胎模具需要确保轮胎的尺寸和花纹的精确度，以保证轮胎的性能和使用寿命。这要求模具的制造必须达到极高的精度，尤其是花纹部分。
- **耐磨性强**：轮胎模具需要承受反复的高温高压操作，因此它们通常由高强度的合金钢或铸铁制造，并经过特殊的热处理工艺以提高耐磨性和使用寿命。
- **热稳定性好**：轮胎硫化过程中会产生高温，因此模具材料必须具有良好的导热性和热稳定性，能够承受高温下的形状变化，并迅速均匀地传递热量。

因此，轮胎模具是一类复杂的精密机械零部件产品，行业壁垒非常高，主要体现在：

- **模具设计**：涉及空气动力学、排水性能、噪音控制等多方面，要求设计人员

具备丰富的知识和经验。

- **加工设备和加工工艺：**轮胎模具需要极高的精度，尤其是轮胎花纹和尺寸的加工，直接影响到轮胎的性能和质量，需要企业拥有先进的设备和丰富的加工经验，如数控机床（CNC）、电火花加工（EDM）等。这些设备的采购、安装和维护成本高昂，且需要持续更新换代，资金壁垒高。
- **材料与热处理技术：**模具材料通常需要耐高温、耐磨损且具备较高的韧性。需要企业掌握先进的材料选择、热处理和表面处理技术。
- **客户认证周期长、粘性高：**轮胎模具的质量直接关系到轮胎的安全性能，因此其开发和生产涉及严格的质量认证和测试程序，从设计到投产的周期较长。客户需要对模具供应商的设计能力、生产能力和稳定性进行全面考察，且通常会选择具有长期合作关系的模具供应商。
- **售后服务：**模具使用过程中会遇到磨损、损坏等问题，供应商需要提供及时的维修、更换和技术支持，因此需要建立全球化的售后服务体系。

图 11：轮胎模具生产流程图



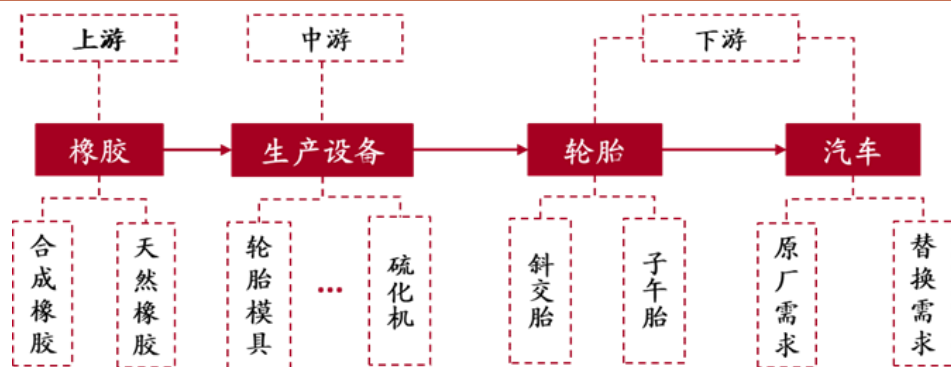
资料来源：豪迈科技招股说明书、招商证券整理

2、需求主要由轮胎存量替换驱动，市场空间约百亿

轮胎模具是一种耗材，具有定制化程度高、重要性强等特点。轮胎模具是轮胎生产过程中的重要工具，它相当于一个模板，用于将轮胎原材料进行成型，并通过高温和高压力的方式将轮胎制作完成。轮胎模具结构相对复杂，由许多零部件组成，使用频率高、使用寿命短、修复成本高，是轮胎生产的必备耗材，一般一套子午线轮胎模具在使用寿命期内可生产约 1.3-2 万条子午线轮胎。

轮胎模具属于个性化极强的中间产品，需要按照客户要求的技术参数进行加工生产，如规格、花纹等，定制化程度较高。轮胎的生产制作流程为炼胶、挤出、压延、组件制作、成型和硫化，其中硫化是最为关键的一步。轮胎模具的精度、质量直接影响轮胎的性能，因此在轮胎生产过程中至关重要。

图 12：轮胎产业链



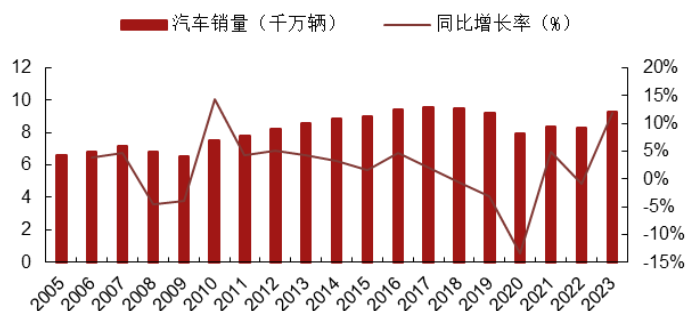
资料来源：公司招股说明书、中国橡胶工业年鉴、招商证券整理

轮胎模具的需求和轮胎产量直接相关。根据橡胶工业协会数据统计，一套子午线轮胎模具在其使用寿命期内可生产约 1.3-2 万条子午线轮胎。因此，轮胎模具的市场需求与轮胎产量大致呈正相关关系，但随着轮胎花纹更新速度加快、配套轮胎市场的发展，轮胎模具的使用寿命逐渐缩短，轮胎模具的需求也会大大提高。

轮胎的需求一方面来自新车销售，另一方面来自存量轮胎的替换。

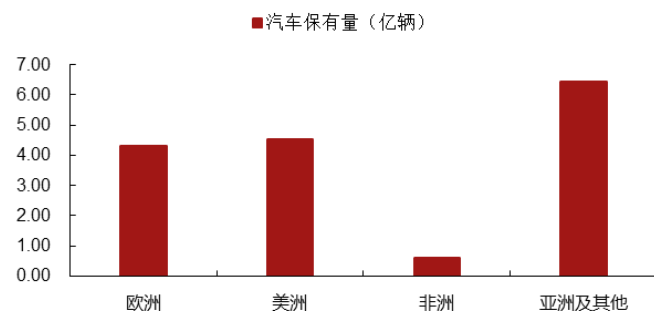
全球新车销售高速增长时代已过，未来或将维持中低速增长。在新能源汽车带动下，2023 年全球汽车销量达到 0.93 亿辆，同比增长 11.82%。但汽车市场总体需求与宏观经济、居民收入水平的变化密切相关。近年来，全球经济增长乏力，中国在推动发展方式转变的过程中也面临经济下行压力，未来汽车产业大概率将呈现周期性波动、中低速增长的态势。而庞大的汽车保有量保障了轮胎替换市场需求，2020 年全球汽车保有量已经达到 15.90 亿辆。

图 13：全球汽车销量（千万辆）



资料来源：同花顺 iFinD、招商证券

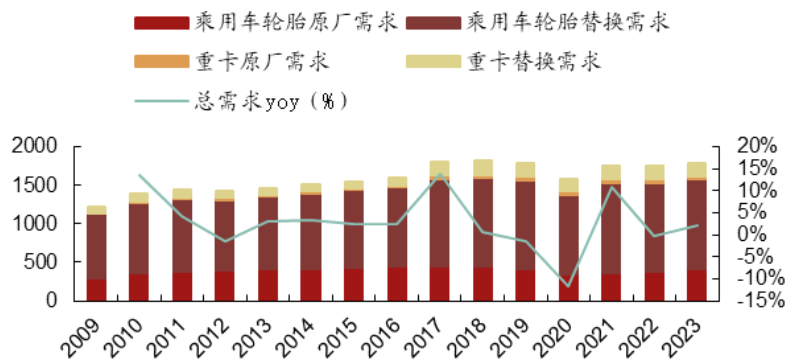
图 14：2020 年全球各地区汽车保有量（亿辆）



资料来源：世界汽车组织（OICA）、招商证券

轮胎替换需求占比达到 75%，2023 年全球轮胎需求量为 17.85 亿条。据米其林年报，轮胎需求主要来自于轮胎的替换市场，存量替换需求约占总需求的 75%。根据米其林 2024 年中报，截至 2024 年 6 月 30 日，全球轮胎总需求为 9 亿条，同比增长 2.69%。2023 年全球轮胎总需求量达到 17.85 亿条，同比增长 2.25%。2009 年至 2023 年全球轮胎总需求年均复合增长率为 2.76%。全球轮胎需求在 2020 年出现负增长，主要受疫情影响，资本开支萎缩，2021 年开始恢复增长。

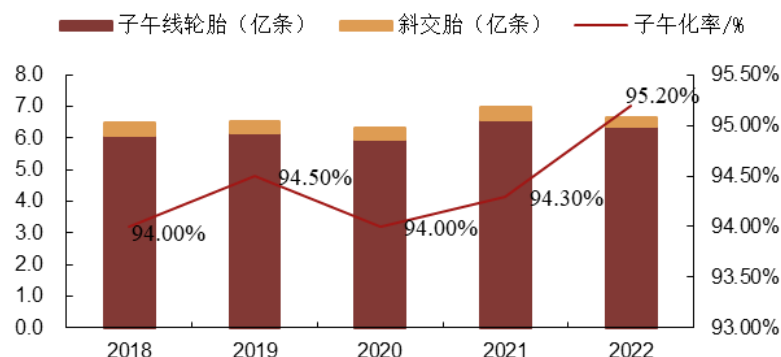
图 15: 全球轮胎总需求量 (百万条)



资料来源：米其林年报、招商证券

2022 年中国轮胎需求量约 6.67 亿条，占全球需求比重约 38%。据中国橡胶工业协会轮胎分会统计和调查，2021 年全国轮胎产量达到历史峰值，为 6.57 亿条，但受国内外经济大环境影响，2022 年有所下降，2022 年全国轮胎总产量 6.67 亿条，占全球轮胎总需求量比重约为 38%。

图 16: 全国轮胎产量 (亿条) 及子午化率 (%)



资料来源：中国橡胶工业年鉴（2023）、招商证券

我们测算得到，2024~2026 年轮胎模具的全球市场规模有望达到 100.78 亿元、108.44 亿元、116.25 亿元，其中新增需求约为 34.82 亿元、35.51 亿元、36.22 亿元，存量市场替换需求约为 65.96 亿元、72.93 亿元、80.03 亿元。2023 年至 2026 年全球市场规模的年均复合增速为 7.46%。

核心假设:

