

全球注塑机龙头，制造业产能再分布的深度受益者

核心观点

海天国际深耕注塑机行业 50 余年，全球市占率第一，产品系列齐全。国内来看，我国注塑机行业景气度有望持续，重点是竞争格局持续优化，龙头市占率不断提升；海外来看，绿地投资占全球 FDI 比重持续提升，对标中国 1992-2011 年时期的制造业发展阶段，预计注塑机海外需求有望持续 5 年以上，且随着出口向出海深化，海天国际海外营收占比已达 40%，多年海外布局显成效，将充分受益本轮全球制造业产能再分布的趋势。

摘要

深耕行业 50 余年，全球市占率第一

海天国际的前身是 1966 年成立的江南农机厂，1973 年推出第一台注塑机，2023 年全球市占率约为 17.90%，居全球第一；国内市占率约为 32%，常年稳居第一。公司营收均来自注塑机及其配件，三大产品系列中，Mars 系列三板机为营收主力，Jupiter 系列二板机面向汽车等行业，增速更快，长飞亚系列电动式注塑机面向精密加工市场，2022 年营收占比分别为 59.20%、19.80%、15.90%，预计最新的产品结构也差不多如此。

国内看格局：行业仍处景气区间，龙头厂商市占率持续提升

我国注塑机市场空间约为 250 亿元，行业景气度有望持续。注塑机下游以家电、汽车、日用品等为主，受益于消费品以旧换新以

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万 元）	12,308.19	13,069.31	16,078.65	18,007.86	20,550.54
YoY(%)	-23.16	6.18	23.03	12.00	14.12
净利润（百万元）	2,264.67	2,491.53	3,072.32	3,458.70	3,948.67
YoY(%)	-25.80	10.02	23.31	12.58	14.17
毛利率(%)	31.83	32.14	32.09	32.65	32.93
净利率(%)	18.40	19.09	19.11	19.21	19.22
ROE(%)	13.31	13.24	15.07	15.61	16.34
EPS(摊薄/元)	1.42	1.56	1.93	2.17	2.47
P/E(倍)	15.01	13.64	11.06	9.83	8.61
P/B(倍)	2.00	1.81	1.67	1.53	1.41

资料来源：iFinD，中信建投证券

海天国际(1882. HK)

首次评级

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号:S1440519080001

SFC 编号:BOU764

许光坦

xuguangtan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523060002

发布日期：2025 年 02 月 11 日

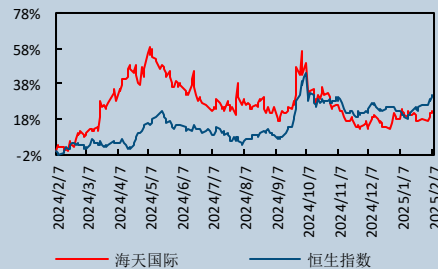
当前股价：21.30 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.65/-3.69	-2.74/-5.64	17.16/-13.80
12 月最高/最低价（港元）		27.70/18.08
总股本（万股）		159,600.00
流通 H 股（万股）		159,600.00
总市值（亿港元）		339.95
流通市值（亿港元）		339.95
近 3 月日均成交量（万）		161.45
主要股东		
天富资本有限公司		27.19%

股价表现



相关研究报告

及出口持续向好，下游企业资本开支保持较好水平，行业景气度有望持续。

格局持续优化，看好龙头市占率提升的持续性。2023 年，国内两大龙头，海天国际与伊之密合计市占率已达接近 40%，2024 年有望达到 50% 以上，业绩表现持续优于行业。我们认为，这主要由于规模效应逐渐显现，以及产品升级背景下，注塑机下游客户对于研发及产品品质要求更高，促进了行业加速集中。

海外看趋势：注塑机海外需求有望持续 5 年以上，海天国际作为全球龙头有望充分受益

绿地投资（GI）占全球 FDI 的比重持续提升，注塑机海外需求有望持续 5 年以上。绿地投资（GI）占全球 FDI 的比重从 2015 年的最低点 37% 提升至 2023 年的 104%，显示新建产能为当前主流，该部分需求并未随全球投资（包含直接投资和收并购）减弱而衰减。当前注塑机出口增长较快的地区，如越南、墨西哥等，制造业仍在快速发展阶段，某种程度上类似于中国制造业 1992-2011 年阶段，对标该阶段中国挖机表观消费量，除个别年份外，均呈现快速增长。我们认为，此轮注塑机海外需求成长性有望持续 5 年以上。

我国逐渐由资本输入国向资本输出国转型，注塑机企业深化从出口向出海之路。中国企业正积极全球布局，来对冲贸易摩擦带来的影响，注塑机作为重要生产设备也不例外，海天国际已陆续布局 5 家海外工厂，在海外 9 个国家设有直属子公司，销售和服务伙伴遍及 60 多个国家和地区，服务超过遍布 130 个国家和地区，公司出口份额稳步提升，2023 年海外营收占比已达 40%，将充分受益此轮出海浪潮。

盈利预测与投资建议

海天国际深耕注塑机行业 50 余年，全球市占率第一，产品系列齐全。国内来看，我国注塑机行业景气度有望持续，龙头市占率不断提升；海外来看，注塑机海外旺盛需求有望持续 5 年以上，海天国际海外营收已达 40%，海外有 5 大生产基地，其产品已具备较强竞争能力，将充分受益此轮全球制造业产能再分布的趋势。预计公司 2024~2026 年实现归母净利润 30.72、34.59、39.49 亿元人民币，同比增速分别为 23.31%、12.58%、14.17%，对应 PE 分别为 11、10、9 倍，首次覆盖，考虑到公司的行业地位，以及海外的高成长性，给予“买入”评级。

风险提示

1) 市场环境变化导致的业绩下滑风险；2) 核心人员及核心技术流失的风险；3) 汇率波动的风险；4) 海外市场贸易壁垒风险及信用回款风险

目录

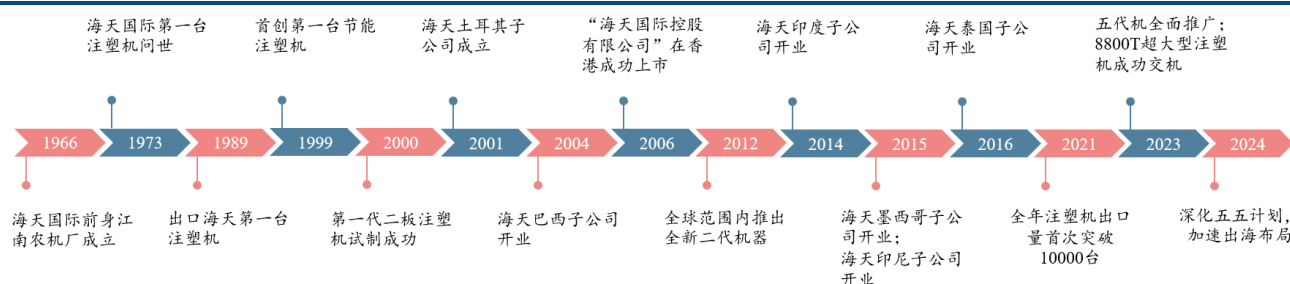
一、公司介绍：全球注塑机龙头，产品覆盖齐全	1
1.1 全球注塑机巨头，深耕行业 50 余年	1
1.2 受益全球产业链重构及日用品出口加速，业绩显著复苏	3
1.3 背靠海天集团，股权结构稳定	4
二、行业：国内竞争格局优化，海外需求持续性可期叠加企业深化出海	8
2.1 我国注塑机市场约 250 亿元，全球市场约 730 亿元，国内厂商占据中端	8
2.1.1 注塑机为重要的塑料机械，可生产复杂塑料制品	8
2.1.2 我国注塑机市场约 250 亿元，全球市场约 730 亿元，国内厂商占据中端	10
2.2 国内注塑机行业目前处于景气区间，重点是竞争格局持续优化	14
2.3 海外需求旺盛，预计持续性达 5 年以上，超出市场预期	18
2.3.1 绿地投资（GI）占全球 FDI 的比重持续提升，注塑机海外旺盛需求有望持续 5 年以上	18
2.3.2 我国逐渐由资本输入国向资本输出国转型，注塑机企业深化从出口向出海之路	26
三、公司：持续产品迭代，多年全球化布局，构建竞争优势	30
3.1 国内注塑机的绝对龙头企业，盈利能力领先	30
3.2 面向行业新需求，产品不断迭代更新	32
3.3 多年全球化布局，海外营收占比已达 40%	34
3.4 他山之石：持续精进产品力和全球化布局是恩格尔的成功之道	37
四、盈利预测与投资建议	40
风险分析	42
报表预测	43

一、公司介绍：全球注塑机龙头，产品覆盖齐全

1.1 全球注塑机巨头，深耕行业 50 余年

深耕注塑机行业 50 余年，产品力不断迭代增强。海天国际前身江南农机厂在 1966 年成立，1973 年推出第一台注塑机。自 2000 年第一代二板注塑机试制成功以来，公司产品力不断迭代加强；2007 年收购了德国长飞亚注塑机品牌，增强电动化注塑机生产能力；2012 年全球范围内推出全新二代机器，2019 年推出全新第三代技术，至 2023 年注塑机已迭代至第五代，注塑机锁模力上限也从 2002 年的 3600T 达到 2023 年的 8800T。

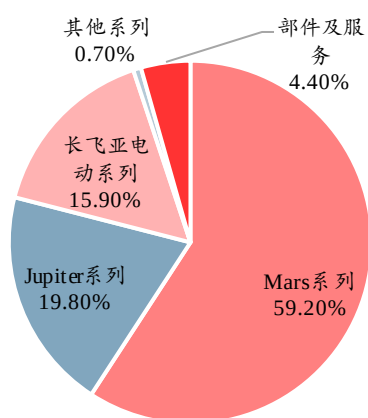
图表1：海天国际发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，中信建投

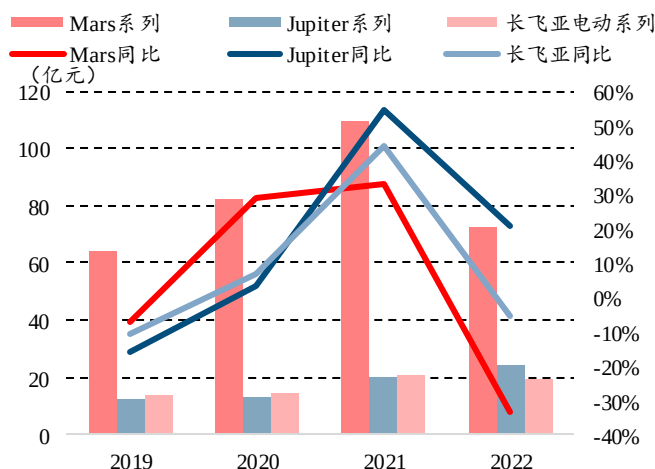
分产品来看，Mars 系列三板机为营收主力，Jupiter 系列二板机增速更快，长飞亚系列电动式注塑机面向精密加工市场。海天国际营收均来自注塑机，可细分为 Mars 系列、Jupiter 系列及长飞亚电动系列三大业务。其中：①Mars 系列注塑机 2022 年营收占比 59.20%，该系列以三板机为主，节能高效为主要定位；②Jupiter 系列营收占比 19.80%，主要为大吨位二板式注塑机，下游应用领域以汽车、家电、日用品行业为主，得益于全球新能源汽车市场的高景气度，近年来保持较快增长；③长飞亚系列营收占比 15.90%，专注高端电动注塑机，下游应用领域主要为光学（透镜、光导类制品）、医疗、电子等行业。预计最新的产品结构也差不多如此。

图表2：海天国际收入构成（分产品，2022 年）



资料来源：Wind，中信建投

图表3：Jupiter 系列二板机保持较高增速（营收）



资料来源：Wind，中信建投

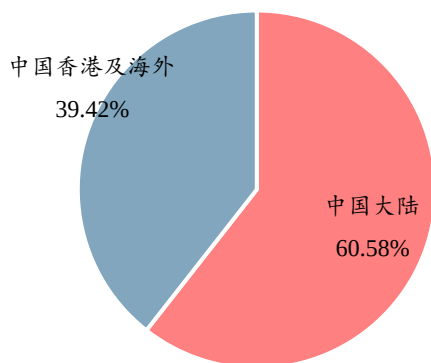
图表4：海天国际产品介绍

系列	产品	产品亮点	下游应用	产品图示
Mars 系列	MAIII/SE 系列	采用智能开合模控制技术，且具有注射过程的全闭环控制，使得机器运行更加平稳、效率更高；锁模力从 900 到 14,000kN	下游应用领域主要为汽车、家电、电子消费品及日用品行业	
	MA5 系列	节能高效，依托第五代技术，全系列性能突破进阶，从注射部件到塑化部件、合模结构，优化提升面面俱到，硬件配置持续进化，可达 20%-40% 的节能率；		
	MA/GII 系列	可靠、耐用、极致性价比，采用智能开合模控制技术，使得机器运行更加平稳、效率更高；锁模力从 860 到 10,000kN		
Jupiter 三板机系列	JU5 系列	配置灵活的开放式集成功能，全系列搭载“管工厂 2.0”数智化管理软件，可最大程度满足客户对自动化、数智化生产的一站式需求；锁模力从 450 到 88,000kN	下游应用领域主要为汽车（塑料零配件）、家电、物流及日用品行业	
长飞亚电动系列	VE5 系列 (全电动、精密、清洁)	高刚性高稳定性机身设计，人机交互控制技术；锁模力从 400 到 33,000kN；	下游应用领域主要为光学（透镜、光导类制品）、医疗、电子（复杂、薄壁零件）行业	
	ZE5 系列 (电动、灵活、高效)			
	JE5 系列 (混合动力、纯三板设计、适合中大型制品精密成型)			

资料来源：海天国际公司官网，中信建投

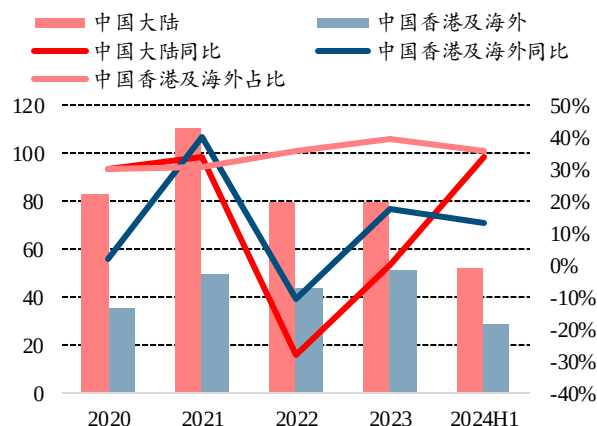
分地区来看，海外市场表现亮眼，全球化布局带来业绩增量。公司积极推进“五五”战略（国内国外营收各占比 50%），持续加大海外投资及本地化生产，2023 年实现了海外销售 51.5 亿元，占总销售收入的 39.42%，同比增长 17.30%，与之相对应的中国大陆市场营收基本持平；2024H1，公司海外销售 28.35 亿元，占总销售收入的 35.36%，同比增长 13.23%；受美国贸易政策预期影响，2024H2 注塑机出口有加速迹象，海天国际海外营收增长有望提速。

图表5：海天国际收入构成（分地区，2023 年）



资料来源：海天国际 2023 年报，中信建投

图表6：公司海外营收呈现较高增速

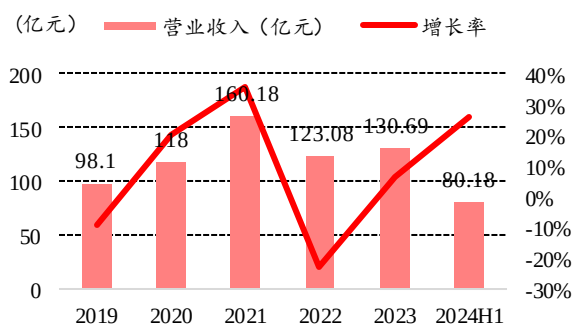


资料来源：海天国际年报，中信建投

1.2 受益全球产业链重构及日用品出口加速，业绩显著复苏

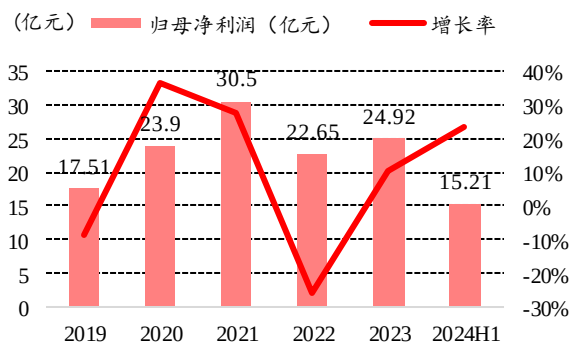
受益全球产业链重构及日用品出口加速，公司 2023-2024 年业绩显著复苏。受宏观经济环境影响，2020-2021 年医疗和包装民用消费品需求旺盛带来业绩爆发，2021 年营收同比增长 35.75%，归母净利润同比增长 27.61%，2022 年，国内下游需求收缩，营收有所下滑。2023 年在国内下游需求恢复不达预期和全球产业链结构性调整的背景下，公司得益于布局海外多年，全年业绩实现逆势增长，实现营业收入 130.69 亿元，同比增长 6.2%；实现归母净利润 24.92 亿元，同比增长 10.0%。营业收入由 2019 年的 98.10 亿元增至 2023 年的 130.69 亿元，年复合增速达 7.43%；归母净利润由 2019 年的 17.51 亿元增至 2023 年的 24.92 亿元，年复合增速达 9.22%，增长态势较为明显。2024H1，受益于下游日用消费品、部分家电和 3C 产品等行业需求的快速复苏，使得 Mars 和长飞亚系列实现大幅增长。全球汽车产业链尤其是新能源汽车的海外产能投资，使得公司的 Jupiter 系列同比稳中有升，公司实现营业收入 80.18 亿元，同比增长 25.7%；实现归母净利润 15.21 亿元，同比增长 23.5%，利润增速略慢于收入增速，主要是因为利润率较低的国内市场占比略有提升。

