公司研究

证券研究报告

深度报告

渤海证券 Bohai Securities

公司深度报告

持续推进战略转型，关注公司产品类业务进展

——拓斯达（300607）公司深度报告

分析师：宁前羽 SAC NO：S1150522070001 2025 年 03 月 04 日

机械设备——自动化设备

证券分析师

宁前羽

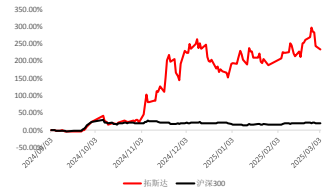
022-23839174

ningqy@bhzq.com

评级：增持

最新收盘价：33.74

最近半年股价相对走势



投资要点：

- **注塑机辅机业务起家，具身智能打开长期成长空间**

公司成立于 2007 年，以注塑机辅机业务起家，后于 2015 年布局工业机器人、2021 年布局五轴数控机床领域，逐步迈向高端自动化。凭借在机器人领域的多年深耕，公司已实现“上游核心零部件+中游工业机器人本体+下游自动化系统集成应用”全线覆盖。2024 年 11 月子公司拓斯达技术与晨拓智米共同投资设立矩阵智控开展通用机器人一体化高性能运动控制平台的相关研发工作。此外，公司 2024 年 11 月正式加盟华为具身智能项目，具身智能是迈向通用人工智能的重要一步，运动控制平台作为实现具身智能的核心部件，有望打开公司长期成长空间。

- **工业机器人国产化率提升明显，机器换人为长期逻辑**

根据 IFR 的数据，2023 年全球工业机器人装机量为 54.1 万台，为仅次于 2022 年的历史第二高位，其中中国安装量 27.63 万台，占比全球安装量的 51%，稳居全球第一大市场。根据 MIR DATABANK 的数据，2024 年国内市场中国产工业机器人厂商市场份额提升至 52.3%，较 23 年增加 7.2pct，占比首次超过国外厂商。我们认为，随着我国制造业人口红利优势逐步消退，机器换人仍将是推动工业机器人发展的长期逻辑。

- **自主可控要求下，国产五轴数控机床有望加速发展**

机床作为装备制造业的重要基础，被誉为“工业母机”，是衡量国家制造能力的重要标志之一。我国是世界最大的机床生产国、消费国，目前已在机床工具进出口上取得明显贸易顺差，但结构上我国机床出口仍以中低端产品为主，进口则以高端为主。近年来西方国家对以五轴联动数控机床为代表的高端数控机床出口进行了严格管制，自主可控要求下，国产五轴数控机床普及化有望加速。

- **注塑机市场规模稳步增长，关注国产高端化进展**

根据贝哲斯咨询预测，2024 年全球注塑机市场规模约为 114.12 亿美元，预计到 2030 年全球市场规模将达 158.55 亿美元，对应年复合增长率为 5.63%。目前全球注塑机市场第一梯队被以恩格尔、克劳斯玛菲、住友德马格等欧日企业牢牢占据，国内注塑机生产企业正在不断缩小与国外高端产品的差距，从注塑机进出口来看，2024 年我国注塑机出口均价为 4.40 万美元/台，进口均价为 7.65 万美元/台，价差进一步缩小，建议持续关注注塑机国产高端化进展。

- **主动调整业务结构，关注公司产品类业务进展**

公司主动调整业务结构，大幅收缩智能能源及环境管理系统业务规模，业绩承压下降明显，根据公司 2024 年度业绩预告披露，受智能能源及环境管理系统业务收入大幅下降影响，全年公司归母净利润亏损 1.80 亿元-2.50 亿元。未来公司

将持续重点发展机器人、数控机床、注塑机等产品类业务，2024 年前三季度除智能能源及环境管理系统业务外，公司其余业务毛利率为 37.78%，同比增加 3.94pct，未来随着智能能源及环境管理系统业务占比逐步降低，公司盈利能力有望恢复增长。

● 盈利预测与评级

中性情景下，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 30.99、24.51、24.59 亿元；归母净利润分别为-2.09、0.80、1.38 亿元；EPS 分别为-0.44、0.17、0.29 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险、下游需求变化风险、关键预期不能成立的风险。

财务摘要（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,984	4,553	3,099	2,451	2,459
(+/-)%	51.4%	-8.6%	-31.9%	-20.9%	0.3%
息税前利润（EBIT）	215	205	-247	125	197
(+/-)%	78.1%	-4.7%	-220.7%	150.5%	58.0%
归母净利润	160	88	-209	80	138
(+/-)%	144.1%	-44.9%	-337.2%	138.1%	73.5%
每股收益（元）	0.37	0.21	-0.44	0.17	0.29

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,057	1,247	1,546	1,934	2,238
应收票据及应收账款	2,160	2,302	1,559	1,114	1,010
预付账款	96	60	45	32	32
其他应收款	40	30	23	18	17
存货	1,246	699	349	144	66
其他流动资产	100	170	170	170	170
流动资产合计	5,338	5,453	4,384	3,915	3,944
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产合计	449	564	795	906	999
无形资产	326	314	329	341	353
商誉	106	85	85	85	85
长期待摊费用	10	14	14	14	14
其他非流动资产	0	0	0	0	0
资产总计	6,652	7,093	6,279	5,922	6,044
短期借款	606	627	727	727	727
应付票据及应付账款	1,510	1,654	1,128	785	778
预收账款	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	96	107	99	98	96
应交税费	62	70	46	36	36
其他流动负债	369	513	513	513	513
长期借款	162	270	200	200	200
预计负债	34	36	24	24	24
负债合计	4,243	4,578	3,937	3,507	3,498
股东权益	2,409	2,515	2,341	2,416	2,545

现金流量表（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	168	106	-234	90	157
折旧与摊销	50	58	97	117	138
经营活动现金流净额	139	194	535	679	606
投资活动现金流净额	-119	-172	-336	-231	-232
筹资活动现金流净额	-141	64	102	-59	-71
现金净变动	-109	85	299	388	303
期初现金余额	977	869	954	1,253	1,641
期末现金余额	869	954	1,253	1,641	1,944

利润表（百万元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,984	4,553	3,099	2,451	2,459
营业成本	4,059	3,712	2,486	1,795	1,752
营业税金及附加	16	17	11	9	9
销售费用	263	249	216	160	158
管理费用	168	181	192	133	133
研发费用	130	138	114	88	88
财务费用	30	46	24	20	14
资产减值损失	-87	-70	-230	-120	-90
信用减值损失	-68	-48	-100	-30	-40
其他收益	17	28	9	10	10
投资收益	-1	0	-2	-1	-1
公允价值变动收益	13	7	0	0	0
资产处置收益	1	0	-2	0	0
营业利润	192	127	-269	106	184
营业外收支	0	-2	-2	-1	-1
利润总额	192	124	-271	105	183
所得税费用	24	18	-37	14	26
净利润	168	106	-234	90	157
归属于母公司所有者的净利润	160	88	-209	80	138
少数股东损益	9	18	-25	11	19
基本每股收益	0.37	0.21	-0.44	0.17	0.29

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收增长率	51.4%	-8.6%	-31.9%	-20.9%	0.3%
EBIT 增长率	78.1%	-4.7%	-220.7%	150.5%	58.0%
净利润增长率	144.1%	-44.9%	-337.2%	138.1%	73.5%
销售毛利率	18.6%	18.5%	19.8%	26.8%	28.8%
销售净利率	3.4%	2.3%	-7.6%	3.7%	6.4%
ROE	6.8%	3.7%	-9.2%	3.4%	5.7%
ROIC	4.9%	4.2%	-5.2%	2.6%	4.0%
资产负债率	63.8%	64.5%	62.7%	59.2%	57.9%
PE	39.32	74.62	—	207.76	119.77
PB	2.64	2.76	7.30	7.10	6.78
EV/EBITDA	24.83	26.80	-111.13	67.54	47.90

目　录

1.公司概况 7
1.1 注塑机辅机业务起家，逐步迈向高端自动化 7
1.2 股权结构稳定且集中，股权激励绑定骨干员工利益 9
1.3 持续推进战略转型，具身智能打开长期成长空间 10
2.行业背景 12
2.1 机器换人为长期逻辑，内资品牌仍处快速发展阶段 12
2.2 自主可控要求下，国产五轴数控机床有望加速发展 16
2.3 注塑机市场规模稳步增长，关注国产高端化进展 18
3.公司分析 20
3.1 经营情况分析 20
3.2 财务分析 21
4.盈利预测 24
5.估值与评级 26
6.风险提示 27

