

短期业绩承压，以车代磨潜力大

浙海德曼(688577)

公司发布 2024 年报及 25 年一季报

2024 年，公司实现营收 7.7 亿元，同比+15.3%，实现归母净利润 0.3 亿元，同比-12.3%。25Q1，公司实现营收 1.4 亿元，同比-14.0%；实现归母净利润 212 万元，同比-24.6%。

► 24 年国内营收快速增长，产品结构向高端化转型

分市场来看，2024 年公司国内营收 6.7 亿元，同比+23%，收入占比 87%；海外营收 0.9 亿元，同比-20.5%，收入占比 13%。分产品来看，①高端数控机床快速增长，24 年营收 5.3 亿元，同比+18%，收入占比提升至 69%；②普及型数控机床营收 0.8 亿元，同比-3.6%，继续收缩，收入占比降至 11%；③并行复合加工中心收入 2348 万元，同比+88%，收入占比 3%；④自动化生产线业务保持基本稳定。

► 毛利率承压，净利率小幅下滑

2024 年，公司综合毛利率为 25.1%，同比-1.7pp；期间费用率为 21.6%，同比-2.2pp；净利率为 3.4%，同比-1.2pp，公司净利率下滑主要系毛利率下滑所致。25Q1，公司综合毛利率为 22.8%，同比-0.6pp；期间费用率为 25.3%，同比+1.7pp；净利率为 1.5%，同比-0.2pp。

► 高端车床可实现以车代磨，人形产业提供巨大增量

公司高端数控机床主要有排刀式数控机床、刀塔式数控机床 2 个系列。刀塔式数控机床电主轴采用海德曼自主开发的高刚性、高精度核心部件，可以实现高精度“以车代磨”，适用于大切削量时的高刚性要求，满足客户粗加工集约化的要求。排刀式数控机床配置自制的高速、高精度主轴部件，主要用于小型零部件的高精度和高速加工，尤其适用于有色金属的精密加工以及黑色金属“以车代磨”的精密加工场合。公司高度重视人形机器人产业链发展机遇，注意到人形机器人核心部件正在工程化突破，将为车削类加工设备提供新的巨大增量市场。

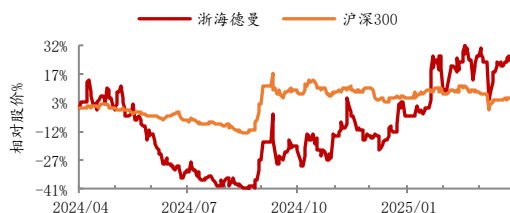
投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.8、10.3 和 11.9 亿元，同比+14%、+18%和+16%；2025-2027 年归母净利润分别为 0.29、0.48 和 0.69 亿元，同比+13%、+64%和+45%；2025-2027 年 EPS 分别为 0.37、0.60 和 0.87 元，2025/4/28 股价 56.13 元对应 PE 为 154、94 和 64 倍。公司是数控机床专家，高端产品可实现以车代磨，在人形机器人领域潜力巨大。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	56.13
股票代码：	688577
52 周最高价/最低价：	76.8/26.77
总市值(亿)	44.62
自由流通市值(亿)	44.62
自由流通股数(百万)	79.49



分析师：黄瑞连
邮箱：huangrl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524030001
联系电话：

分析师：王宁
邮箱：wangning@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524080002
联系电话：

相关研究

宏观经济波动风险，行业竞争加剧风险，人形机器人发展不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	664	765	875	1,028	1,194
YoY (%)	5.2%	15.3%	14.3%	17.5%	16.1%
归母净利润(百万元)	29	26	29	48	69
YoY (%)	-50.7%	-12.3%	12.5%	64.1%	45.2%
毛利率 (%)	26.5%	25.1%	25.3%	26.4%	27.5%
每股收益 (元)	0.39	0.34	0.37	0.60	0.87
ROE	3.3%	2.6%	2.8%	4.5%	6.2%
市盈率	143.92	165.09	153.54	93.58	64.43

资料来源：Wind，华西证券研究所

1. 浙海德曼：数控车床专家，产品高端化转型

公司主要产品包括高端数控车床、并行复合加工中心、自动化生产线、普及型数控车床等四部分。近年来公司持续优化产品结构，2024 年取得一定突破，2024 年公司高端型产品销售占比近 90%，普及型数控车床销售占比进一步降低。T 系列产品全规格优化后的新产品全面上市，其中中小规格已经进入批量生产阶段，大规格产品已完成部分规格的样机试制，其他规格样机试制正在进行中。优化后 T 系列产品在性能、可靠性、性价比等方面有进一步提升。随着公司品牌影响力的提升，新老客户相互促进的良性局面逐渐形成。2024 年以比亚迪、贝斯特、五洲新春、夏厦精密、双环传动、恒工精密、绿的谐波、中大力德等为代表的一批老客户为公司取得良好业绩做出了突出贡献。