图表7：海天国际营业收入及增长率



资料来源：Wind，中信建投

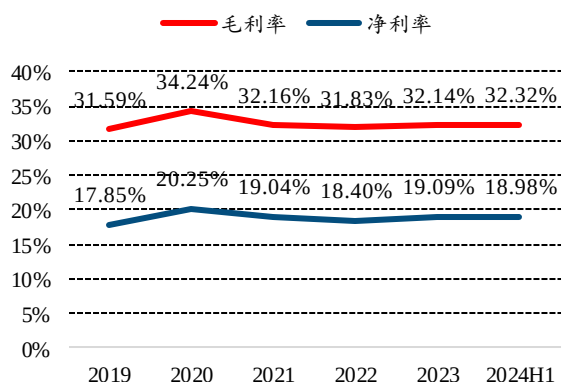
图表8：海天国际归母净利润及增长率



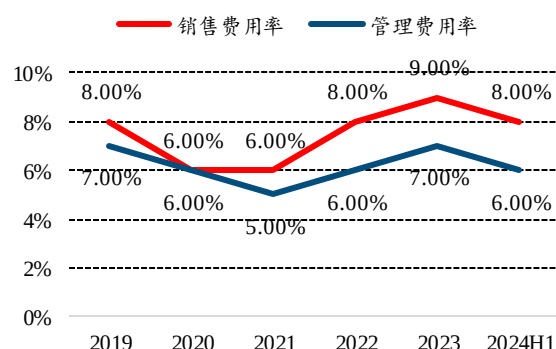
资料来源：Wind，中信建投

毛利率和净利率保持稳定，费用有效管控。近五年公司毛利率和净利率基本维持稳定，毛利率保持在 32% 上下，净利率保持在 19% 上下。2023 年公司整体利润率水平有所提升，毛利率为 32.1%，同比上升 0.3 个百分点，系 2023 年原材料价格有所下调；净利率 19.1%，同比上升 0.7 个百分点。

公司经销体系成熟，销售费用管控优秀，近五年公司的销售费用率均维持在 10% 以下。2024 年 H1 海天国际的销售费用占营收的 8.1%，较 2023 年同期有所提升，系注塑机需求景气度下降，导致销售佣金，人工成本等开支增加所致。公司成本控制能力出色，近五年公司的管理费用率维持在 5%-7%，2024 年 H1 海天国际的管理费用占营收的 6.19%，较 2023 年同期有所提升，主要系研发费用增加所致。

图表9：海天国际毛利率、净利率


资料来源：Wind，中信建投

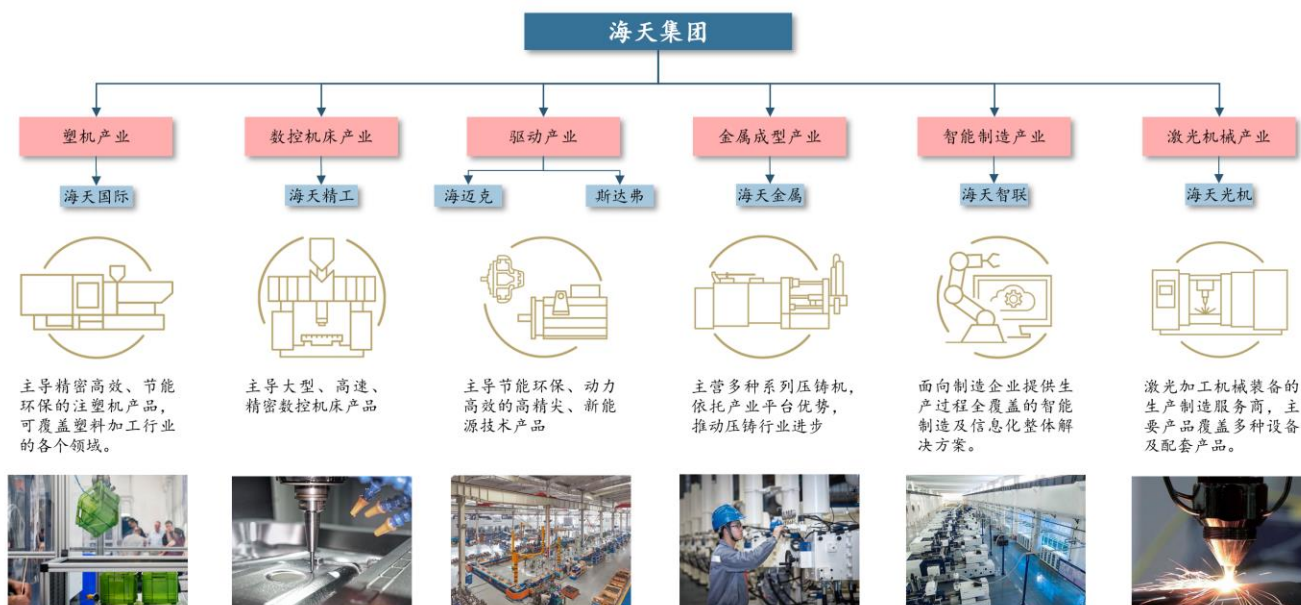
图表10：海天国际费用率


资料来源：Wind，中信建投

1.3 背靠海天集团，股权结构稳定

海天集团聚焦先进制造，海天国际为其注塑机上市平台。海天集团创建于 1966 年，经 50 多年的创业开拓，现已发展成为总资产超百亿的大型跨国公司。集团下辖两个上市公司（海天国际控股有限公司和宁波海天精工股份有限公司）、海天驱动、海天金属、海天智联、海天光机等六大制造企业及其附属 80 余家海内外子公司。2023 年度集团总产值 196 亿元，产品及客户遍布全球 130 多个国家和地区。

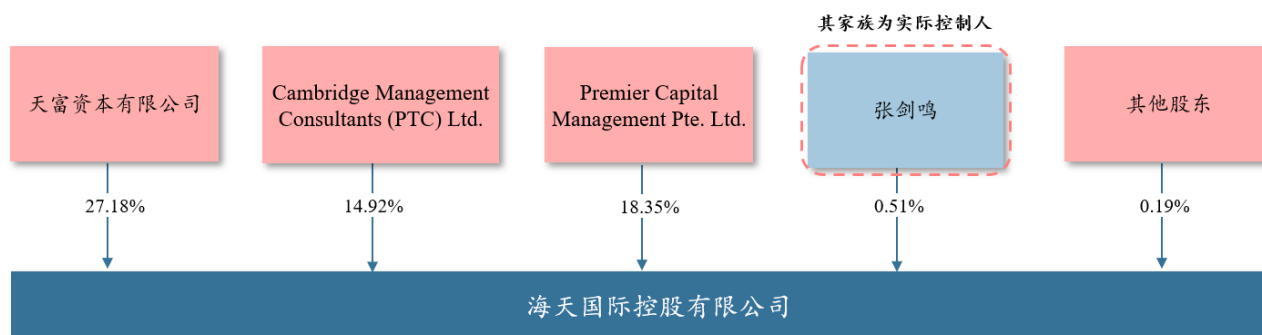
图表11：海天集团产业架构



资料来源：海天集团官网，中信建投

公司实际控制人为张剑鸣家族。天富资本有限公司持有公司股份 27.18%，Cambridge Management Consultants (PTC) Ltd.持有公司股份 14.92%。Premier Capital Management Pte. Ltd.持有公司股份 18.35%。张剑鸣先生目前担任公司董事长，其子张斌先生担任行政总裁，张剑鸣家族是公司实际控制人。公司拓展全球市场。在海外 9 个国家设有直属子公司，销售和服务合作伙伴遍及 60 多个国家和地区。从研发、制造、装配到销售、运输、服务等各个环节，为不同市场的客户提供全方位的支持。

图表12：海天国际股权结构



资料来源：公司公告、公司官网，中信建投

董事及高管从业经验丰富，技术底蕴雄厚。公司当前管理层部分来自张剑鸣家族，在注塑机行业均有丰富经验，公司主席张剑鸣先生在注塑机行业积累 40 年经验，常务副总裁张剑锋先生在注塑机行业拥有 30 年经验，现任职宁波市塑料机工业协会主席。管理团队较为稳定，整体从业经验丰富，技术底蕴雄厚。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

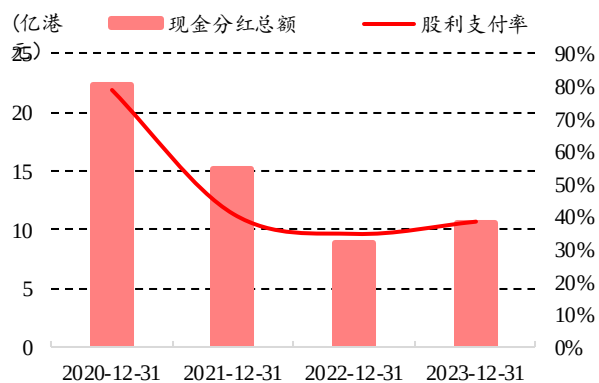
图表13： 公司管理层介绍

董事及高级管理层	目前任职情况	学历	个人简历
张剑鸣	执行董事、主席	硕士	1962 年出生，中国国籍，现任公司执行董事兼主席，在注塑机行业积逾 40 年经验。于 1977 年 8 月加入集团任职基层职工，于 1996 年成为北仑区政协委员，并于 1990 年至 2000 年出任宁波市北仑区质量管理协会的常务理事，2003 年至 2011 年期间，任职宁波市塑料机工业协会会长，2012 年被选为北仑区人大代表
张斌	执行董事、行政总裁、常务副总裁	硕士	1987 年出生，现任执行董事及本集团行政总裁。英国诺丁汉大学机械工程学士学位，伦敦大学国王学院的工程管理硕士学位。2014 年加入集团，2017 年获委任为集团旗下宁波长飞亚塑料机械制造有限公司总经理，2023 年 8 月获委任为本集团行政总裁，是主席张剑鸣先生的儿子
张剑峰	执行董事、常务副总裁、国内销售总监	-	1969 年出生，现任执行董事、本集团常务副总裁兼国内销售总监。于 1985 年加入集团，在注塑机行业积逾 30 年经验。2002 年获委任为集团销售及市场推广高级副总裁，自 2012 年起，获委任为宁波市塑料机工业协会主席，是张剑鸣先生的胞弟
陈蔚群	执行董事、副总裁	硕士	1971 年出生，现任执行董事及集团副总裁。华东冶金学院机械学学士学位，浙江大学工商管理硕士学位，于 1993 年加入本集团研究及开发部
陈露	执行董事、投资总监	本科	1988 年出生，执行董事，现任集团投资总监。美国耶鲁大学经济学学士学位，曾供职于波士顿谘询(上海)有限公司，陈露女士为张斌先生的妻子
贝海波	副总裁、国内销售常务副总监	-	1967 年出生，集团副总裁及国内销售常务副总监，于 1983 年加入集团并于塑料加工机械行业积逾 30 年的经验，于 1997 年获委任为经理，专责售后服务，并于 1998 年晋升为集团销售部门的副总经理
项林法	副总裁、海外销售总监	本科	1975 年出生，集团副总裁兼海外销售总监，武汉理工大学机械设计和制造学士学位，1998 年加入集团塑机质检科，2003 年获委任为海外巴西事业部总经理，并于 2008 年获委任为宁波海天华远副总经理，于 2001 年至 2002 年期间担任宁波海天华远总经理
解臻峰	财务总监	本科	1987 年出生，公司财务总监，复旦大学理学学士学位，中国注册会计师及注册内部审计师，曾在德勤华永会计师事务所担任审计师，并在企业和银行拥有多年工作经验，于 2015 年加入本集团财务部，历任财务总监助理。
傅南红	技术总监	硕士	集团技术总监，大连理工大学机械工程系学士学位，大连理工大学机械工程系硕士学位。于 2000 年加入集团科技部，2008 年获委任为宁波长飞亚的副总经理，于 2014 年至 2016 年期间晋升为总经理。自 2013 年起，获委任为本集团的技术总监

资料来源：Wind，海天国际年报，中信建投

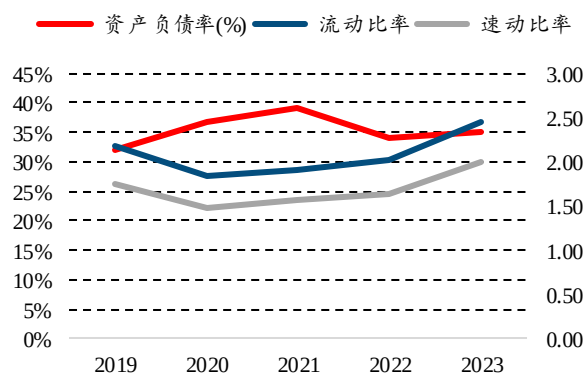
公司近年股利支付率较平稳，资产负债率较低。2022-2023 年公司股利支付率保持在 40%左右，保持较稳定的分红情况。公司资产负债率保持在 40%以下，资产负债率较低；流动比率及速动比率分别保持在 1.5 和 2 左右，资产流动性较好，且近年有上升的趋势。

图表14：海天国际现金分红情况



资料来源：Wind，中信建投

图表15：海天国际资本结构及偿债能力



资料来源：Wind，中信建投

二、行业：国内竞争格局优化，海外需求持续性可期叠加企业深化出海

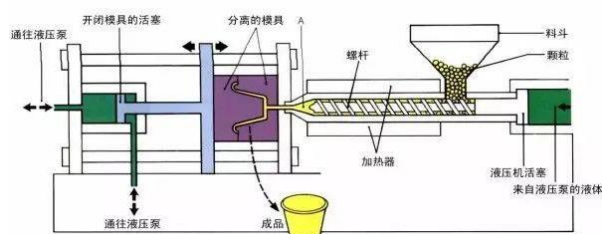
2.1 我国注塑机市场约 250 亿元，全球市场约 730 亿元，国内厂商占据中端

2.1.1 注塑机为重要的塑料机械，可生产复杂塑料制品

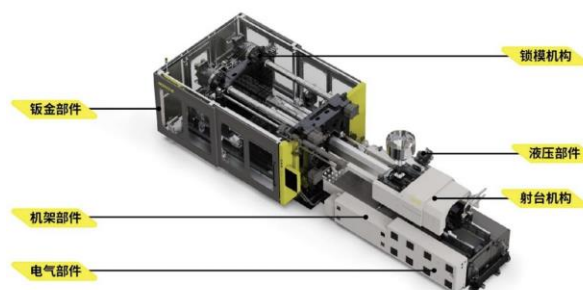
注射成型工艺效率高，可生产具备复杂几何特征的部件。注射成型工艺实现过程较为简单：首先按照所需产品的形状制作模具；接着使用高压机将熔融塑料注入模具中；然后冷却模具直至塑料凝固；一旦凝固，产品就可以从模具中取出并准备使用。注射成型的优点是生产速度快、效率高，操作可实现自动化，花色品种多，形状可以由简到繁，尺寸可以由大到小，而且制品尺寸精确，产品易更新换代等，可确保生产具有错综复杂的几何特征的部件。

注塑机构成：注塑机主要由注射、合模等部件组成，能完成塑料塑化、熔融注射、充模定型、冷却、制件顶出等加工过程，是塑料制品的主要加工工具。

图表16： 注塑成型原理图



图表17： 注塑机图示

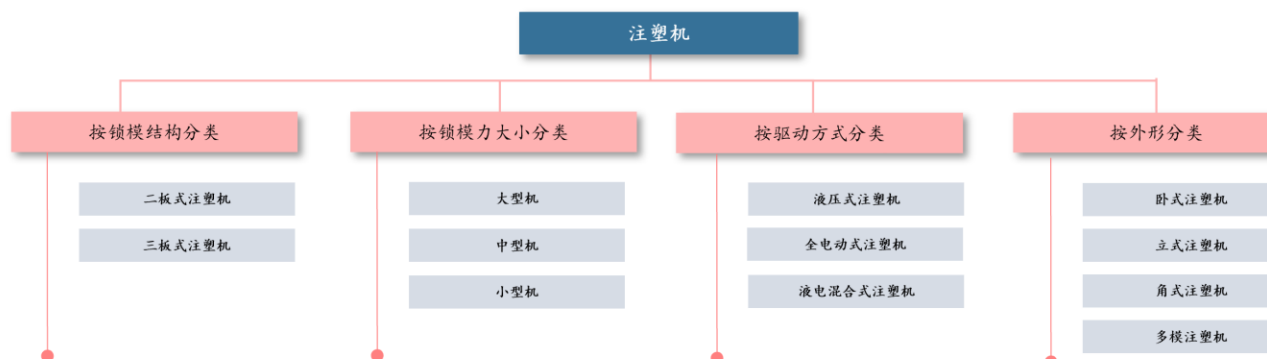


资料来源：智能装备观察，中信建投

资料来源：博创智能招股说明书，中信建投

注塑机具备多种分类方式。按锁模结构可分为二板式注塑机、三板式注塑机，当前三板机为主流，大型机在向二板式演进；按驱动方式分，注塑机可分为液压式注塑机、全电动式注塑机和液电混合式注塑机，目前液压式为主流，小型机有全电化趋势；此外，按锁模力大小，可分为大型机（500 吨以上）、中型机（100 吨-500 吨）、小型机（100 吨以下）；按照外形方式可分为卧式、立式、角式和多模注塑机。

图表18： 注塑机的多种分类方式



资料来源：公司公告、公司官网，中信建投

产业呈现大型机二板化、小型机全电化的升级趋势。注塑机按锁模结构可分为二板式注塑机、三板式注塑机，当前三板机为主流，大型机在向二板式演进；按驱动方式分，注塑机可分为液压式注塑机、全电动式注塑机和液电混合式注塑机，目前液压式为主流，小型机有全电化趋势。

图表19： 二板机和三板机对比

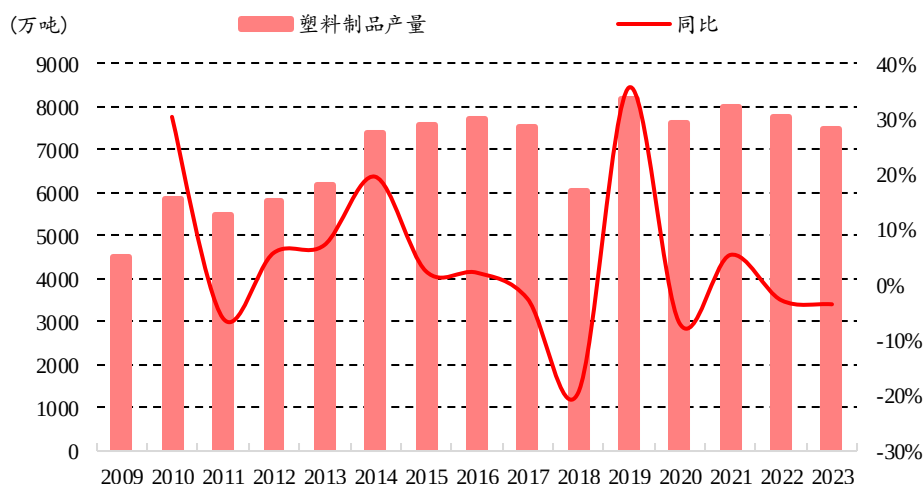
结构	二板式注塑机	三板式注塑机
结构特点	合模装置主要有动模板、静模板、旋转螺母系统、液压顶针系统、快速移模系统和高压液压缸锁模系统	合模装置主要有动模板、静模板、曲轴支撑板、曲轴锁模系统、液压顶针系统、快速移模系统和高压液压缸开模系统
优势	①随位锁紧，对锁紧位置没有精确要求,模具厚度调整方便快捷。 ②去除后座板和曲肘，两板压铸机的大杠长度比三板机明显缩短，模具结构紧凑，占地面积小。 ③开合模精度高,易调整,零件磨损少,模板受力均衡,可用于成型光盘等薄壁精密制品。	①合模速度快、节能高效、低成本等。 ②目前国内应用最广，成熟稳定，故障率低。
劣势	①二板机依靠 4 个锁模油缸进行锁模,合模速度慢;设计制造、安装、维护要求较高，增加了注塑机的成本,使二板机的性价比不高，组装零配件的价格高。 ②技术难度大，故障率相对高。	①三板机每次更换模具，都需要重新定位锁紧位置，繁琐费时。 ②主要依靠拉杆变形进行锁模,模板等受力不均;占地面积大。 ③同时销轴、拉杆等零件易磨损,开合模精度较低;调模结构复杂,模板平行度调节困难,容易出现拉杆及模板断裂等问题,对模具的损伤也较大,无法成型精密制品。
适用场景	因结构紧凑，通常可以实现更快的开合模速度，提高生产效率，主要应用于需要快速循环周期的大批量生产的汽配行业，以及市政交通、家电、环保等超大型塑料制品的生产加工。	由于其可以提供足够的开模距离和支撑，在生产长度较长、形状细长的制品（如管道、型材等）上具有优势。
产成品案例		