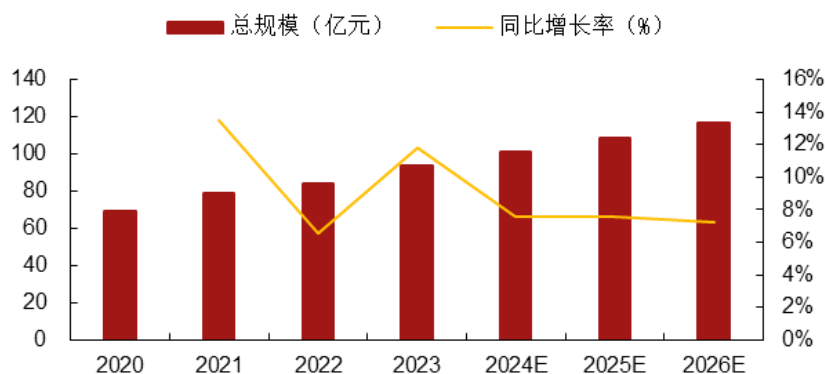
①据世界汽车组织（OICA）和玲珑轮胎招股说明书，乘用车和商用车的原厂配套比例分别假设为 1: 5 和 1: 11。替换市场上，乘用车和商用车的替换系数分别假设为 1: 1.5 和 1: 15。

②据共研产业咨询数据，一套子午线轮胎模具在使用寿命内可生产约 1.5 万条子午线轮胎，我们假设一套轮胎模具的产能为 1.5 万条轮胎，假设轮胎模具售价为 10 万元/套。

③据玲珑轮胎和森麒麟公司年报，轮胎模具折旧年限一般为 3~5 年，故对存量轮胎模具的替换比例设为 20%。

④汽车行业已步入成熟期，据米其林年报数据，对 2024~2026 年全球汽车销量以每年 2% 的增速进行预测。

图 17：轮胎模具全球市场规模（亿元）



资料来源：世界汽车组织（OICA）、米其林年报、豪迈科技招股书、森麒麟年报、玲珑轮胎招股书、华经产业研究院、招商证券

表 1：预计 2026 年全球轮胎模具市场规模达到 116.25 亿元

年份	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乘用车全球销量（亿辆）	0.55	0.57	0.59	0.65	0.67	0.68	0.69
乘用车配套轮胎（亿条）	2.74	2.86	2.93	3.26	3.33	3.40	3.46
商用车全球销量（亿辆）	0.25	0.26	0.24	0.27	0.28	0.29	0.29
商用车配套轮胎（亿条）	2.74	2.90	2.66	3.02	3.08	3.14	3.20
配套轮胎（亿条）	5.48	5.76	5.60	6.28	6.41	6.54	6.67
乘用车保有量（亿辆）	11.81	12.35	12.93	13.51	14.17	14.83	15.51
乘用车替换轮胎（亿条）	17.71	18.53	19.39	20.27	21.25	22.25	23.27
商用车保有量（亿辆）	4.10	4.35	4.61	4.85	5.13	5.41	5.69
商用车替换轮胎（亿条）	61.44	65.18	69.13	72.77	76.88	81.09	85.37
替换轮胎（亿条）	79.15	83.71	88.52	93.04	98.13	103.33	108.64
轮胎总需求（亿条）	84.63	89.47	94.12	99.32	104.54	109.87	115.30
轮胎新增需求（亿条）	4.30	4.84	4.65	5.20	5.22	5.33	5.43
轮胎模具新增需求（万套）	2.87	3.23	3.10	3.47	3.48	3.55	3.62
轮胎模具保有量（万套）	20.32	23.19	26.42	29.52	32.98	36.46	40.02
轮胎模具替换需求（万套）	4.06	4.64	5.28	5.90	6.60	7.29	8.00
轮胎模具总需求（万套）	6.93	7.87	8.38	9.37	10.08	10.84	11.63
单价（万元/套）	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
新增市场规模（亿元）	28.68	32.30	30.98	34.67	34.82	35.51	36.22
替换市场规模（亿元）	40.64	46.38	52.83	59.03	65.96	72.93	80.03
总规模（亿元）	69.32	78.67	83.81	93.70	100.78	108.44	116.25
同比增长率（%）		13.50%	6.53%	11.79%	7.56%	7.60%	7.20%

资料来源：世界汽车组织（OICA）、米其林年报、豪迈科技招股书、森麒麟年报、玲珑轮胎招股书、华经产业研究院、招商证券

3、公司全球市占率第一，竞争格局稳固

全球轮胎模具企业根据业务模式划分为附属于轮胎制造商与专业轮胎模具制造两种类型。附属于轮胎制造商的法国米其林、美国固特异等模具公司，为了保护其轮胎知识产权，生产的轮胎模具一般自用而不对外销售。而美国 QUALITY 公司、德国 AZ 公司、豪迈科技等国际专业轮胎模具制造企业，有着悠久的历史，伴随其国内轮胎工业的发展而发展，技术装备高档、工艺手段成熟、加工质量好，主要制造高端轮胎模具，服务于世界高档轮胎模具市场，价格昂贵，占据世界高档轮胎模具市场。

表 2：轮胎模具企业业务模式

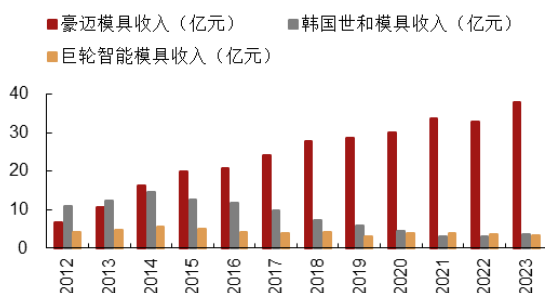
业务模式一		业务模式二	
附属企业	业务模式	专业生产企业	业务模式
法国米其林	隶属于米其林公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具的铸铝花纹块	美国 QUALITY	
日本普利司通	隶属于普利司通公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具	德国 AZ	
美国固特异	隶属于固特异公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具	豪迈科技	与轮胎制造商结成长期的业务合作关系，并签订长期保密协议，长期为轮胎制造商供应轮胎模具
美国固铂	隶属于固铂公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具的锻铝雕刻花纹块	韩国世和模具	
		德国 HERBERT	

资料来源：公司招股说明书、招商证券

公司全球市占率超过 30%，稳居全球龙头地位。豪迈科技属于轮胎模具专业生产企业，主要定位于中高端市场，目前在研发、技术、产能、品种、国际布局等方面具有明显的综合优势和竞争力。据中国橡胶工业年鉴统计，2022 年，豪迈科技的销售收入占国内行业总销售额的 60%，出口交货值占行业总量的 85%。目前豪迈的全球市占率已经超过 30%。

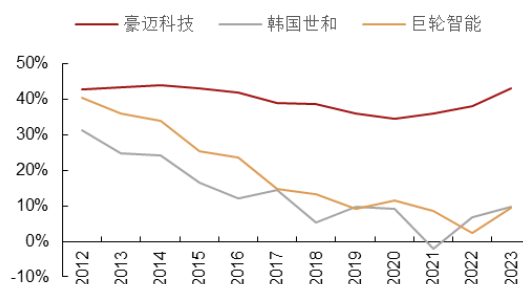
相较同行，公司轮胎模具业务营收和毛利率表现优异。公司上市时主要竞争对手是韩国世和，2014 年公司轮胎模具营收首次超过韩国世和。2012 年-2023 年，公司轮胎模具业务营业收入稳步增长，年均复合增长率为 17.01%。韩国世和则由于内部经营等问题，轮胎模具营收从 2012 年的 10.78 亿元减少至 2023 年的 3.64 亿元。巨轮智能轮胎模具业务营业收入则一直稳定在 3-5 亿元。此外，2012 年至 2023 年，公司轮胎模具毛利率虽有下降，但降幅显著小于同行，差距持续加大。

图 18：轮胎模具业务营业收入（亿元）



资料来源：彭博、同花顺 iFinD、招商证券

图 19：轮胎模具业务毛利率（%）

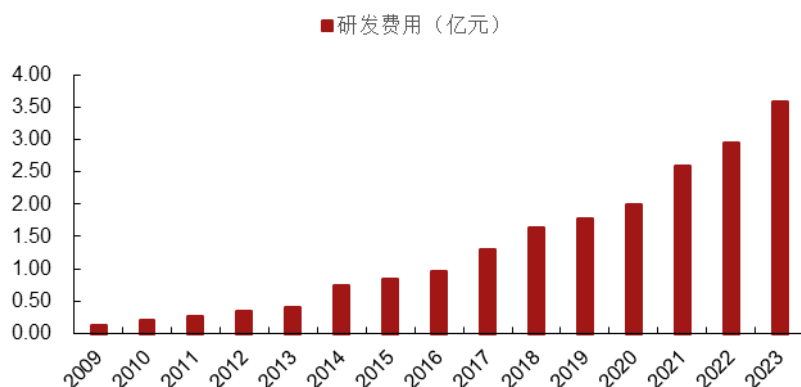


资料来源：彭博、同花顺 iFinD、招商证券

公司注重研发投入和控制成本。公司研发投入逐年增加，2023 年的研发费用 3.56 亿元，同比增长 20.52%，研发费用率达到 4.96%。据公司官网，公司践行“改

善即是创新，人人皆可创新”的理念，鼓励员工创新，实行“生产工人+工程师”的创新模式，形成了特有的创新体系和竞争力，推动了创新成果快速转化为生产力。公司拥有专业技术研发人员 1000 余人，2023 年，技术人员占员工总数的 21.73%。

图 20：公司研发费用（亿元）

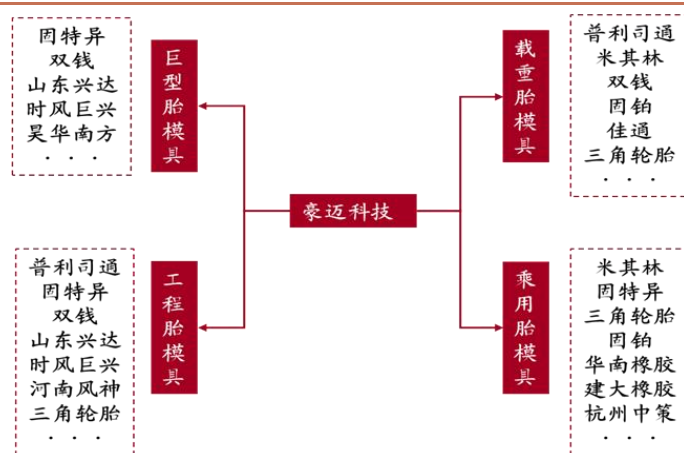


资料来源：公司年报、同花顺 iFinD、招商证券

公司全面掌握精密铸造、数控雕刻和电火花加工三大轮胎模具加工工艺，引领行业技术进步。公司的多项生产技术已经达到国际先进水平，电火花加工技术是公司最具优势的核心技术之一，在国内外处于领先地位。公司通过自主研发，成功制造出我国第一台轮胎模具专用电火花成型机床，集电火花技术、数控技术于一体。公司利用自制专用电火花成型机床，大大提高了模具加工精度和复杂花纹的加工能力。根据公司招股说明书，2001 年，山东省科技厅组织的专家鉴定委员会进行的科技成果鉴定，评定公司的电火花技术及其它模具加工机床的品质均达到国际先进水平，代表了轮胎模具加工技术的发展趋势。