2. 盈利预测与投资建议

公司分业务盈利预测假设如下：

1) 高端数控车床：假设 2025-2027 年收入分别同比+16%、+20%和+17%，假设毛利率分别为 28.5%、29%、30%。

2) 普及型数控车床：假设 2025-2027 年收入分别同比-6%、-3%和-4%，假设毛利率分别为 12.5%、13%、14%。

3) 自动化生产线：假设 2025-2027 年收入分别同比+5%、+5%和+5%，假设毛利率分别为 33%、33%、33%。

4) 并行复合加工中心：假设 2025-2027 年收入分别同比+70%、+50%和+50%，假设毛利率分别为 15%、18%、20%。

5) 其他业务：假设 2025-2027 年收入分别同比+20%、+20%和+20%，假设毛利率分别为-3.8%、6.0%、10.8%。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.8、10.3 和 11.9 亿元，同比+14%、+18%和+16%；2025-2027 年归母净利润分别为 0.29、0.48 和 0.69 亿元，同比+13%、+64%和+45%；2025-2027 年 EPS 分别为 0.37、0.60 和 0.87 元，2025/4/28 股价 56.13 元对应 PE 为 154、94 和 64 倍。公司是数控车床专家，高端产品可实现以车代磨，在人形机器人领域潜力巨大。首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 分业务盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
高端型数控机床					
收入（百万元）	446.84	526.03	612.50	735.00	857.50
yoy	6%	18%	16%	20%	17%
毛利率	29.65%	28.58%	28.50%	29.00%	30.00%
普及型数控机床					
收入（百万元）	88.03	84.89	79.75	77.00	74.25
yoy	-26%	-4%	-6%	-3%	-4%
毛利率	14.04%	11.98%	12.50%	13.00%	14.00%
自动化生产线					
收入（百万元）	96.22	94.58	99.31	104.28	109.49
yoy	69%	-2%	5%	5%	5%
毛利率	34.56%	32.83%	33.00%	33.00%	33.00%
并行复合加工中心					
收入（百万元）	12.49	23.48	39.92	59.88	89.82
yoy	-19%	88%	70%	50%	50%
毛利率	15.39%	12.64%	15.00%	18.00%	20.00%
其他业务					
收入（百万元）	19.98	36.20	43.44	52.13	62.55
yoy	14%	5%	20%	20%	20%
毛利率	-10.94%	-7.39%	-3.78%	5.95%	10.82%
合计					
收入（百万元）	663.56	765.18	874.92	1028.28	1193.61
yoy	5%	15%	14%	18%	16%
毛利率	26.80%	25.08%	25.33%	26.40%	27.52%

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 可比公司估值表（PE）

代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688305.SH	科德数控	76.45	74.78	1.85	2.43	-	41	31	-
300809.SZ	华辰装备	99.39	39.2	1.18	1.81	2.58	84	55	38
	平均						63	43	38
688577.SH	浙海德曼	44.62	56.13	0.29	0.48	0.69	154	94	64

资料来源：Wind(2025 年 4 月 28 日收盘价，可比公司归母净利润预测均为 Wind 一致预期)，华西证券研究所

3. 风险提示

宏观经济波动风险，行业竞争加剧风险，人形机器人发展不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	765	875	1,028	1,194	净利润	26	29	48	69
YoY(%)	15.3%	14.3%	17.5%	16.1%	折旧和摊销	58	55	55	55
营业成本	573	653	757	865	营运资金变动	-28	-48	-64	-99
营业税金及附加	8	9	10	12	经营活动现金流	69	48	48	35
销售费用	62	74	87	101	资本开支	-69	-30	-30	-30
管理费用	52	57	66	75	投资	0	0	0	0
财务费用	5	6	8	10	投资活动现金流	-119	-63	-29	-29
研发费用	46	52	60	68	股权募资	136	0	0	0
资产减值损失	-10	-8	-6	-5	债务募资	25	-2	0	0
投资收益	0	0	0	0	筹资活动现金流	118	-14	-17	-23
营业利润	24	28	48	70	现金净流量	67	-29	2	-17
营业外收支	3	3	3	3	主要财务指标				
利润总额	27	31	50	73	成长能力				
所得税	1	2	3	4	营业收入增长率	15.3%	14.3%	17.5%	16.1%
净利润	26	29	48	69	净利润增长率	-12.3%	12.5%	64.1%	45.2%
归属于母公司净利润	26	29	48	69	盈利能力				
YoY(%)	-12.3%	12.5%	64.1%	45.2%	毛利率	25.1%	25.3%	26.4%	27.5%
每股收益	0.34	0.37	0.60	0.87	净利率	3.4%	3.3%	4.6%	5.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	1.5%	1.7%	2.6%	3.5%
货币资金	190	162	164	147	净资产收益率 ROE	2.6%	2.8%	4.5%	6.2%
预付款项	10	11	13	15	偿债能力				
存货	400	447	514	584	流动比率	1.68	1.63	1.64	1.67
其他流动资产	328	374	436	532	速动比率	0.90	0.84	0.83	0.81
流动资产合计	928	995	1,126	1,278	现金比率	0.35	0.26	0.24	0.19
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	39.2%	40.7%	42.4%	43.7%
固定资产	587	552	524	501	经营效率				
无形资产	83	80	77	74	总资产周转率	0.49	0.51	0.57	0.62
非流动资产合计	740	750	727	704	每股指标 (元)				
资产合计	1,667	1,744	1,853	1,981	每股收益	0.34	0.37	0.60	0.87
短期借款	128	128	128	128	每股净资产	12.74	13.01	13.43	14.04
应付账款及票据	279	319	370	423	每股经营现金流	0.86	0.61	0.61	0.44
其他流动负债	144	163	188	215	每股股利	0.60	0.11	0.18	0.26
流动负债合计	551	611	686	766	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	165.09	153.54	93.58	64.43
其他长期负债	103	100	100	100	PB	3.07	4.31	4.18	4.00
非流动负债合计	103	100	100	100					
负债合计	654	710	786	865					
股本	79	79	79	79					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,013	1,034	1,067	1,116					
负债和股东权益合计	1,667	1,744	1,853	1,981					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。