资料来源：博创智能招股说明书，中信建投

2.1.2 我国注塑机市场约 250 亿元，全球市场约 730 亿元，国内厂商占据中端

塑料制品行业稳健发展。塑料因具有重量轻、绝缘性好、可塑性强、制造成本低等特点在现代社会中得到广泛运用，近年来我国塑料加工行业产业规模不断扩大，塑料制品产量呈增长态势。据国家统计局数据显示，我国塑料制品产量由 2009 年的 4479.28 万吨增长至 2023 年的 7488.51 万吨，年复合增长率为 3.74%。

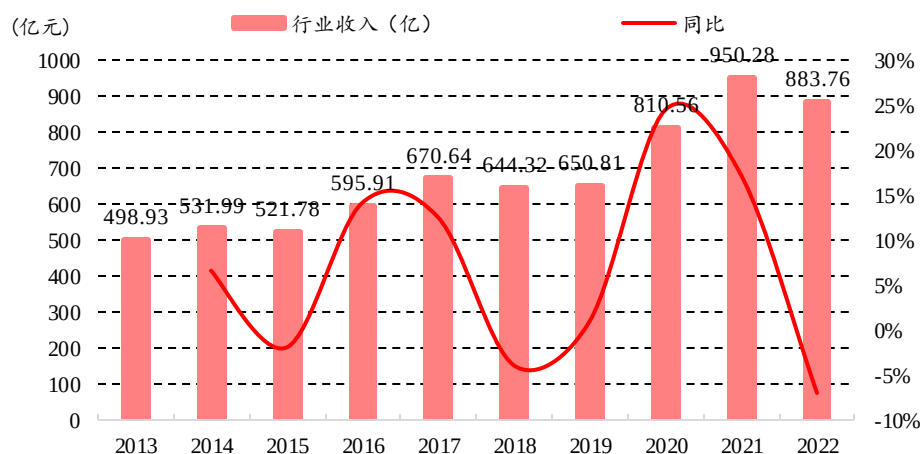
图表20： 中国塑料制品产量



资料来源：国家统计局，Wind，中信建投

塑料制品广阔的应用领域为塑料机械需求保持平稳增长提供了重要保障。据《中国塑料机械工业年鉴》数据显示，我国塑料机械行业规模企业主营业务收入由 2013 年的 498.93 亿元增至 2022 年的 883.76 亿元，年复合增速达 6.56%，增长态势较为明显。

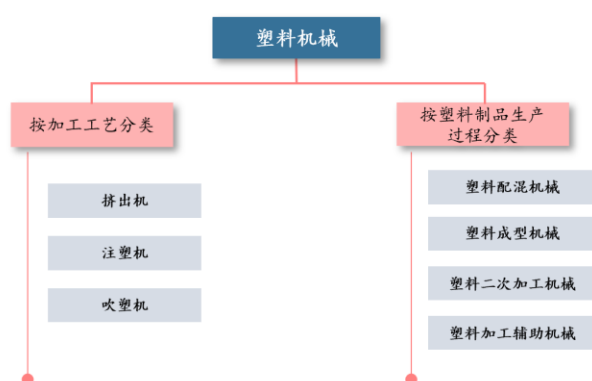
图表21： 中国塑料机械行业收入



资料来源: Wind, 中信建投

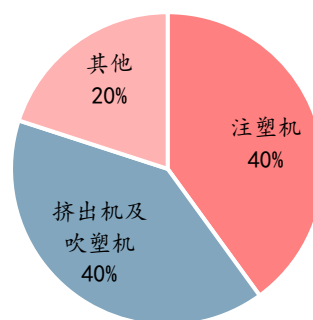
塑料机械品种多样, 注塑机为最重要的产品, 约占塑料机械产值的 40%。塑料机械是指在塑料加工工业中所用的各类机械的总称, 塑料机械按塑料制品生产过程分类可分为塑料配混机械、塑料成型机械、塑料二次加工机械和塑料加工辅助机械四大类; 按照加工工艺的不同, 可分为挤出机、吹塑机、注塑机三大类。注塑机是最主要的塑料机械, 约占全部塑料成型机械产值的 40%。在塑料机械中, 注塑机是我国使用量最大、产值最高及出口最多的塑料机械产品, 可以制造各种结构复杂、尺寸精密的塑料产品, 约占整个塑料机械产值的 40%; 挤出机及吹塑机约占塑料机械产值的 40%。

图表22： 塑料机械分类



资料来源: 材料人, 中信建投

图表23： 注塑机约占塑料机械产值的 40%

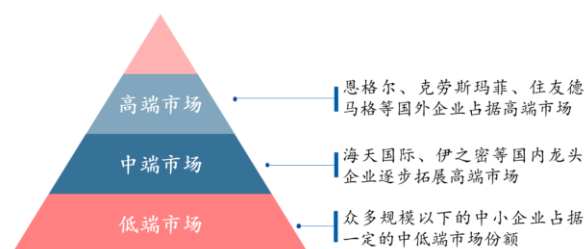


资料来源: 博创智能招股说明书, 中信建投

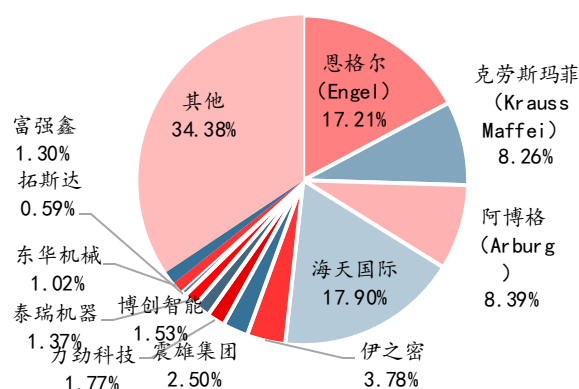
全球注塑机市场规模约 730 亿元。据《中国塑料机械工业年鉴》数据显示, 2017 年全球注塑成型装备市场规模达 82.11 亿美元, 预计至 2025 年将增至 104.29 亿美元, 期间年复合增速为 3.03%。根据博创智能援引 QYResearch 统计数据, 2021 年、2022 年全球注塑机销售额分别约为 107.9 亿美元、100.8 亿美元, 综合来看, 我们认为全球注塑机行业市场空间在 100 亿美元左右, 即 730 亿人民币左右。

全球竞争格局：欧洲及日本在高端占据领先地位，我国集中在中端市场。注塑机市场的主要代表企业包括奥地利恩格尔（17.21%市占率）、德国克劳斯玛菲（8.26%）、日本住友德马格等跨国企业，以及海天国际（17.90%）、震雄集团、伊之密（3.78%）、泰瑞机器等国内优势企业。德国、意大利、日本、美国等发达国家占据高端注塑机市场份额，其中以德国为代表的欧洲国家生产的精密注塑机、大型注塑机，设备稳定性好、效率高、制成品精度高、使用寿命长；日本为代表的电动注塑机，在快速周期成型、高精度微型化注塑机方面有显著优势，在狭小间距和超薄壁技术上也具有明显优势。国内的注塑机目前主要集中在中低端市场。

图表24： 全球注塑机市场格局



图表25： 2023 年全球注塑机市场份额



资料来源：泰瑞机器可转债说明书，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

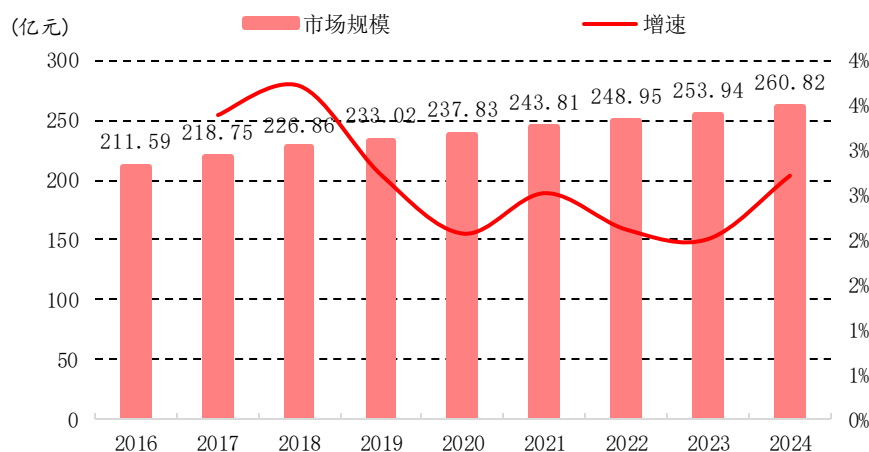
图表26： 国际主要注塑机生产企业

主要企业	收入体量	竞争领域	企业简介
恩格尔(Engel)	16 亿欧元 (2023 财年)	注塑机	1945 年创立于奥地利，总部位于奥地利，是全球知名注塑机制造商，已成为世界范围内汽车、电子、包装及医疗等领域中高端需求解决方案提供商，提供各种工艺的解决方案，其注塑机合模力范围从 28 到 5,500 吨
克劳斯玛菲 (KraussMaffei)	56.45 亿元 (2022 年)	注塑机	1838 年创立于德国，总部位于德国慕尼黑，是世界领先的生产和加工塑料和橡胶机械和系统供应商，服务范围涵盖注塑机械、挤出技术和反应过程机械的所有领域，2016 年 4 月被中国化工集团收购 并于 2018 年正式在 A 股上市
住友德马格(Demag)	-	注塑机	1950 年创立于德国，是全球范围内享有较高声誉的注塑机制造商，2008 年被住友重工收购，将住友重工的注塑机业务与德马格塑料集团合并，成立了住友德马格集团
阿博格(Arburg)	8.75 亿欧元 (2022 年)	注塑机	总部位于德国 Lossbrugg,是全球领先的注塑机生产商，产品范围 包括机械手系统、复杂的工程以及辅机，所生产的注塑机锁模力为 125 到 6,500 吨，应用范围包括汽车、通信和电子、医疗技术、家用电器和包装等领域
发那科(Fanuc)	-	注塑机	全球领先的数控系统研发及制造企业，是全球范围内电动注塑机的领军者，其产品在精密光学、生物医药、汽车电子、精密齿轮、数码电子、食品包装、微型连接器等行业得到广泛应用

资料来源：公司公告，各大公司官网，中信建投

我国注塑机市场规模约 250 亿元。根据中国塑料机械工业协会统计，2018 年全球注塑成型装备行业需求量达到 66.2 万台，其中，我国注塑成型装备行业需求量为 8.8 万台，国内注塑成型装备行业市场规模为 226.86 亿元，同比增长 3.7%，2019 年预计增长到 233.02 亿元。中长期看，我国注塑机行业有望保持年化 3%-5% 的增长。

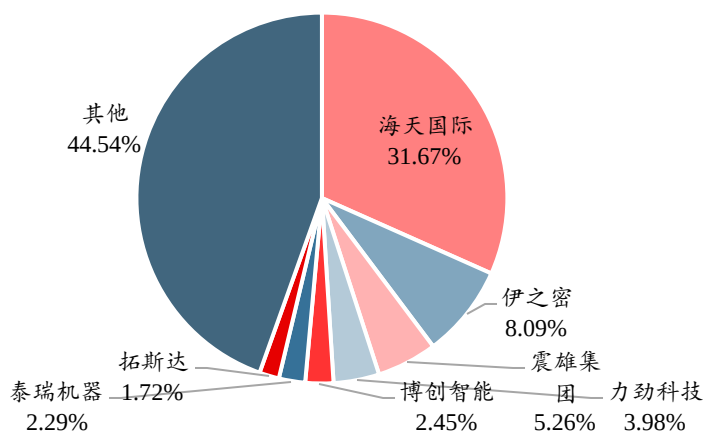
图表 27：我国注塑机市场规模



资料来源：国家统计局，Wind，中信建投

国内竞争格局：国内龙头占据中端市场。海天国际、伊之密等注塑机龙头企业占据中端市场，而国内大量的中小型企业占据中低端市场。从产品定位来看，国内企业主要占据中端市场，注塑机的高端市场主要由欧洲和日本企业占据，他们通过长期积累和创新建立了先发优势。国产品牌如海天国际、伊之密、震雄集团主要占据中端市场并不断将产品向高端市场开拓。此外，中国化工集团的下属子公司天华院通过收购国际品牌克劳斯玛菲，占据了高端市场一席之地。

图表 28：2023 年全球注塑机市场份额



资料来源：Wind，《中国塑料机械工业年鉴》，中信建投

图表29：国内主要注塑机生产企业

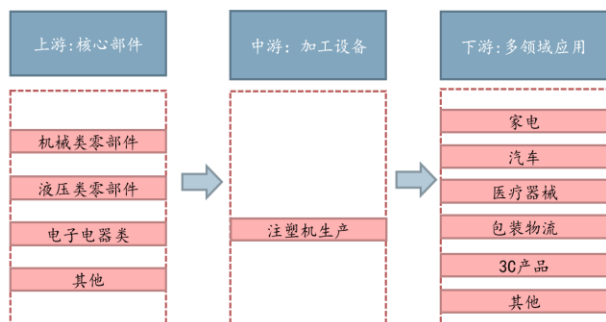
主要企业	注塑机收入体量	竞争领域	企业简介
海天国际控股有限公司	124.47 亿元 (2023 年)	注塑机压铸机	目前全球注塑机产量最大的生产商。海天国际控股有限公司于 2006 年在香港联合交易所上市(代码：1882)，公司产品系列全面，适用范围几乎覆盖塑料加工业各个领域，并能满足各类生产厂家对批量化通用塑料制品生产及精密制品生产等的不同需求
震雄集团有限公司	18.22 亿元 (2023 财年)	注塑机	创立于 1958 年，于 1991 年在香港联合交易所上市(代码：0057)，是全球主要的注塑机生产企业之一，全线锁模力由 20 吨微型至 6,500 吨超大型注塑机
广东伊之密精密机械股份有限公司	27.6 亿元 (2023 年)	注塑机压铸机	创立于 2002 年，于 2015 年在深圳交易所创业板上市(代码：300415)，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，主要产品包括注塑机、压铸机、橡胶机、高速包装系统及模具、机器人自动化系统等，产品广泛应用于家用电器、汽车、医疗器械、包装、3C 产品等行业和领域
泰瑞机器股份有限公司	9.8 亿元 (2023 年)	注塑机	于 2018 年在上海证券交易所上市(代码：603289)，主要产品为梦想 Dream 系列注塑机，包括 D(T)肘杆系列、DH 二板系列、DE 全电动系列和 DD 多组分系列，广泛应用于汽配、家电、节能环保、物流仓储、3C 通讯、医疗、包装、城市建设等行业领域，可制造锁模力 40 吨-7000 吨的注塑机
力劲科技集团有限公司	12 亿港元 (2022 财年)	注塑机压铸机	创立于 1979 年，于 2006 年在香港联合交易所上市(代码：0558)，是全球主要的压铸机制造商之一，主要产品包括压铸机、注塑机、电脑数控加工中心，公司可生产装配 5 吨-7000 吨多种系列注塑机
浙江申达机械制造股份有限公司	-	注塑机压铸机	始建于 1956 年，是国内最早从事注塑机制造的企业之一，生产制造各类高端注塑机、压铸机，是国内产品品种、规格最全的厂家之一

资料来源：公司公告，中信建投

2.2 国内注塑机行业目前处于景气区间，重点是竞争格局持续优化

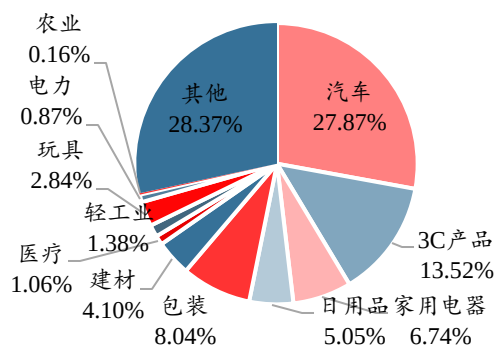
注塑机下游以汽车、3C、家电等行业为主。注塑机产业链上游为机械类（如铸件、钢材等）、液压类、电子电器类和辅助材料等原材料供应商，下游应用领域主要为汽车配件、家电及 3C 产品等领域。注塑机最主要的下游应用领域包括家用电器、汽车、日用品、建材、包装、3C 消费电子等。以伊之密为例，汽车领域为其注塑机业务下游主要应用领域，占比约为 27.87%；3C 产品应用领域占比约为 13.52%；包装领域占比约为 8.04%；家用电器领域占比约为 6.74%；建材及玩具领域占比分别为 4.10% 及 2.84%。