公司品牌知名度高，客户资源优质。作为轮胎模具下游的轮胎制造商为了能在市场保持优势竞争地位，对轮胎的部分参数有着自身的一套规范并加以保密，因此，轮胎模具制造公司与轮胎制造商之间形成的是一种长期的业务合作关系而非单纯的、一次性买卖关系。因此，与全球龙头胎企米其林、普利司通等建立紧密的合作关系，也能够反过来促进公司加工能力的提升。

图 21：轮胎模具细分市场主要客户



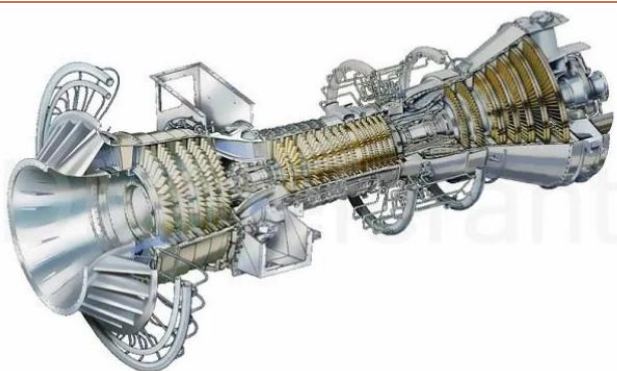
资料来源：公司招股说明书、招商证券

三、大型零部件：以燃气轮机、风电两大能源类零部件为核心

1、燃气轮机：电力调峰带动需求持续增长

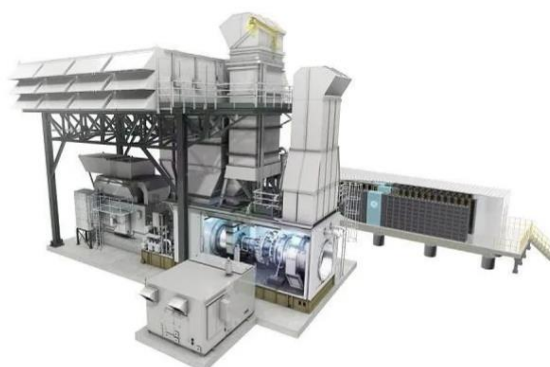
燃气轮机是一种将燃料的化学能转化为机械能的设备，主要用于发电和推进系统。其工作原理是：首先，燃料（如天然气或航空煤油）与空气混合后在燃烧室中燃烧，产生高温高压的燃气。然后，这些燃气通过涡轮，推动涡轮旋转，从而驱动发电机或推进装置。燃气轮机因其高效、响应迅速和较小的体积，被广泛应用于电力、航空和海洋运输等领域。重型燃气轮机是构成先进能源动力系统的核心装备，其电站造价低、调峰性能好、用水少，对于能源系统的高效、清洁和安全都具有重要意义。

图 22：GE 公司 LM6000 轻型燃气轮机



资料来源：中国航空学会、招商证券

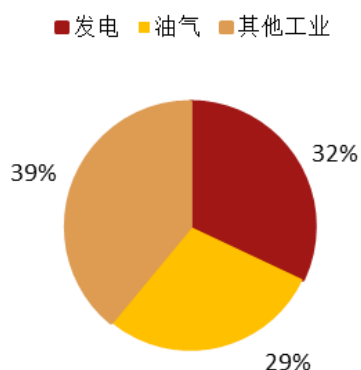
图 23：发电用燃机机组



资料来源：中国航空学会、招商证券

燃气轮机下游包括电力行业、石油和天然气行业、航空航天、工业应用、海洋和船舶、集中供热系统等。根据 Maximize Market Research 统计，2020 年全球燃气轮机市场中，约 32% 应用于发电行业，约 29% 应用于油气行业，其余 39% 则应用于航空航天、海洋船舶等其他工业领域。

图 24：2020 年燃气轮机按应用领域划分的市场结构（%）



资料来源：Maximize Market Research、前瞻产业研究院、招商证券

燃气轮机是构建新型电力系统的关键设备。随着新型电力系统中可再生能源比例的增加，为应对可再生能源（如风能和太阳能）的波动，确保电网稳定性和供需平衡，电力调峰需求应运而生。燃气轮机具备灵活性、高效性、低排放、综合能

源利用等优点，适用于电力调峰。

①**灵活性**：能够快速启动和调节输出功率，适应可再生能源（如风能和太阳能）的波动；

②**高效性**：现代燃气轮机的热效率较高，有助于提高电力系统的整体能效；

③**低排放**：相比传统火电，燃气轮机产生的温室气体和污染物排放较低，有助于实现低碳目标；

④**综合能源利用**：可以与其他能源形式（如储能系统、氢能等）结合，提高系统的整体稳定性和可靠性。

燃气轮机按照功率大小可以分为**轻型燃气轮机**和**重型燃气轮机**。轻型燃气轮机又可以细分为微型、小型、中型燃气轮机；大型燃气轮机属重型燃气轮机。在发电行业，负荷发电基本以大型燃气轮机为主，调峰发电则以轻型（中型、小型、微型）燃气轮机为主。

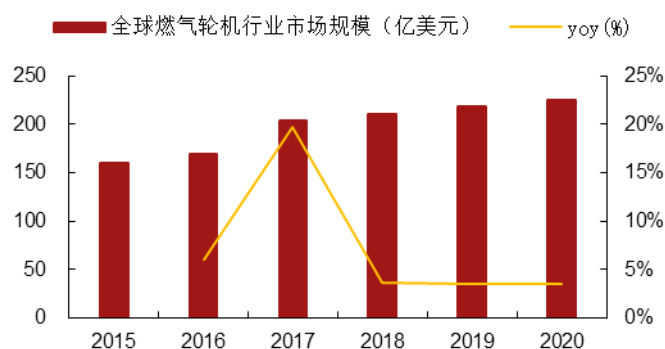
表 3：燃气轮机的类型与应用

	类型	功率/MW	用途
重型	大型燃气轮机	> 50.00	城市公用电网
	中型燃气轮机	20.00 ~ 50.00	发电、分布式能源、海上动力、油气输送
轻型	小型燃气轮机	0.30 ~ 20.00	海上动力、分布式能源、油气输送、军事
	微型燃气轮机	0.03 ~ 0.30 或更小	海上动力、分布式能源、油气输送、军事

资料来源：两机动力先行公众号、招商证券

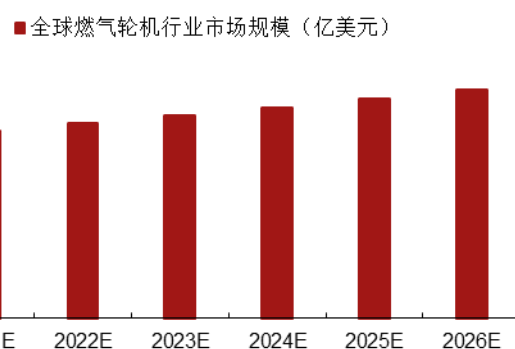
全球需求持续增长，2026 年有望达到 283 亿美元。根据 Statista 统计数据，2015-2020 年全球燃气轮机市场规模呈现上涨趋势。2020 年全球燃气轮机市场规模为 225.4 亿美元，同比增长 3.47%。预计到 2026 年，有望达到 283 亿美元。据公司 2024 年半年度报告，2023 年全球燃气轮机市场规模 250 亿美元，全年装机达 43.1GW，其中中国市场依旧占据第一地位，装机达 12.6GW，占比 29%。

图 25：2015-2020 年全球燃气轮机市场规模



资料来源：Statista、前瞻产业研究院、招商证券

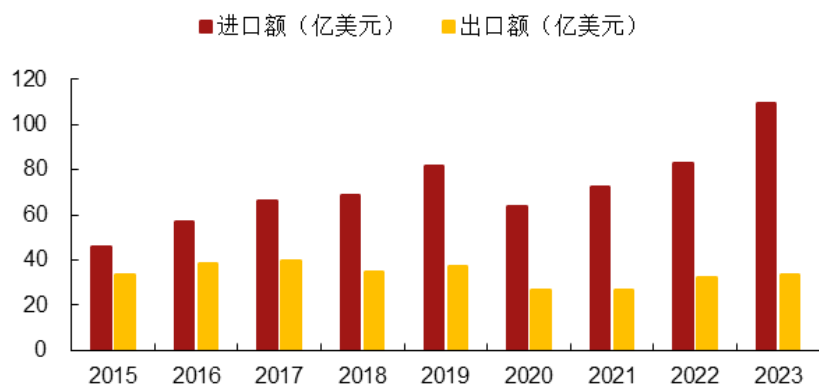
图 26：2021-2026 年全球燃气轮机市场规模预测



资料来源：Statista、前瞻产业研究院、招商证券

中国燃气轮机市场长期处于贸易逆差。据海关总署及 iFinD，统计口径为涡轮喷气发动机、涡轮螺旋桨发动机及其他燃气轮机，数据显示 2023 年中国出口金额为 33.63 亿美元，进口金额为 109.67 亿美元，贸易逆差自 2020 年的 36.93 亿美元达到 2023 年 76.04 亿美元，呈现出扩大的趋势。

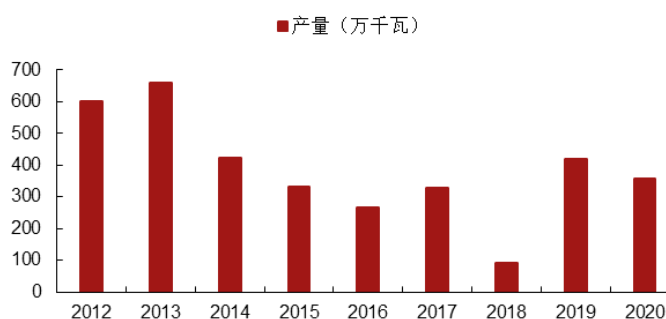
图 27：中国燃气轮机市场进出口金额（亿美元）



资料来源：海关总署、同花顺 iFinD、招商证券

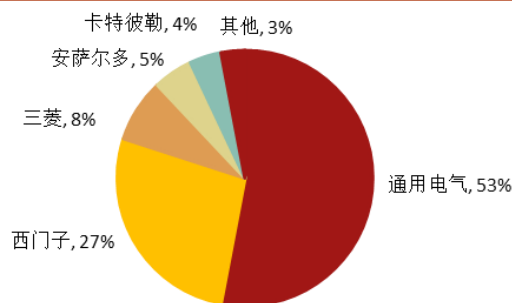
燃气轮机壁垒高，国产替代进程不断加快。燃气轮机行业对生产加工材料、生产工艺等有着极高的要求，我国在该领域生产基础薄弱，目前国内市场基本由海外企业垄断。我国产量在 2012 年-2020 年间出现一定的波动，2018 年产量仅为 92.85 万千瓦。在传统燃煤电厂改造升级的推动和双碳背景下，燃气轮机市场空间较大，我国燃气轮机的研制也取得了新的突破。