图 目 录

图 1：公司主要发展历史.....7
图 2：公司股权结构图.....10
图 3：2018 年以来全球工业机器人年装机量及预测情况（万台）.....13
图 4：2023 年工业机器人主要市场年装机量情况（万台）.....14
图 5：我国 15-64 岁人口占比下降明显.....15
图 6：制造业城镇单位就业人员（非私营）平均工资（元）.....15
图 7：工业机器人国内外品牌本体市场份额占比.....15
图 8：2020 年以来我国机床进出口均价情况.....17
图 9：五轴联动示意图.....18
图 10：全球注塑机市场格局.....19
图 11：2015 年以来注塑机进出口均价情况.....19
图 12：2020 年以来公司营业收入情况.....20
图 13：2020 年以来公司归母净利润情况.....20
图 14：2020 年以来公司各产品营收情况（亿元）.....21
图 15：2020 年以来公司海外市场营收情况.....21
图 16：2020 年以来公司存货情况（亿元）.....21
图 17：2020 年以来公司合同负债情况（亿元）.....21
图 18：2020 年以来公司四费费用情况.....22
图 19：2020 年以来公司期间费用率情况.....22
图 20：公司毛利率、净利率、平均净资产收益率情况.....22
图 21：可比公司毛利率对比.....22
图 22：2020 年以来公司应收账款周转率情况（次）.....23
图 23：2020 年以来公司存货周转率情况（次）.....23

表 目 录

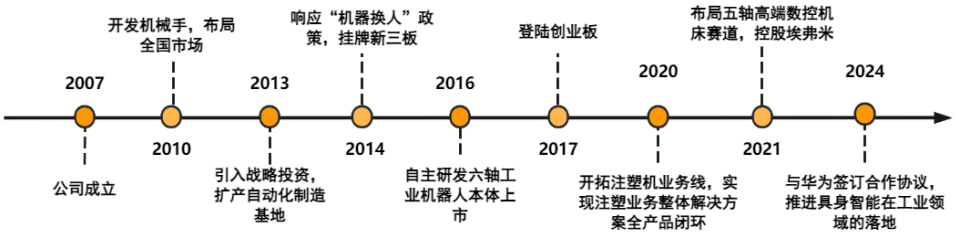
表 1：拓斯达主要产品情况.....7
表 2：上市以来公司股权激励情况.....10
表 3：我国工业机器人支持政策汇总.....12
表 4：我国数控机床支持政策汇总.....16
表 5：2024 年我国金属加工机床进出口情况.....17
表 6：不同驱动方式注塑机优缺点对比.....19
表 7：公司盈利预测情况（百万元）.....25
表 8：可比公司估值比较（截至 2025.3.3）.....26

1.公司概况

1.1 注塑机辅机业务起家，逐步迈向高端自动化

公司前身东莞市拓斯普达塑胶机械制造有限公司成立于 2007 年 6 月 1 日， 以注塑机辅机业务起家，2014 年响应“机器换人”政策，挂牌新三板并于 2015 年布局工业机器人研发。2017 年 2 月 9 日公司在深圳市证券交易所创业板上市。根据公司披露，截至 2024 年 9 月 30 日，公司拥有国内办事处约 30 家，并在海外成立越南北宁分公司、墨西哥办事处、印尼技术服务中心，目前触达客户超过 20 万家，已累计服务客户超过 15000 家。

图 1：公司主要发展历史



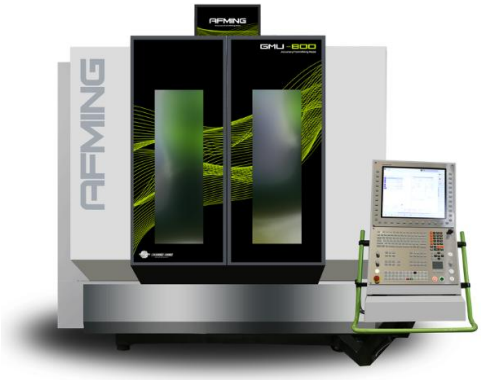
资料来源：公司官网，渤海证券研究所

公司主要产品及服务包括工业机器人及自动化应用系统，注塑机、配套设备及自动供料系统，数控机床，智能能源及环境管理系统。公司坚持“让工业制造更美好”的企业使命，深度研发控制器、伺服驱动、视觉系统三大底层技术，不断打磨以工业机器人、注塑机、数控机床为核心的智能装备，打造以核心技术驱动的智能硬件平台，为制造企业提供智能制造工厂整体解决方案，以期成为全球领先的智能装备服务商。

表 1：拓斯达主要产品情况

产品种类	产品示意图	产品介绍
四轴 SCARA 机器人		配备精准的驱控一体控制系统，搭配定制化的视觉模块，实现机器人快速自动标定，有效负载从 2 公斤到 15 公斤，可达距离从 300 毫米到 1000 毫米。

六轴工业机器人		产品分为小型、中型、大型三类，有效负载从 7 公斤到 35 公斤，可达距离从 710 毫米到 1810 毫米。
注塑机		产品包括 TE—电动精密注塑机、TMII/TS—中小型伺服机铰式注塑机、TH—全自动伺服节能液压锁模注塑机三个系列，产品锁模力覆盖范围 90T-5500T。
机械手		产品包括欧规机械手、伺服机械手、高速伺服机械手、气缸机械手、旋转式机械手。
辅机		包括三机一体、模温机、自动供料系统等多个系列产品，用途涵盖了原料除湿干燥、原料输送、模温控制、模具保护、注塑生产、产品二次加工等主要环节。

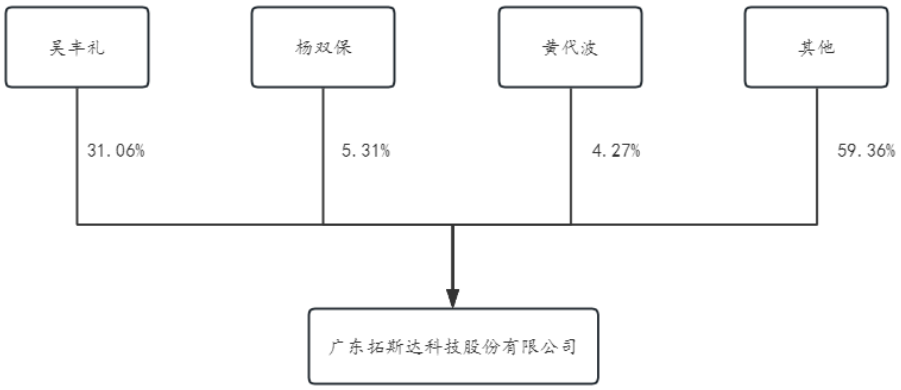
五轴联动加工中心		GMU-800 系列是目前为数不多能胜任重型铣削加工的五轴联动加工中心，搭载德国高端主轴技术及高刚性大扭矩的齿轮传动 A/C 摇篮转台技术。
高速加工中心		公司 HSC-1600 高速加工中心适合于中大型金属零件、汽车、模具等相关产业零件的高速高精加工。

资料来源：公司公告，公司官网，埃弗米官网，渤海证券研究所

1.2 股权结构稳定且集中，股权激励绑定骨干员工利益

公司股权稳定，实控人吴丰礼先生为公司创始人。根据公司公告披露，截至 2024 年 11 月 29 日，公司实控人吴丰礼先生持有公司 31.06%股份，为公司第一大股东，作为公司创始人吴丰礼先生先后担任执行董事、总经理等职务，2014 年 2 月起担任公司董事长兼总裁；公司第二大股东杨双保先生同为公司创始人，目前担任公司董事兼副总裁，持有公司 5.31%股份；公司董事兼副总裁黄代波先生为公司成立初期元老，目前持有公司 4.27%股份。公司三位高管合作多年，合计持有公司 40.64%，公司股权结构稳定且集中。

图 2：公司股权结构图



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

上市以来多次实施股权激励计划，绑定骨干员工利益。公司自上市以来分别于 2017 年、2019 年实施两期员工持股计划，于 2019 年、2023 年实施限制性股票及期权激励。公司激励计划对象主要围绕各级管理人员、研发核心人员及骨干员工，公司深度绑定骨干员工利益，长期、高效的奖励机制有望加快公司度过转型期，实现经营业绩上的改观突破。