图表30：注塑机行业产业链



资料来源：公司公告，中信建投

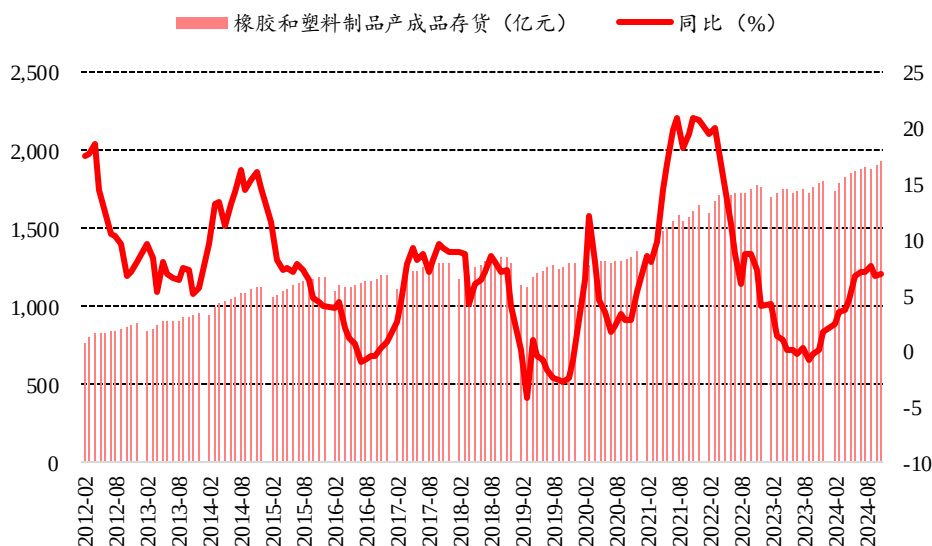
图表31：注塑机行业下游（以伊之密 2023 年为例）



资料来源：Wind，伊之密 2023 年年报，中信建投

橡胶和塑料制品存货周期持续三年左右，当前处于增速上行期。得益于中国经济成长，2012 年以来绝大多数时间橡胶和塑料制品产成品存货均持续上涨，但增速有一定周期性，从增速开始提升到增速回落结束，近年来有 2013.11-2016.7（持续 2 年零 8 个月），2016.7-2019.10（持续 3 年零 3 个月），2019.10-2023.9（持续 3 年 11 个月），2023 年 12 月同比转正以来，当前仍处上行期。

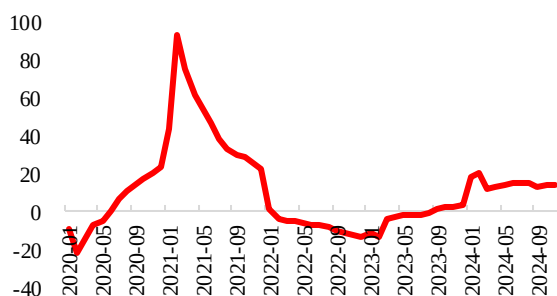
图表32：橡胶和塑料制品业产成品存货



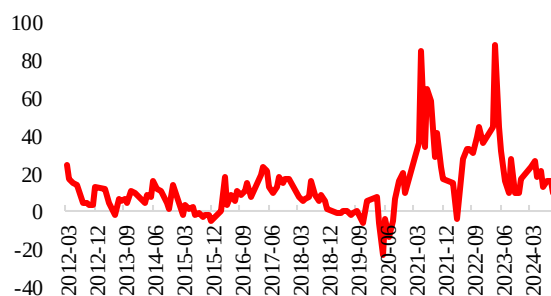
资料来源：国家统计局，中信建投

注塑机两大下游，家电及汽车出口持续向好，推动国内资本开支增加，注塑机间接受益出口。家电出口显著恢复：我国家电行业出口额，自 2022 年 2 月起开启连续 19 个月的负增长，2023 年 9 月转正。当前，在国际需求回暖的背景下，我国家电出口显著恢复，2024 年 1-11 月，累计出口额同比增加 14.10%，有望逐步改善家电企业盈利，亦推动了相关企业的注塑机资本开支。汽车出口持续向好：近年来，我国汽车行业出口始终呈现较好的态势，2024 年，在高基数的背景下，仍实现较快增长，其中 2024 年 11 月同比增加 9.40%，体现行业较

高的景气度。汽车行业是注塑机的重要下游，约占需求的 20%-30%，其出口的持续景气有力拉动了注塑机的增长。

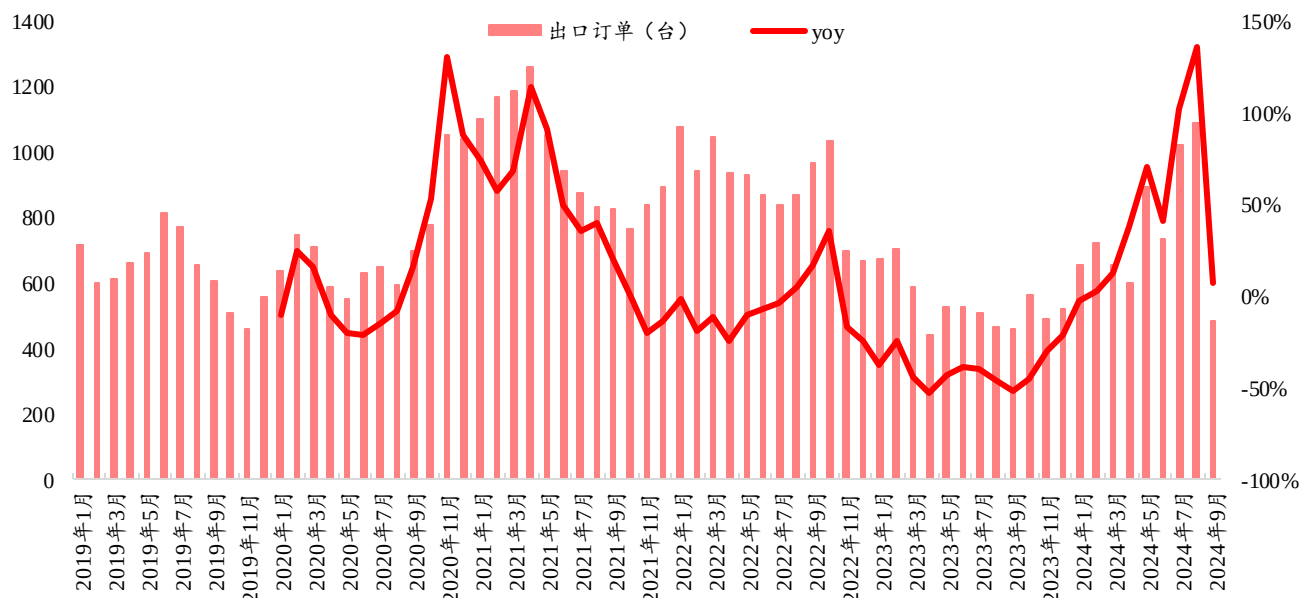
图表33： 家电出口金额累计同比（%）


资料来源：海关总署，中信建投

图表34： 汽车制造业出口交货值当月同比（%）


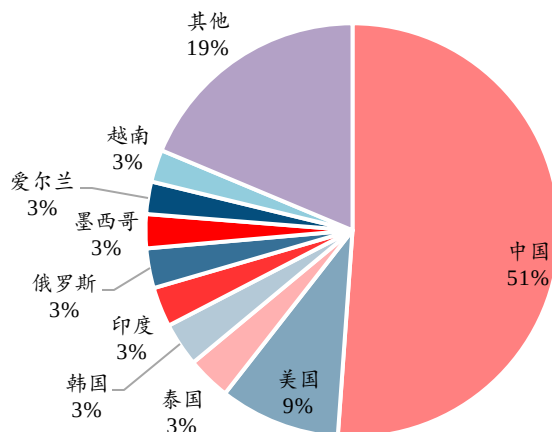
资料来源：国家统计局，中信建投

日本注塑机出口订单持续向好，侧面反映中国市场处于景气区间。根据日本产业机械工业会和日本塑料机械工业会的统计数据，2024 年 9 月的注塑机订单数量为 483 台，同比增加 6.39%；8 月的注塑机订单数量为 1084 台，同比增加 135.65%。日本注塑机出口一半以上销往中国，我们认为，可在某种程度上代表中国注塑机行业景气度，说明行业当前处于上升区间。

图表35： 2024 年 2 月份以来，日本注塑机出口订单快速回升


数据来源：日本产业机械工业会，中信建投

图表36： 日本塑料机械出口区域（金额占比，2023 年）

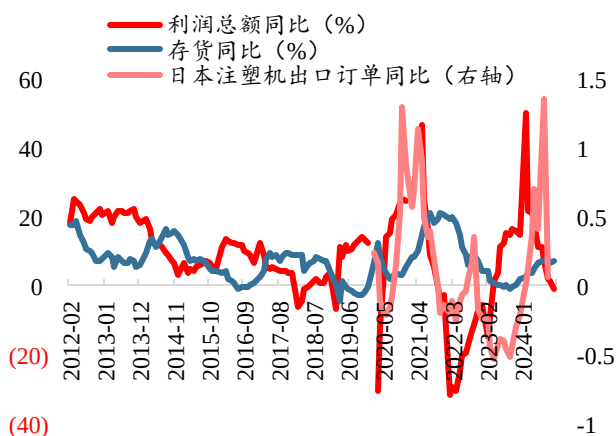


资料来源：日本塑料机械工业会，中信建投

塑料制品行业订单有望保持增长。订单指标略落后于存货及利润总额，订单有望持续保持较好增长。从近十年数据来看，橡胶和塑料制品行业呈现产成品存货触底回升、利润增长、订单增长的先后顺序，当前，存货、利润已先后同比转正，有力地拉动了订单持续上涨。

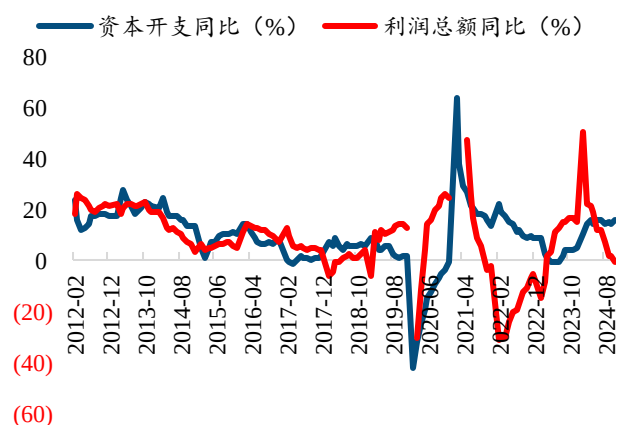
行业利润向好有望支撑资本开支。橡胶和塑料制品行业资本开支与利润总额整体呈现同步态势，资本开支略落后于行业利润，当前利润显著恢复和上涨，有助于拉动行业资本开支，为注塑机行业带来长期需求。

图表37： 橡胶及塑料制品业存货、利润总额、注塑机订单



资料来源：国家统计局，中信建投

图表38： 橡胶和塑料制品业利润总额与资本开支

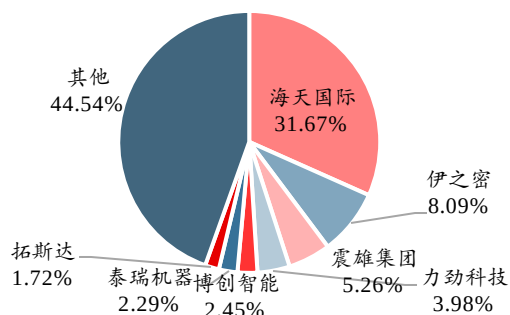


资料来源：国家统计局，中信建投

格局持续优化，看好龙头市占率提升的持续性。近年来，以海天国际、伊之密为代表的行业龙头，市占率持续提升，2023 年，海天国际与伊之密合计市占率已达接近 40%，2024 年有望达到 50% 以上，业绩表现持续优于行业。我们认为，这主要由于规模效应逐渐显现，以及产品升级背景下，注塑机下游客户对于研发及产品品

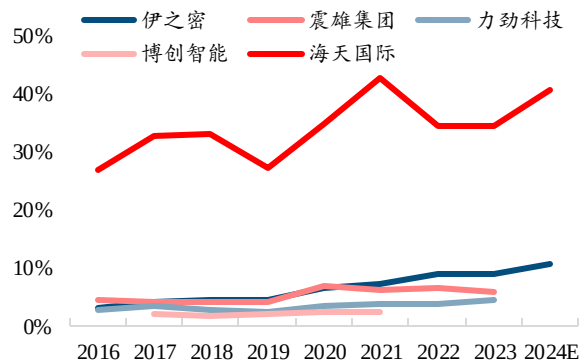
质要求更高，促进了行业加速集中。

图表39： 2023 年国内注塑机市场份额



数据来源：Wind，《中国塑料机械工业年鉴》，中信建投

图表40： 近年来国内注塑机份额变化



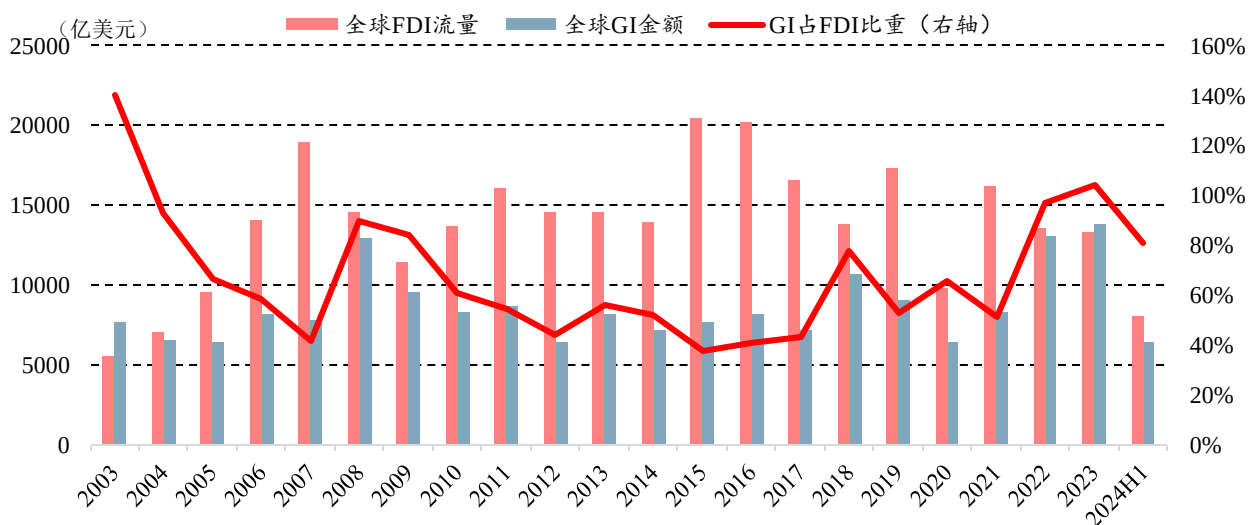
数据来源：Wind，《中国塑料机械工业年鉴》，中信建投

2.3 海外需求旺盛，预计持续性达 5 年以上，超出市场预期

2.3.1 绿地投资（GI）占全球 FDI 的比重持续提升，注塑机海外旺盛需求有望持续 5 年以上

绿地投资（GI）占全球 FDI 的比重持续提升，显示新建产能为当前主流，该部分需求并未随全球投资（包含直接投资和收并购）减弱而衰减。FDI 意为国际直接投资，指在投资人所属国以外的国家拥有持续利益的一种投资，包含新建投资（绿地投资）、收并购等；而绿地投资仅代表跨国公司等投资主体在东道国境内的新建投资，往往会促进生产能力、产出和就业的增长。2015-2023 年全球 FDI 金额从 2.05 万亿美元下降至 2.03 万亿美元，CAGR 为 -5.25%；全球绿地投资金额从 0.77 万亿美元增长至 1.38 万亿美元，CAGR 达 7.63%；绿地投资金额在全球 FDI 绝对值下行背景下持续增长，占全球 FDI 的比重从 2015 年的最低点 37% 提升至 2023 年的 104%。新建投资持续增加代表了全球资本开支的旺盛，注塑机为其中的重要生产工具，有望充分受益。

图表41： 绿地投资占全球 FDI 的比重持续提升

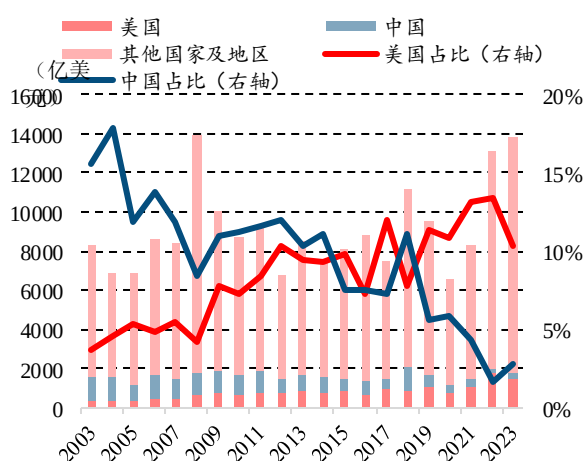


资料来源：UNCTAD，中信建投

2018 年以来，全球绿地投资投向中国的占比下降，投向美国的占比提升。2018-2023 年投向中国的绿地投资金额从 1233 亿美元下降至 375 亿美元，CAGR 为-21.17%，占总绿地投资的比重从 11%下降至 3%；投向美国的绿地投资金额从 873 亿美元增长至 1418 亿美元，CAGR 达 10.19%，占总绿地投资的比重从 8%提升至 10%。

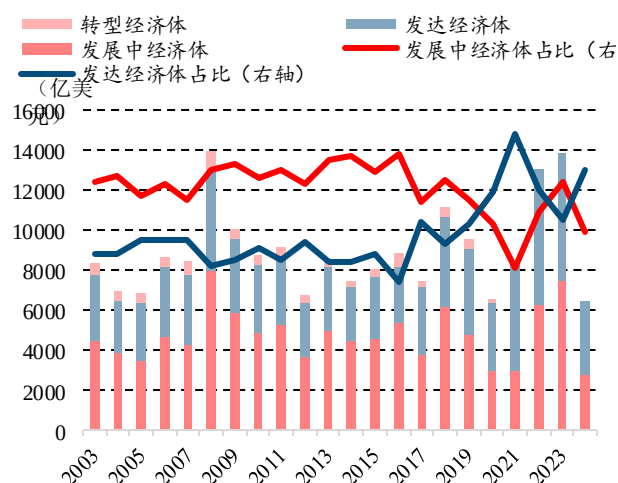
2021 年以来全球绿地投资投向发展中国家占比提升。2021-2023 年投向发展中经济体的绿地投资金额从 2928 亿美元增长至 7494 亿美元，CAGR 达 59.97%，占总绿地投资的比重从 35%提升至 54%。