图 28：中国燃气轮机产量（万千瓦）



资料来源：华经产业研究院、招商证券

图 29：燃气轮机行业竞争格局（2022 年）



资料来源：华经产业研究院、招商证券

2、风电零部件：海风和出海有望成为未来主要驱动力

风机近两年招标旺盛，价格持续下行，交付和并网较少，后续有望迎来建设高峰。

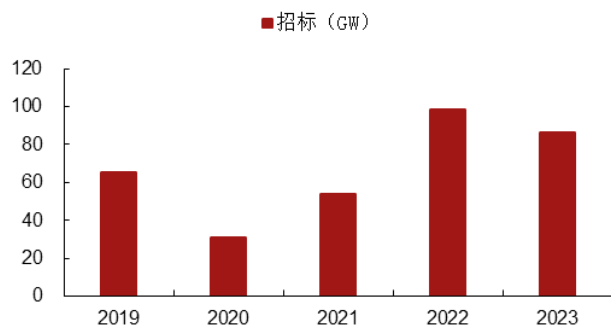
①**招标旺盛**：据豪迈科技 2024 年半年报信息，2024 年 1-6 月国内风电累计招标共 84.82GW，比 2023 年 1-6 月增加 97.21%，2024 年上半年招标规模已经接近 2023 年全年的招标规模，市场需求旺盛。2022 年，国内风机招标规模快速增长，达到 98.50GW，同比增长 82%。2023 年国内招标规模 86.30GW，仍保持较高水平，其中陆上风电招标 77.40GW，海上风电招标 8.90GW。

②**价格下行**：自 2021 年以来，国内风电装机价格持续下行，今年上半年风电中标价格有所回暖，但仍处于低位运行区间。根据金风科技披露，2024 年 1-3 月，国内风电机组投标均价逐步由 1 月的 1507 元/千瓦涨至 3 月的 1563 元/千瓦，但低于 2023 年 3 月的 1607 元/千瓦。同时，与 2021 年 6 月的投标均价相比，今年一季度的平均投标价格要下降近千元/千瓦。

③**交付和并网较少**：自 2023 年年初起，国内招标订单已经达到 200GW，仅有

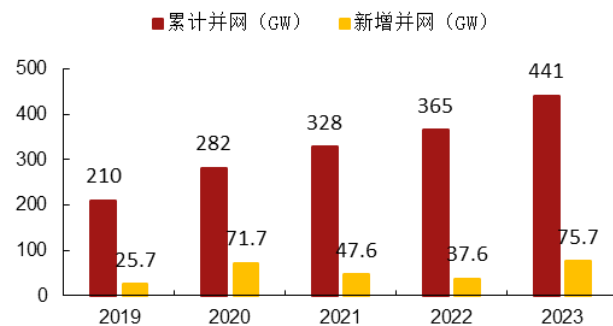
100GW 实现并网，历史积累订单多。今年一季度北方冬歇期和二季度南方强降雨等情况，导致项目进度不及预期，下半年行业有望迎来新的建设高潮。

图 30：国内风机招标规模（GW）



资料来源：金风科技年报及官网、明阳智能年报、招商证券

图 31：国内风机并网容量（GW）



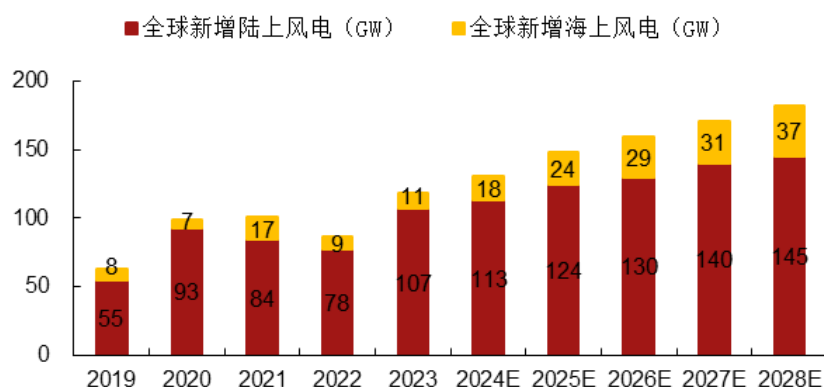
资料来源：金风科技官网、招商证券

海风和出海有望成为风电行业增长的新驱动力。

根据中国风能专业委员会（CWEA）统计，“十四五”期间，沿海 11 省市规划的海风开发目标合计约为 63.8GW，其中新增装机目标超过 50GW。截至 2023 年底，“十四五”海上风电累计装机约 28GW，相比“十四五”目标仍有约 36GW 的缺口。因此，要完成各省市制定的“十四五”目标，2024 年及 2025 年，海上风电开发建设仍需提速。在许多快速发展的新兴市场国家，海上风电可以提供大规模、持续的电力，被视为一项关键的能源转型技术。2023 年，全球新增陆上风电 107GW，全球新增海上风电 11GW。据 GWEC 预测，2028 年全球将新增陆上风电 145GW，海上风电 37GW。2023-2028 年，全球新增陆上风电 CAGR 约为 6.33%，新增海上风电 CAGR 约为 26.77%。

2023 年，欧盟委员会通过最新修订的可再生能源指令，将具有约束力的 2030 年可再生能源消费占比目标从 32% 提升为至少 42.5%。全球风能理事会（GWEC）预测，2024-2033 年，全球预计将新增 410GW 的海上风电装机容量，欧洲地区新增海风装机将由 2023 年的 3.7GW 增长至 2033 年的 28.2GW，年均复合增长率达到 25.3%，为风电零部件出海打开市场空间。

图 32：全球风电新增装机容量（GW）



资料来源：金风科技官网、GWEC、招商证券

3、公司制造能力突出，近年来快速放量

公司大型零部件机械业务以风电、燃气轮机能源类产品零部件的铸造及精加工

敬请阅读末页的重要说明

为主，也涉及部分压铸机、注塑机、工程机械等领域。产品是非标定制的工业中间产品，根据客户相应产品参数设计铸造、加工完成，主要为下游成套设备制造商提供配套。

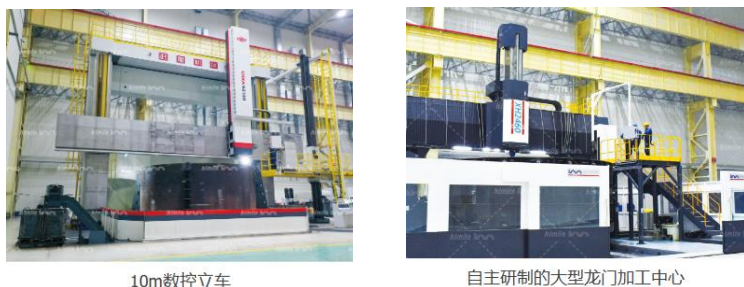
图 33：公司大型零部件加工业务产品



资料来源：豪迈科技官网、招商证券

公司依托强大的研发、铸造实力和机械加工能力，能够提供从毛坯到成品的整体解决方案和一站式服务。公司铸铁产能 27 万吨/年，铸钢产能 1 万吨/年，产能位居行业前列；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、焊接等专家 30 多人，具备工艺开发、设计前期优化等技术能力；公司拥有 8m/10m 数控立车、大型数控镗铣床、龙门机床等高端设备。公司同多家国内外行业头部知名企业建立长期战略合作关系，主要有 GE、三菱、西门子、上海电气、中车、东方电气、哈电等，公司依靠强大的研发能力、技术支持、产品品质与工期保障，多次获得客户“最佳供应商”等奖项。

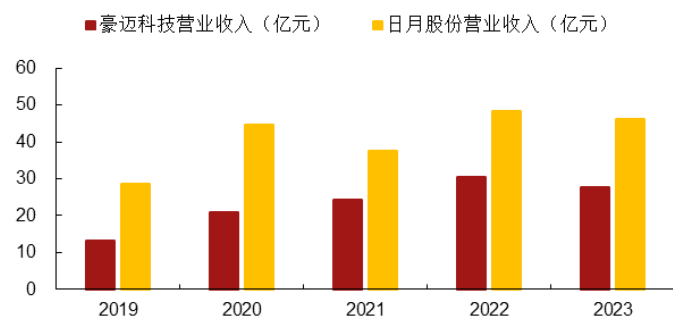
图 34：公司部分生产加工设备



资料来源：豪迈科技官网、招商证券

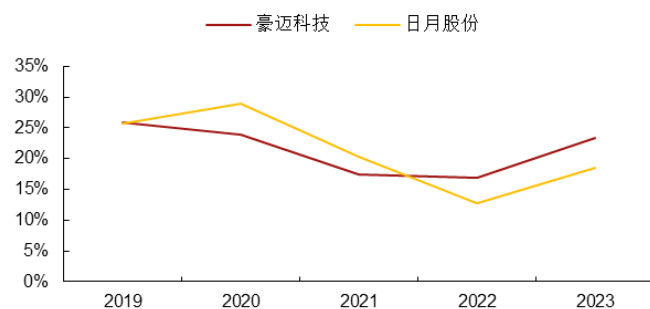
大型零部件收入快速增长，第二增长曲线持续放量。公司 2013 年正式切入大型燃气轮机零部件业务，2017 年开发新产品，进入风电铸件领域。近几年公司大型零部件收入迅速增长，2019 年-2022 年年均复合增速为 31.68%，2023 年业务营业收入有所下降，主要系铸造产能过剩、招标价格持续走低等。据公司 2024 年半年度报告，2024 年上半年，公司大型零部件机械产品实现营业收入 14.65 亿元，同比增长 2.65%。由于燃机零部件无可比的上市公司，我们选择风电铸件龙头日月股份进行对比。2019 年-2023 年日月股份营业收入 CAGR 为 12.76%，豪迈科技为 20.09%，豪迈整体增速更快，且毛利率波动幅度小于日月股份。

图 35: 豪迈科技、日月股份零部件业务营业收入 (亿元)



资料来源: 豪迈科技年报、日月股份年报、iFinD、招商证券

图 36: 豪迈科技、日月股份零部件业务毛利率 (%)