表 2：上市以来公司股权激励情况

时间	激励计划	激励对象	份数（万股）	行权/购买价格（元/股）	占总股份比例
2023 年 10 月	限制性股票	董事、高级管理人员以及其他核心员工等不超过 37 人	319.29	7.85	0.75%
2021 年 5 月	员工持股计划	董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、中层管理人员、研发核心人员及其他核心骨干员工（426 人）	461.50	42.00	1.73%
2019 年 5 月	限制性股票	董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干（33 人）	142.70	22.61	1.09%
2019 年 5 月	股票期权	中层管理人员、核心技术（业务）骨干（98 人）	97.70	38.29	0.75%
2017 年 6 月	员工持股计划	骨干员工 200 人	40.63	98.41	0.56%

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

1.3 持续推进战略转型，具身智能打开长期成长空间

“聚焦产品，收缩项目”，主动布局战略转型。公司 2021 年底提出将重心转移至“业务聚焦”、“组织升级”、“增质提效”，逐步聚焦于工业机器人、注塑机、数控机床等产品类业务，同时降低个性化项目类业务比重，主动调整业务结构，寻求战略转型。根据公司 2024 年半年报披露，24H1 公司智能能源及环境管理系统业务收缩 20.18%，自动化应用系统业务收缩 41.20%，未来随着产品类业务的发展

壮大，公司业务结构将得到进一步优化。

投资设立矩阵智控，加码通用机器人运动控制平台研发。2024 年 11 月 27 日，公司全资子公司东莞拓斯达技术有限公司（简称“拓斯达技术”）与东莞市晨拓智米企业管理中心（有限合伙）（简称“晨拓智米”）共同投资设立矩阵智控技术（东莞）有限公司（简称“矩阵智控”），开展通用机器人一体化高性能运动控制平台的相关研发工作。运动控制平台在智能与具身结合过程中起到了类似“小脑及脊椎”的联接作用，是实现具身智能的核心部件。该运动控制平台可支持不同构型的机器人，可实现跨硬件平台部署和云边端分布式部署以适应不同的 AI 算力要求，作为运动控制物理引擎接入 AI 仿真系统，有助于加速具身智能技术在工业场景中的应用。

签约华为具身智能项目，具身智能打开长期成长空间。公司于 2024 年 11 月 15 日与华为（深圳）全球具身智能产业创新中心（简称“创新中心”）完成合作备忘录签署，正式加盟华为具身智能项目；创新中心致力于瞄准具身智能国际前沿技术，以产业应用场景为牵引，以打造具身智能产业链集散中心为愿景，打造一站式具身智能产品技术交易旗舰平台，成为全球具身智能产业链的集散中心。借鉴华为在新能源汽车领域对产业链企业的带动作用，我们建议关注公司在华为具身智能产业链中的发展趋势。

2.行业背景

根据《战略性新兴产业分类（2018）》的划分，公司工业机器人整机、数控机床、注塑机业务属于“高端装备制造产业”中“智能制造装备产业”。

2.1 机器换人为长期逻辑，内资品牌仍处快速发展阶段

工业机器人作为智能制造装备重要组成部分，产业支持政策频出。近年来国家各级部门多次出台政策大力支持我国工业机器人行业发展，国务院提出的《中国制造 2025》明确了制造升级的发展方向，工业机器人是重中之重。根据工信部等 17 部门印发的《“机器人+”应用行动实施方案》，到 2025 年，制造业机器人密度较 2020 年实现翻番，聚焦 10 大应用重点领域，突破 100 种以上机器人创新应用技术及解决方案，推广 200 个以上具有较高技术水平、创新应用模式和显著应用成效的机器人典型应用场景，打造一批“机器人+”应用标杆企业。

表 3：我国工业机器人支持政策汇总

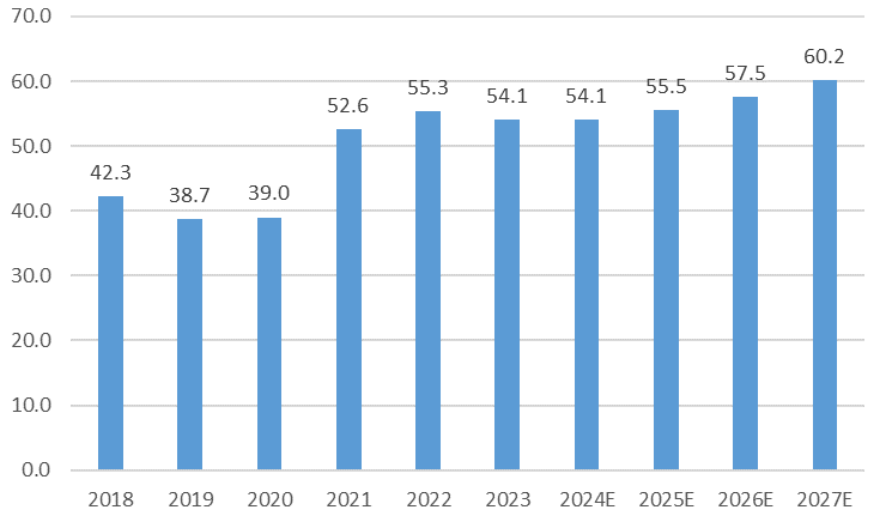
发布时间	政策名称	主要内容
2024 年	《推动工业领域设备更新实施方案》	提出到 2027 年，工业领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过 90%、75%。
2024 年	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	要求推进重点行业设备更新改造，推广应用智能制造设备和软件，培育数字经济赋智赋能新模式，扩大工业机器人应用推广范围。
2023 年	《机械行业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	加快推进智能制造与机器人技术、重大技术装备、新能源汽车和智能网联汽车、农机装备、高端医疗装备和创新药等“十四五”规划纲要重大工程项目建设，持续扩大工业母机、仪器仪表、制药装备、工业机器人等的需求。
2023 年	《“机器人+”应用行动实施方案》	提出到 2025 年，制造业机器人密度较 2020 年实现翻番，服务机器人、特种机器人行业应用深度和广度显著提升，机器人促进经济社会高质量发展的能力明显增强。
2021 年	《“十四五”机器人产业发展规划》	到 2025 年我国成为全球机器人技术创新策源地、高端制造集聚地和集成应用新高地。机器人产业营业收入年均增速超过 20%；形成一批具有国际竞争力的领军企业及一大批创新能力强、成长性好的专精特新“小巨人”企业，建成 3 个至 5 个有国际影响力的产业集群；制造业机器人密度实现翻番。
2021 年	《“十四五”智能制造发展规划》	研发智能焊接机器人、智能移动机器人、半导体（洁净）机器人等工业机器人。

2020 年	《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》	机器人及智能装备推广计划。
2020 年	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	工业机器人、高端装备生产制造试点示范。
2019 年	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	在鼓励类产业机械部分增加“机器人用关键零部件：高精密减速器、高性能伺服电机和驱动器、全自主编程等高性能控制器、传感器、末端执行器等”“工业机器人 RV 减速机谐波减速机轴承”等内容。
2017 年	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》	计划八大重点领域中包含智能机器人关键技术产业化，重点开发基础性、关联性、开放性的机器人操作系统等关键共性技术。
2016 年	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	构建工业机器人产业体系，全面突破高精度减速器、高性能控制器、精密测量等关键技术与核心零部件，重点发展高精度、高可靠性中高端工业机器人。
2016 年	《装备制造业标准化和质量提升规划》	推动装备智能化和质量提升：突破高档数控机床与工业机器人、增材制造装备、智能传感与控制装备、智能检测与装配装备、智能物流与仓储装备等关键技术装备，实现工程应用和产业化，提升装备制造业智能化水平。

资料来源：政府网站，渤海证券研究所

新装机规模小幅回落，2027 年有望突破 60 万台。根据国际机器人联合会（IFR）发布的《World Robotics 2024》，2023 年全球工业机器人装机量为 54.1 万台，同比下降 2.17%，仅次于 2022 年 55.3 万台，为历史第二高位。2024 年全球机器人装机量预计将维持在 54.1 万台规模，预测到 2027 年全球工业机器人年装机量有望突破 60 万台。

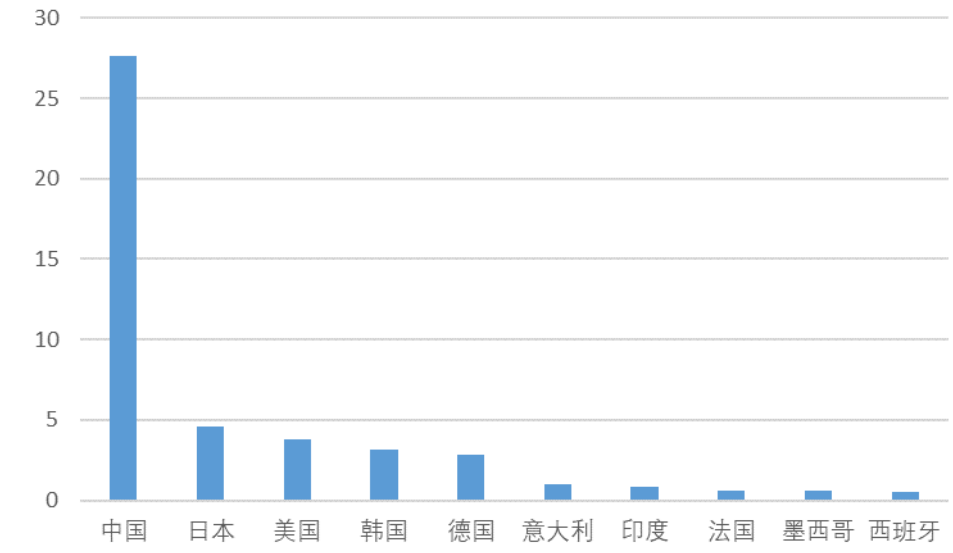
图 3：2018 年以来全球工业机器人年装机量及预测情况（万台）



资料来源：《World Robotics 2024》，渤海证券研究所

中国为全球工业机器人第一大市场。根据《World Robotics 2024》的统计，2023 年中国以 27.63 万台的年装机量蝉联全球工业机器人第一大市场，远高于排名第二日本的 4.61 万台。从全球占比来看，2012 年中国工业机器人安装量仅为 2.30 万台，全球占比约 14%，到 2023 年已高达 51%，占据全球工业机器人市场的“半壁江山”。

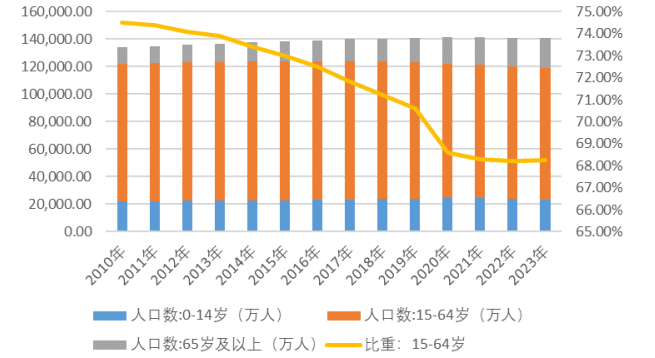
图 4：2023 年工业机器人主要市场年装机量情况（万台）



资料来源：《World Robotics 2024》，渤海证券研究所

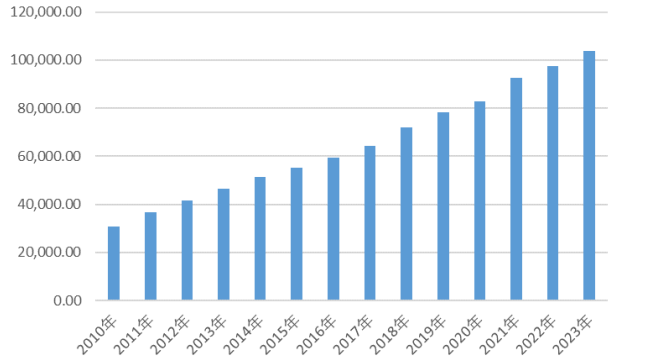
我国制造业人口红利优势逐步消退。中国制造业过去的发展方式主要依赖于从业人口基数大带来的低成本优势，而从 1994 年到 2024 年间，中国人口出生率从 17.70‰跌至 6.77‰，远低于 2022 年全球人口粗出生率的 16.70‰，而出生率的下降将导致我国人口红利逐步消失。根据国家统计局的数据显示，我国制造业城镇单位就业人员(非私营单位)平均工资从 2010 年的 3.07 万元上涨到 2023 年的 10.39 万元，年均复合增长率达到 9.83%；从人口结构分布来看，我国 15-64 岁人口占总人口比例下降明显，2023 年仅为 68.26%，可以看出目前我国人口成本不断提升，适龄劳动力人口占比处于低位，我国制造业人口红利优势正在逐渐消退。

图 5：我国 15-64 岁人口占比下降明显



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

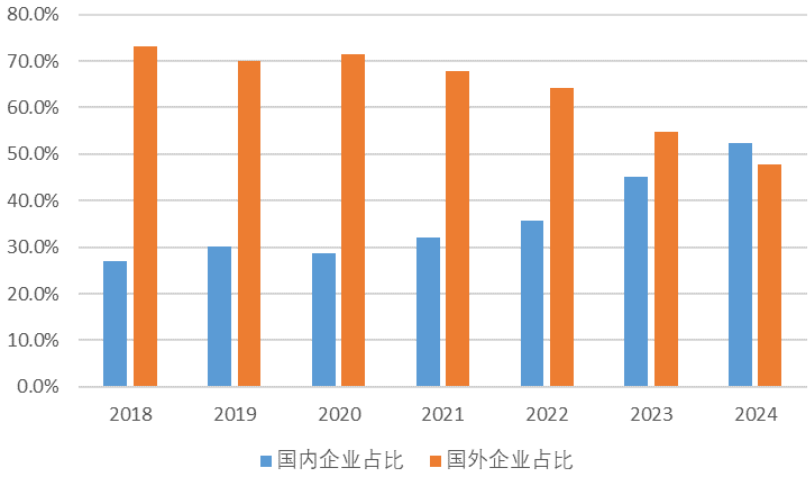
图 6：制造业城镇单位就业人员（非私营）平均工资（元）



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

工业机器人国内品牌提升明显，未来仍将处于快速发展阶段。根据 MIR DATABANK 的数据，2024 年中国工业机器人市场销量超 29.4 万台，同比增长 3.9%。分品牌来看，国内品牌销量约 15.4 万台，同比增长 20%，远高于市场整体增速；国外品牌销量约 14 万台，同比下降约 10%。2024 年国内品牌机器人份额达 52.3%，较 2023 年增加了 7.2pct，占比首次超过国外品牌，未来仍将处于快速发展阶段。

图 7：工业机器人国内外品牌本体市场份额占比



资料来源：MIR DATABANK，渤海证券研究所

公司为工业机器人自动化成套解决方案提供商。公司工业机器人产品包括四轴（SCARA）、六轴、并联（DELTA）等品类，其中四轴机器人主力型号共有 15 个，额定负载覆盖 2 KG -15KG，主要应用于 3C、新能源、汽车、包装、医疗等行业的组装、搬运、点胶等应用场景；六轴机器人产品额定负载覆盖 7 KG -35KG，臂展 710 mm -1810mm，主要应用于 3C、汽车、新能源等行业。公司“机器人+”自动化应用解决方案将自动化设备进行通用性、模组化及集成化设计，从而实现自由搭配，使得非标产品成为半标准或标准产品，可以灵活适应市场上各种应用

场景。此外，公司通过“机器人+”的模式与注塑机塑料加工场景、数控机床金属加工场景形成联动，进一步提高注塑、机床赛道的自动化及标准化能力。

2.2 自主可控要求下，国产五轴数控机床有望加速发展

机床被誉为“工业母机”，下游应用广泛。机床是能够完成车、铣、刨、镗、磨、钻、剪板、折弯等机械加工功能的设备统称。按照中国机床工具工业协会的统计分类标准，机床分为金属切削机床、成型机床、工具及附件三类。机床作为装备制造业的重要基础，被誉为“工业母机”，是衡量国家制造能力的重要标志之一，机床下游应用广泛，应用场景包括传统机械工业、汽车工业、电力设备、铁路机车、船舶、国防工业、航空航天工业等众多领域。

高端自主可控为战略必需，我国机床行业有望快速发展。近年来各级部门陆续出台相关政策，从顶层设计、资金支持、税收减免、产需对接等多方面推动高端数控机床产业发展。随着我国制造业不断转型升级，先进制造业规模增长对高端机床需求与日俱增。由于西方国家依据“巴统协定”和“瓦森纳协定”等出口控制机制限制成员国向中国等国家出口武器装备和尖端技术产品，西方国家对以五轴联动数控机床为代表的高端数控机床出口进行了严格管制，面对国外高端机床技术封锁日渐严密的局势，我国高端数控机床自主可控已为战略必需。我们认为，未来随着行业支持政策不断利好，我国机床行业有望实现快速发展。

表 4：我国数控机床支持政策汇总

发布时间	政策名称	主要内容
2024 年	《“工业母机+”百行万企产需对接活动实施方案》	推动工业母机供需双方在结对攻尖、应用迭代、更新升级、市场拓展等方面达成一批合作项目，通过不断提升活动影响力，促进供需精准匹配，培育一批优质企业，落地一批应用场景，形成一批创新合作模式。
2024 年	《推动工业领域设备更新实施方案》	以生产作业、仓储物流、质量管控等环节改造为重点，推动数控机床与基础制造装备、增材制造装备、工业机器人、工业控制装备、智能物流装备、传感与检测装备等通用智能制造装备更新。
2023 年	《关于提高集成电路和工业母机企业研发费用加计扣除比例的公告》	将工业母机行业研发费用加计扣除比例由 100%提高至 120%。
2023 年	《机械行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	提出开展关键核心技术攻关，提升工业母机产业创新能力，持续扩大工业母机、仪器仪表、制药装备、工业机器人等的需求。
2023 年	《制造业可靠性提升实施意见》	重点提升工业母机、农机装备、工业机器人等产品的可靠性水平。
2021 年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远	推动集成电路、航空航天工程机械、高端数控机床等产业创新发展

	景目标纲要》	
2018 年	《战略性新兴产业分类（2018）》	将金属切削机床、金属成形机床、机床控制系统、机床功能部件及附件列入“高端装备制造产业”中的“智能制造装备产业”。
2016 年	《智能制造发展规划（2016-2020）》	研发高档数控机床与工业机器人、智能传感与控制装备、智能检测与装配装备等关键技术装备。

资料来源：政府网站，渤海证券研究所

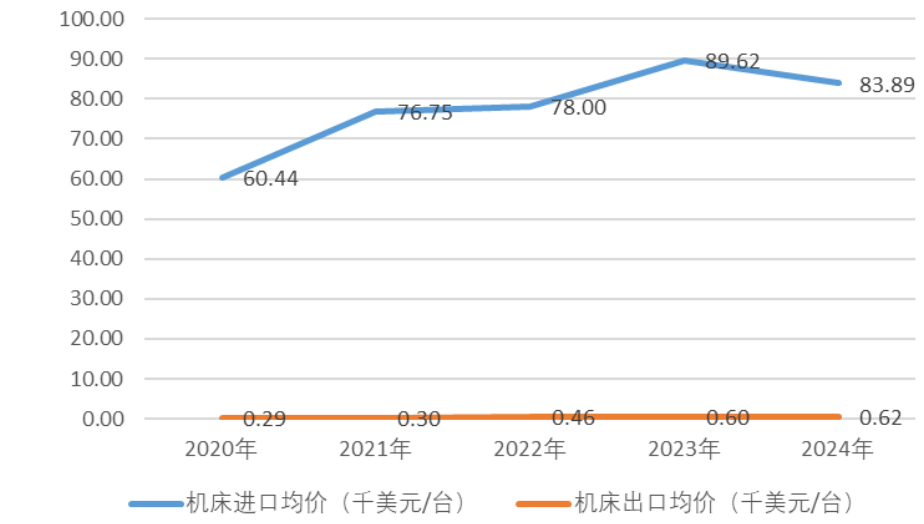
中国为世界最大的机床生产国、消费国，机床产品进出口仍有差距。从产业规模来看，根据德国机械工业网的数据显示，2023 年，我国机床产值达 253 亿欧元，全球占比 31%；机床消费 237 亿欧元，全球占比 29%，自 2009 年以来我国连续 15 年成为全球最大机床生产及消费国。从进出口角度来看，自 2019 年我国机床工具出口金额首次超过进口金额以来，贸易顺差从 2019 年的 9.3 亿美元逐步提升至 2024 年的 115.6 亿美元，其中 2024 年金属加工机床实现贸易顺差 27.2 亿美元。虽然我国机床行业已取得明显贸易顺差，但结构上我国出口机床以中低端机床为主，2024 年机床出口均价为 0.62 千美元/台；进口则以高端机床为主，同期进口均价为 83.89 千美元/台，未来国产高端机床发展任重道远。

表 5：2024 年我国金属加工机床进出口情况

产品名称	进口		出口	
	金额（亿美元）	同比（%）	金额（亿美元）	同比（%）
金属加工机床	54.9	-9.9	82.1	5.6
其中：金属切削机床	48.3	-6.2	56.0	1.3
金属成型机床	6.6	-30.3	26.1	16.2

资料来源：中国机床工具工业协会，渤海证券研究所

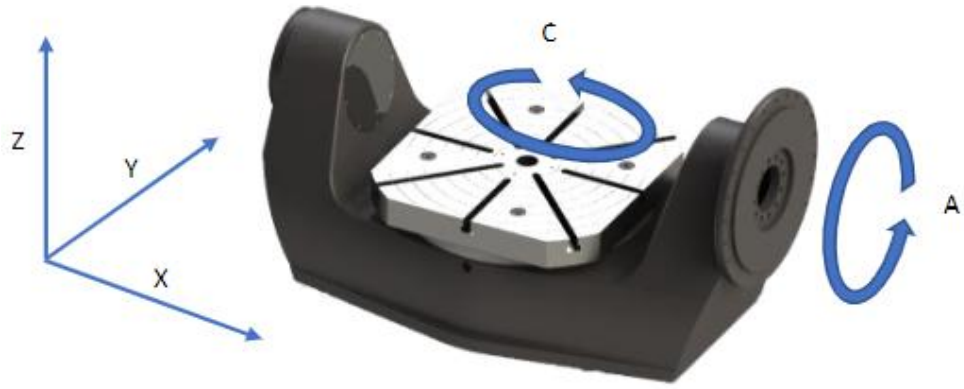
图 8：2020 年以来我国机床进出口均价情况



资料来源：同花顺 iFinD，海关总署，渤海证券研究所

五轴数控机床为机床领域最先进水平。五轴联动是指机床基本的直线轴三轴 X、Y、Z 及附加的旋转轴 A、B、C 中的两轴，五个轴同时运动，任意调整刀具或工件的姿态，实现对空间复杂型面的加工。五轴联动数控机床是一种科技含量高、精密度高、专门用于加工复杂曲面的机床，相较于三轴数控机床，五轴联动数控机床在加工过程中可以减少装夹次数、有效避免刀具干涉，在加工复杂形状工件时，减少专用刀具的使用，显著提升加工效率。因此，五轴联动数控机床被认为是航空航天、汽车零部件、高端模具、精密零件等领域加工制造的关键加工设备。

图 9：五轴联动示意图



资料来源：科德数控招股书，渤海证券研究所

埃弗米完成产能搬迁工作，加速高端五轴普及化。公司数控机床业务由控股子公司东莞市埃弗米数控设备科技有限公司（简称“埃弗米”）开展。2024 年上半年公司数控机床进行整体产能搬迁，目前数控机床新生产基地已正常投入使用，新厂区设计产能提升至每年 500 台，目前正处于产能爬坡阶段。根据公司披露，2024 年前三季度公司在航空领域大客户持续实现突破，五轴联动数控机床签单量约 200 台，出货量约 160 台，未来随着产能逐步释放，公司有望充分受益于高端五轴数控机床普及化。

2.3 注塑机市场规模稳步增长，关注国产高端化进展

注塑机用途广泛，市场规模有望稳步增长。注塑机是将热塑性塑料或热固性塑料利用塑料成型模具制成各种形状的塑料制品的主要成型设备，是塑料加工业中使用量最大的加工机械，广泛应用于通用型塑料、汽车、家电等行业。按驱动方式可分为液压注塑机、全电注塑机和伺服注塑机三类。从市场规模来看，根据贝哲斯咨询预测，2024 年全球注塑机市场规模约为 114.12 亿美元，预计到 2030 年

全球市场规模将达 158.55 亿美元，对应年复合增长率为 5.63%。

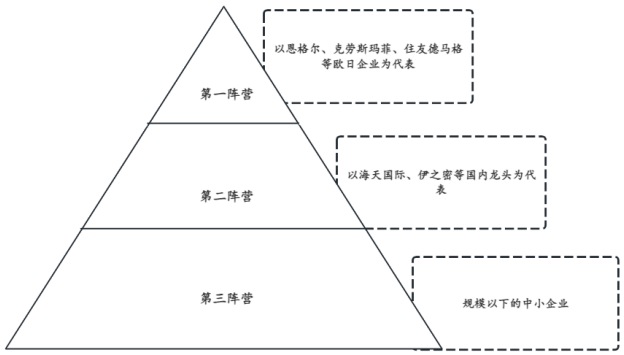
表 6：不同驱动方式注塑机优缺点对比

	液压注塑机	全电注塑机	伺服注塑机
优点	较低的初始成本、强大的锁模力、耐用性和强度	可以实现清洁操作、高精度和再现性稳定、运行安静	结合液压和全电的优点、效率较高
缺点	高能耗、需要预热	初始成本较高、锁模力有限制、依赖稳定电力供应	结构复杂，成本高于单一驱动方式注塑机

资料来源：华崚塑机公众号，渤海证券研究所

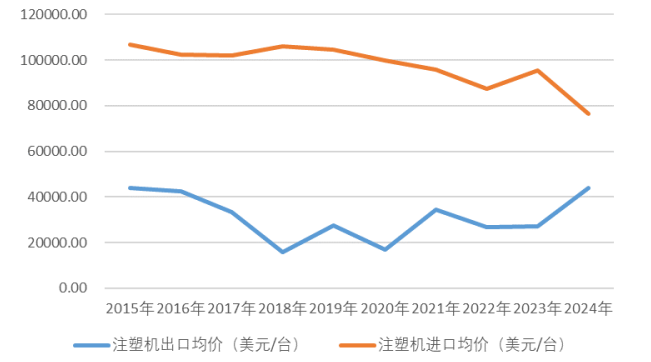
欧洲、日本垄断高端市场，国内企业加速缩小差距。目前全球注塑机市场第一梯队被以恩格尔、克劳斯玛菲、住友德马格等欧日企业牢牢占据，其生产的设备在精度、稳定性、使用寿命等多方面表现出色，虽然我国多年蝉联塑料机械产量全球第一，但我国注塑机产品仍以中低端为主。从海关总署统计的注塑机进出口均价来看，2024 年注塑机出口均价为 4.40 万美元/台，进口均价为 7.65 万美元/台，虽然进出口价差仍较明显，但近年来价差的逐步缩小也印证国内注塑机生产企业正在不断缩小与国外高端产品的差距，未来有望逐步实现高端化转型。

图 10：全球注塑机市场格局



资料来源：渤海证券研究所

图 11：2015 年以来注塑机进出口均价情况



资料来源：同花顺 iFinD，海关总署，渤海证券研究所

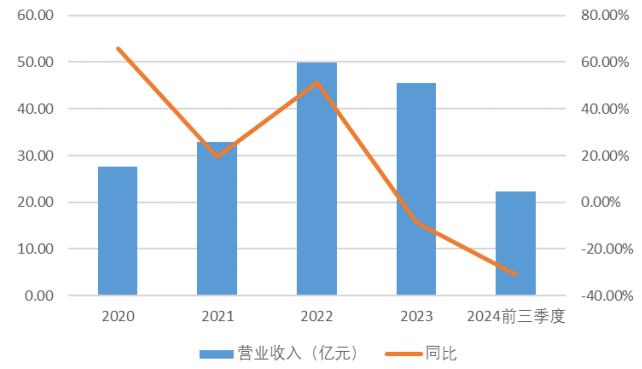
公司注塑机出货量增长明显，电动注塑机表现亮眼。公司注塑机产品主要包括 TE—电动精密注塑机、TMII/TS—中小型伺服机铰式注塑机、TH—全自动伺服节能液压锁模注塑机三个系列。根据公司半年报披露，2024 年上半年公司电动注塑机销售及出货情况良好，订单量同比增长超 130%，出货量同比增长超 200%。公司 TE90、TE120、TE160、TE200、TE240、TE300 已完成客户端批量测试，目前均已转入批量交付阶段。此外，公司持续聚焦于 TE 系列产品设计、研发，未来随着产品线的进一步丰富，公司电动注塑机市场份额有望提升。

3.公司分析

3.1 经营情况分析

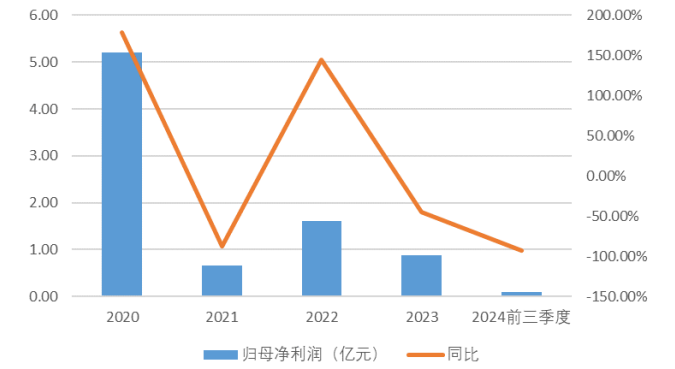
主动调整业务结构，公司业绩承压。近年来公司营业收入从 2022 年的 49.84 亿元最好水平逐步下降，2024 年前三季度公司实现营业收入 22.35 亿元，同比下降 30.96%。净利润方面，公司在 2020 年一季度短时间研发出口罩机并形成稳定出货能力，疫情期间口罩机高毛利带动全年归母净利润同比增长 178.56%，受高基数及业务转型影响，2021-2023 年间公司归母净利润增速波动较大。根据公司 2024 年业绩预告披露，受业务结构调整影响，公司盈利能力出现大幅下滑，2024 年全年归母净利润亏损 1.80 亿元-2.50 亿元。

图 12：2020 年以来公司营业收入情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

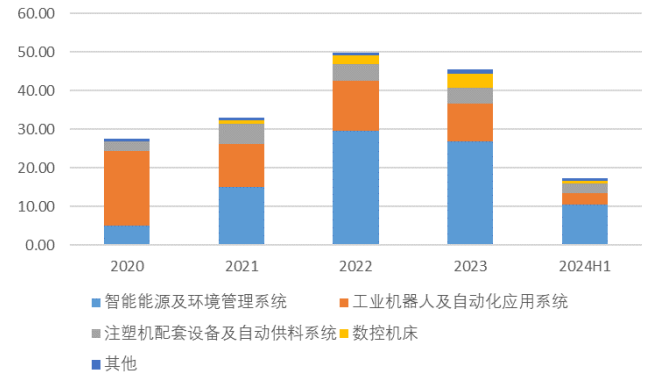
图 13：2020 年以来公司归母净利润情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

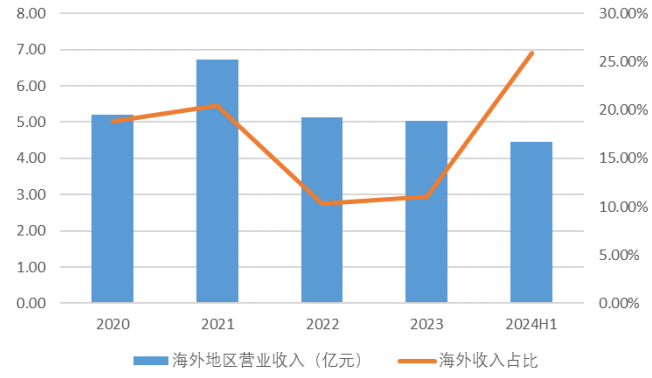
智能能源及环境系统管理贡献主要收入，未来将进一步收缩业务规模。分产品来看，公司主要收入来自于智能能源及环境管理系统业务，2023 年贡献 26.86 亿元营业收入，占比约 59%。2024 年公司主动调整业务结构，大幅收缩智能能源及环境管理系统业务规模，统计期智能能源及环境管理系统业务收入较 2023 年度下降超 50%，盈利能力出现大幅下滑，导致亏损约 2 亿元。根据公司披露，公司未来将进一步收缩智能能源及环境管理系统业务，并在相关子公司股权方面进行调整。目前公司正在筹划将智能能源及环境管理系统业务相关全资子公司调整为控股子公司，预计调整之后由公司持股 51%，业务经营团队持股 49%。未来公司将持续重点发展机器人、数控机床、注塑机等产品类业务。海外市场方面，公司海外市场营收基本稳定，2024 年上半年海外收入占比升至 25.90%，目前公司已在海外成立越南北宁分公司、墨西哥办事处、印尼技术服务中心并于多国成功交付样板工厂，产品服务覆盖海外 30 多个国家，未来海外市场拓展值得关注。

图 14：2020 年以来公司各产品营收情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

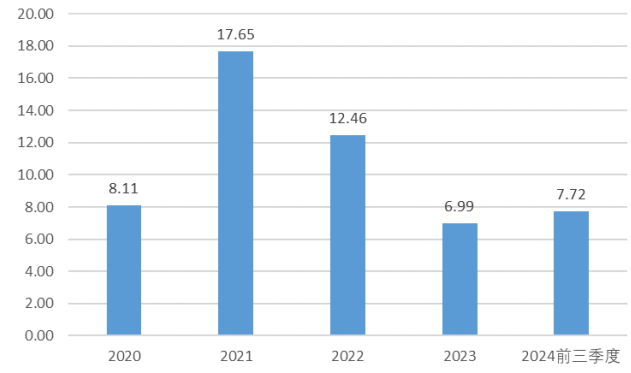
图 15：2020 年以来公司海外市场营收情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

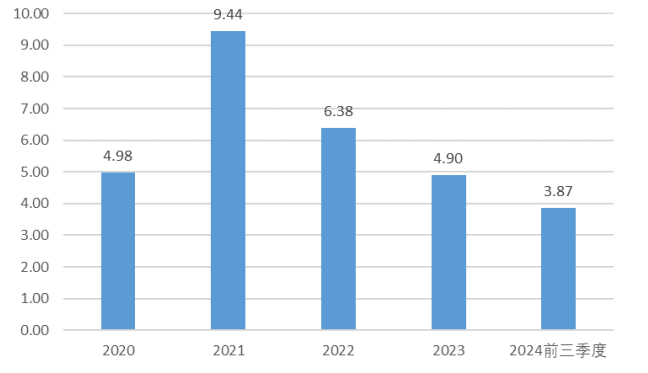
存货、合同负债较 21 年高点有所下降。2021-2023 年间公司存货及合同负债呈现整体下降趋势，存货从 2021 年的 17.65 亿元降至 2023 年的 6.99 亿元，合同负债从 2021 年的 9.44 亿元降至 2023 年的 4.90 亿元。2024 年前三季度，公司存货、合同负债分别为 7.72 亿元、3.87 亿元，分别较 23 年同期下降 3.02 亿元、2.17 亿元。

图 16：2020 年以来公司存货情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 17：2020 年以来公司合同负债情况（亿元）

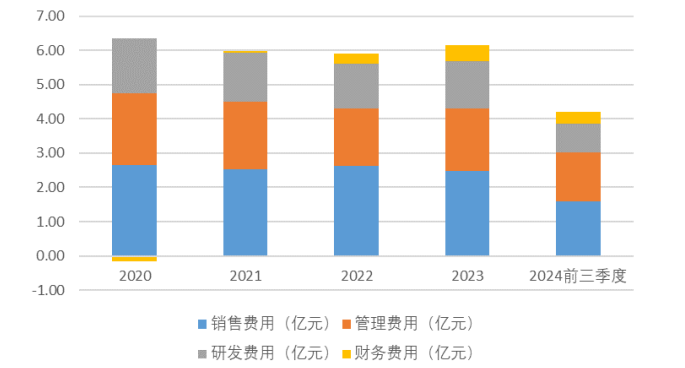


资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

3.2 财务分析

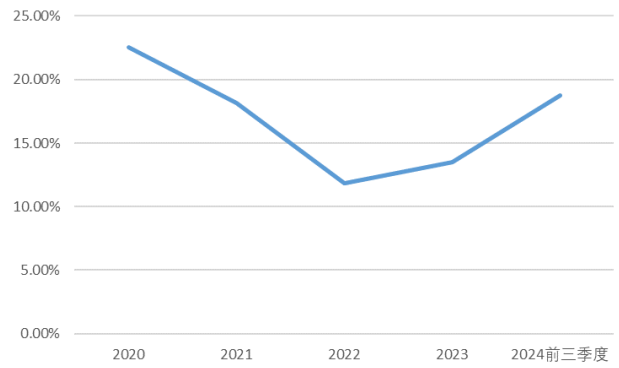
期间费用率有所回升，公司费用控制基本稳定。2020 年以来，公司期间费用基本维持在 6 亿元水平且各项费用相对稳定，2020-2022 年间随着公司营业收入的增长，公司期间费用率从 2020 年的 22.53%下降至 2022 年的 11.87%，2023 年公司营收出现下滑，对应期间费用率升至 13.49%。2024 年前三季度公司期间费用率为 18.76%，较 2023 年同期提升 5.43pct，同样为营收端下滑影响导致。

图 18：2020 年以来公司四费费用情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

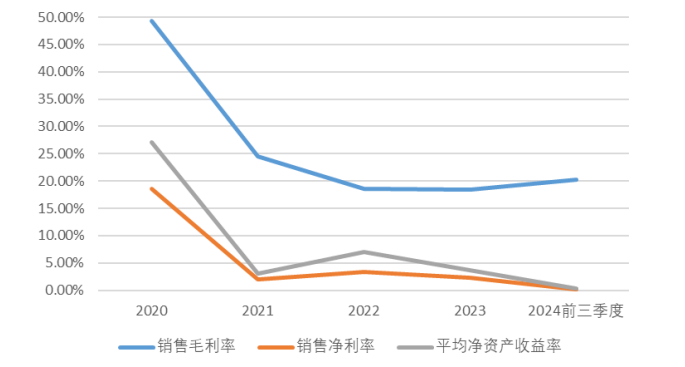
图 19：2020 年以来公司期间费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

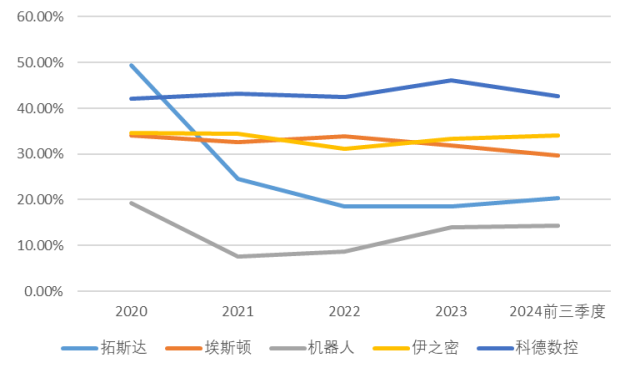
公司盈利能力下滑明显，关注低毛利业务收缩进展。受业务转型影响，近年来公司主要盈利能力指标均较 2020 年高点时期出现大幅下滑，2024 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 20.31%、0.14%，分别较 23 年同期下降 0.84pct、3.95pct。根据公司披露，2024 年前三季度除智能能源及环境管理系统业务外，公司其余业务毛利率为 37.78%，同比增加 3.94 个百分点，毛利额贡献占比达 90.23%，同比增加 29.17 个百分点，未来随着智能能源及环境管理系统业务占比逐步降低，公司盈利能力有望恢复增长。

图 20：公司毛利率、净利率、平均净资产收益率情况



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

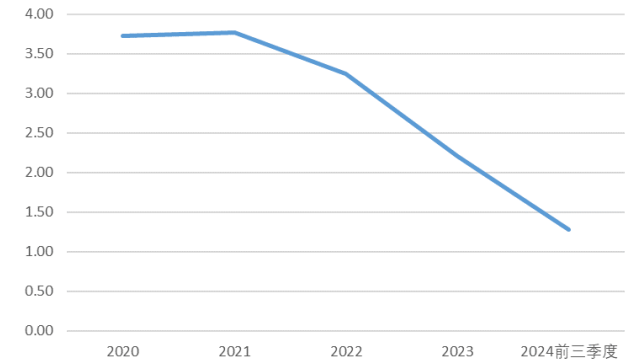
图 21：可比公司毛利率对比



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

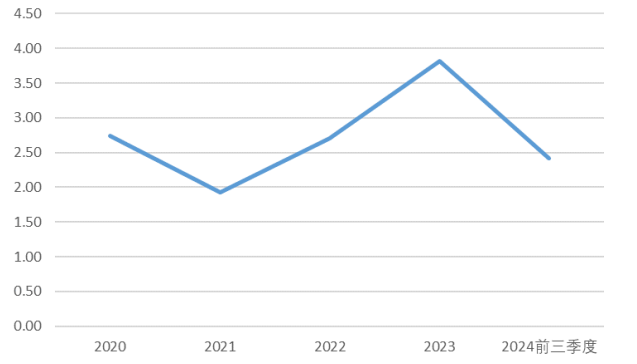
公司应收账款周转能力有待提升。2020 年以来公司存货周转率维持在 3 次上下波动，2024 年前三季度公司存货周转率为 2.42 次，较 23 年同期增加 0.22 次。公司应收账款周转率从 2021 年的 3.77 次下降至 2023 年的 2.20 次，2024 年前三季度为 1.28 次，较 23 年同期下降 0.35 次，未来公司应收账款周转能力有待提升。

图 22：2020 年以来公司应收账款周转率情况（次）



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

图 23：2020 年以来公司存货周转率情况（次）



资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

4.盈利预测

按产品分类，公司收入可分为智能能源及环境管理系统、工业机器人及自动化应用系统、注塑机配套设备及自动供料系统、数控机床、其他。我们结合公司披露经营情况以及行业发展预期，对公司未来业绩进行悲观、中性、乐观三类情景假设分析，本版盈利预测我们选取中性情景。

1）智能能源及环境管理系统：根据公司 2024 年度业绩预告披露，报告期公司主动调整业务结构，大幅收缩智能能源及环境管理系统业务规模，此外受下游 3C、锂电、光伏行业客户竞争环境加剧、产能过剩、资金紧张等影响，公司 2024 年智能能源及环境管理系统业务收入较 2023 年度下降超 50%，盈利能力大幅下滑，其导致的亏损约 20,000 万元。在公司“聚焦产品，收缩项目”战略目标下，我们预计 2025、2026 年公司智能能源及环境管理系统仍将维持明显降幅。毛利率方面，我们预计公司智能能源及环境管理系统业务将维持较低水平。综上，我们预计公司 2024-2026 年智能能源及环境管理系统营收分别为 13.43、6.71、5.37 亿元，对应毛利率分别为 0.19%、3.19%、3.25%。

2）工业机器人及自动化应用系统：随着下游注塑行业需求景气度提升，具备强品牌效应的直角坐标机器人收入规模提升明显，此外公司持续收缩低毛利的贸易类机器人业务，公司工业机器人营收增速及盈利能力均有改善预期。随着公司收缩项目类业务，自动化应用系统业务中个性化项目业务比重下降明显，我们预计公司整体工业机器人及自动化应用系统收入将出现小幅下降，2026 年有望实现增长，对应 2024-2026 年营收分别为 8.81、8.37、8.62 亿元。毛利率方面，目前工业机器人收入占比提升、自动化应用系统收入占比下降趋势明显，整体盈利能力有望稳步提升，我们预计 2024-2026 年毛利率分别对应 34.60%、35.98%、36.29%。

3）注塑机配套设备及自动供料系统：根据公司三季报披露，2024 年前三季度注塑机配套设备及自动供料系统收入同比增长 13.96%，其中高毛利的配套设备及自动供料系统同比增长 18.38%。我们认为，随着注塑行业下游补库及出海需求增长，注塑机需求有望稳步回暖。此外公司持续优化注塑机领域资源分配，订单量、出货量表现亮眼。综上，我们预计公司注塑机配套设备及自动供料系统维持较快增速，对应 2024-2026 年营收分别为 5.10、5.62、6.46 亿元，对应毛利率分别为 32.66%、33.28%、33.86%。

4）数控机床：公司上半年进行数控机床整体产能搬迁，生产及交付均有所受限，导致数控机床业务营收出现下降。目前数控机床新生产基地已正常投入使用，产

能正在逐步爬坡，根据公司公开披露，公司数控机床订单饱满，排产紧凑。公司作为我国少数具备五轴联动数控机床批量出货能力的企业之一，未来将充分受益于制造业升级以及五轴数控机床普及化。综上，我们预计公司数控机床业务2024-2026年营收分别为2.93、3.08、3.39亿元，对应毛利率分别为33.60%、34.11%、34.29%。

表7：公司盈利预测情况（百万元）

名称	项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能能源及环境管理系统	营业收入	2964.51	2685.95	1342.98	671.49	537.19
	yoy	96.16%	-9.40%	-50.00%	-50.00%	-20.00%
	营业成本	2623.49	2459.38	1340.36	650.08	519.74
	毛利率	11.50%	8.44%	0.19%	3.19%	3.25%
工业机器人及自动化应用系统	营业收入	1287.93	968.53	881.36	837.30	862.41
	yoy	15.29%	-24.80%	-9.00%	-5.00%	3.00%
	营业成本	958.51	687.81	576.39	536.04	549.44
	毛利率	25.58%	28.98%	34.60%	35.98%	36.29%
注塑机配套设备及自动供料系统	营业收入	430.33	430.80	510.49	561.54	645.77
	yoy	-17.18%	0.11%	18.50%	10.00%	15.00%
	营业成本	278.09	279.93	343.75	374.69	427.14
	毛利率	35.38%	35.02%	32.66%	33.28%	33.86%
数控机床	营业收入	223.26	349.06	293.21	307.87	338.65
	yoy	148.08%	56.34%	-16.00%	5.00%	10.00%
	营业成本	163.02	232.05	194.69	202.86	222.54
	毛利率	26.98%	33.52%	33.60%	34.11%	34.29%
其他	营业收入	77.73	118.37	71.02	73.15	75.35
	yoy	41.90%	52.28%	-40.00%	3.00%	3.00%
	营业成本	36.14	52.62	30.52	31.74	33.01
	毛利率	53.50%	55.54%	57.02%	56.61%	56.19%
合计	营业收入	4983.77	4552.71	3099.06	2451.35	2459.38
	yoy	51.36%	-8.65%	-31.93%	-20.90%	0.33%
	营业成本	4059.25	3711.79	2485.71	1795.41	1751.87
	毛利率	18.55%	18.47%	19.79%	26.76%	28.77%

资料来源：同花顺iFinD，公司公告，渤海证券研究所

5.估值与评级

中性情景下，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 30.99、24.51、24.59 亿元；归母净利润分别为-2.09、0.80、1.38 亿元；EPS 分别为-0.44、0.17、0.29 元。

从可比公司 iFinD 一致预期看，我们选取埃斯顿（国产工业机器人领先企业）、机器人（国产工业机器人领先企业）、伊之密（主营注塑机产品）、科德数控（高端五轴数控机床供应商）4 家公司作为公司可比公司，4 家公司与拓斯达 2024 年平均市净率 PB 预期为 6.43 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8：可比公司估值比较（截至 2025.3.3）

证券代码	证券简称	最新收盘价	EPS（元）			PB		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002747.SZ	埃斯顿	23.02	0.16	-0.04	-0.36	5.90	8.08	9.15
300024.SZ	机器人	18.88	0.03	-0.03	-0.02	4.32	7.03	7.07
300415.SZ	伊之密	23.57	1.02	1.38	1.77	3.20	3.76	3.23
688305.SH	科德数控	75.00	1.00	1.21	1.66	6.50	6.16	5.48
300607.SZ	拓斯达	33.74	0.21	-0.44	0.17	7.30	7.10	6.78
平均值		34.84	0.48	0.42	0.64	5.44	6.43	6.34

资料来源：同花顺 iFinD，渤海证券研究所

6.风险提示

1.市场竞争风险。公司主要产品所处行业竞争较为激烈，预计行业内公司将面临国际、国内双重市场竞争。

2.汇率波动风险。公司稳步拓展海外市场，汇率若发生较大波动将影响公司业绩。

3.原材料价格波动风险。大宗商品价格变化将导致公司生产成本存在上升风险。

4.下游需求变化风险。未来若下游行业需求出现下行，将对公司业务收入和经营业绩产生负面影响。

5.关键预期不能成立的风险。本报告中公司盈利预测部分对公司收入预期及主要盈利能力指标等多项数据进行预测，若未来行业发展或公司经营情况出现与预测变动较大的情况将使测算模型存在偏差的风险。

分析师声明：

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明：

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。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本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后表现的依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经本公司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。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明：

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队：

高级销售经理：朱艳君
座机：+86 22 2845 1995
手机：135 0204 0941
邮箱：zhuyanjun@bhzq.com

高级销售经理：王文君
座机：+86 10 6810 4637
手机：186 1170 5783
邮箱：wangwj@bhzq.com

天津：
天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼
邮政编码：300381
电话：+86 22 2845 1888
传真：+86 22 2845 1615

北京：
北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层
邮政编码：100086
电话：+86 10 6810 4192
传真：+86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司网址： **www.ewww.com.cn**