图表42： 按投向地点看，中国占比下降，美国占比提升



资料来源：UNCTAD，中信建投

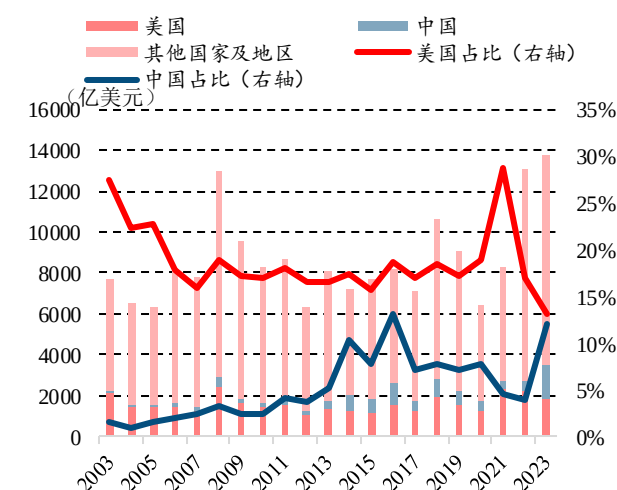
图表43： 按投向地点看，2021-2023 发展中经济体占比提升



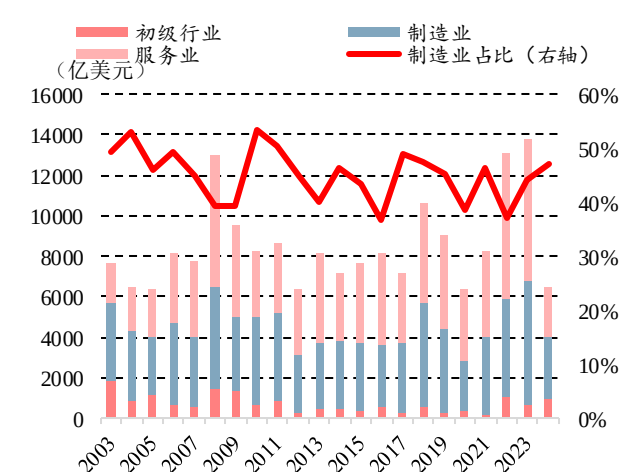
资料来源：UNCTAD，中信建投

近年来来自中国的绿地投资金额及占比提升明显，绿地投资中投向制造业的金额占比快速提升。从资金来

源看，2023 年来自中国的绿地投资金额大幅增长，占总绿地投资的比重快速提升。从绿地投资资金来源看，2023 年来自中国、美国的绿地投资金额分别为 1654 亿美元、1806 亿美元，同比分别+224.55%、-18.80%，占总绿地投资金额的比重分别为 12%、13%，同比分别+8pct、-4pct。从投向行业看，2022 年以来投向制造业的绿地投资金额持续增长，占总绿地投资金额的比重呈提升态势。从绿地投资投向行业看，2023 年投向制造业的绿地投资金额达 6111 亿美元，同比增长 25.93%；占总绿地投资金额的比重达 44%，同比+7pct，2024H1 绿地投资中投向制造业的金额占比已提升至 47%。

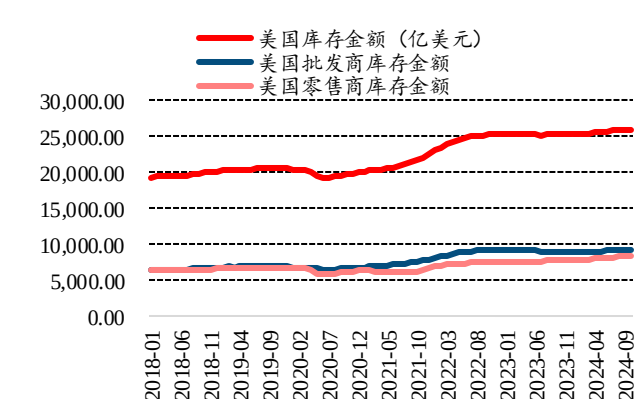
图表44： 从资金来源看，中国占比上升，美国占比下降


资料来源：UNCTAD，中信建投

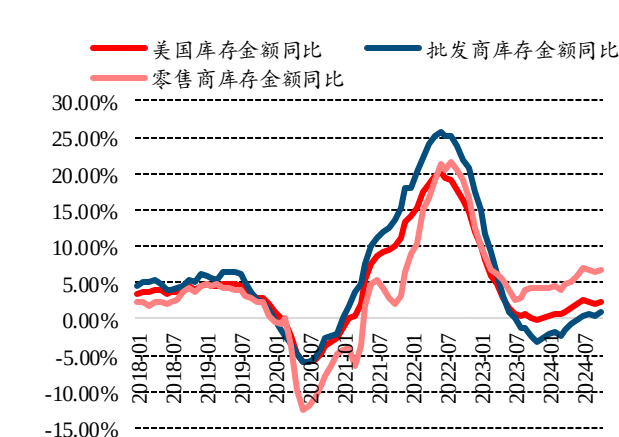
图表45： 按投向行业看，近年来制造业占比呈上升趋势


资料来源：UNCTAD，中信建投

2023 年以来美国库存逐步提升，2024 年以来同比增速开始反弹。从库存角度看，目前美国库存仍处于历史相对较高位置，但从同比数据来看，进入 2023 年，美国库存增长幅度明显放缓，2024 年，美国库存同比增速开始反弹。2024 年 10 月，美国整体库存达 2.59 万亿美元，同比增长 2.39%；其中批发商、零售商 2024M10 末库存分别为 0.91、0.83 万亿美元，同比分别增长 0.94%、6.65%，整体库存已呈现同比增长趋势，显示美国正处于去库存末期及补库存初期，新一轮补库周期有望开启带动制造业需求提升，带动塑料制品及注塑机相关需求。

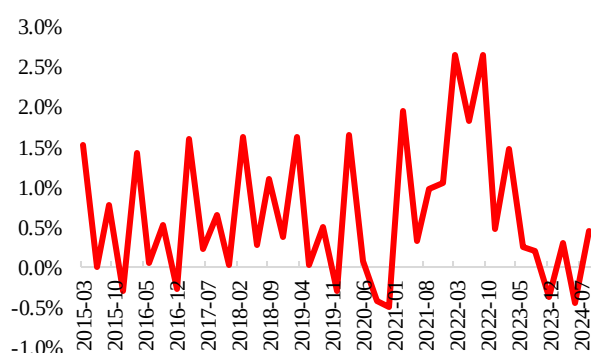
图表46： 美国整体库存仍处于相对高位


资料来源：Wind，美国商务普查局，中信建投

图表47： 进入 2024 年，美国库存同比增速开始反弹


资料来源：Wind，美国商务普查局，中信建投

2023H1 以来欧元区进入去库状态，期待 2025H1 开启补库周期。2024Q3 欧元区存货变动占 GDP 的比重为 0.44%，环比 2024Q2 提升 0.88pct，较 2022Q3 占比高点 2.93% 已下降 2.20pct，截至 2023H1 末，欧元区库存仍保持增长趋势。进一步地，我们用欧元区工业生产同比增速-零售销售同比增速来衡量两者之间的相对增速，若该值为负则认为正处于去库存阶段，2023 年 7 月以来，欧元区工业生产与零售销售的相对增速持续为负，且负值逐月扩大，可见欧元区 2023 年 7 月以来正在积极去库。若 2025H1 欧洲企业开启补库周期，将有望提振中国企业的出口需求。

图表48： 欧元区库存变动占 GDP 比重仍处下行趋势


资料来源：Wind，欧盟统计局，中信建投

图表49： 2023 年下半年以来欧元区进入去库阶段


资料来源：Wind，欧盟统计局，中信建投

新兴市场制造业 PMI 表现更佳，为注塑机海外订单提供强力支撑。从 2024 年 12 月全球制造业 PMI 绝对水平来看，印度>中国台湾>俄罗斯>东盟>拉美>日本>美国>英国>欧元区，制造业 PMI 绝对值较高的地区为注塑机主要市场，需求有望持续向好。

图表50： 全球各国家/地区制造业 PMI 热力图

	202412	202411	202410	202409	202408	202407	202406	202405	202404
全球	49.6	50	49.4	48.7	49.6	49.7	50.8	51	50.3
发达国家	48.2	48.4	48.1	47.5	48.3	48.8	49.7	50	48.6
新兴市场	50.9	51.6	50.6	49.8	50.8	50.7	52.1	51.9	52
新兴市场 ex 中国	51.6	51.7	51.3	50.7	51.5	52.1	52.6	52.4	52.9
北美(DM)									
美国(Markit)	49.4	49.7	48.5	47.3	47.9	49.6	51.6	51.3	50
美国(ISM)	49.3	48.4	46.5	47.2	47.2	46.8	48.5	48.7	49.2
加拿大	52.2	52	51.1	50.4	49.5	47.8	49.3	49.3	49.4
欧洲(DM)									
欧元区	45.1	45.2	46	45	45.8	45.8	45.8	47.3	45.7
德国	42.5	43	43	40.6	42.4	43.2	43.5	45.4	42.5
法国	41.9	43.1	44.5	44.6	43.9	44	46.4	46.4	45.3
意大利	46.2	44.5	46.9	48.3	49.4	47.4	45.4	45.6	47.3
西班牙	53.3	53.1	54.5	53	50.5	51	52.3	54	52.2
奥地利	43.3	44.5	42	42.8	44.4	43.1	43.6	46.3	43.5

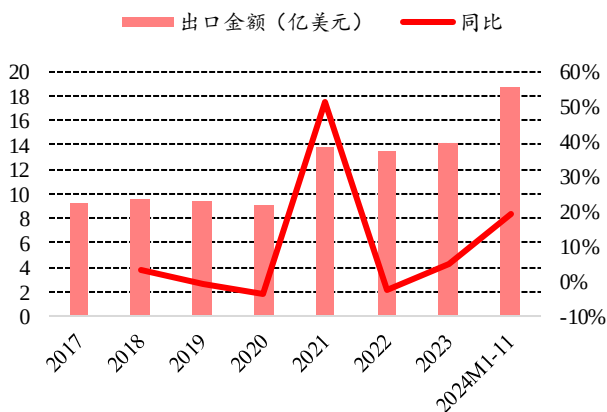
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

希腊	53.2	50.9	51.2	50.3	52.9	53.2	54	54.9	55.2
爱尔兰	49.1	49.9	51.5	49.4	50.4	50.1	47.4	49.8	47.6
荷兰	48.6	46.6	47	48.2	47.7	49.2	50.7	52.5	51.3
捷克	44.8	46	47.2	46	46.7	43.8	45.3	46.1	44.7
波兰	48.2	48.9	49.2	48.6	47.8	47.3	45	45	45.9
瑞士		48.5	49.9	49.9	49	43.5	43.9	46.4	41.4
英国	47	48	49.9	51.5	52.5	52.1	50.9	51.2	49.1
亚洲 (DM)									
日本	49.6	49	49.2	49.7	49.8	49.1	50	50.4	49.6
韩国	49	50.6	48.3	48.3	51.9	51.4	52	51.6	49.4
大洋洲 (DM)									
新西兰		45.5	45.7	46.9	46.1	44.5	41.2	46.6	48.3
澳大利亚	47.8	47.8	49.4	47.3	46.7	48.5	47.5	47.2	49.7
亚洲 (EM)									
中国(官方)	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4
中国台湾	52.7	51.5	51.2	50.8	51.5	52.9	53.2	50.9	50.2
东盟	50.7	50.8	50.5	50.5	51.1	51.6	51.7	51.7	51
越南	49.8	50.8	51.2	47.3	52.4	54.7	54.7	50.3	50.3
印尼	51.2	49.6	49.2	49.2	48.9	49.3	50.7	52.1	52.9
马来西亚	48.6	49.2	49.5	49.5	49.7	49.7	49.9	50.2	49
缅甸	50.4	49.8	48.4	45.5	43.4	48.4	50.7	52.1	49.9
菲律宾	54.3	53.8	52.9	53.7	51.2	51.2	51.3	51.9	52.2
泰国	51.4	50.2	50	50.4	52	52.8	51.7	50.3	48.6
哈萨克斯坦		53.5	51.7	52.3	53.3	51.7	52.3	52.2	51.5
土耳其	49.1	48.3	45.8	44.3	47.8	47.2	47.9	48.4	49.3
以色列		48.4	44.3	51	53.5	47.4	52.1	52.9	50.9
印度	56.4	56.5	57.5	56.5	57.5	58.1	58.3	57.5	58.8
拉丁美洲 (EM)									
拉美整体	50.2	51.6	51.4	50.8	49.7	52.2	51.8	51.6	53.6
墨西哥	49.8	49.9	48.4	47.3	48.5	49.6	51.1	51.2	51
巴西	50.4	52.3	52.9	53.2	50.4	54	52.5	52.1	55.9
哥伦比亚	49.9	53.4	52.3	48.1	49.8	50	49.8	49.8	49.2
欧洲 (EM)									
俄罗斯	50.8	51.3	50.6	49.5	52.1	53.6	54.9	54.4	54.3

资料来源: IHS Markit PMI, 中信建投

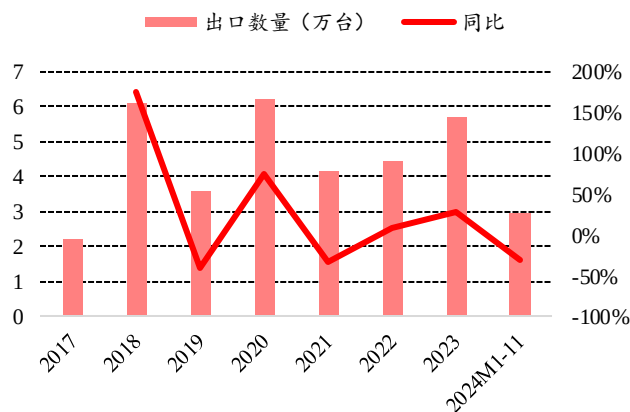
我国注塑机出口保持良好态势。从整体出口情况看, 2023 年我国注塑机出口金额为 17.33 亿美元(约 126 亿人民币), 同比增长 5.75%, 出口数量为 64825 台, 同比增长 7.01%, 2023 年出口均价约为 2.67 万美元/台。2024 年 1-11 月, 我国注塑机出口金额为 18.71 亿美元, 同比增加 19.00%, 显示我国注塑机国际竞争力显著加强。

图表51： 注塑机出口金额整体呈增长趋势



数据来源：海关总署，中信建投

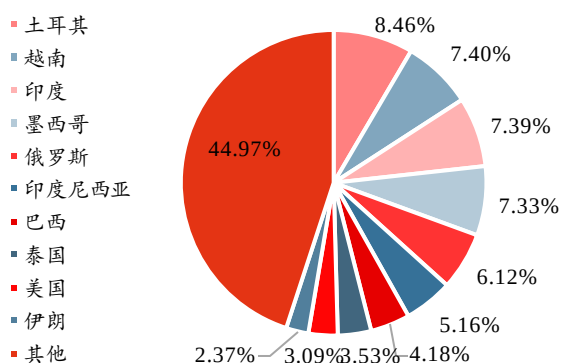
图表52： 2023 年注塑机出口数量达 64825 台



数据来源：海关总署，中信建投

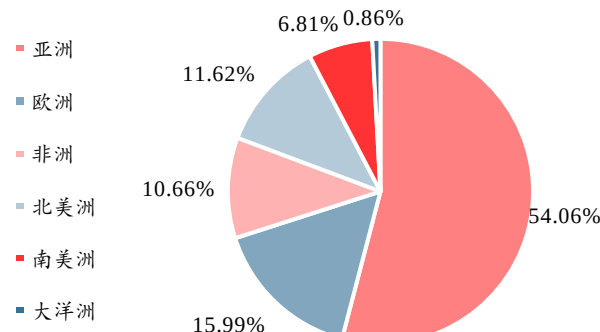
注塑机出口目的地以发展中国家为主。从注塑机出口目的地来看，出口金额占比前五的国家为土耳其、越南、印度、墨西哥、俄罗斯，其中出口金额最高的国家土耳其出口额达 1.41 亿美元，占整体出口额的 8.46%；亚洲为注塑机出口目的地金额最高区域，占整体 54.06%，出口额约 9.04 亿美元，欧洲为出口金额第二的区域，占比 15.99%，出口金额约 2.67 亿美元。

图表53： 2023 年中国注塑机出口国家结构



数据来源：海关总署，中信建投

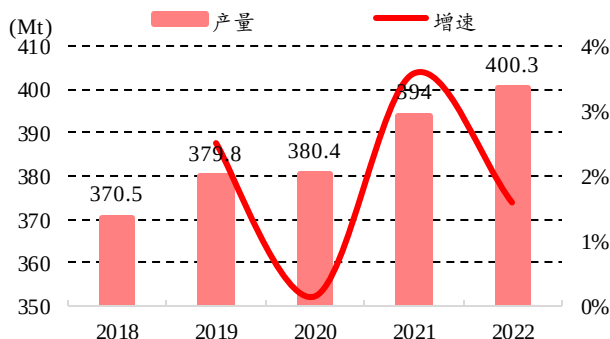
图表54： 2023 年中国注塑机出口地区结构



数据来源：海关总署，中信建投

中国塑料产能约占全球的 32%，海外注塑机需求是国内的两倍，发展中国家体量与中国相当。具体到注塑机的需求，全球塑料产量平稳上涨，2022 年全球塑料生产总量在 4 亿吨，同比增长约 600 万吨。中国塑料产量占全球 32%，欧美日占有 34%，其他地区占有 34%，某种程度上可体现发展中国家注塑机市场与国内相当。从世界各地塑料生产情况来看，中国是最大的塑料生产国，产量占到了全球 32%，其次是北美和欧盟 27+3，产量占比分别是 17%和 14%；广大发展中国家约占塑料制品产量的 34%，其市场与中国相当，相应的生产设备（注塑机等）或与中国体量相当。

图表55： 全球塑料近年产量



资料来源：Plastics Europe，中信建投

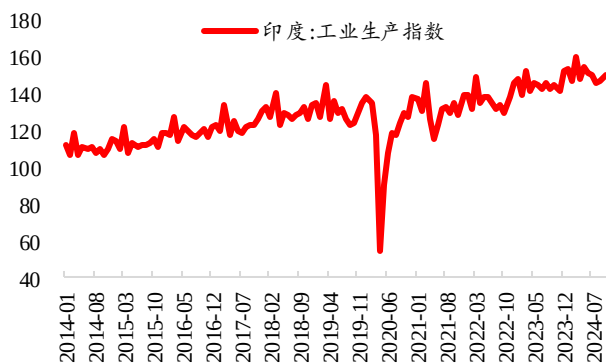
图表56： 全球塑料产地分布



资料来源：中国塑料工业年鉴，中信建投

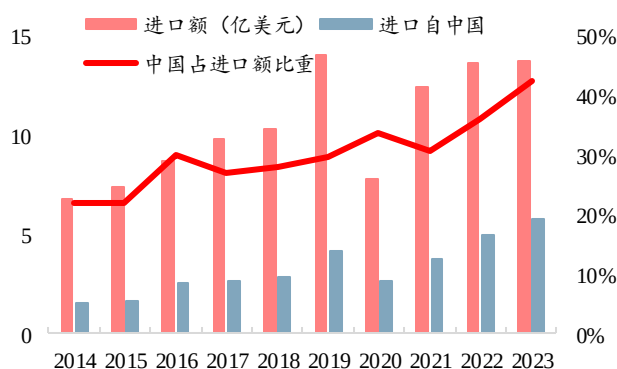
印度制造业景气度较好，注塑机需求旺盛。海外制造倾向于向东南亚、印度及墨西哥等地转移，制造业需求相对旺盛。2024 年 10 月，印度制造业工业生产指数 149.90，同比增长 3.45%，环比增长 2.18%，整体处于历史较好水平，随着海外制造逐步向印度转移，印度制造业需求相对较好。印度塑料及橡胶机械进口额节节攀升，来自中国的比重逐年增加。2023 年，印度塑料及橡胶机械进口额达 13.73 亿美元，整体从 2014 年的 6.82 亿美元呈现逐年提升的态势，显示其需求旺盛；其中 2023 年来自中国的进口额达 5.81 亿美元，占比 42.27%，比重相较于 2014 年的 22.07%大幅提升，显示中国塑料及橡胶机械在当地的认可度和竞争力逐渐增强。