资料来源: 豪迈科技年报、日月股份年报、iFinD、招商证券

四、五轴数控机床: 行业新秀, 高速成长

1、五轴数控机床是高端精密制造的代表, 壁垒极高

五轴联动数控机床(以下简称“五轴机床”)是指在一台机床上有五个坐标轴(三个直线坐标和两个旋转坐标), 这五个坐标轴可以在数控(CNC)系统的控制下同时进行协调运动, 主要用于复杂零部件的加工, 如叶轮、叶片、船用螺旋桨、重型发电机转子、汽轮机转子、大型柴油机曲轴等。

相较于三轴数控机床, 五轴机床具有加工精度高, 生产效率快, 加工复杂曲面能力强等优势。五轴联动能通过数控系统实现五个坐标轴相互配合, 同时加工物体的多个面或高精度的复杂曲面, 减少了人工进行工件装卸、更换和调整刀具的辅助时间以及中间过程中产生的误差, 从而减少人工操作, 提高机床生产的精度和效率。

表 4: 三轴、四轴、五轴机床对比

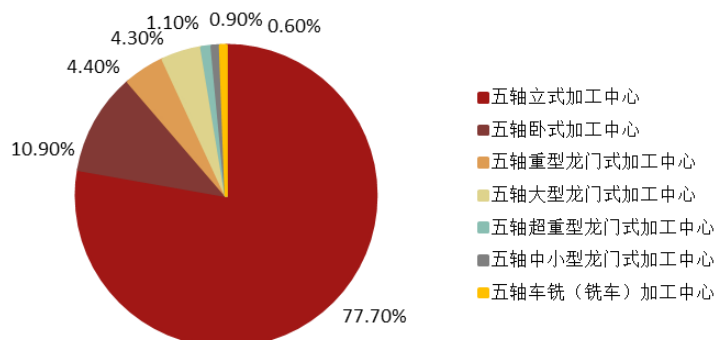
轴数	构成	优点	缺点	加工类型
三轴	X、Y、Z 三个坐标轴	低成本, 能快速生产基本几何形状和简单部件	一次只能加工一个面, 无法生产复杂形状, 且需人工改变加工件方向	平面加工, 2 和 2.5d 图案雕刻, 槽铣和面铣, 螺纹孔和机器轴线一致, 钻孔等
四轴	X、Y、Z 坐标轴, 加底座的一个旋转轴	无需调整或更换夹具, 精度和准确度提高, 时间成本降低	运行成本高, 操作更复杂	柱体加工, 雕刻或加工圆柱体侧面和轮廓, 车削和铣削(在同一台机器上), 切割侧孔和口袋。
五轴	X、Y、Z 三个直角轴和 A、B、C 三个旋转轴中任意两轴	更简单的操作步骤, 加工复杂形状, 高精度和可重复性, 高切削速度和表面光洁度, 节约加工时间	编程复杂、难度大, 对数控及伺服控制系统要求高, 五轴机床的设计和制造更复杂和困难	曲面、球体等复杂形状加工, 创建倾斜表面

资料来源: OSCAX、鞍提仕机械公司官网、Zintilon 公司网站、招商证券

根据主轴的布局, 五轴机床可分为五轴立式加工中心、五轴卧式加工中心、五轴龙门加工中心以及五轴车铣复合加工中心等。加工中心的主轴在空间处于垂直状态的称为立式加工中心, 主轴在空间处于水平状态的称为卧式加工中心。其中龙

门机床通常用于大型工件的加工，具有刚性好和稳定性强的特点；立式机床适合垂直加工，常用于铣削和钻孔；卧式机床通常用于大批量生产，适合复杂形状的零件加工。

图 37：五轴机床产品市场结构



资料来源：中商情报网、招商证券

根据机械结构和运动方式，五轴机床可分为：

①**双摆头形式**：具备两个摆头，通常可以在垂直和水平方向上自由旋转，提供更大的运动范围和灵活性。适用于航空航天、模具制造和汽车工业，能够加工复杂的曲面和形状。

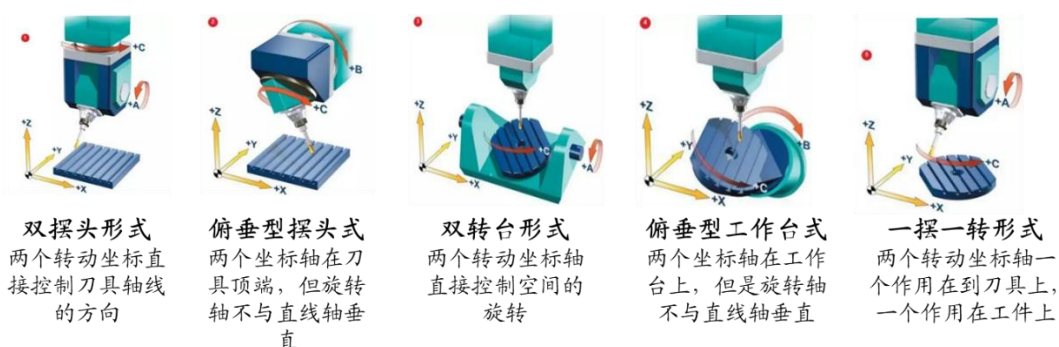
②**俯垂型摆头式**：摆头在垂直方向上移动，适用于复杂形状的加工。常用于医疗器械和精密零部件的加工，适合高精度要求的应用。

③**双转台形式**：使用两个旋转工作台，能同时进行多角度加工。广泛应用于石材加工、复杂曲面和铸件修整等有多角度加工需求的场景。

④**俯垂型工作台式**：工作台可向下倾斜，方便特定工件的加工。适合机械零件、模具和特殊形状工件的加工，尤其在汽车和机械行业中表现优异。

⑤**一摆一转形式**：结合了一个摆头和一个转台，满足多样化加工需求。可用于航空、汽车和模具制造，适合多角度和多方位加工。

图 38：五轴联动数控机床分类



资料来源：OSCAX、招商证券

五轴机床技术壁垒极高，涉及编程、机械、运动控制、材料工艺等多项技术，是复杂的系统工程，从核心零部件到整机的国产化率都非常低。五轴联动数控技术融合了计算机控制、高性能伺服驱动和精密加工技术，难度和应用广泛性极高。

其复杂性具体体现为：

①**数控系统编程复杂**：五轴加工除了三个直线运动外，还有两个旋转运动，其所形成的合成运动的空间轨迹非常复杂，往往需通过多次坐标变换和复杂的空间几何运算，同时还要考虑各轴运动的协调性，避免轴运动之间相互干涉、冲撞，以及插补运动要适时适量等，以保证加工精度和表面质量。因此，旋转运动不仅增加了插补运算的工作量，而且其微小误差有可能被放大从而大大影响加工的精度，对数控系统的运算速度、精度等要求非常高。真假五轴的区别主要在于是否有 RTCP 功能，RTCP 是“Rotational Tool Center Point”的缩写，其含义是旋转刀具中心点编程，五轴机床的数控系统自动计算并补偿旋转轴旋转引起的刀尖点偏离原位置的距离。具备 RTCP 功能的数控系统在编制程序及加工时，可以直接使用刀尖点坐标编程，不需要考虑机床的结构参数和刀具长度等参数，这样更加简单高效。不具备 RTCP 功能的“假五轴联动机床”不能直接使用刀尖点坐标编程，加工同一个零件时，如果同型号机床或者刀具更换，就必须重新进行 CAM 编程和后处理。

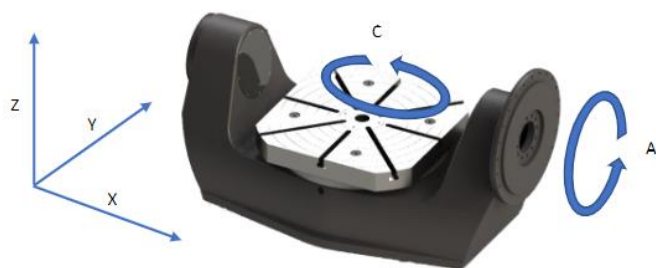
图 39：RTCP 应用示意



资料来源：科德数控招股说明书、招商证券

②**设计和制造复杂**：五轴联动数控是数控技术中难度最大、应用范围最广的技术，它集计算机控制、高性能伺服驱动和精密加工技术于一体，应用于复杂曲面的高效、精密、自动化加工。机床要增加两个旋转轴坐标，就必须采用能倾斜和转动的工作台或能转动和摆动的主轴头部件。这些增加的部件既要结构紧凑，又要具有足够大的力矩和运动的灵敏性及精度，零部件本身和机床整机的设计和制造难度都大幅度增加。国际上把五轴联动数控技术作为一个国家生产设备自动化技术水平的标志。由于其特殊的地位，特别是对于航空、航天、军事工业的重要影响，以及技术上的复杂性，西方工业发达国家一直把五轴数控系统作为战略物资实行出口许可证制度。

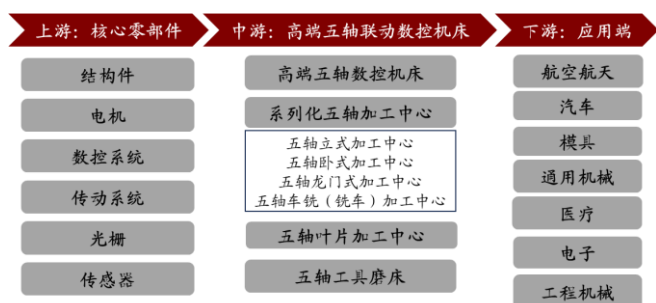
图 40：五轴联动示意图



资料来源：科德数控招股说明书、招商证券

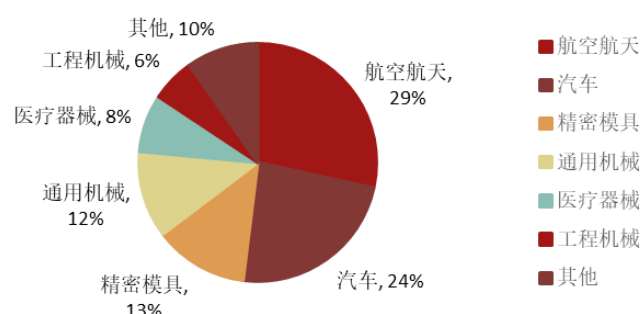
五轴机床广泛应用于航空航天、汽车、模具、医疗、电子等高端制造业。飞机、火箭、卫星、高端模具、医疗器械等产品中，许多关键零件的材料、结构、加工工艺有一定特殊性和加工难度，用传统加工方法无法达到要求，必须采用五轴机床。五轴机床下游应用行业比较集中，航空航天、汽车、精密模具是主流的下游应用行业，据 MIRDATABANK 的数据，2023 年五轴联动数控机床下游结构为航空航天（29%）、汽车（24%）、精密模具（13%）、通用机械（12%）、医疗（8%）、工程机械（6%）、其他（10%）。

图 41：数控机床产业链



资料来源：科德数控招股书、国盛智科招股书、招商证券

图 42：2023 年五轴机床下游应用领域（%）

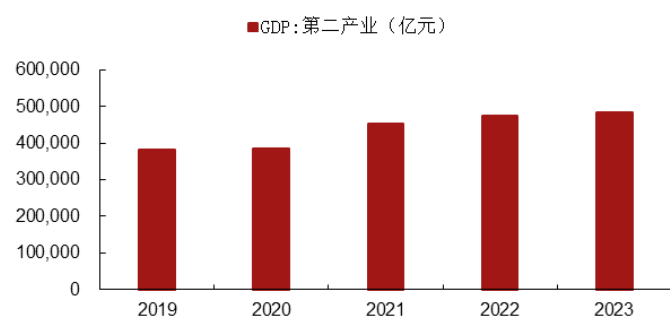


资料来源：MIRDATABANK、招商证券

2、市场空间百亿，国产化率低且国产化需求强烈

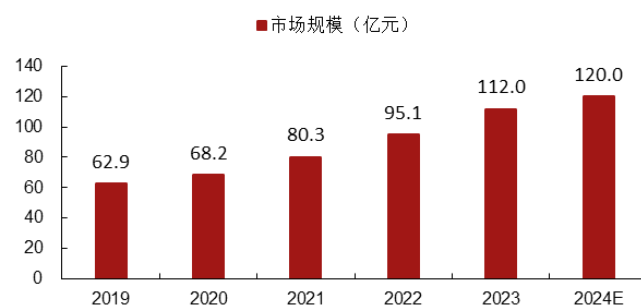
随着制造业转型升级，我国五轴机床市场需求快速增长，总需求达百亿元。据国家统计局统计，2023 年我国第二产业 GDP 规模达 48.26 万亿元，制造业规模呈现持续增长的态势。我国航空航天、新能源汽车、高端模具等行业快速发展，精密、高端、复杂零件加工需求持续增加，对高端机床的需求持续扩大。据 QY Research 数据，2021 年全球五轴数控机床市场销售额达到 76 亿美元，预计 2028 年将达到 154 亿美元；2023 年中国五轴联动数控机床市场规模达到约 112 亿元，预测 2024 年中国五轴联动数控机床市场规模将达到 120 亿元，2019-2023 年均复合增长率达 15.52%。

图 43：中国第二产业 GDP（亿元）



资料来源：国家统计局、同花顺 iFinD、招商证券

图 44：中国五轴联动数控机床市场规模（亿元）



资料来源：中商情报网、QY Research、招商证券

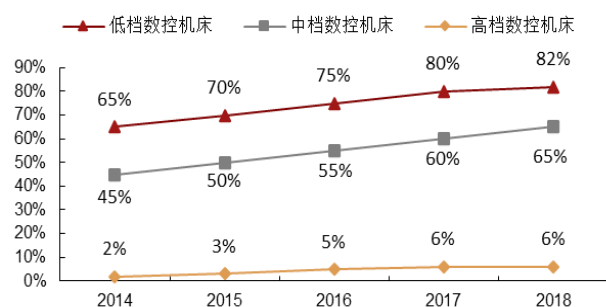
五轴机床国产化率低，产业链国产化加速中。过去，为保证生产效率，终端客户倾向于采购进口五轴机床。同时，为保证整机性能，国产五轴机床厂商也倾向于采购进口核心零部件，但海外的五轴机床技术对我国实行严格的技术封锁，国产机床厂商买到的零部件技术上可能与最先进水平有代差，且进口核心零部件价格昂贵，往往会挤压整机厂商的利润空间。根据 MIRDATABANK 数据，2023 年北京精雕国内市占率 12% 位居首位，但国内大部分市场仍由国外企业占据，国产五轴数控机床的市场潜力巨大。据科德数控招股书，高端产品的渗透率虽在提升但仍处于较低水平，2018 年我国低档数控机床国产化率约 82%，中档数控机床国产化率约 65%，高档数控机床国产化率仅约 6%。近两年在保障供应链安全、实现工业母机自主可控的推动下，国产五轴机床产业链获得了新的机会，正在加速实现进口替代。

表 5：进口核心零部件价格昂贵

产品名称	规格型号	科德数控成本价	国外品牌价格	备注
电主轴	38kw	低于 10 万	约 25 万(德国瑞克斯 RECKERTH) 约 22 万(瑞士伊贝格 IBAG) 约 20 万(德国凯斯勒 KESSLER)	
五轴联动数控系统	GNC60、61、62	低于 15 万	约 40-50 万(德国西门子 SIEMENS) 约 48 万(德国海德汉 HEIDENHAIN)	基础配置
力矩电机	GTML0530-070(用于转台 C 轴)	低于 5 万	约 43 万(德国力士乐 REXROTH) 约 10 万(瑞士以太而 ETEL)	基础配置
	GTML0530-150(用于转台 A 轴)	低于 2 万	约 11 万(德国力士乐 REXROTH) 约 13 万(瑞士 E+A)	
双摆铣头	GM345	低于 50 万	约 11 万(德国西门子) 120 万(德国西泰克 CYTEC)	

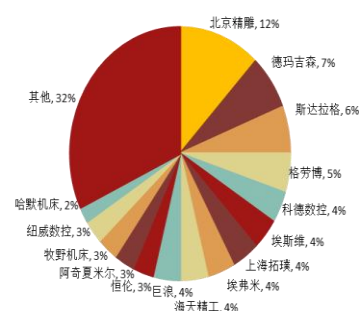
资料来源：科德数控招股说明书、招商证券

图 45：中国数控机床国产化率（%）



资料来源：科德数控招股书、招商证券

图 46：2023 年国内五轴数控机床竞争格局

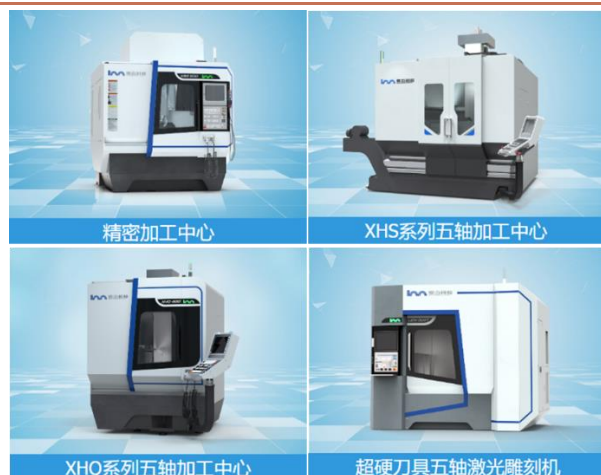


资料来源：MIRDATABANK、招商证券

3、公司底蕴深厚，获得客户高度认可

豪迈科技的机床产品沉淀多年，性能领先。公司自成立之初，便致力于机床装备的研发与制造，成功自制电火花机床及三轴、四轴、五轴机床等多种机型，并大批量生产投入应用。公司目前已推向市场的机床产品包括直驱转台、五轴加工中心、精密加工中心、超硬刀具五轴激光加工中心、车铣复合加工中心等系列产品，以及巨胎和工程胎硫化机、电加热硫化机。产品已应用于精密模具、新能源汽车、医疗、教育、3C、机械加工、橡胶轮胎等行业。在第十三届中国数控机床展览会（CCMT 2024）上，公司新推出卧式五轴车铣复合加工中心、卧式车铣复合加工中心、新能源卧式五轴加工中心、五轴叶片加工中心 4 款产品，其中卧式五轴车铣复合加工中心、卧式车铣复合加工中心两款产品荣获中国机床工具工业协会颁发的“春燕奖”。

图 47：豪迈科技数控机床相关产品

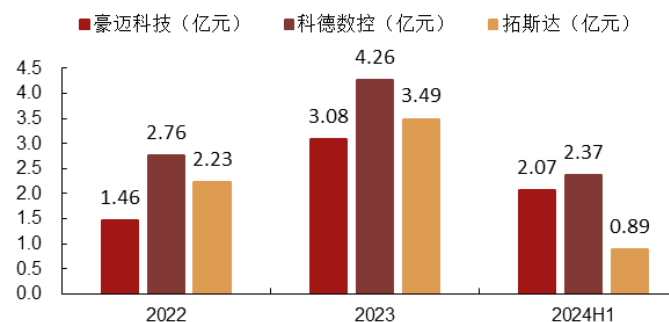


资料来源：公司官网、招商证券

公司数控机床推向市场后迅速获得客户认可。2022 年公司数控机床产品正式对外销售。基于多年机床自制研发的成功经验和技術积累，公司机床产品在产品功能、性能方面达到国内领先水平。2024 年上半年，公司数控机床业务实现营业收入 2.07 亿元，同比增长 141.31%，相较于其他公司，豪迈科技机床业务成长速度较快。2024 年上半年，科德数控机床业务营业收入 2.37 亿元，拓斯达营业收入 0.89 亿元。公司 2024 年上半年机床业务毛利率 25.16%，相比于科德数控与拓斯达处于较低水平。豪迈科技机床业务仍处于初期发展阶段，产品种类正逐

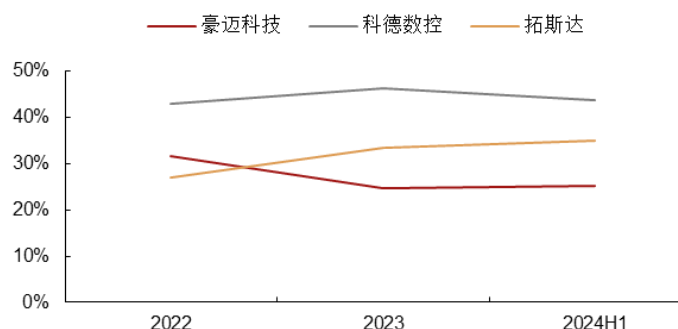
步增加,公司注重研发投入,有丰富的人员储备,机床业务仍有较大的发展空间。

图 48: 公司机床业务营业收入 (亿元)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 49: 公司机床业务毛利率 (%)



资料来源: 公司年报、同花顺 iFinD、招商证券

公司深耕机床领域, 关键功能部件实现自制。公司作为生产轮胎模具的厂商, 据公司招股说明书, 轮胎模具的生产工艺都须经过数控机床的加工处理, 在生产轮胎模具的过程中积累了大量的机床研发与生产经验。同时, 公司作为机床供应商与下游客户, 内部加工需求为数控机床迭代升级提供了基础。