图表57： 印度制造业工业生产指数不断攀升



资料来源：Wind，印度统计局，中信建投

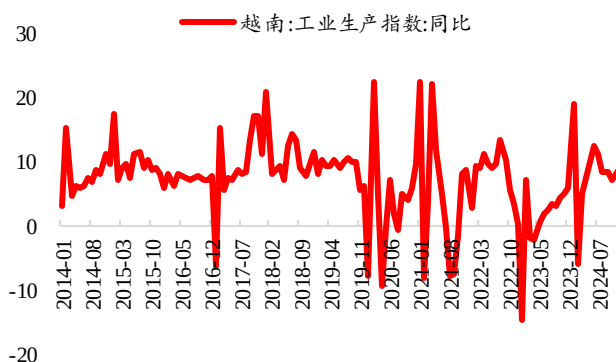
图表58： 印度塑料及橡胶机械近年来进口额



资料来源：印度统计局，中信建投

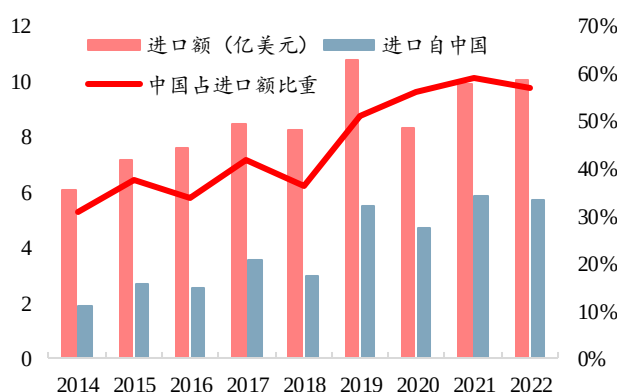
越南制造业增速明显，注塑机需求旺盛：2024 年 12 月，越南制造业工业生产指数同比增速达 8.84%，环比 +0.99pct，2023 年下半年以来越南制造业表现边际转好，大多数时间维持在中高速增长状态。越南塑料及橡胶机械进口额持续增长，来自中国的进口额占比 56.85%。2022 年，越南塑料及橡胶机械进口额达 10.06 亿美元，整体从 2014 年的 6.02 亿美元呈现逐年提升的态势，显示其需求旺盛；其中 2022 年来自中国的进口额达 5.72 亿美元，占比 56.85%，比重相较于 2014 年的 30.60%大幅提升，显示中国塑料及橡胶机械在越南当地的认可度和竞争力逐渐增强。

图表59：越南制造业工业生产指数不断攀升



资料来源: Wind, 越南统计局, 中信建投

图表60：越南塑料及橡胶机械近年来进口额

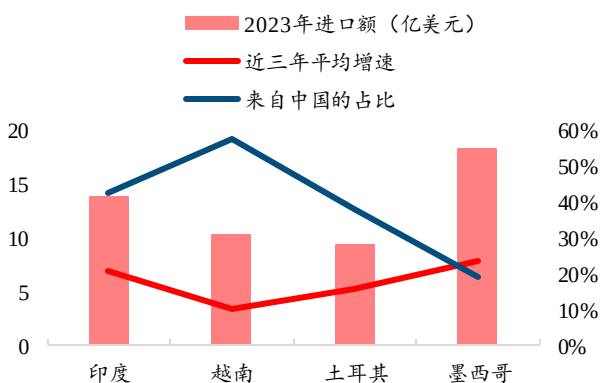


资料来源: 越南统计局, 中信建投

发展中国家进口体量较大, 中国注塑机产品逐步占据优势地位。以印度、越南等为代表的发展中国家对塑料及橡胶机械需求旺盛, 增速更快。我们统计了印度、越南、土耳其、墨西哥等4个国家, 其2023年塑料及橡胶机械进口额分别为13.74亿美元、10.06亿美元(2022年)、9.27亿美元、18.19亿美元, 近三年(2020-2023)平均增速分别为20.64%、9.94%、15.41%、23.19%, 中国企业在上述国家进口额中的占比分别为42.27%、56.85%、37.66%、19.01%。

中国企业在发展中国家市场已颇受认可, 充分受益其行业增长; 在墨西哥等部分国家仍有较大提升空间。以印度市场为例, 在其进口的塑料及橡胶机械中, 有38%来自中国大陆, 15%来自德国, 8%来自意大利, 8%来自日本; 在土耳其市场进口的塑料及橡胶机械中, 有42%来自中国大陆, 30%来自德国, 8%来自意大利, 显示中国产品在当地已受到一定程度的认可。而在墨西哥的进口额中, 中国产品仅占19%, 德国占17%, 美国占16%, 仍有较大提升空间。

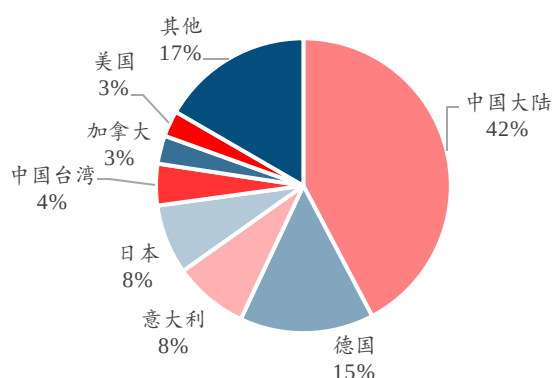
图表61：部分发展中国家塑料及橡胶机械进口情况



资料来源: Wind, 越南、印度、墨西哥、土耳其统计局, 中信建投

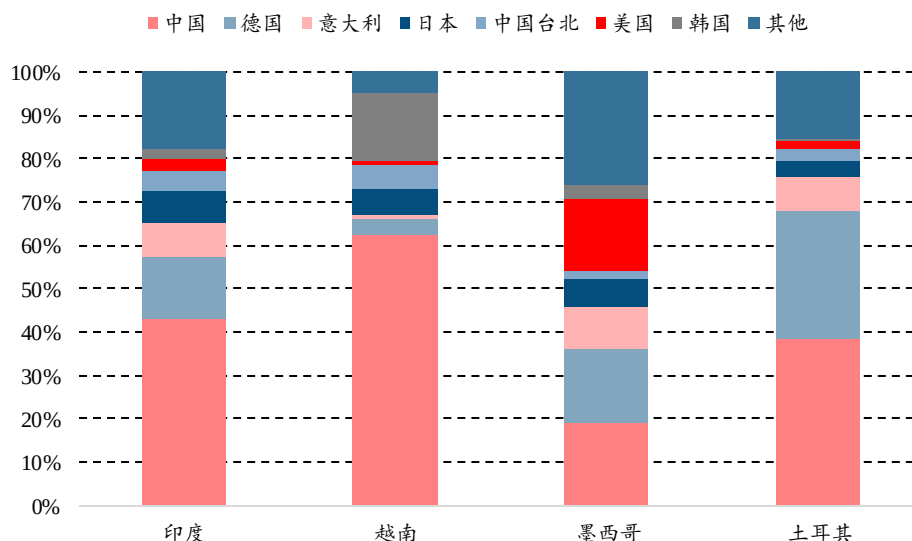
注: 越南为2022年数据, 平均增速为2020-2022

图表62：印度塑料及橡胶机械进口结构(分国家/地区)



资料来源: 印度统计局, 中信建投

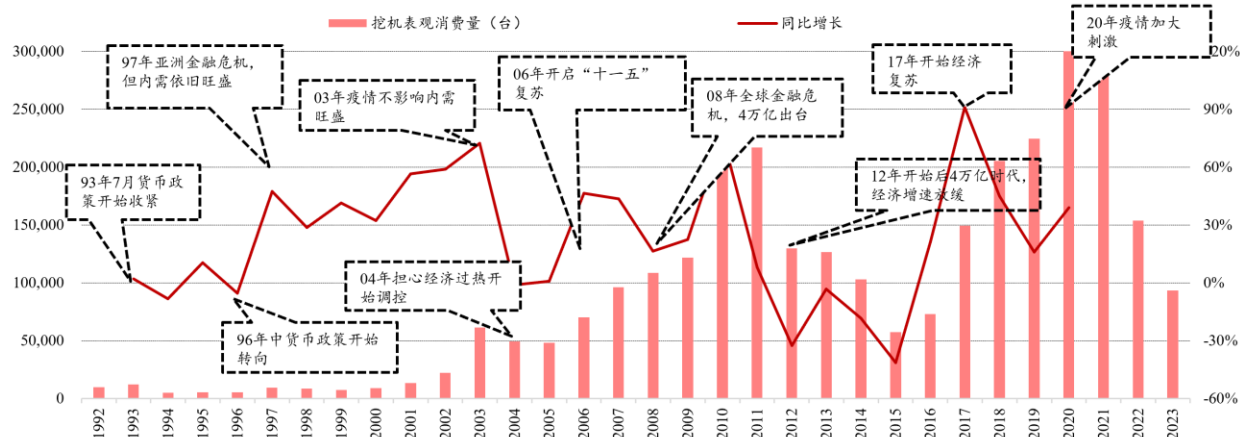
图表63： 部分发展中国家塑料及橡胶机械进口来源占比



资料来源：Wind，越南、印度、墨西哥、土耳其统计局，中信建投

此轮注塑机海外需求可以对标 1992-2011 年中国制造业快速发展时期的挖机需求，我们判断有望持续 5 年以上。当前注塑机出口增长较快的地区，如越南、墨西哥等，制造业仍在快速发展阶段，某种程度上类似于中国的 1992-2011 年，该时期中国挖机表观消费量，除个别年份外，均呈现中高速增长。我们认为，此轮注塑机海外需求增长有望持续 5 年以上。

图表64： 我国挖机表观消费量曾连续 20 年以上中高速增长

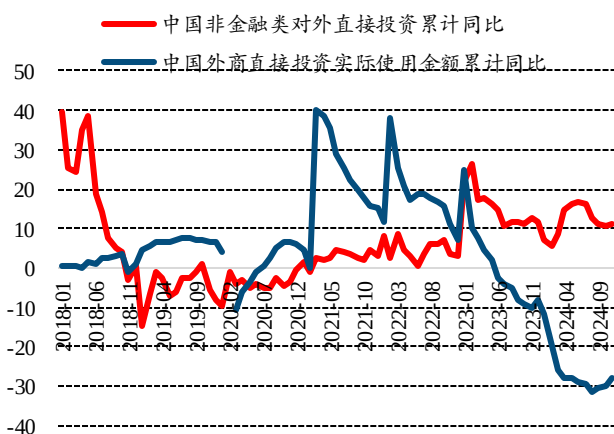


资料来源：工程机械行业协会，中信建投

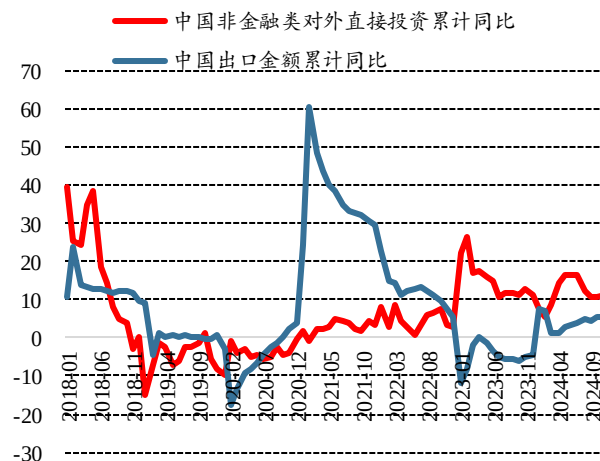
2.3.2 我国逐渐由资本输入国向资本输出国转型，注塑机企业深化从出口向出海之路

中国逐渐从资本输入国向资本输出国转型。通过对比中国非金融类对外直接投资（ODI）和外商对华直接

投资（FDI），我们发现 2023 年以来，FDI 显著降速，而 ODI 的累计同比却逐步提速，显示中国企业从吸引外资到主动在全球范围内布局。与此同时，中国非金融类对外直接投资（ODI）增速与出口金额增速呈现一定程度的负相关性，在 2023 年尤为明显，显示中国企业正积极全球布局，来对冲贸易摩擦带来的影响。

图表65： 2023 年以来我国 ODI 和 FDI 累计增速分化（%）


资料来源：Wind，中国商务部，中信建投

图表66： ODI 与出口呈现一定程度的负相关性（%）


资料来源：Wind，中国商务部，中信建投

参考日本，2022 年制造业海外出货比率为 34.5%，出海（由海外公司销售）远大于出口（国内生产后外销）。从日本工业细分行业出海情况来看，2022 年制造业海外出货比率为 34.5%（连续 2 年上升），运输机械达 60.1%，化学行业达 25.2%。具体来看，制造业海外销售比例为 47%，其中 34.5% 由海外公司销售（出海），即国内出口为 12.5%，可见制造业已实现出海远大于出口。

图表67： 日本工业细分行业出海比例（2022 年）

	2022 年				
	制造业	运输机械	通用、生产、商用机械	化学	其他
海外出货率	34.5	60.1	37.9	25.2	16.3
海外市场比率	47.0	74.1	49.7	53.1	22.9
进口比率	23.1	66.4	24.7	48.7	13.3

资料来源：日本 2023 年全球经贸白皮书，中信建投；注：公司 FY2023 指 2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日

注：制造业海外出货比率：全球出货中，来自日系海外当地法人的出货比例

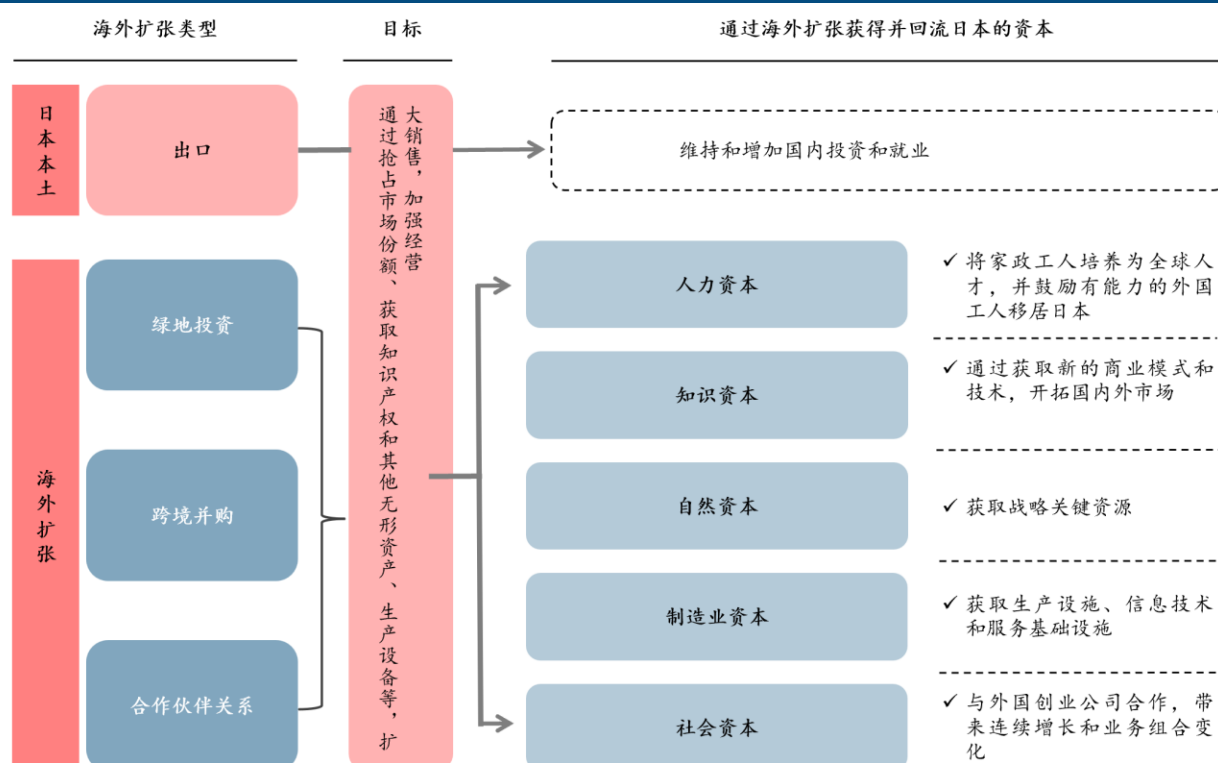
海外市场比率：全球出货中向海外市场出货的比率

反进口比例：日本进口中，日系海外当地法人对日出口的比例

日本出海和出口的目的在于获取海外人才、知识等资本，维持和增加国内投资就业。公司海外扩张的目标包括通过抢占市场份额、收购知识产权和其他无形资产及生产设施来扩大销售和加强业务运营。广义上讲，海外扩张分为从国内机构出口（出口）和在国外开展业务（出海），出口有望维持和增加国内投资和就业；出海

包括“绿地投资”（指建立新公司作为海外扩张的一部分）、“跨境并购”（指收购现有外国公司）和“合作伙伴关系”等方法。出海获得并返还给日本的资本分为以下六类：“人力资本”、“知识资本”、自然资本、“制造业资本”、社会资本和“金融资本”。关于人力资本，海外扩张有望促进国内工人作为全球人才的培训，并导致有能力的外国工人的获得；智力资本方面，海外扩张有望通过收购新的商业模式和技术，帮助开拓新的国内外市场；自然资本方面，海外扩张将导致建立有弹性的全球价值链，并获得从经济安全角度来看很重要的战略关键资源。制造业资本方面，海外扩张将导致生产设施、IT 和服务基础设施的收购；社会资本方面，海外扩张预计会带来业务组合的不连续增长和变化；金融资本方面，预计将被收购并返还给日本，无论是通过国内机构出口还是通过海外机构进行海外扩张。