公司机床业务产品品类还包括直驱转台, 据科德数控招股书, 转台及摆头是三轴机床实现向五轴机床升级转型的必要提升条件, 要实现五轴联动功能必须要配备转台或者摆头。豪迈科技已经实现转台自制, 一方面可以控制供应链风险, 一方面可以降低成本, 提高产品性价比, 推动数控转台国产化进程。

图 50: 公司自制直驱转台



资料来源: 公司官网、招商证券

五、股价复盘及公司核心竞争优势分析

我们将豪迈科技上市以来的股价及 PE (ttm) 大致分为 4 个阶段。在大部分时间里, 豪迈科技股价上涨主要是由业绩增长驱动的, 此时 PE (ttm) 的波动幅度较小。

(1) 上市初期 (2011.07-2012.07)

- 行业: 2011-2012 年, 下游轮胎行业需求低迷, 直接影响了轮胎模具的市场需求。

- 公司业绩: 2012 年, 公司在国际、国内高端市场的份额进一步扩大, 外资客户订单比例首度过半, 达到 52%。2012 年公司实现销售收入 7.11 亿元, 同比+3.61%, 净利润 1.98 亿元, 同比-7.09%。
- 股价表现: 股价累计下跌约 25%, PE (ttm) 下降至 16x。

(2) 轮胎模具行业需求恢复+市占率提升 (2012.08-2017.03)

- 行业: 由于近几年天然胶一直保持较低价位, 2013 年轮胎企业利润可观, 催生了又一波轮胎投资、扩产高潮。2014 年下半年开始, 由于经济增速放缓、外部环境复杂多变, 轮胎企业形势趋于严峻。

另一方面, 随着轮胎市场竞争的日益激烈, 新功能、新花纹轮胎的替换速度较以往有加速趋势, 促使轮胎厂商采购新模具推出新产品。
- 公司业绩: 公司及时抓住发展机遇, 进一步扩大产能, 提升效率, 提高市占率, 竞争实力进一步增强。并新设多家子公司, 在为客户提供近距离售后服务和技术指导的同时, 配合母公司接单, 对实现业绩增长和提高公司品牌形象起到积极作用。2013-2016 年, 公司收入 CAGR=38.4%, 归母净利润 CAGR=38%。
- 股价表现: 股价累计上涨约 490%, 不考虑 2015 年流动性牛市带来的估值扩张, PE (ttm) 基本在 20-30x 之间波动。

(3) 轮胎模具市占率提升+燃气轮机零部件加工逐步放量 (2017.04-2021.12)

- 行业: 2017-2019 年, 全球轮胎行业销量略有下滑, 但整体维持在高位。2021 年, 在新能源汽车的带动下, 全球轮胎市场持续回暖。
- 公司业绩: 公司市占率继续提升, 成为全球轮胎模具龙头, 同时第二主业燃气轮机零部件加工业务开始放量。但由于原材料成本上升、汇率波动、燃机零部件加工业务毛利率低于轮胎模具业务等原因, 公司毛利率、净利率有所下降。2017-2021 年, 公司收入 CAGR=18.2%, 归母净利润 CAGR=8%。
- 股价表现: 股价累计上涨约 20%, PE (ttm) 波动, 顶部约 27x, 底部约 14x。

(4) 轮胎模具需求回暖+产品结构优化+机床新业务逐步放量 (2022.01-至今)

- 行业: 新能源汽车蓬勃发展, 汇率变化、原材料价格、出口增量等因素, 对轮胎行业起到正向推动作用, 全球轮胎行业普遍经营状况较好, 轮胎模具行业迎来一定幅度的增长。此外, 新能源电力调峰需求增加, 也带动了燃气轮机需求的增长。
- 公司业绩: 原材料价格下降、燃气轮机零部件加工收入占比提升等因素带动公司毛利率、净利率回升。公司打造第三成长曲线, 机床业务于 2022 年开始形成亿元级别的销售收入。2022-2023 年, 公司收入 CAGR=9.2%, 归母净利润 CAGR=23.7%。
- 股价表现: 股价累计上涨约 80%, PE (ttm) 基本在 14-22x 之间波动。

图 51: 豪迈科技股价及 PE (ttm)



资料来源: Wind、招商证券

豪迈科技业绩能够持续增长的原因是什么? 我们认为核心在于其优秀的模具加工能力、以及基于这种加工能力打造新的成长曲线。

2010 年, 豪迈科技精铸铝轮胎模具研制成功, 标志着公司全面掌握轮胎模具的三大主流制造工艺, 为公司成为轮胎模具的世界冠军奠定能力基础。2012 年公司成立了胶囊模具生产专线, 形成了专业化优势, 专门为国际高端客户加工胶囊模具。并及时对关键设备进行更新换代, 提高生产效率及产品质量, 降低生产成本。豪迈上市以来, 无论行业景气度如何, 始终坚持拓展高端客户, 完善产品结构, 优化生产流程。轮胎模具花纹日趋复杂, 对于精加工的要求持续提升, 豪迈凭借自身优秀且持续进步的加工能力, 快速提升市占率, 从国内龙头成功走向全球龙头。

图 52: 立体怪异花纹



资料来源: 豪迈科技官网、招商证券

图 53: 多棱面“宝石型”花纹

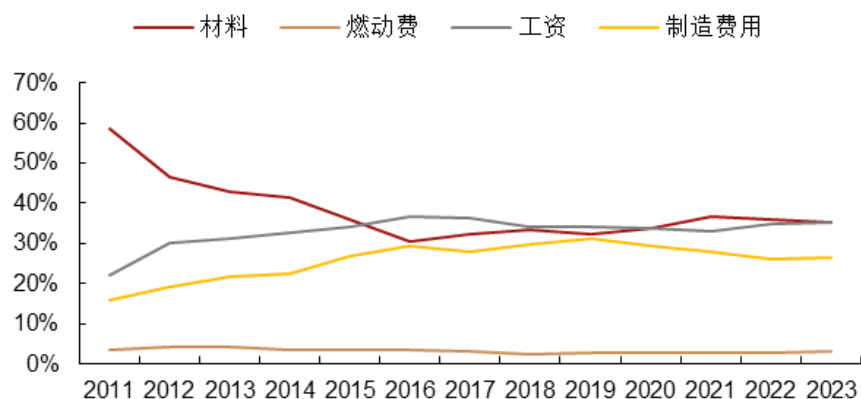


资料来源: 豪迈科技官网、招商证券

公司自 2011 年上市以来, 材料费在轮胎模具的生产中占营业成本比重从 2011 年的 58.42% 下降到 2023 年的 35.31%, 制造费用占比总体呈现上升的趋势, 这说明随着生产规模的扩大以及模具花纹日趋复杂, 模具的制造难度大幅增加, 对

设备、工艺的要求提升，因此成本持续增加。

图 54：轮胎模具营业成本构成（%）

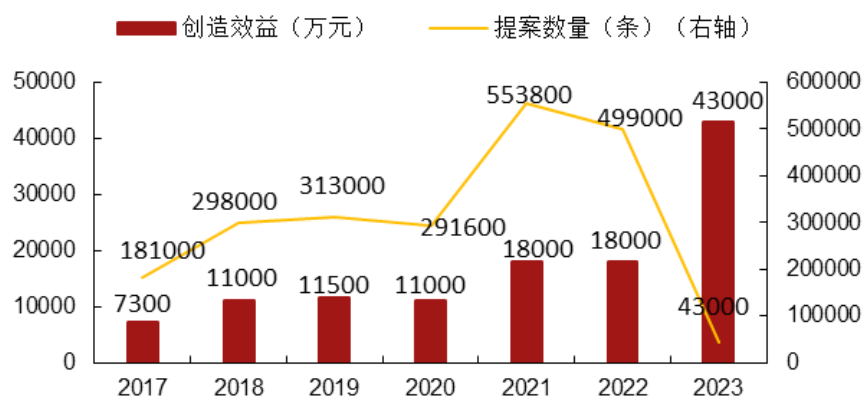


资料来源：公司年报、招商证券

在轮胎模具获得成功的同时，豪迈科技基于自身优势，开拓了大型零部件加工、高端机床业务。大型零部件业务的主要生产步骤是铸造和加工，可类比为轮胎模具的粗加工、半精加工，机床是轮胎模具的主要加工设备。豪迈科技在精细加工方面有深刻的理解和积累，能够从用户角度出发改进大型零部件加工和机床产品，因此获得了客户的认可，目前推出的五轴加工中心、精密加工中心等高端数控机床达到国内领先水平。

背后是豪迈的创新力和长期主义。自成立以来，豪迈始终坚持“改善即是创新，人人皆可创新”的理念，主张无论在成本、效率、质量、安全还是公平、美观等方面，只要有所改善就是创新。哪怕只是缩小领取物品的出库单、改个刀具、做个工装、设计一下办公室物品摆放清单等，都属于创新范畴。这极大地降低了创新门槛，全员得以加入创新队伍。此外，豪迈长期以高于本地且稳定增长的动态薪资吸引创新人才加入，实施员工持股计划，与员工共享股权红利，激发员工工作热情，建设企业与员工协同发展的事业共同体。得益于此，豪迈在细分市场建立了差异化的技术、产品或服务优势，不断拓宽自身的“护城河”。

图 55：2017-2023 年豪迈机床创新提案数量（条）及创造效益（万元）



资料来源：《一个平台，三个共同体：豪迈的创新之道》、招商证券

六、盈利预测与投资建议

核心假设:

- 轮胎模具业务:** 近两年,在新能源汽车产业发展、轮胎出海等拉动下,轮胎行业整体趋势向好,下游的轮胎企业积极投资扩产,模具行业迎来较大幅度的增长。预计轮胎行业景气度将继续持续一段时间,同时,轮胎企业为增强市场竞争力推出的轮胎产品呈多样性变化,轮胎模具趋于快速迭代,增加了市场对轮胎模具的需求量。目前原材料价格处于低位,行业竞争格局稳固。因此,我们假设 2024-2026 年,公司轮胎模具收入增速为 18%/14%/10%,毛利率稳定在 43%。
- 大型零部件加工业务:** 根据公司 2024 年半年报,①燃气轮机:预计未来国外燃机需求将继续呈稳定增长态势,国内燃机 2025 年后需求会有所下滑但不会是断崖式。②风电:自 2023 年年初起,国内招标订单已经达到 200GW,仅有 100GW 实现并网,历史积累订单多,预计后续行业将迎来新的建设高潮。因此,我们假设 2024-2026 年,公司大型零部件业务收入增速为 7%/5%/5%,毛利率稳定在 25%。
- 机床业务:** 公司机床收入体量较小,基于多年机床自制研发的成功经验和技術积累,公司机床达到业内领先水平,随着公司推出更多机床产品,完善产品布局,加大市场开拓,机床收入有望高速增长。因此,我们假设 2024-2026 年,公司机床收入增速为 100%/70%/60%,毛利率均为 30%。