图表68： 日本出海和出口的目的在于获取海外人才、知识等资本，维持和增加国内投资就业



资料来源：日本经济产业省，METI，中信建投

日本企业扩张地点的选择中，以市场规模和潜力、客户聚集程度为第一考量。据 2022 财年日本公司国际业务调查（JETRO 海外业务调查），出口/出海选择海外业务扩张地点的公司中，提到的最高比例的理由是“（1）市场规模和增长潜力”，其次是“（2）客户公司（向其交付产品的公司）的聚集”和“（3）已经拥有自己的机构”。分地区来看，对于越南，提到“（7）低劳动力成本和丰富的劳动力”的公司比例特别高，而对于欧盟，“（4）政治和社会状况稳定”被列为开始扩张的理由，尽管提到“（3）已经拥有自己的机构”的公司比例并不高。

图表69： 选择扩张地区时的考虑因素


资料来源：JETRO，中信建投

图表70： 不同国家/地区对于日本出海/出口的吸引力

(%)	China	U.S.	EU	Viet Nam	Thailand
(1)	62.1	64.3	63.7	65.3	60.6
(2)	66.5	56.4	58.4	60.3	58.7
(3)	37.9	46.6	41.1	26.4	34.6
(4)	39.1	33.9	37.4	36.4	28.8
(5)	24.2	26.4	17.4	19.0	21.2
(6)	18.1	15.2	13.2	24.0	24.0
(7)	5.9	5.5	6.8	5.8	2.9

资料来源：JETRO，中信建投

注塑机的几大下游，家电、汽车、3C 亦纷纷开启出海之路。家电行业出口收入占比较高，我国家电行业逐步具备全球竞争力，统计几家龙头企业发现，石头科技出口收入占比 70%，海尔智家出口占比 52%，美的集团出口占比 41%，企业经营与国际化市场密不可分。家电加速全球化布局，美的集团的越南工厂不断建设，海尔智家在美国、格力电器在巴西、海信家电在泰国和墨西哥不断兴建产能，有力分担了供应链和贸易摩擦风险，带动企业出口。

图表71： 家电行业海外收入及海外产能

标的	2023 出口收入占比	OBM 占比	海外产能
美的集团	41%	47%	>15%（越南工厂在建中）
格力电器	10%	70%	巴西马瑙斯
海尔智家	52%	100%	80%（美国产能：当地生产 60%，墨西哥 20%+，中国 10%）
海信家电	33%	85%	墨西哥蒙特雷 120 万台冰箱产能（单供美国，占比 15%-20%，二期 300 万台，泰国工厂在建预计 25 年投产）
石头科技	70%	100%	-
科沃斯	预计 30%	近 100%	-

资料来源：各公司公告，中信建投

3C 行业纷纷赴越南建厂。随着以苹果为代表的 3C 产业链向东南亚迁移，国内制造商纷纷在越南建厂，带动当地塑料制品产量及注塑机需求。部分 3C 行业海外布局情况

标的	2023 出口收入占比	海外工厂
富士康	约 30%	越南工厂
立讯精密	89%	越南工厂

歌尔股份	92%	越南工厂
蓝思科技	68%	越南工厂

资料来源：各公司公告，中信建投

汽车制造商面向海外主要消费市场开展布局。我国汽车零部件厂商具备较强的竞争力，近年来，纷纷赴墨西哥、匈牙利、波兰等地建厂。

图表72： 部分汽车行业海外布局情况

标的	2023 出口收入占比	海外工厂
拓普集团	24%	墨西哥工厂
旭升股份	40%	墨西哥生产基地
双环传动	14%	匈牙利工厂
银轮股份	24%	波兰工厂、墨西哥工厂
爱柯迪	62%	墨西哥工厂
文灿股份	51%	全球布局
德赛西威	7%	墨西哥、欧洲

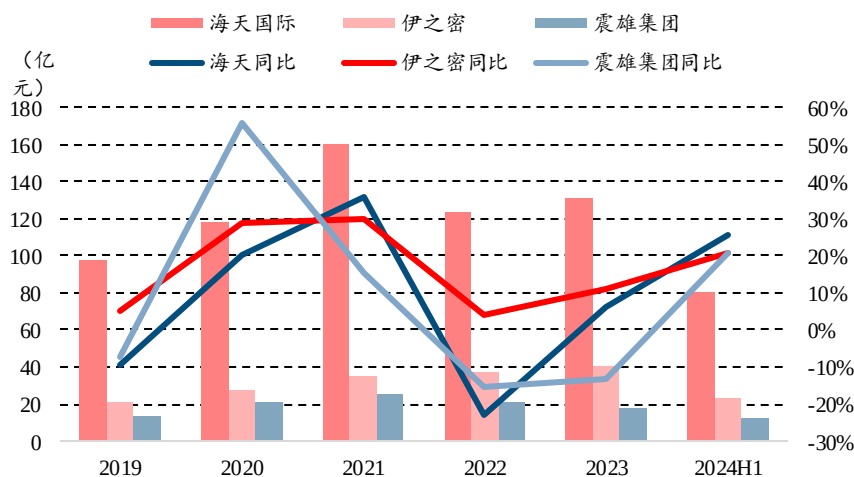
资料来源：各公司公告，中信建投

三、公司：持续产品迭代，多年全球化布局，构建竞争优势

3.1 国内注塑机的绝对龙头企业，盈利能力领先

海天国际营收远超国内竞争对手，占据绝对龙头地位。公司近年营收规模约达 120 亿元左右，伊之密和震雄集团等国内注塑机行业对手营收规模均小于 45 亿元，公司营收规模远超行业竞争对手，多年稳居国内注塑机行业营收榜首。从市场竞争格局来看，海天国际占据绝对龙头地位。按照我们测算的国内注塑机市场规模，2023 年海天国际占据 31.67% 的市场份额，是国内注塑机的绝对龙头企业。伊之密和震雄集团各自占据 8.09%、5.26% 的市场份额，分列第二、第三。

图表73：海天国际营收远超国内竞争对手



资料来源: Wind, 中信建投

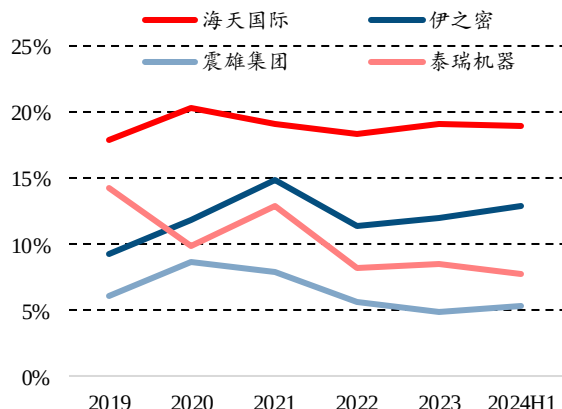
图表74：海天国际市场格局稳健

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
第一名	海天国际	海天国际	海天国际	海天国际	海天国际	海天国际	海天国际	海天国际	海天国际	海天国际	海天国际	海天国际
第二名	震雄集团	震雄集团	震雄集团	震雄集团	震雄集团	震雄集团	震雄集团	伊之密	伊之密	伊之密	伊之密	伊之密
第三名	博创智能	博创智能	博创智能	博创智能	博创智能	伊之密	伊之密	震雄集团	震雄集团	震雄集团	震雄集团	震雄集团
第四名	-	-	-	-	-	博创智能	力劲科技	博创智能	博创智能	博创智能	泰瑞机器	力劲科技
第五名	-	-	-	伊之密	伊之密	-	博创智能	力劲科技	力劲科技	力劲科技	力劲科技	博创智能
第六名	-	-	伊之密	-	-	力劲科技	-	-	-	-	富强鑫	泰瑞机器
第七名	伊之密	伊之密	-	力劲科技	力劲科技	-	-	-	-	-	海达	拓斯达

资料来源: 博创智能招股说明书, 中信建投

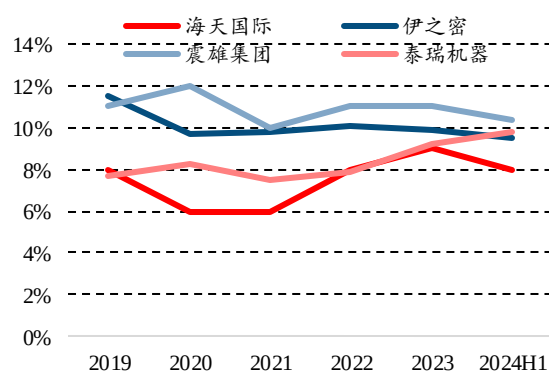
海天国际净利率远超同行业公司。海天国际净利率长期维持在 20%左右,而同行业公司净利率均低于 15%,海天国际净利率显著高于行业其他公司。经销体系成熟,销售费用率管控优秀。海天国际近五年销售费用率均位于 10%以下,明显低于同行业其他公司。

图表75：海天国际净利率领先行业对手



资料来源：Wind，中信建投

图表76：海天国际销售费用率低于行业对手

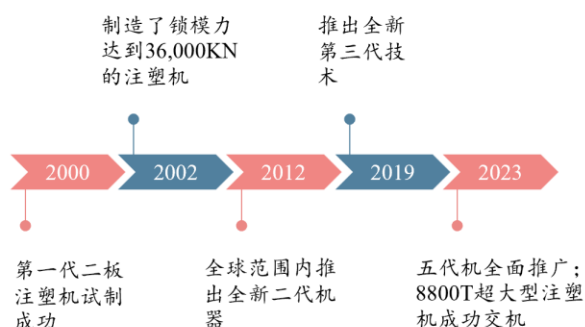


资料来源：Wind，中信建投

3.2 面向行业新需求，产品不断迭代更新

2023年4月，海天国际推出全新五代机，数字化+低功耗吸引客户。海天国际2000年推出第一代注塑机后，产品不断更新迭代，产品迭代周期短，2023年实现五代机的全面推广。五代机持续精进产品力，将电预塑及配套技术升级，能耗降低20%以上；轻量化、紧凑型设计，精益求精地优化所有机械结构和零部件；灵智能耗管理2.0功能，摒弃了传统的仪表和传感器技术，搭建了全新的数学模型。

图表77：海天国际产品不断迭代更新



资料来源：Wind，海天国际官网，中信建投

图表78：海天国际五代机



资料来源：海天国际官网，中信建投

图表 79：海天国际长飞亚五代机

产品系列	产品亮点	产品图示
MA 五代机	配置电动预塑系统，塑化性能大幅增强，突破加工材料限制	
长飞亚五代机 VE/ZE 系列	(1) 结构优化：整机尺寸优化，提升厂房利用率；全电机双整移结构设计；高刚性、高稳定性机身设计 (2) 性能强劲：双 CPU 控制系统，操控迅捷灵敏；开合模速度提升 20%；电动顶出速度提升至 400mm/s (3) 人机交互：全新多点触控电容屏；全新 UI 设计；多组态按钮及飞梭按钮；联动感应式安全门把手 (4) 灵智技术：灵智抗干扰、防漂移技术；MSI 多级注射速度及 MPC 保压响应控制；灵智模保；灵智能耗管理；灵智注塑（OP）；最优锁模力（OP） (5) 灵活集成：辅机操控一键切换；标配 OPC/UA 接口；IoT/DX 物联网	
JU 五代机	整机结构紧凑，占地面积减少 10%以上，搭载多重智能化技术，轻量化、紧凑型设计使资源进一步节约，能耗大幅降低	

资料来源：公司官网，中信建投

海天国际产品力领先国内同行业公司。锁模吨位是一项评价注塑机性能的关键指标，衡量注塑机对模具的夹持力，锁模力越大，可以实现更大尺寸注塑件的加工。海天国际是注塑机国产品牌中唯一能达到 8800T 锁模吨位的公司，实现超大型注塑机研发制造能力的突破，产品力领先同行业其他公司；伊之密最大锁模吨位为 8500T，泰瑞机器和震雄集团最大锁模吨位分别为 7000T 和 6500T。

图表80：国内同行业公司锁模吨位对比

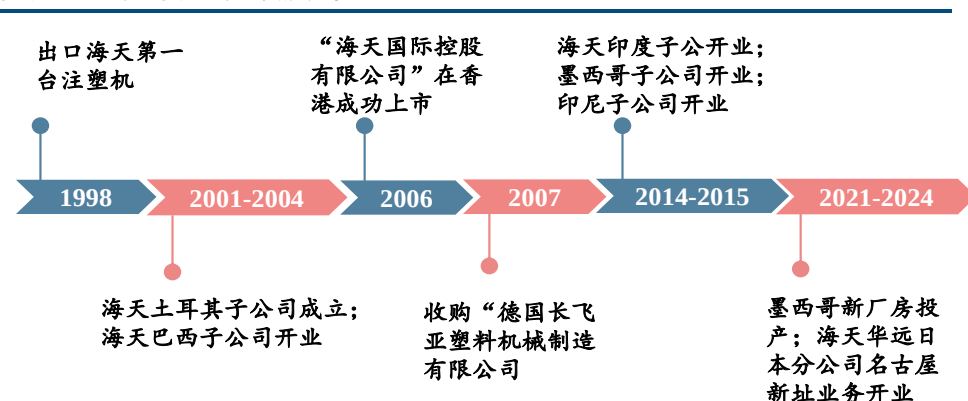
公司	产品	最大锁模吨位	产品图示
海天国际	JU5 二板式注塑机	8800T	
伊之密	超大型高精度二板机	8500T	
震雄集团	SM-TP 二板式注塑机	6500T	
泰瑞机器	NEO HII 二板式注塑机	7000T	

资料来源：各公司官网，中信建投

3.3 多年全球化布局，海外营收占比已达 40%

出口→本地服务→海外生产→技术整合，公司全球化布局逐步深化。从 1998 年出口第一台注塑机开始，公司在海外经历了搭建全球销售网络、建立海外子公司本地化服务、建设海外生产基地、收购德国长飞亚注塑机品牌并整合技术等历程，在全球的布局逐步深化。

图表81：海天国际海外发展历程

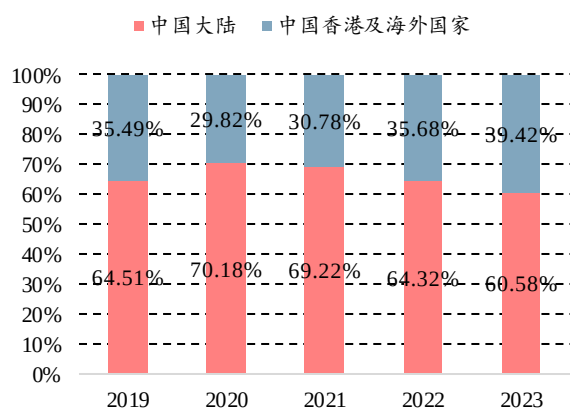


资料来源：海天国际官网，中信建投

出口：2023 年海外营收占比已达 40%。公司在发展早期即注重海外市场，1998 年出口第一台注塑机，随后面向欧洲（德国、意大利）、北美（美国、墨西哥）、东南亚（越南、印度）、南美（巴西）及中东等重点区域进行销售，2021 年全年出口台量首次突破 1 万台，2023 年海外营收已超 50 亿元，占公司总收入的比重接近 40%，

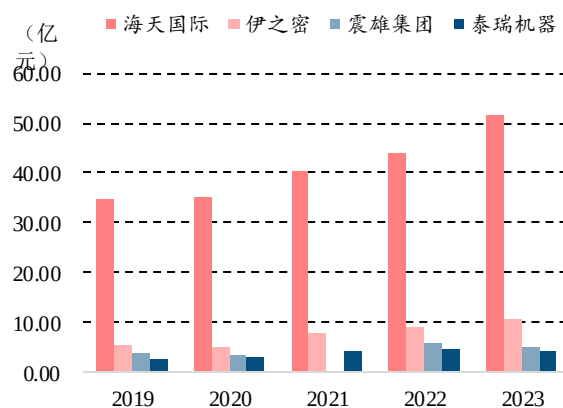
远超同行业公司。

图表82：海天国际出口占比稳步提升



资料来源：Wind，中信建投

图表83：海天国际出口规模远超同行业公司



资料来源：Wind，中信建投

注：震雄集团2021年末披露出口数据

本地服务及海外生产：在海外9个国家设有直属子公司，建设5家海外工厂。公司早期依赖本地代理商（如欧洲的Ferromatik、北美的Absolute Haitian）建立渠道，2010年后在重点市场设立销售子公司，直接对接大客户，目前在海外9个国家设有直属子公司，服务遍布130个国家和地区。此外，海天国际重视国际化生产，其在印度、墨西哥、塞尔维亚、日本桃山、马来西亚等地均已建有生产基地或产能储备。

图表84：海天国际全球服务网络



资料来源：海天国际官网，中信建投

图表85：海天国际全球布局

海外子公司	地点	面积	布局
海天国际德国	艾贝尔曼斯多夫	约 25,000 平方米	-
海天国际印度	古吉拉特邦	约 51,800 平方米	-
海天越南	平阳省	约 25,000 平方米	海天在越南已设立了河内、海防、胡志明、同奈四个办公室，北宁、隆安两大展厅；2023 年 12 月 31 日海天越南海防应用体验中心开业，位于海防市，总面积达 15000 平米，具备充裕的注塑机库存能力，可为当地客户提供试模、试机应用方案
海天土耳其	伊斯坦布尔	约 11,000 平方米	-
海天巴西	圣保罗	约 12,000 平方米	2003 年 6 月，海天在圣保罗州圣罗克市设立子公司。经过 20 载的开拓与深耕，海天在巴西市场拥有超 3,000 家客户和超 12,000 台机器，处于领先地位
海天墨西哥	哈利斯科州	92,000 平方米场地用于生产和组装	2023 年 6 月 21 日，海天国际墨西哥全新工厂开业，是海天在墨西哥布局的美洲地区制造中心，坐落于当地最大的物流中心 CLJ 工业园，工厂占地约 92000 平方米，投资金额约 5000 万美元，具备从金加工、装配到整机及配件库存等多项功能
海天泰国	曼谷	1,400 平方米场地用于整机及配件库存	-
海天印尼	北雅加达	3,000 平方米场地用于整机及配件库存	海天印尼的服务中心遍布雅加达、泗水、芝卡朗、三宝壟等关键地区；2024 年 8 月 1 日，海天印尼泗水应用中心开业，占地 1200 平方米，拥有完善的销售服务团队、充足的整机及配件库存，可为客户提供试模等全方位服务
海天日本	爱知县名古屋	200 平方米场地用于整机及配件库存	-

资料来源：公司官网，中信建投

技术整合：在德国慕尼黑建立研发基地，收购德国长飞亚品牌提高全电动技术能力。2007 年，公司通过收购德国长飞亚品牌，获得了全电动技术知识与人才，提升了其在全电动技术领域的研发能力。2017 年，公司在德国慕尼黑设立研发基地，主攻全电动注塑机、工业 4.0 集成技术；与亚琛工业大学（RWTH）合作开发智能控制系统。