基于上述假设,我们预计 2024-2026 年,公司总收入为 84.1/96.2/109.1 亿元,同比增长 17%/14%/13%;综合毛利率为 35.58%/35.65%/35.51%,归母净利润为 19.6/22.8/25.7 亿元,同比增长 22%/16%/13%。

表 6: 收入结构

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、模具								
收入(百万元)	2873.97	2993.90	3357.47	3273.87	3790.06	4472.27	5098.39	5608.23
YOY (%)	4%	4%	12%	-2%	16%	18%	14%	10%
毛利率 (%)	36.07%	34.51%	36.08%	38%	43.06%	43.00%	43.00%	43.00%
毛利润(百万元)	1036.57	1033.22	1211.25	1245.38	1632.00	1923.08	2192.31	2411.54
收入占比 (%)	65.51%	56.55%	55.88%	49.29%	52.89%	53.18%	53.02%	51.40%
毛利占比 (%)	72.74%	63.79%	70.66%	66.77%	64.46%	64.28%	63.96%	62.24%
2、大型零部件机械产品								
收入(百万元)	1331.87	2087.40	2441.08	3040.85	2769.72	2963.60	3111.78	3267.37
YOY (%)	302%	57%	17%	25%	-9%	7.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	25.86%	23.96%	17.43%	17%	23.41%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利润(百万元)	344.44	500.12	425.48	512.08	648.39	740.90	777.95	816.84
收入占比 (%)	30.36%	39.43%	40.63%	45.78%	38.65%	35.24%	32.36%	29.95%
毛利占比 (%)	24.17%	30.88%	24.82%	27.45%	25.61%	24.76%	22.70%	21.08%
3、机床								
收入(百万元)				145.67	308.46	616.92	1048.76	1678.02
YOY (%)					112%	100%	70%	60%

毛利率 (%)	31.60%	24.64%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利润 (百万元)	46.03	76.00	185.08	314.63	503.41
收入占比 (%)	2.19%	4.30%	7.34%	10.91%	15.38%
毛利占比 (%)	2.47%	3.00%	6.19%	9.18%	12.99%

4、其他

收入 (百万元)	181.22	213.18	209.78	181.84	297.56	357.07	357.07	357.07
YOY (%)	-71%	18%	-2%	-13%	64%	20%	0%	0%
毛利率 (%)	24.25%	40.49%	36.92%	34.00%	58.94%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利润 (百万元)	43.95	86.31	77.45	61.83	175.38	142.83	142.83	142.83
收入占比 (%)	4.13%	4.03%	3.49%	2.74%	4.15%	4.25%	3.71%	3.27%
毛利占比 (%)	3.08%	5.33%	4.52%	3.31%	6.93%	4.77%	4.17%	3.69%

合计

收入 (百万元)	4387	5294	6008	6642	7166	8410	9616	10911
YOY (%)	18%	21%	13%	11%	8%	17%	14%	13%
毛利 (百万元)	1424.96	1619.65	1714.18	1865.32	2531.78	2991.88	3427.71	3874.62
毛利率 (%)	32.48%	30.59%	28.53%	28.08%	35.33%	35.58%	35.65%	35.51%

资料来源：公司数据、招商证券

豪迈科技是全球轮胎模具龙头，其突出的加工能力、管理能力、创新能力等在轮胎模具业务崛起的过程中已经得到充分证明。公司又将优势应用至大型零部件加工领域，并取得了快速成长。目前公司正在开拓第三成长曲线（机床），我们认为凭借公司多年来自制机床的积累，有望成功打开机床市场，支撑业绩持续增长。首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

七、风险提示

①**原材料价格波动风险**：公司主要原材料为锻钢、生铁、铝锭等，近几年国内钢材、有色金属等价格都出现了不同幅度的波动，假如原材料价格上涨可能降低公司的毛利率和净利率水平，给盈利能力带来不利影响。

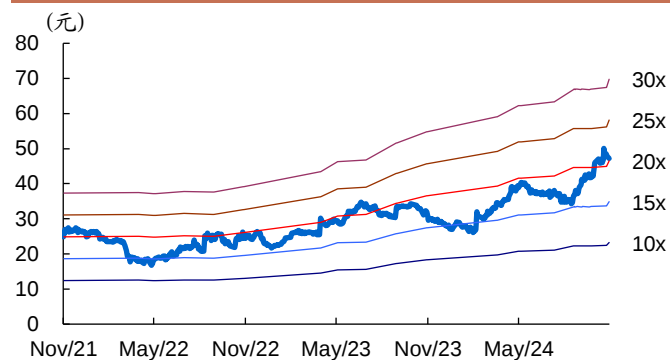
②**经济环境风险**：行业的发展与经济环境及政策密不可分，国内外经济形势及政策的变化，如：地缘政治、国际能源变化等对经济环境的影响存在不确定性，可能会影响到公司产品的销售和收入的增长。

③**汇率波动风险**：公司致力于开拓海外市场，发展国外高端客户，公司出口销售收入占比较高。我国人民币实行有管理的浮动汇率制度，汇率的波动将直接影响到公司出口产品的销售定价，从而影响到公司的盈利水平，给公司经营带来一定风险。

④**市场竞争风险**：公司作为中高档轮胎模具制造领域的优势企业，在技术水平等方面具有较强的竞争优势，如果公司不能及时在产能规模、技术研发、产品质量、效率成本等方面进一步增强实力，可能会对公司业绩产生不利影响。

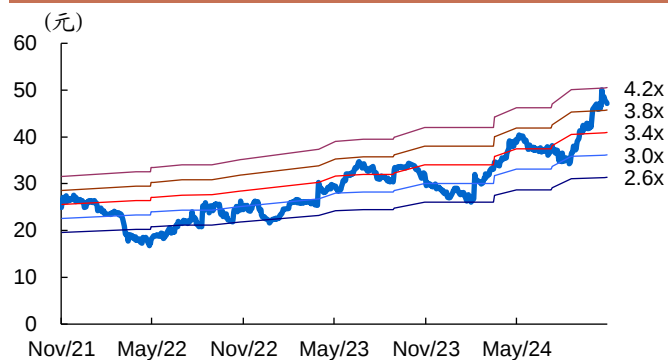
⑤**市场开拓风险**：公司机床业务体量较小，处于市场开拓的前期，机床行业参与者众多，若机床市场开拓不及预期，可能会对公司业绩产生不利影响。

图 56: 豪迈科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 57: 豪迈科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	5570	6903	8546	10427	12344
现金	622	1084	1851	2860	3833
交易性投资	1	600	600	600	600
应收票据	366	456	535	612	694
应收款项	2102	2138	2509	2869	3255
其它应收款	11	38	45	51	58
存货	1623	1672	1935	2210	2513
其他	846	914	1071	1225	1390
非流动资产	3022	3010	2939	2771	2625
长期股权投资	277	139	139	139	139
固定资产	2168	2122	1967	1833	1718
无形资产商誉	358	374	337	303	273
其他	219	376	496	496	496
资产总计	8592	9914	11485	13198	14969
流动负债	1092	1077	1261	1260	1371
短期借款	130	0	118	83	67
应付账款	370	319	369	421	479
预收账款	69	112	130	148	169
其他	523	646	644	607	656
长期负债	157	218	142	264	264
长期借款	0	42	42	42	42
其他	157	176	100	222	222
负债合计	1249	1295	1403	1524	1635
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	427	400	400	400	400
留存收益	6110	7413	8877	10470	12130
少数股东权益	6	6	5	5	4
归属于母公司所有者权益	7338	8613	10077	11670	13330
负债及权益合计	8592	9914	11485	13198	14969

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	555	1605	1425	1663	1947
净利润	1200	1612	1964	2279	2572
折旧摊销	288	308	327	302	281
财务费用	(9)	(4)	(7)	(13)	(21)
投资收益	(32)	(38)	(52)	(68)	(68)
营运资金变动	(906)	(272)	(827)	(857)	(837)
其它	14	(1)	20	19	20
投资活动现金流	(231)	(826)	(204)	(67)	(67)
资本支出	(369)	(302)	(135)	(135)	(135)
其他投资	138	(524)	(69)	68	68
筹资活动现金流	(128)	(327)	(454)	(587)	(907)
借款变动	473	(35)	115	(35)	(16)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(81)	(27)	0	0	0
股利分配	(600)	(300)	(500)	(687)	(912)
其他	80	35	(69)	135	21
现金净增加额	197	451	766	1009	973

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6642	7166	8410	9616	10911
营业成本	4778	4683	5418	6188	7036
营业税金及附加	59	77	90	103	117
营业费用	73	93	101	106	120
管理费用	159	176	202	221	251
研发费用	295	356	404	462	524
财务费用	(62)	(21)	(7)	(13)	(21)
资产减值损失	(18)	(7)	(7)	(7)	(7)
公允价值变动收益	(16)	(4)	(1)	(1)	(1)
其他收益	16	14	14	30	30
投资收益	32	38	38	38	38
营业利润	1354	1844	2248	2610	2946
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	1353	1844	2248	2611	2946
所得税	153	233	285	331	375
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	1200	1612	1964	2280	2572

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	11%	8%	17%	14%	13%
营业利润	13%	36%	22%	16%	13%
归母净利润	14%	34%	22%	16%	13%
获利能力					
毛利率	28.1%	34.7%	35.6%	35.6%	35.5%
净利率	18.1%	22.5%	23.4%	23.7%	23.6%
ROE	17.3%	20.2%	21.0%	21.0%	20.6%
ROIC	16.1%	19.7%	20.6%	20.5%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	14.5%	13.1%	12.2%	11.5%	10.9%
净负债比率	1.6%	0.5%	1.4%	0.9%	0.7%
流动比率	5.1	6.4	6.8	8.3	9.0
速动比率	3.6	4.9	5.2	6.5	7.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	3.1	2.8	3.0	3.0	3.0
应收账款周转率	3.1	2.8	3.0	2.9	2.9
应付账款周转率	14.3	13.6	15.8	15.7	15.6
每股资料(元)					
EPS	1.50	2.02	2.46	2.85	3.22
每股经营净现金	0.69	2.01	1.78	2.08	2.43
每股净资产	9.17	10.77	12.60	14.59	16.66
每股股利	0.38	0.63	0.86	1.14	1.29
估值比率					
PE	29.3	21.8	17.9	15.4	13.7
PB	4.8	4.1	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	22.1	16.4	13.5	12.0	10.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。