图表86：海天国际长飞亚全电动注塑机

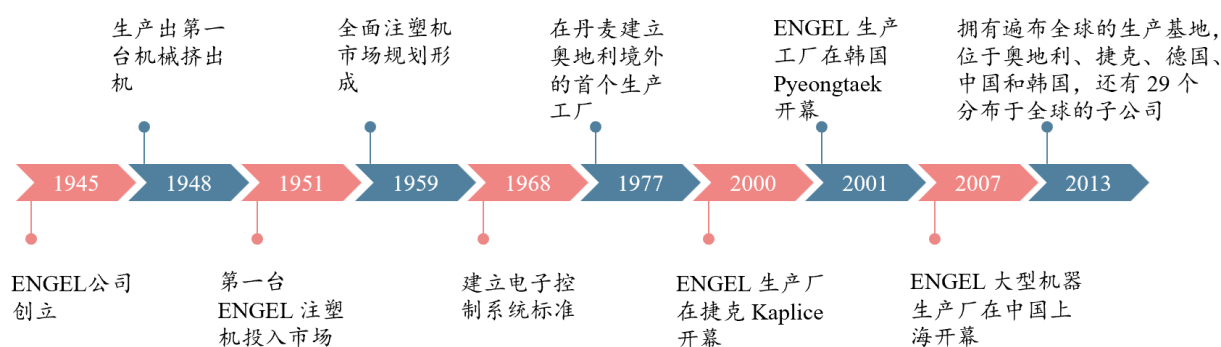


资料来源：海天国际官网，中信建投

3.4 他山之石：持续精进产品力和全球化布局是恩格尔的成功之道

深耕注塑机行业 70 余年，全球领先的注塑机制造商。1945 年恩格尔公司在奥地利 Schwertberg 创立，1959 年生产第一台注塑机。1970 年代，Engel 开始进军国际市场。1977 年，恩格尔在丹麦设立了首个海外生产工厂，2000 年捷克工厂开幕，2001 年韩国工厂开幕，2007 年在中国上海设立大型机器工厂。至 2013 年，公司拥有遍布全球的生产基地，位于奥地利、捷克、德国、中国和韩国，还有 29 个分布于全球的子公司。

图表87：恩格尔的发展历程

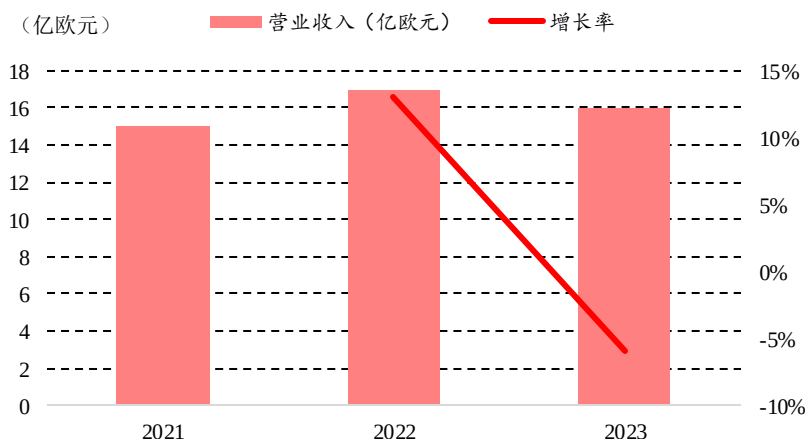


资料来源：Wind，越南、印度、墨西哥、土耳其统计局，中信建投

2022 年达历史营收高峰，下游医疗及包装领域需求持续走高。恩格尔 2022/23 财年营收为 17 亿欧元，为公司历史最高的营收，较上一年的 15 亿欧元的营收同比增长 13%，系受益汽车、医疗、包装等行业领域的大需求量，以亚洲以及北美和南美地区的需求为主。2023/24 财年营收为 16 亿欧元，较上一年同比增长-6%，系整体注塑机市场的萎缩，下游医疗及包装行业需求贡献主要收入，系美洲地区对糖尿病治疗产品生产的高需求及欧洲包装行业的上行趋势。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图表88： 恩格尔的营业收入及增长率



资料来源：公司官网，中信建投

公司注塑机产品主要分为 Duo 系列二板注塑机、电动系列曲杆式注塑机、Victory 系列无拉杆式注塑机和 Insert 系列无拉杆式立式注塑机。Duo 系列侧重于大吨位二板式注塑机，锁模力 3500-55000kN；电动系列专注高端电动注塑机，锁模力 300-6500kN，适用于包装行业和医疗技术领域的应用；Victory 系列结构紧凑成本较低，锁模力 280-5000kN，适用于各种技术注塑应用和工艺；Insert 系列实现符合人体工程学的嵌件包封注塑，锁模力 300-3000kN。

图表89： 恩格尔产品介绍

系列	类型	产品亮点	产品图示
Duo 系列	二板式注塑机	锁模力范围广，从 3500 到 55,000kN，占地面积小；从入门机型 t-win、可单独定制的 duo tech，到高速 duo speed，duo 系列在同类机器中更为节能，与没有伺服液压系统的机器相比能耗降低 55%	
电动系列	曲杆式注塑机	产品范围从标准化入门机型 e-mac fast track 到高度灵活的 e-mac 和 e-motion，再到专为包装行业优化的高性能 e-cap 和 e-speed；锁模力范围从 300 到 6500kN，适用于包装行业和医疗技术领域的应用	
Victory 系列	无拉杆式注塑机	结构紧凑成本较低、高精度注塑，获得专利的无拉杆注塑机 Force Divider 保证了锁模力在整个模板面上的均匀分布，确保了多型腔模具制品同样具有稳定优异的质量，适用于各种技术注塑应用和工艺；锁模力范围从 280 到 5000kN	

系列	类型	产品亮点	产品图示
Insert 系列	立式无拉杆注塑机	人体工程学是这款注塑机的重要特点，不同的锁闭系统可实现符合人体工程学的嵌件包封注塑，更小的空间需求实现更高的生产率；锁模力范围从 300 到 3000kN	

资料来源：公司官网，中信建投

恩格尔注塑实现自动化，一站式提供完整的生产设备。恩格尔自动化机械手产品组合包括 viper 线性机器人，浇注器及 easix 关节式手臂机器人，注塑自动化大幅提高注塑生产效率。各个层面的注塑自动化能力：从注塑机、机械手和传送系统到外围设备，所有流程和组件均得到理想的协调。恩格尔目前已有 40 年注塑自动化经验，25,000 台机械手和自动化解决方案已在全球范围内安装实行。

图表90：机械手产品组合

自动化	优势	产品图示
viper 线性机器人	性能强大，应用灵活高承载力，适用于 30-5500 吨的注塑机	
pic A、e-pic B 浇注器	紧凑型设计确保了在注塑机中的集成节省空间	
easix 关节式手臂机器人	控制系统完全集成在注塑机的控制系统中，操作非常简易，关节式机械手的附加动作命令无缝衔接控制系统的图形界面，大大简化了多轴机械手的操作；可用于生产保险杠、仪表板支架和垃圾箱等，即使是锁模力高达 55,000kN 的大型注塑机，也可通过 easix 实现自动化	

资料来源：公司官网，中信建投

恩格尔集团深耕中国市场 20 年，持续战略布局。恩格尔集团目前在欧洲、北美和亚洲（中国和韩国）拥有 9 家生产工厂，是在近 20 年成为第一家在上海开设工厂的欧洲注塑机制造商。针对亚洲市场需求，恩格尔集团于 2014 年创立第二品牌——WINTEC 赢泰并于江苏省常州市建立了中国第二家工厂。WINTEC 于 2023 年开启中国常州工厂三期扩建项目，积极响应恩格尔集团在中国市场的战略布局。2024 年，WINTEC 推出两款全新注塑机——液压二板注塑机 t-win SE 和全自动高精度注塑机 e-win SE，可应用于汽车、家电、医疗、电子等下游应用领域，满足市场多样化需求。

图表91： 全新注塑机产品介绍

产品	亮点	产品图示
液压二板注塑机 t-win SE	在原有 t-win 系列液压注塑机的基础上进一步强化了其在快速和高效生产方面的专长，凭借高速运动、快速锁模力建立时间，以及同步锁紧机构的特点，显著缩减了循环周期，从而提升了生产效率	
全自动精密注塑机 e-win SE	利用尖端的全电动驱动技术，实现一流的效能和最大化的运转精度；卓越稳定性和紧凑设计确保高效生产合格部件，极大节约了生产空间；出色的注射速度和其他优异的性能参数，在缩短生产周期时间的同时，实现了产能的最大化	

资料来源：聚风塑料，公司官网中信建投

图表92： 恩格尔常州工厂



资料来源：公司官网，中信建投

分析全球注塑机龙头恩格尔的成长之路，我们发现，得益于与头部客户的深度绑定，恩格尔的新技术研发持续领先行业，不断精进产品力；同时，恩格尔坚持全球化布局，规模效应和全球影响力持续增加，值得国内注塑机企业借鉴学习。

四、盈利预测与投资建议

海天国际深耕注塑机行业 50 余年，全球市占率第一，产品系列齐全。国内来看，我国注塑机行业景气度有望持续，同时在规模效应、产业升级的背景下，龙头市占率不断提升；海外来看，绿地投资（GI）占全球 FDI 的比重持续提升，注塑机海外旺盛需求有望持续 5 年以上，且随着我国逐渐由资本输入国向资本输出国转型，

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

海天国际海外营收已达 40%，海外有 5 大生产基地，其产品已具备较强竞争能力，将充分受益此轮全球制造业产能再分配趋势。

分业务假设：

（1）中国大陆营收：考虑到公司 2023 年国内市占率已达 32% 左右，通过推出新品引领客户需求，以及凭借规模效应提升市占率，仍具备一定成长性，假设 2024-2026 年中国大陆营收增速分别为 25%/7%/10%；同时考虑到降本增效持续，人均效能提升，假设 2024-2026 年毛利率分别为 30.90%/31.30%/31.50%；

（2）中国香港及海外营收：海外市场空间是国内两倍，绿地投资（GI）占全球 FDI 的比重从 2015 年的最低点 37% 提升至 2023 年的 104%，显示新建产能为当前主流，该部分需求并未随全球投资（包含直接投资和收购）减弱而衰减。当前注塑机出口增长较快的地区，如越南、墨西哥等，制造业仍在快速发展阶段，某种程度上类似于中国的 1992-2011 年，该时期中国的挖机表观消费量，除部分年份外，均呈现中高速增长。我们认为，此轮海外注塑机需求高增有望持续 5 年以上。假设 2024-2026 年海外营收增速分别为 20%/20%/20%；海外竞争环境更优，毛利率较高，假设 2024-2026 年毛利率分别为 35.60%/36.00%/34.80%；

预计公司 2024~2026 年实现归母净利润 30.72、34.59、39.49 亿元人民币，同比增速分别为 23.31%、12.58%、14.17%，对应 PE 分别为 11、10、9 倍，首次覆盖，考虑到公司的行业地位，以及海外的高成长性，给予“买入”评级。

表 1: 盈利预测简表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,308.19	13,069.31	16,078.65	18,007.86	20,550.54
增长率(%)	-23.16	6.18	23.03	12.00	14.12
净利润(百万元)	2,264.67	2,491.53	3,072.32	3,458.70	3,948.67
增长率(%)	-25.80	10.02	23.31	12.58	14.17
毛利率(%)	31.83	32.14	32.09	32.65	32.93
净利率(%)	18.40	19.09	19.11	19.21	19.22
ROE(%)	13.31	13.24	15.07	15.61	16.34
EPS(摊薄/元)	1.42	1.56	1.93	2.17	2.47
P/E(倍)	15.01	13.64	11.06	9.83	8.61
P/B(倍)	2.00	1.81	1.67	1.53	1.41

资料来源：Wind, 中信建投证券

风险分析

1) 市场环境变化导致的业绩下滑风险：模压成型装备行业是向国民经济各个领域提供重要技术装备的工作母机，与宏观经济和固定资产投资关联度较高，行业周期性与宏观经济周期密切相关。当经济不景气时，下游需求就会减缓，将会对公司的生产经营产生负面影响。公司产品的市场需求主要来自汽车、家用电器、医疗器械、3C 产品、包装及航空航天等相关领域，如果上述领域发展放缓，市场需求不振，且无法积极开拓新市场，则将面临业绩下滑的风险。假设 2024-2026 年，在原有毛利率假设基础上，分别下滑 2pct，为 30.09%/30.65%/30.93%，则归母净利润分别为：27.96/31.52/35.99 亿元。

2) 核心人员及核心技术流失的风险：技术研发队伍和核心技术是公司的重要资源。如果竞争对手通过非正常渠道获取公司商业机密或技术研发队伍整体流失，将对公司的生产经营和持续发展带来不利影响。

3) 汇率波动的风险：注塑机出口业务主要以美元定价和结算，如果人民币出现持续的升值走势，将直接或间接导致出口产品价格竞争力下降，不利于海外市场的拓展。

4) 海外市场贸易壁垒风险及信用回款风险：贸易壁垒风险主要为部分地区对国内产品发起的反倾销、反补贴调查。信用回款风险主要为在部分地区的销售，尤其没有中信保覆盖的地区进行销售，若出现客户逾期及违约，将产生相关坏账的风险，但公司高度重视信用风险，奉行高质量发展战略，积极压降风险敞口。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	16,692.60	18,463.55	22,049.85	25,841.28	30,221.69
现金	3,626.09	5,514.21	7,999.90	10,529.73	13,226.31
应收票据及应收账款合	3,175.47	3,432.51	3,963.76	4,439.36	5,066.18
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	52.72	57.63	75.06	84.07	95.94
存货	3,150.56	3,539.01	3,826.85	4,250.89	4,830.85
其他流动资产	6,687.76	5,920.20	6,184.28	6,537.23	7,002.41
非流动资产	9,098.60	10,630.31	9,562.56	8,494.82	7,427.07
长期投资	534.99	549.24	549.24	549.24	549.24
固定资产	5,461.76	6,061.87	5,112.18	4,162.48	3,212.79
无形资产	727.23	708.31	590.26	472.21	354.16
其他非流动资产	2,374.63	3,310.89	3,310.89	3,310.89	3,310.89
资产总计	25,791.20	29,093.86	31,612.42	34,336.10	37,648.76
流动负债	8,234.79	7,502.11	8,450.91	9,407.42	10,702.57
短期借款	1,322.87	244.93	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	3,573.55	4,023.12	4,615.15	5,126.54	5,825.97
其他流动负债	3,338.37	3,234.05	3,835.76	4,280.88	4,876.61
非流动负债	516.41	2,749.47	2,749.47	2,749.47	2,749.47
长期借款	112.39	2,502.51	2,502.51	2,502.51	2,502.51
其他非流动负债	404.02	246.97	246.97	246.97	246.97
负债合计	8,751.20	10,251.58	11,200.38	12,156.89	13,452.05
少数股东权益	28.88	26.19	27.00	27.91	28.95
股本	160.51	160.51	1,160.51	2,160.51	3,160.51
资本公积	16,850.61	18,655.58	17,655.58	16,655.58	15,655.58
留存收益	0.00	0.00	1,568.94	3,335.20	5,351.67
归属母公司股东权益	17,011.12	18,816.09	20,385.03	22,151.29	24,167.76
负债和股东权益	25,791.20	29,093.86	31,612.42	34,336.10	37,648.76

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1780.608	2012.591	3919.8183	3906.441	4304.4369
净利润	2,265.02	2,494.65	3,073.13	3,459.61	3,949.71
折旧摊销	353.38	383.78	1,067.74	1,067.74	1,067.74
财务费用	-130.66	-234.10	103.05	88.94	79.80
其他经营现金流	-707.13	-631.73	-324.10	-709.86	-792.82
投资活动现金流	171.31	-701.96	417.24	404.78	404.14
资本支出	1,667.61	1,272.65	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,496.31	-1,974.60	417.24	404.78	404.14
筹资活动现金流	-1,953.69	544.17	-1,851.36	-1,781.39	-2,012.00
短期借款	-538.10	-1,077.93	-244.93	0.00	0.00
长期借款	-187.61	2,390.12	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1,227.98	-768.02	-1,606.42	-1,781.39	-2,012.00
现金净增加额	-1.78	1,854.80	2,485.70	2,529.83	2,696.57

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,308.19	13,069.31	16,078.65	18,007.86	20,550.54
营业成本	8,390.66	8,869.03	10,918.73	12,128.60	13,783.33
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	1,001.95	1,127.04	1,245.08	1,394.47	1,591.37
管理费用	796.82	888.25	723.54	810.35	924.77
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-130.66	-234.10	103.05	88.94	79.80
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	13.00	4.30	4.60
投资净收益	16.46	14.47	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,265.87	2,433.56	3,101.25	3,589.79	4,175.87
其他非经营损益	513.60	603.11	470.04	470.04	470.04
利润总额	2,779.47	3,036.67	3,571.29	4,059.83	4,645.91
所得税	514.45	542.03	498.16	600.22	696.20
净利润	2,265.02	2,494.65	3,073.13	3,459.61	3,949.71
少数股东损益	0.35	3.12	0.81	0.91	1.04
归属母公司净利润	2,264.67	2,491.53	3,072.32	3,458.70	3,948.67
EBITDA	3,002.19	3,186.35	4,742.08	5,216.52	5,793.45
EPS (元)	1.42	1.56	1.93	2.17	2.47

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-23.16	6.18	23.03	12.00	14.12
净利润(%)	-25.74	10.14	23.19	12.58	14.17
获利能力					
毛利率(%)	31.83	32.14	32.09	32.65	32.93
净利率(%)	18.40	19.09	19.11	19.21	19.22
ROE(%)	13.31	13.24	15.07	15.61	16.34
ROIC(%)	17.19	14.55	19.42	23.58	28.43
偿债能力					
资产负债率(%)	33.93	35.24	35.43	35.41	35.73
净负债比率(%)	-12.86	-14.68	-26.93	-36.19	-44.32
流动比率	2.03	2.46	2.61	2.75	2.82
速动比率	1.28	1.63	1.81	1.94	2.02
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.45	0.51	0.52	0.55
应收账款周转率	3.88	3.81	4.06	4.06	4.06
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.56	1.93	2.17	2.47
每股经营现金流(最新)	1.12	1.26	2.46	2.45	2.70
每股净资产(最新摊薄)	10.66	11.79	12.77	13.88	15.14
估值比率					
P/E	15.01	13.64	11.06	9.83	8.61
P/B	2.00	1.81	1.67	1.53	1.41
EV/EBITDA	-0.39	-0.39	3.71	7.01	9.57

分析师介绍

吕娟

董事总经理，研委会副主任，上海区域总监，高端制造组组长，机械行业首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。2021 年新财富最佳分析师机械行业第二名。

许光坦

机械行业分析师。上海交通大学硕士，2021.4-2023.5 曾就职于东北证券研究所，2023 年 5 月加入中信建投证券，专注于机床、机器视觉、复合集流体、注塑机、包装机械等行业的研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk