

乔锋智能(301603)

报告日期: 2025年07月25日

国内数控机床小巨人，穿越周期实现高成长

——乔锋智能深度报告

投资要点

- 公司聚焦中高档数控机床领域，主营产品包括立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心等，应用于通用设备、消费电子、汽摩配件、模具、航空航天、通讯等行业。中国机床市场千亿规模，市场集中度低，高档机床被国外垄断，国产替代具有长期空间。公司布局下游高景气赛道，高档机床关键技术不断突破，合同负债快速增长，业绩有望持续增长。
- 要点一：数控机床市场空间大，进口替代+出海出口。中国机床产业经历从技术引进到自主生产，伴随中国制造业崛起和转移，实现进口设备的替代，并不断拓展海外市场。从进出口差额来看，2022年以前中国机床出口逆差不断缩小，2022年以后变为顺差，且差额继续扩大，成为德、日、意之后的第四大出口顺差国家。目前，国内公司的营收规模远低于海外，未来增长空间广阔。
- 要点二：核心技术突破，逐渐拓展中高端机床市场。机床产品的全球竞争格局表现为高档产品拼技术、中档产品拼稳定、低档产品拼价格。目前国内中高端机床市场仍以海外厂商为主，国内公司在抵挡机床领域竞争，产品同质化严重。随着国内头部企业核心技术突破，以及针对下游需求特征，差异化竞争策略，实现向中高端市场的突破。
- 要点三：公司合同负债高速增长，业绩高速增长潜力大。1) 核心产品和技术突破：高精导轨磨床、高精高刚性平面磨削等关键技术进入样机测试阶段；五轴联动机床进入样机测试阶段；2) 公司产品研发契合需求导向，积极拓展通用自动化、消费电子等市场，合同负债快速增长；3) 公司关键零部件实现自产，提升产品竞争力，并提升毛利率；4) 推进海外布局，开拓新市场；
- 盈利预测与估值
我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.7、3.3、4.0 亿元，分别同比增长 32%、22%、23%。对应 PE 分别为 26、21、17 倍。参考可比公司，给予 2025 年 35 倍 PE，对应目标价 78.24 元，首次覆盖，予以“买入”评级。
- 风险提示
技术研发风险；市场竞争加剧风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：钟凯锋
执业证书号：S1230524050002
zhongkaifeng@stocke.com.cn

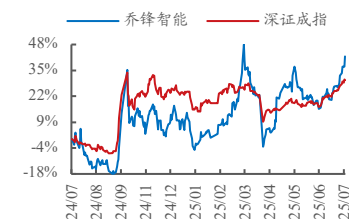
分析师：宋伟
执业证书号：S1230523110001
songwei@stocke.com.cn

研究助理：杨世祺
yangshiqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥ 58.00
总市值(百万元) 7,004.08
总股本(百万股) 120.76

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1760	2136	2495	2942
(+/-) (%)	21%	21%	17%	18%
归母净利润	205	270	330	404
(+/-) (%)	21%	32%	22%	23%
每股收益(元)	1.70	2.24	2.73	3.35
P/E	34	26	21	17
ROE (%)	12%	12%	14%	15%

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计 2025-2027 年，公司营收分别为 21.4、24.9、29.4 亿元，同比增速分别为 21%、17%、18%，3 年复合增速为 19%；归母净利润分别为 2.7、3.3、4.0 亿元，分别同比增长 32%、22%、23%，3 年复合增速为 25%。对应 PE 分别为 26、21、17 倍。可比公司市场预期 2025 年平均 PE 为 69 倍，参考可比公司，给予 2025 年 35 倍 PE，对应目标价 78.24 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

● 关键假设

- 1)公司中高档数控机床核心技术、核心产品研发顺利；
- 2)公司产能稳步释放；
- 3)不断开拓下游大客户带来市占率提升。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：中国机床行业相对成熟，下游需求增长趋势不明显，市场竞争激烈，公司成长趋势不清晰。

我们认为：

1) 驱动因素不同：以五轴联动为代表的关键技术突破，导致本轮上涨周期与前几轮周期有本质差异。机床产品的全球竞争格局表现为高档产品拼技术、中档产品拼稳定、低档产品拼价格的特征，过去两轮机床周期是下游行业扩产需求带来的“数量”逻辑；而本轮周期则是中高端技术突破后与国外头部企业竞争带来的“质量”逻辑。

2) 竞争环境改善：国内机床竞争格局从原来的同质化竞争，转变为差异化、对国外高档产品替代的竞争格局。中国机床出口在 2022 年以前表现为逆差不断缩小，2022 年以后表现为顺差且差额继续扩大，2024 年成为德、日、意之后的第四大出口顺差国家，说明国产机床开始具备全球竞争的实力。

3) 公司布局高端产品，研发更契合市场需求，合同负债高速增长，意味着增长潜力大。一是公司核心产品和技术突破：高精度导轨磨床、高精度高刚性平面磨削等关键技术进入样机测试阶段；五轴联动机床进入样机测试阶段。二是公司重视客户需求，研发更契合下游需求特征，不断拓展市场份额，公司合同负债已经实现了高增长。

● 股价上涨的催化因素

合同负债继续高增长，业绩高增长；公司高端产品不断突破。

● 风险提示

技术研发风险；市场竞争加剧风险。

正文目录

1 乔锋智能：中高档机床领域的潜力新秀	6
1.1 公司及产品介绍	6
1.2 财务分析：盈利能力显著提升	8
1.3 股权结构及高管介绍	9
2 中国机床行业：周期性波动中蕴含与前不同的增长机遇	10
2.1 中国机床市场规模大，新一轮周期增长趋势有望延续	11
2.2 国内厂商技术突破，拓展中高端市场	14
2.3 竞争格局改善，进口替代+出口出海	18
3 乔锋智能：全面发展，具备成长潜力	19
4 盈利预测与投资建议	23
5 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 营收 2020-2024 年 CAGR 为 23.1%.....	8
图 3: 归母净利润 2020-2024 年 CAGR 为 13.4%.....	8
图 4: 细分产品营收结构.....	9
图 5: 细分产品毛利率.....	9
图 6: 综合毛利率和归母净利率提升, 费用率下降.....	9
图 7: 固定资产和在建工程规模稳步提升.....	9
图 8: 公司股权结构及对外投资(截至 2025Q1).....	10
图 9: 中国机床市场规模.....	11
图 10: 中国机床工具行业营收规模(亿元).....	11
图 11: 中国金属切削机床产量(万台).....	12
图 12: 汽车零部件行业固定资产周转率、资本支出/折旧摊销.....	12
图 13: 中国乘用车销量及自主品牌占比.....	12
图 14: 消费电子零部件行业固定资产周转率.....	13
图 15: 消费电子零部件行业资本支出/折旧摊销.....	13
图 16: 工程机械行业固定资产周转率.....	13
图 17: 工程机械行业资本支出/折旧摊销.....	13
图 18: 中国民用、军用飞机数量.....	13
图 19: 中国民用飞机零部件市场规模.....	13
图 20: 五轴联动机床示意图.....	15
图 21: 中国数控金属切削机床产量及占比.....	16
图 22: 国产高档数控机床规模小单价高.....	16
图 23: 中国机床进口及出口规模.....	16
图 24: 机床价格走势(万元).....	16
图 25: 数控机床行业竞争梯队.....	17
图 26: 2024 年中国和日本上市公司机床业务营收规模(亿元).....	17
图 27: 上市公司 2024 年机床业务营收、毛利率分布.....	18
图 28: 上市公司 2024 年机床业务产、销、价分布.....	18
图 29: 全球主要国家及地区机床消费值(亿欧元).....	18
图 30: 全球主要国家及地区机床产值(亿欧元).....	18
图 31: 机床净出口大于 10 亿欧元的国家和地区.....	19
图 32: 机床净进口大于 10 亿欧元的国家和地区(亿欧元).....	19
图 33: 公司在国内金属切削市场的份额情况.....	21
图 34: 公司各产品平均单价(万元).....	21
图 35: 公司各产品的产能情况(台).....	21
图 36: 产能规模持续扩大.....	21
图 37: 国内销售占比 95% 以上.....	21
图 38: 直销占比 80% 以上.....	21
图 39: 可比公司经销收入占比.....	22
图 40: 可比公司经销毛利率.....	22
图 41: 小客户毛利率相对更高(以创世纪 2020 年财务数据为例).....	22
图 42: 公司和创世纪前五大客户营收占比.....	22

图 43: 乔锋智能合同负债、存货、营收同比变化.....	22
图 44: 创世纪合同负债、存货、营收同比变化.....	22
表 1: 公司立式加工中心介绍.....	6
表 2: 公司龙门加工中心介绍.....	7
表 3: 公司卧式加工中心介绍.....	7
表 4: 公司其他机床介绍.....	8
表 5: 公司高管及核心技术人员简介.....	10
表 6: 机床大类及细分品类.....	11
表 7: 数控机床高、中、低档次分类.....	14
表 8: 部分国际知名机床公司简介.....	16
表 9: 国内机床上市公司简介.....	17
表 10: 国内 vs 日本上市公司营收增速.....	19
表 11: 公司正在研发机型情况.....	20
表 12: 公司与同行业可比公司的产品及服务、应用领域及市场地位对比.....	20
表 13: 公司主要产品营收及毛利率.....	23
表 14: 可比上市公司的股价、市值、归母净利润、PE.....	24
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 乔锋智能：中高档机床领域的潜力新秀

1.1 公司及产品介绍

公司成立于2009年，2024年在创业板上市，位于广东省东莞市，是国家级专精特新企业，实际控制人是蒋修华、王海燕。公司主营业务为数控机床的研发、生产及销售，主要产品包括立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心等品类八十多种中高档机型，产品广泛应用于通用设备、消费电子、汽摩配件、模具、航空航天、通讯等行业。

图1：公司发展历程

	2009	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2019	2020	2021	2022	2023	2024
公司发展	在东莞成立					国家高新技术企业				国家级专精特新小巨人企业			创业板上市
产品布局		推出T系列4款新机型	光机自主研发，布局核心部件自主研发	攻坚通讯应用领域，T-5A机型全面升级	进军大型龙门产品市场	VH-85上市	高速高精龙门加工中心上市		新增数控车床 新增数控磨床			完成高端机床布局	
三大生产基地				新建东莞常平陈屋贝工厂	成立东莞炬辉收购南京腾阳				成立宁夏乔锋 成立南京台诺		成立银川研发中心	成立宁夏福思泰	
产能布局								南京腾阳高端机床3000台/年技改启动				智慧园区全面启用，新增10万平方米	

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

- **立式加工中心**：包括高速钻攻加工中心、高速型线轨立式加工中心、重型线轨立式加工中心等多个机型，定位精度可达到0.005mm（仅头发直径1/10），进给速度可达48米/分钟，能覆盖主流市场需求。

表1：公司立式加工中心介绍

产品名称	产品系列	产品图片	主要特点	主轴转速	应用领域
高速钻攻加工中心	T系列		1. 采用高刚性主体结构、高稳定性换刀系统 2. 三轴马达座采用一体成型技术，提高了三轴刚性需求与同心度； 3. 采用轻量化鞍座与超宽支撑脚位设计，抗振动能力强，适合高速度加工	24,000rpm	消费电子、通讯等行业
			可搭载大型夹具，大工件高速高精加工	12,000rpm	可加工钢材和铸件；用于通讯、消费电子、医疗器械等行业
高速型线轨立式加工中心	V系列		1. 采用高速精密陶瓷轴承，有效减少热误差 2. 采用脂润滑系统，有效延长切削液更换周期 3. 机身采用全封闭式外罩钣金设计，避免高速加工产生的油雾影响	12,000rpm	通用设备、汽摩配件（如新能源汽车三电系统相关配件）、通讯、工程机械、航空航天、军工、能源等制造行业
			1. 轻量化设计，具备较大行程 2. 一体式主轴箱，大幅提高切削刚性，减少主轴加工震动和几何误差	12,000rpm	镁铝合金基板（新能源汽车电池箱体、5G基站壳体）加工设计；应用于新能源汽车、通讯等行业
			采用气缸配重，减轻丝杆磨损，提高机床长期运行的稳定精度	15,000rpm	通用设备、汽摩配件、模具、工程机械等行业零部件加工
重型线轨立式加工中心	VH系列		采用十字滑台、定柱式、大跨距立柱结构等高刚性结构设计，确保机床刚性及稳定性	15,000rpm	专为重型零部件加工设计；适用于模具、汽摩配件、通用设备、工程机械、航空航天、军工等制造行业

资料来源：公司公告、公司官网、浙商证券研究所

- **龙门加工中心**：包括定柱式龙门加工中心、定梁高速龙门加工中心等机型，主要适用于大型零部件精密加工，完成钻、镗、铣、扩、铰、攻丝等多道加工工序。

表2：公司龙门加工中心介绍

产品名称	产品系列	产品图片	主要特点	应用领域
定柱式龙门加工中心	LM系列	 LM-2013/3218/4228/6232/8538等	1. 采用固定立柱、工作台移动的结构； 2. 可配备滑枕式镗铣头，具有较高的加工稳定性； 3. 主轴传动采用直结+齿轮箱，最大扭矩可达1,000Nm； 4. 采用双重平衡装置：油压平衡+氮气蓄能系统，有效吸收机床运行过程中产生的震动，大幅提高运动精度及可靠性； 5. 行程最长可达10米	可实现多面加工；主要应用于工程机械、能源、通用设备、航空航天等行业
定梁高速龙门加工中心	HSD系列	 HSD-128/1615/2718	1. 采用内藏式主轴，最高转速可达20,000rpm； 2. 三轴均采用光栅尺，有效提高精度和响应速度； 3. 横梁和立柱采用一体式结构、平行断差式设计，具有高扭矩、高刚性、高稳定性等特点	主要应用于精密模具、能源等行业
动柱式双驱门型加工中心	DLM系列	 DLM-3020	1. 主体为正T型、动柱式结构，加工稳定性强； 2. 配备双工作台自动交换，辅助时间短，加工效率高； 3. 三轴均采用重载直线滚柱导轨，高刚性，精度保持性高； 4. 采用机械手刀库，可实现高速自动换刀； 5. 选用高速、高精度主轴单元，两档变速，液压换挡；	主要适用于航空航天、船舶、军工、工程机械、模具制造等行业

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- **卧式加工中心：**包括定柱式高速卧式加工中心、动柱式卧式加工中心等多个机型，主要应用于各类零部件侧面的多角度加工，定位精度可达到0.012mm，进给速度可达36米/每分钟，能完成钻、镗、铣、扩、铰、攻丝等多道工序。

表3：公司卧式加工中心介绍

产品名称	产品系列	产品图片	主要特点	应用领域
定柱式卧式加工中心	JVH系列	 JVH-500	1. 主轴转速可达12,000rpm，移动速度可达36米/分钟； 2. 床身为镗铣床结构，采用十字滑台式布局； 3. 配备1/1000度的高精度旋转工作台； 4. 具备油压锁紧系统，加工安全性高。	主要应用于通讯、模具、通用设备等行业
		 JVH-630A/1000	1. 采用高扭矩广域电机，扭矩最高可达400Nm； 2. 高刚性，可实现重切削； 3. 刀库最高可容纳60柄刀具，可加工需要多道工序的复杂零件，大幅提升了加工效率。	主要应用于工程机械、通用设备等行业
动柱式卧式加工中心	JHT系列	 JHT-630/800/1000	1. 机型主体结构为倒T型，稳定性强； 2. 立柱为动柱式结构，工作台下方支撑性强，机床加工效率高	主要应用于汽摩配件、工程机械、通用设备等行业
高速高精卧式加工中心		 HF500/500FMS	1. 正T型结构，X/Y/Z轴采用圆柱滚子高刚性导轨，确保各轴运动的高速度、高精度和高刚性，降低了动摩擦力； 2. 采用高速电机直连式主轴，三轴快速进给：60/60/60m/min，加速度可达1G； 3. 采用三点支撑，可减少基础建设费用，降低安装难度，提高机床的稳定性； 4. 同时配置了丰富的选项接口，方便自动化组线加工；	广泛应用于新能源汽车、军工、航空航天、工程机械及通用设备等行业

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- **其他机床：**包括高精度数控车床、龙门平面磨床、龙门线轨磨床等机型，车床可满足圆柱、圆弧、各种螺纹、槽、蜗杆等复杂工件的加工需求；磨床主要应用于工程机械、汽车等行业大型零部件的磨削加工。

表4：公司其他机床介绍

产品名称	产品系列	产品图片	主要特点	应用领域
高精度数控车床	HQT08系列	 HQT08-380/HQT08-580	1. 采用台阶式斜床身结构，保证机床在高速运转中的稳定性； 2. 主轴、刀塔等核心部件自主研发和生产，主轴箱采用紧凑对称性设计，具备较高的热稳定性和刚性	主要应用于通用设备、5G通讯、模具、新能源汽车、军工、航空航天、工程机械、医疗器械、能源等行业
定梁式龙门平面磨床	GM	 GM-3016/4016/4021/4026/6026/8034	1. 采用横梁和立柱分体式设计、工作台移动的结构； 2. 配备双磨头，可旋转角度达±70度进行磨削加工； 3. X轴行程最大可达20米	主要应用于通用设备、模具、军工、航空航天、工程机械、新能源等行业
龙门线轨磨床	XGM	 XGM-453/403S/403	1. 采用单底座、双门型横梁，组成封闭刚性框架结构； 2. X轴采用直线电机，搭配液冷系统和光栅尺，可达到纳米级精度，位移速度可达60米/分钟； 3. 配备三个磨头，可同时完成三个面的加工，大幅提高生产效率	主要应用于通用设备行业

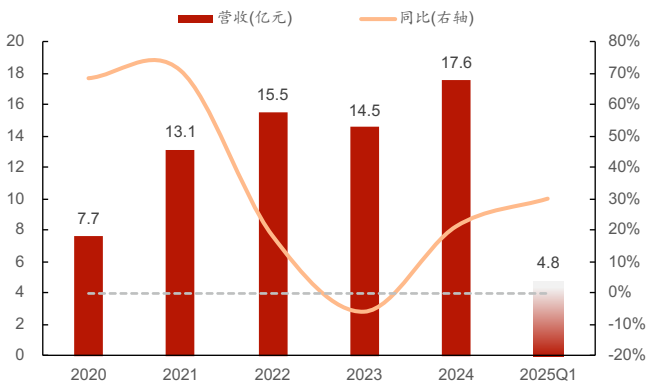
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2 财务分析：盈利能力显著提升

2024年，公司实现营业收入、归母净利润分别为17.6亿、2.1亿元，同比增速均为21%，2020-2024年CAGR分别为23%、13%；2025年一季度，营业收入、归母净利润分别为4.8亿、0.7亿元，分别同比增长30%、45%。

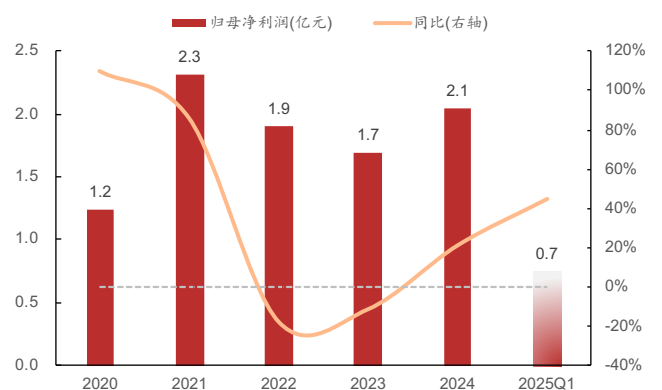
- 2021年，公司收入快速增长主要得益于制造业高景气度较高；
- 2022年，受宏观经济增速放缓等影响，公司收入增速下滑。为此，公司基于市场环境、产能和备货等情况，下调了立式加工中心的销售定价；
- 2024年，受益于消费电子等下游行业的需求增长，公司订单增长，产品销售台数同比增长43.5%；
- 2025年一季度，业绩较快增长的主要原因：1) 政策层面，国家大力支持机床企业发展，智能制造及产业转型升级，机床更新换代需求旺盛、国产替代加速、数控化率持续提升；2) 需求层面，3C和新能源汽车行业对机床设备资本支出持续保持高景气度；3) 产能方面，公司东莞、南京新建生产基地投入使用后，有效缓解了公司发展的产能瓶颈。

图2：营收2020-2024年CAGR为23.1%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图3：归母净利润2020-2024年CAGR为13.4%

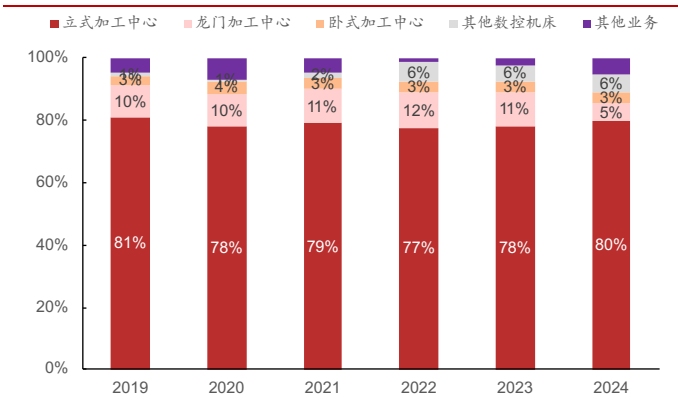


资料来源：Wind、浙商证券研究所

产品结构方面，2024年，立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心、其他数控机床营收占比分别为80%、5%、3%和6%，各产品占比整体稳定。

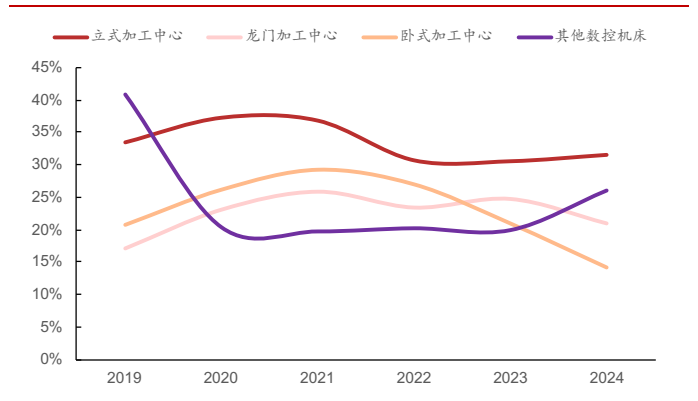
- 立式加工中心为公司目前核心产品，毛利率32%。受益于生产规模持续扩大、生产效率提升，规模效应进一步显现，盈利能力有所增强；
- 卧式加工中心毛利率同比减少6.8pct，主要原因是子公司福思泰高端卧加产品开始小批量销售，但产品尚处发展初期，受制于生产效率、规模效应等因素。
- 龙门加工中心营收占比同比减少5.5pct，毛利率也有所下滑，主要原因是受工程机械、能源（光伏、风电）等下游行业景气度低迷影响。

图4：细分产品营收结构



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图5：细分产品毛利率

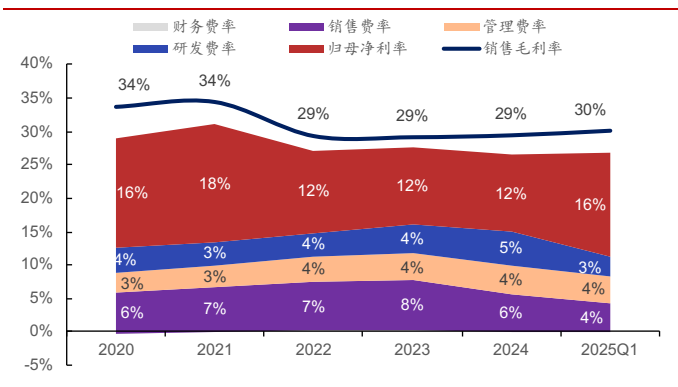


资料来源：Wind、浙商证券研究所

整体来看，公司综合毛利率自2023年以来呈稳定上升趋势，2024年、2025Q1分别为29%、30%；销售费率呈下降趋势，研发费用2025Q1同比减少56万元，但营收增速较快，因此占比下降幅度较大。最终归母净利润率稳步提升，2025Q1达到15.6%，同比提升了1.6pct。

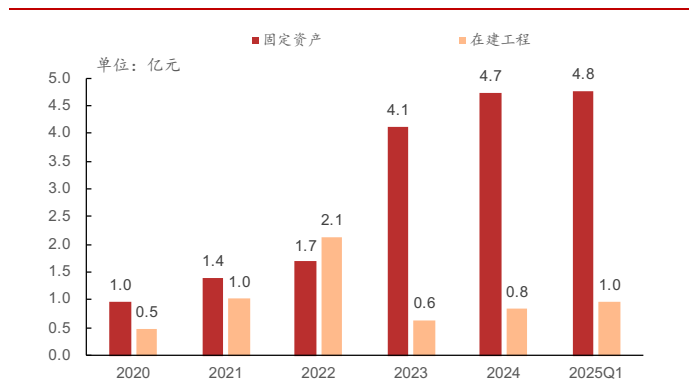
产能方面，2023年在建工程转固，固定资产规模快速扩大，截至2025Q1末达到4.8亿元。同时在建工程仍稳步增加，2025Q1末达到1.0亿元。

图6：综合毛利率和归母净利润率提升，费用率下降



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图7：固定资产和在建工程规模稳步提升

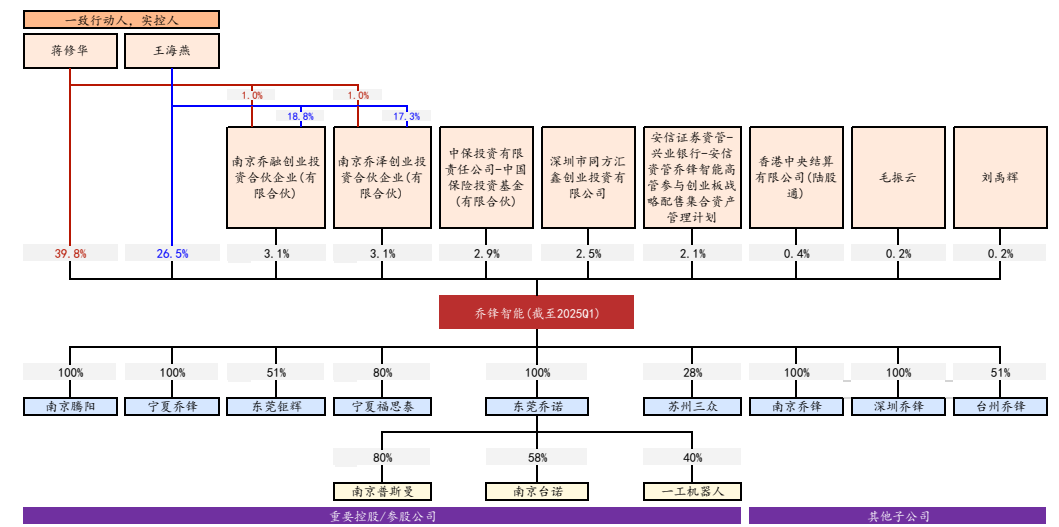


资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.3 股权结构及高管介绍

公司董事长均为蒋修华先生，蒋修华、王海燕夫妇为公司实控人，直接和间接持股比例分别为39.8%、27.6%，合计67.4%；南京乔融、南京乔泽为公司员工持股平台，持股比例均为3.1%；同方汇鑫(曾用名同方汇金)为公司股东，持股2.5%。

图8：公司股权结构及对外投资(截至 2025Q1)



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

公司董事长蒋修华先生从业二十多年，曾在厦门大金机械、新创机械（香港）等公司担任销售相关工作，后创立了乔锋有限公司等。公司核心技术人员从业经验丰富，例如，公司董事郑朝博曾在宁夏小巨人机床或一工机器人担任技术部主任、高级工程师、技术总监等职务；夏志昌、牟胜辉、胡真清、王有亮等核心技术人员曾在台湾亚威机械、斗山机床、厦门大金机械等公司从事研发相关工作，技术研发经验丰富。

表5：公司高管及核心技术人员简介

姓名	任职	履历
蒋修华	公司董事长、总经理	历任厦门大金机械有限公司董事长助理、销售经理；新创机械（香港）有限公司销售部经理。2004至2009年经营东莞市寮步乔锋机械经营部。创办乔锋有限，历任乔锋有限执行董事兼经理；乔锋有限执行董事。
郑朝博	公司董事、宁夏产品业务部负责人	历任宁夏小巨人机床有限公司应用技术部室主任、技术开发部高级工程师；一工机器人银川有限公司应用技术总监；公司应用技术副总监；宁夏乔锋技术总监。
夏志昌（核心技术人员）	公司副总经理；南京腾阳副总经理	历任台湾亚威机电工程部经理；台湾钜锋总经理；台湾瑞峰工程部经理。
牟胜辉（核心技术人员）	公司监事会主席、东莞工厂总经理、董事长助理；南京腾阳常务总经理	历任斗山机床（中国）研发部工程师、研发部主任、研发部课长；乔锋有限研发副总监；乔锋有限副厂长；公司董事、副厂长；公司监事会主席、副厂长、厂长、东莞工厂总经理、董事长助理。
胡真清（核心技术人员）	公司监事、技术执行总监	历任黄山皖南机床有限公司新品研发部项目工程师；厦门大金机械技术部主管；隆盛精机（泉州）研发部经理；东莞润星机械科技工程技术研发总监；东莞市巨高机械研发部总工；乔锋有限研发总监；公司监事、研发总监。
王有亮（核心技术人员）	公司研发总监、职工代表监事	历任斗山机床（烟台）研发工程师、研发部主任；马勒贝洱热系统（济南）研发工程师；济南第一机床技术部主任、技术部部长；公司研发副总监。

资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

2 中国机床行业：周期性波动中蕴含与前不同的增长机遇

机床是现代工业发展的重要基石，在一般的机器制造中担负的加工工作量占工作总量的40%~60%。根据应用可分为金属切削机床、金属成形机床和木工机床，其中金属切削机床是最主要的一类，占金属加工机床总量约2/3。根据是否使用数控系统，可分为数控机床和非数控机床，我国金属切削机床数控化率在2023年已达45.5%，但相较发达国家80%的水平仍存在较大差距。

表6：机床大类及细分品类

机床大类	细分类型
金属切削机床	铣床、车床、钻床、镗床、磨床、齿轮加工机床、螺纹加工机床、刨床、拉床、电加工机床、切断机床、其他机床
金属成形机床	主要包括液压机、机械压力机、冲压机床、折弯机、冷锻机等
木工机床	木工锯机、木工刨床、木工车床、木工铣床、木工钻床、开榫机、榫槽机、木工砂光机、以及修整、刃磨木工刀具的辅机等

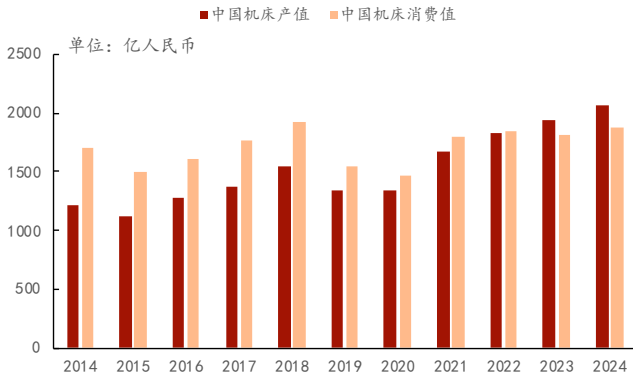
资料来源：纽威数控公告、浙商证券研究所

2.1 中国机床市场规模大，新一轮周期增长趋势有望延续

根据VDW数据，2024年，国内机床市场消费规模约1900亿元，集中度较低，CR10仅为12%，呈现低端市场竞争激烈，但高端市场被国外寡占的特点。目前高档数控机床仍以进口为主，未来国产化替代空间广阔。

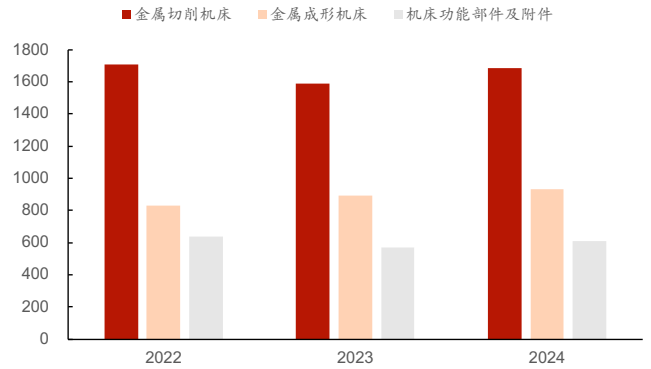
根据中国工具机床工具工业协会数据，2024年，中国金属机床产量为85万台，其中金属切削机床、金属成形机床产量分别为69万台、16万台。2024年机床行业总体营收2600亿元，其中金属切削机床、金属成形机床行业营收分别为1687亿元、930亿元。

图9：中国机床市场规模



资料来源：VDW、浙商证券研究所

图10：中国机床工具行业营收规模(亿元)



资料来源：中国机床工具工业协会、浙商证券研究所

国内机床行业长期趋势向上，周期性特征明显。以金属切削机床产量为例，2024年全国产量达到69万台，1990-2024年CAGR为5%，规模不断扩大。自1990年以来大致经历了三个阶段：

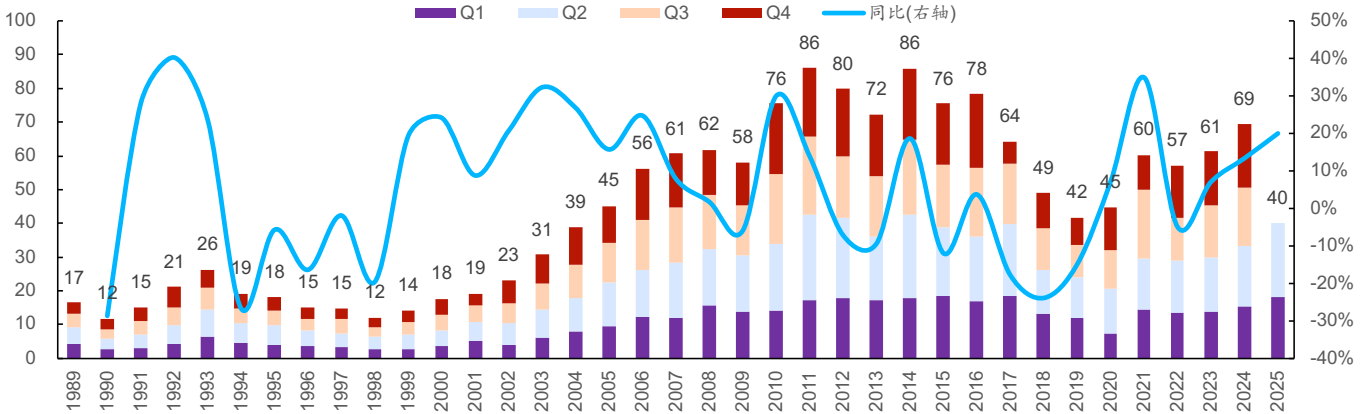
- **1990-1999年：技术突破。**1986-1990年，中国通过与外企合作生产、科技攻关专题和引进技术，对数控机床主机和系统实现技术吸收；1991-1993年，中国开始形成自主知识产权，进入高速发展时期；1994-1995年，行业规模下滑，厂商整合。沈一机床合并沈阳第二机床厂、第三机床厂和辽宁精密仪器厂为沈机集团，大连机床合并了大连市主要机床企业。
- **2000-2019年：规模扩大。**2001-2011年，中国加入世贸组织，顺应全球制造业第四次转移，成为新的世界工厂，制造业快速发展；2012-2019年，全球制造业开始新一轮转移，中低端制造业开始向东南亚、南美洲等地区转移，高端制造业向欧美等工业先进国家回流，中国机床市场开始进入下行调整通道。

2008年金融危机，机床产量增速放缓，随后国家推出一揽子经济刺激计划，2009年行业发展呈前抑后扬。2014年，开拓海外市场成为国内企业化解过剩产能和实现产业转型升级的有益手段，但行业整体仍然处于下行区间。

➤ **2020 至今，新一轮上升周期。**2020 年开始，受益于制造业复苏强劲、机床行业设备更新需求以及机床国产化替代等多重有利条件，我国机床行业开始回暖。2021 年增速高于 2020 年特殊事件带来低基数与之后需求突增有关。

2025 年，从历史数据来看，机床行业趋势具有较强延续性。2025 年上半年同比增长 20%，预期全年有望实现稳中有升。

图11：中国金属切削机床产量(万台)

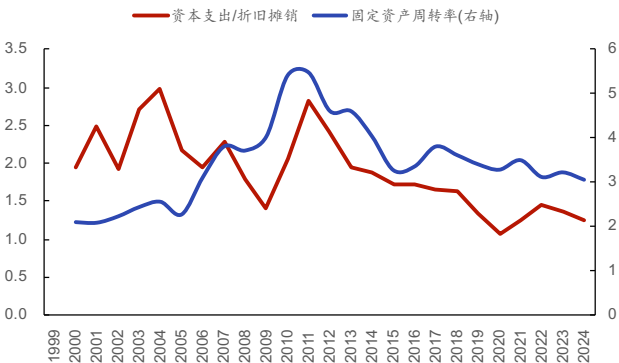


资料来源：Wind、浙商证券研究所

下游需求有望企稳反弹。根据格物致胜数据，2024 年，我国机床下游规模较大的行业包括汽车、电子、通用机械、航空航天等，占比分别为 26%、22%、14%、4%，增长率分别为 5%、3%、-1%、10%。我们采用固定资产周转率、资本支出/折旧摊销两个指标来跟踪机床行业的需求变化，其中固定资产周转率用于反映下游企业的扩产意愿，资本支出/折旧摊销反映下游企业的实际扩产。

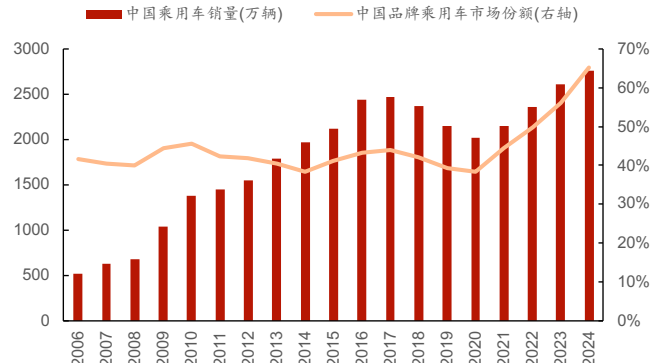
(1) 汽车行业：终端消费稳增，对机床设备需求趋于平稳。2021 年以来乘用车销量快速增长，国产品牌份额提升，2024 年中国乘用车销售 2756 万辆，自主品牌市场份额达到 65%。行业资本支出有望维持在较高水平。2000-2011 年，汽车行业固定资产周转率大幅提升，同期国内机床产值快速上升；2011-2015 年，汽车行业营收增速下滑，但产能继续扩张，导致行业固定资产周转率快速下滑；2017 年之后，产能扩张速度显著放缓，机床产值也大幅回落，汽车行业固定资产周转率逐渐趋于平稳。

图12：汽车零部件行业固定资产周转率、资本支出/折旧摊销



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图13：中国乘用车销量及自主品牌占比

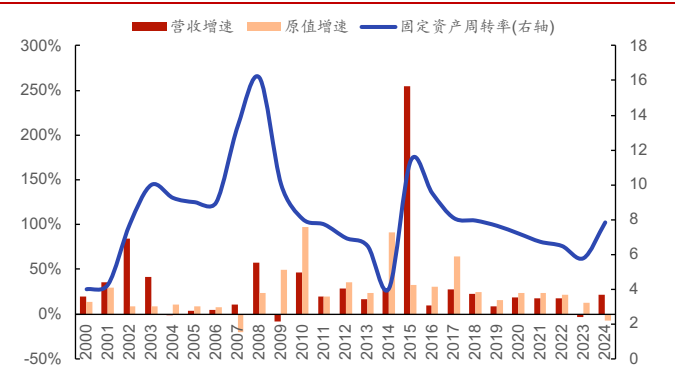


资料来源：中汽协、浙商证券研究所

(2) 消费电子行业：行业景气度回暖，资本支出低位，设备更新需求潜力大。消费电子行业趋势来看，资本开支周期滞后于固定资产周转率约 2-3 年时间，2024 年固定资产

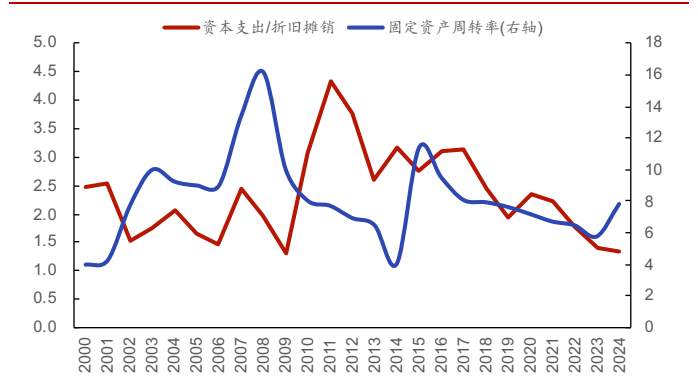
周转率回升，为自 2015 年持续下降以来首次，行业营收增速改善，预期未来设备更新的潜在需求在提升。

图14：消费电子零部件行业固定资产周转率



资料来源：Wind、浙商证券研究所

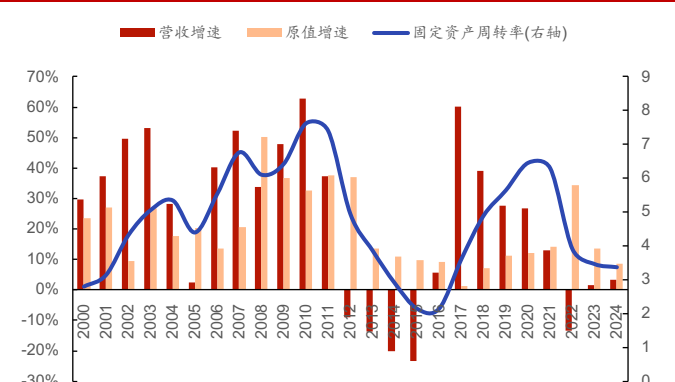
图15：消费电子零部件行业资本支出/折旧摊销



资料来源：Wind、浙商证券研究所

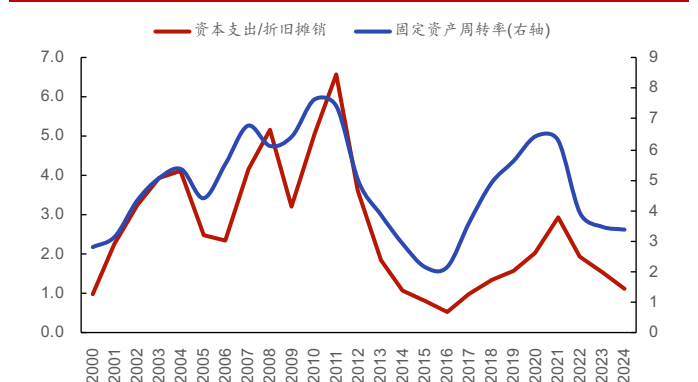
(3) 工程机械行业：资本支出低位，设备更新释放需求。2000-2011年工程机械行业资本支出大幅增加，2011年之后整体呈下降趋势，与机床周期大致相符；2024年行业固定资产周转率为3.36，资本支出/折旧摊销为1.12，均处于历史较低水平。

图16：工程机械行业固定资产周转率



资料来源：Wind、浙商证券研究所

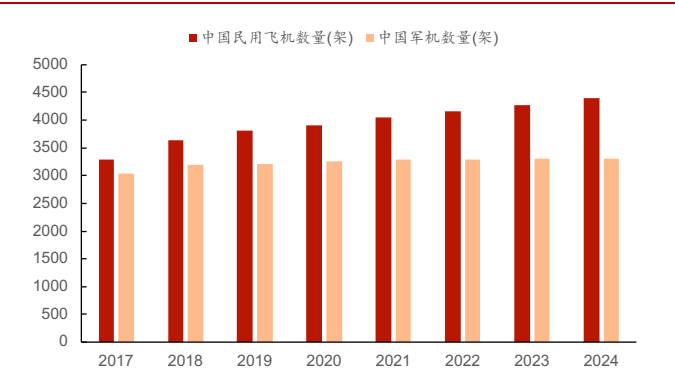
图17：工程机械行业资本支出/折旧摊销



资料来源：Wind、浙商证券研究所

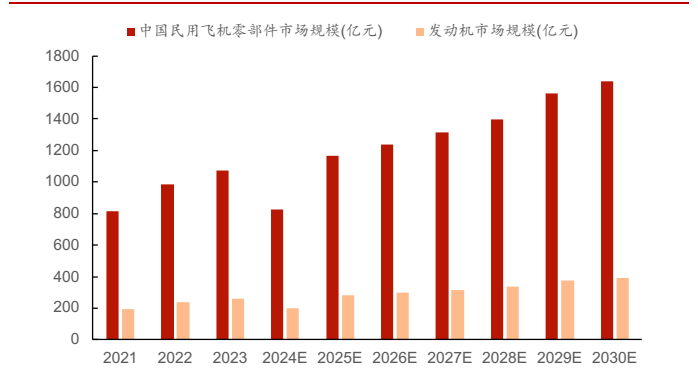
(4) 航空航天行业：高端技术突破有望加快国产替代。中国民用、军用飞机的数量持续增长，2024年数量分别为4394、3309架。根据弗若斯特沙利文数据，2023年中国民用飞机零部件市场规模1074亿元，发动机价值量占比约24%。高档五轴机床是生产发动机叶轮的重要设备，目前仍主要被国外企业垄断，未来国产替代空间广阔。

图18：中国民用、军用飞机数量



资料来源：Wind、中国民用航空局、浙商证券研究所

图19：中国民用飞机零部件市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文、浙商证券研究所

2.2 国内厂商技术突破，拓展中高端市场

高档数控机床相对中低档机床而言，加工零件的形状更复杂、误差更小、工作稳定性更高、加工效率更高，下游主要应用于前沿发展的领域。

表7：数控机床高、中、低档次分类

数控机床分类	划分标准	划分依据	应用领域
高档	4轴以上的加工中心 采用动力刀架 精度达到精密级	1、4轴以上加工中心可对工件侧面进行加工，减少了多次装夹误差，提高了加工精度，且具有较高技术难度。 2、适用了动力刀架的数控车床具备铣削功能，且具有较高技术难度 3、精密级依据《金属切削机床精度分级》及配套国家标准确定。且该等数控机床均具有通信和联网功能、具有三维图形显示功能。	汽车、航空航天、工程机械、模具、核电医疗、电子等领域复杂类零件的复合加工
中档	3轴加工中心 采用非动力刀架 精度未达精密级	1、采用较高精度、可靠性的数控系统 2、自动化程度高，加工效率较高，对人工操作依赖低 3、精度指标高于国家对相关产品的标准要求	汽车、工程机械、电子、模具、阀门等领域一般精度类零件的加工
低档	采用精度、可靠性较低数控系统 部分依赖人工操作 加工精度较低	1、只能进行简单车、铣加工 2、部分依赖工人操作，自动化、智能化程度低 3、加工精度较难保证	

资料来源：上市公司公告、浙商证券研究所

五轴联动是数控机床发展进入高端领域的一个重要技术指标。五轴联动技术是数控机床先进程度的重要衡量标准之一。“五轴”是指机床基本的直线轴 X、Y、Z 三轴，及附加的旋转轴 A、B、C 中的两轴；“联动”即五个轴同时运动，任意调整刀具或工件的姿态，实现对空间复杂型面的加工。

衡量数控机床先进程度的标准并非轴的绝对数量而是联动轴数量。RTCP (Rotational Tool Center Point, 旋转刀具中心点编程) 功能是区分“真假”五轴联动机床的主要依据之一。旋转轴旋转会引起刀尖点偏离原来位置，RTCP 能自动计算并补偿偏离距离，即直接使用刀尖点坐标编程，而不需要考虑机床结构、刀具长度等参数，只需一次对刀就可完成加工。

目前，五轴联动数控机床是解决航空发动机叶轮、叶盘、叶片、船用螺旋桨等关键工业产品加工的唯一手段，对航空航天、军事工业、科研、精密器械、高精医疗设备等行业有重要影响。从过去的“巴统清单”到现在的“瓦森纳协定”，发达国家一直把五轴数控系统及五轴联动数控机床作为战略物资实行出口许可证制度，对包括中国在内的诸多国家实行了严格的技术封锁。

图20：五轴联动机床示意图



资料来源：LIFUNGT、浙商证券研究所

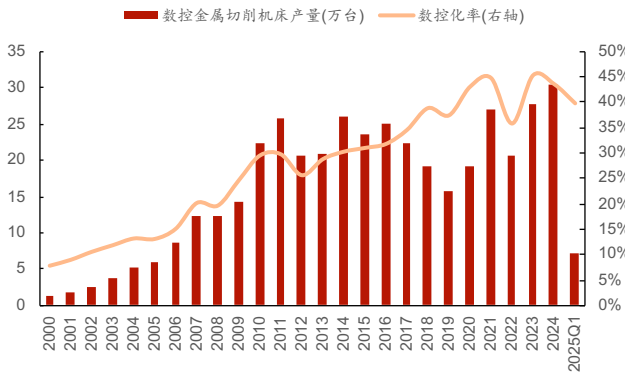
未来数控机床发展趋势：高速度、高精度、复合化、智能网络化、自动化。

- **高速度：**与生产效率直接相关。实现途径包括 1) 采用高速 CPU、多核 CPU 控制系统等技术；2) 提高主轴转速、坐标快速移动速度、换刀速度等；
- **高精度：**提高加工精度，一方面，改变传统工艺模式从而提高效率和精度，比如通过硬车实现“以车代磨”；另一方面，提高单个零部件精度的稳定性从而提高装配效率，无需再实施传统的“分组装配”模式。
- **复合化：**完成车、铣、钻、镗、磨等多工序加工，实现工艺集约、缩短物流线；
- **智能网络化：**具有相关结点信息上传和接收、自适应控制、操作智能化等特点；
- **自动化：**实现从毛坯到成品的全过程自动化加工。

千亿市场，大而不强。据 VDW 数据，2022 年我国机床消费全球占比 32%，居世界第一。虽然我国机床行业市场规模庞大，但企业规模普遍较小，缺乏行业巨头和标杆，尤其在高端领域。

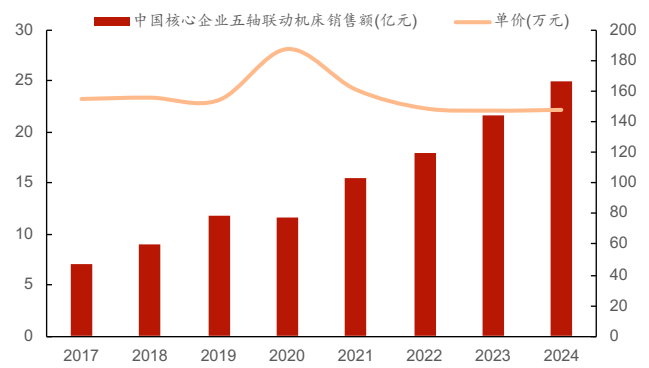
- **数控机床占比远低于发达国家水平。**2024 年，中国金属切削机床数控化率为 44%，与发达国家 80% 左右的数控化率相比，还存在较大的提升空间。
- **高档数控机床规模小、发展快。**高档数控机床价格较高，2024 年中国核心企业五轴联动机床平均销售单价约 150 万元。2024 年销售额仅 25 亿元，但增长较快，2019-2024 销售额 CAGR 约 16%。

图21：中国数控金属切削机床产量及占比



资料来源：Wind、浙商证券研究所

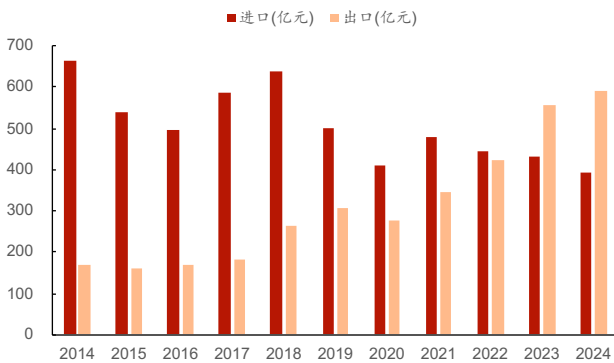
图22：国产高档数控机床规模小单价高



资料来源：智研咨询、浙商证券研究所

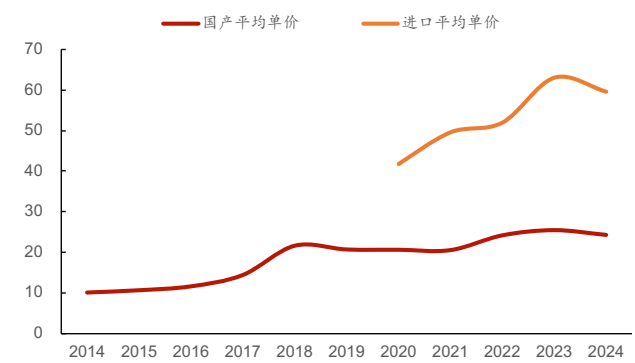
高档机床依然依赖进口。从价格走势来看，国内产值衡量的机床单价自2022年以来相对稳定，2024年为24万元/台。而进口机床的平均单价2024年达到60万元/台，保持上涨趋势。说明国内厂商在高档机床领域依然竞争力不足，高档机床依然依赖进口。

图23：中国机床进口及出口规模



资料来源：VDW、浙商证券研究所

图24：机床价格走势(万元)



资料来源：Wind、VDW、浙商证券研究所

高档数控机床仍由外资主导。国外机床公司具有较长的发展历史，来自日本、德国、美国、瑞士等国家的机床厂商占据行业第一梯队，代表性厂商包括德马吉森精机、发那科、山崎马扎克、哈默、格劳博、哈斯、斯达拉格等。

表8：部分国际知名机床公司简介

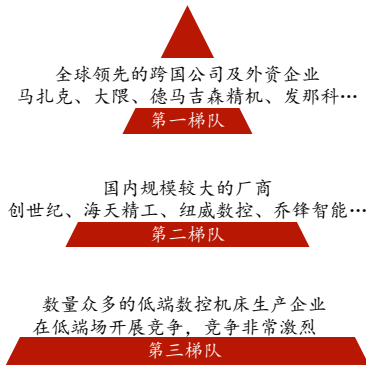
国家	公司	简介
日本	德马吉森精机	由德国德马吉和日本森精机两家世界知名机床品牌整合而成，是全球领先的金属加工机床制造商之一。产品包括数控车削中心、铣削加工中心、先进加工技术以及软件解决方案和自动化系统等。
	发那科	世界最大的专业生产工厂自动化设备和机器人的综合制造商。产品主要有数控机床控制系统（CNC）、智能机器人以及智能机械设备。其中CNC和机器人产品多年来在全球市场的占有率一直保持领先地位。基于在数控系统上的优势，其开发的CNC加工中心在产销量、质量稳定性、技术先进性等方面具有全球领先地位。
	山崎马扎克	全球知名的机床生产制造商，产品以高速度、高精度在行业内著称，机床产品遍及机械工业的各个行业。主要生产复合加工机、数控车床、立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心、数控激光加工机、柔性生产线系统、数控装置、CAD/CAM系统和生产支持软件等。在全球拥有日本、美国、英国、新加坡和中国等多家生产基地。
	大隈	机床销售居日本国内领先地位，以先进的自动化技术和成熟的工艺为全球提供一流产品。主要生产数控机床（数控车床、加工中心、磨床）、数控装置、工厂自动化产品、伺服电机等。
德国	牧野	主要产品包括卧式加工中心、立式加工中心、五轴加工中心、石墨加工中心、电火花线切割机和电火花成型加工机床等
	哈默	德国最著名的机床制造商之一，中小型五轴精密加工领域专家，五轴立式加工中心在国际市场处于领先地位。
	格劳博	研发和生产机床的国际企业，客户以全球知名的汽车制造商及其供应商为主，业务范围遍布全球。
	西门子	西门子数控系统SINUMERIK是其旗下自动化与驱动集团的产品，发展了多代，目前在广泛使用的主要有802、810、840等几种类型，其中西门子840S数控系统是世界上最畅销的五轴数控系统。
美国	海德汉	提供全系列绝对式和增量式旋转编码器、直线光栅尺和角度编码器。
	哈斯	美国最大的机床制造商，世界领先的数控设备制造商之一。主要产品包括数控立式加工中心、卧式加工中心、车削加工中心、五轴加工中心和转台产品等。所有设备均生产于美国南加州厂房。
瑞士	斯达拉格	高精度机床的全球技术领导者，产品主要用于对金属、复合材料及陶瓷材料工件进行铣削、车削、镗削和磨削加工。主要客户来自航空航天、能源、运输和工业领域。

资料来源：Wind、上市公司公告、浙商证券研究所

国内机床行业格局可分为三个阵营：第一阵营为外资企业，占据了高档数控机床市场大部分份额，例如日本的德马吉森精机、发那科、山崎马扎克、大隈、牧野，德国的哈默、格劳博等；第二阵营为大型国有企业和部分规模较大的民营企业；第三阵营为众多技术含量低、规模小的民营企业。

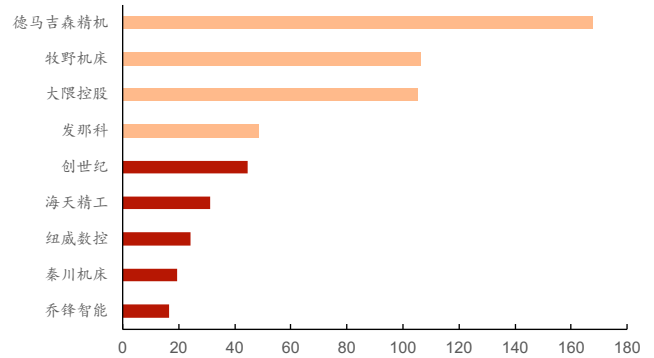
从规模来看，国内机床业务营收规模最大的五家上市公司 2024 年营收总和为 136 亿元，而德马吉森精机一家的机床业务规模就 168 亿元，可见国内机床尚有较大发展空间。

图25：数控机床行业竞争梯队



资料来源：前瞻产业研究院、浙商证券研究所

图26：2024年中国和日本上市公司机床业务营收规模(亿元)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

国内机床行业上市公司主要包括创世纪、秦川机床、亚威股份、华中数控、华东数控、海天精工、纽威数控、国盛智科、浙海德曼、科德数控、日发精机、汇洲智能、沈阳机床等，规模和业务特点介绍如下：

表9：国内机床上市公司简介

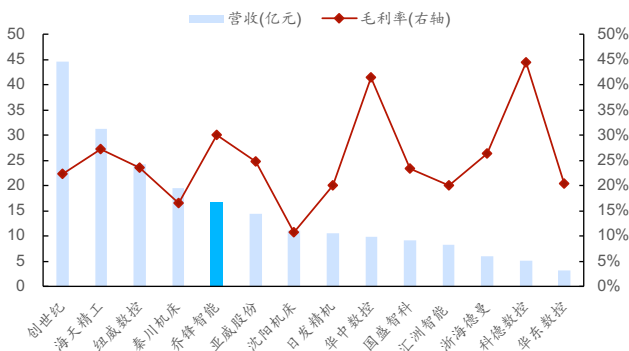
公司名称	营收(亿元)	毛利率	业务介绍
创世纪	46	23%	基于3C系列优势产品，拓展高端五轴加工中心、通用系列产品。目前产品种类包括五轴联动加工中心(2021年推出)、卧、工中心、钻铣加工中心、立式加工中心、龙门加工中心、数控车床、精雕机、走心机以及型材机等。
秦川机床	39	16%	磨齿机国内龙头。产业板块分为机床板块、零部件板块、工具类板块和仪器仪表板块。其中，机床板块的主要产品为精密齿机、数控车床、加工中心、车铣复合加工中心、秦川QCK/QMK系列专用机床、数控螺纹磨床、外圆磨床。
海天精工	34	27%	产品：数控龙门加工中心、数控卧式加工中心、数控立式加工中心、数控车床等。用于：汽车行业、模具行业、航空行业领域。2024年，公司全方位拓展产品线，成功开发GAU系列龙门、HS系列小龙门、五轴车铣复合加工中心、高速卧式双轴摇篮五轴、立加模具机及多款立式加工中心等产品。
纽威数控	25	24%	产品：高性能高速卧式加工中心、车铣复合加工中心、五轴联动立式加工中心、五轴联动龙门加工中心、五轴联动卧式加工中心等。用于：汽车、新能源、航空、工程机械、模具、自动化装备、电子设备、通用设备等行业。
亚威股份	21	23%	主营金属成形机床，此外还有激光加工装备、智能制造解决方案业务。金属成形机床主要产品包括冲压机床(压力机)、钣金机床(折弯机、数控转塔冲床)等，用于汽车、家电、工程机械、船舶、电力、航天航空、冶金等领域。
华中数控	18	33%	布局数控系统，即数控机床的“大脑”，为各类数控机床企业和汽车、3C、木工、磨床及高端重点领域等用户提供数控系统套和服务，具体包括数控车床、车削中心、数控铣床、立式加工中心、卧式加工中心、钻攻中心、各类专机、五轴机床等、高档数控机床等机型。
日发精机	18	17%	子公司1) 日发机床，布局两大类产品：数控磨超机床、金属切削类数控机床(龙门、立、卧加工中心)，面向汽车、航空、工程机械、人形机器人、石油化工、电力能源、农业机械、铁路及轨道交通、通用基础件等领域。2) 意大利MCM公司产品包括四轴卧加、五轴卧加、铣车磨复合卧加、翻板铣及智能FMS产线和多托盘系统等，适用于航空航天、汽车、精密业部件、能源、石油和天然气等领域的高精度加工。3) 浙江麦创姆，引进意大利MCM公司先进的技术工艺，服务中国及周边客户，产品用于航空航天、通用机械、船舶、汽车、液压、模具等行业。
沈阳机床	15	8%	主营机床整机产品，包括卧式车床、立式车床、卧式加工中心、立式加工中心及行业专机、自动线等，应用于汽车、工程机械、通用机械、新能源、消费电子等领域。2025年4月，公司拟通过发行股份购买资产的方式，获得沈机集团持有的中捷、中捷航空航天100%股权，以及通用机床公司持有的天津天锻78.45%股权。布局以五轴机床为代表的高端领域，突出智能制造机床制造能力。
国盛智科	10	24%	产品：五轴联动、高速高精立式、龙门、卧室加工中心。用于：机械设备、精密模具、汽车、工程机械、工业阀门、新能源、轨道交通、民用航空、石油化工、风电、半导体、船舶等领域。
汇洲智能	9	21%	旗下公司1) 齐重数控，布局重型、超重型立卧机床，应用于交通、能源、冶金、机械、船舶等领域；2) 青海青一，布局速、高精、高稳定可靠立卧机床；3) 2025年5月竞拍收购上海航天壹壹75%股权，布局高端五轴联动机床，用于航空航天、汽车、3C电子、新能源装备及通用机械智造等战略新兴领域。
浙海德曼	8	25%	产品：高端数控车床、并行复合加工中心、自动化生产线、普及型数控车床组成。用于：汽车、通用制造等行业。2024年公司有超过20款新产品在沙门基地试制，包括立式五轴五联动车铣复合中心，试制完成10多款新产品并有序安排生产。
科德数控	6	43%	主营五轴联动数控机床、高档数控系统、关键功能部件以及柔性自动化产线，五轴联动产品用于航空、航天、军工等领域复杂、精密零部件的加工制造，是加工叶轮、叶盘、叶片等透平机械类零件的必要途径。2024年推出六轴五联整体叶盘产品结构及理论测算加工效率均为“世界首创”。
华东数控	3	21%	国内规模较大的龙门导轨磨床厂商，动静压主轴技术国内领先。主营数控机床、普通机床及其关键功能部件，产品包括龙门铣床、数控龙门磨床、数控外圆磨床、万能摇臂铣床、平面磨床、动静压主轴等机床和功能部件。

资料来源：Wind、上市公司公告、浙商证券研究所

规模方面，2024 年机床业务收入前五的企业分别为：创世纪 45 亿元、海天精工 31 亿元、纽威数控 24 亿元、秦川机床 19 亿元、乔锋智能 17 亿元。毛利率排序分别为：乔锋智能 30%、海天精工 27%、纽威数控 23%、创世纪 22%、秦川机床 17%。产品平均单价来看，大致分为三个区间：

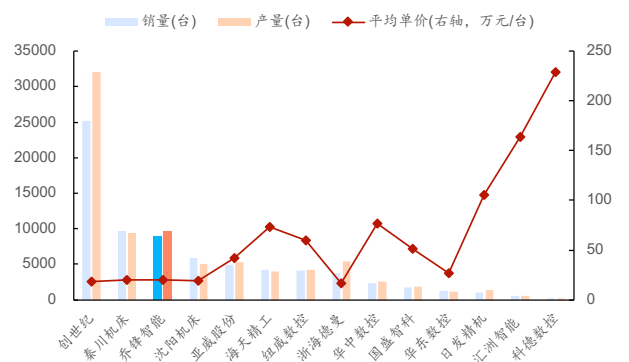
- **50 万元以下**：主要涵盖了细分赛道龙头、产品差异化竞争的公司，包括创世纪、秦川机床、乔锋智能、沈阳机床、亚威股份、浙海德曼、华东数控；
- **50-100 万元**：大部份为汽车、机械等领域的上市公司，包括海天精工、纽威数控、华中数控、国盛智科；
- **100 万元以上**：布局高端产品，主要针对航空航天领域的上市公司，包括日发精机、汇洲智能、科德数控。

图27：上市公司 2024 年机床业务营收、毛利率分布



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图28：上市公司 2024 年机床业务产、销、价分布

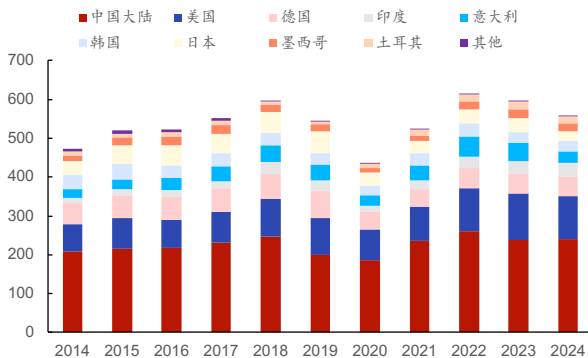


资料来源：Wind、浙商证券研究所

2.3 竞争格局改善，进口替代+出口出海

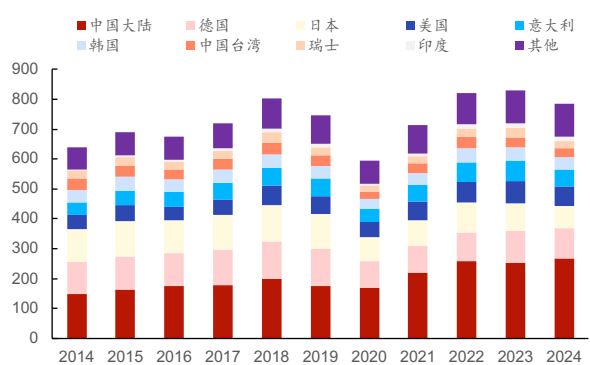
出海驱动：2019 年新一轮周期以来，国内机床净出口大幅提升。过去 10 年，中国机床行业供给端增速显著快于需求端。需求端，2014-2024 全球机床消费值从 474 亿欧元增长至 559 亿欧元，CAGR 为 1.7%；而中国机床消费值从 208 亿欧元增长至 241 亿欧元，CAGR 仅为 1.4%，低于全球平均增速。而供给端，2014-2024 中国机床产值从 148 亿欧元增长至 266 亿欧元，CAGR 为 6.0%，明显高于全球的 2.1%。

图29：全球主要国家及地区机床消费值(亿欧元)



资料来源：VDW、浙商证券研究所

图30：全球主要国家及地区机床产值(亿欧元)

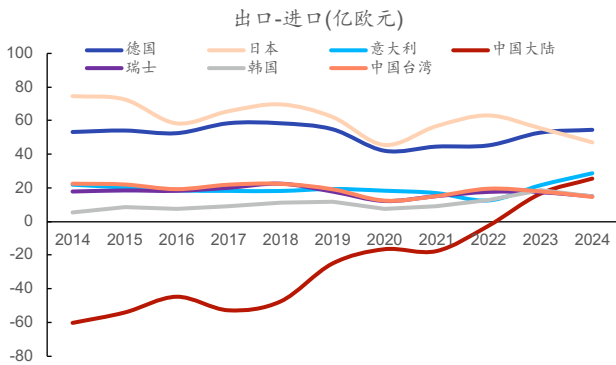


资料来源：VDW、浙商证券研究所

国产替代+出海出口。1) 净出口方面，过去 10 年，德国、日本、意大利、瑞士、韩国以及中国台湾是主要的机床出口国家和地区。中国自 2022 年以来，机床出口由逆差变为顺差，顺差规模持续增长，2024 年净出口全球排名第 4 位；2) 净进口方面，美国、印度、墨西哥、越南、俄罗斯、土耳其是目前主要的机床进口国。自 2014 年以来，美国和

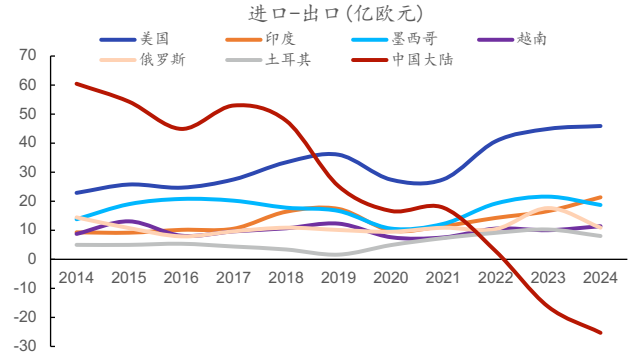
印度的机床进口顺差持续扩大，而中国则从最大的机床进口国变为出口国。因此，国内机床进口规模下降，说明进口替代不断推进；同时国内出口规模持续上升。

图31：机床净出口大于10亿欧元的国家和地区



资料来源：VDW、浙商证券研究所

图32：机床净进口大于10亿欧元的国家和地区(亿欧元)



资料来源：VDW、浙商证券研究所

国产替代稳步推进。选取国内机床业务规模较大的五家上市公司创世纪、海天精工、纽威数控、秦川机床、乔锋智能，与日本知名机床上市公司进行对比，发现国内和海外上市公司营收增速有明显负向关系，国内公司近5年的成长性更强。例如，2019年、2022年、2023年国内机床上市公司营收普遍下滑，而日本公司则普遍正增长；2020年、2021年、2024年、2025Q1国内机床公司营收普遍正增长，而日本公司则普遍下滑。

表10：国内 vs 日本上市公司营收增速

	国内上市公司营收增速						日本上市公司营收增速				
	创世纪	海天精工	纽威数控	秦川机床	乔锋智能	国内平均	发那科	德马吉森精机	大隈控股	牧野机床	海外平均
2019	-1.2%	-8.5%	0.3%	-0.7%	-	-2.5%	-14.0%	0.4%	19.8%	16.2%	5.6%
2020	-36.1%	40.1%	20.0%	29.4%	68.3%	24.3%	-13.9%	-33.3%	-12.5%	-16.1%	-19.0%
2021	53.6%	67.3%	47.1%	23.4%	70.8%	52.4%	-1.4%	5.7%	-34.9%	-33.5%	-16.0%
2022	-14.0%	16.4%	7.8%	-18.8%	18.2%	1.9%	16.0%	13.3%	22.2%	39.5%	22.7%
2023	-22.0%	4.6%	25.8%	-8.3%	-6.1%	-1.2%	15.6%	9.0%	31.0%	21.5%	19.3%
2024	30.5%	0.9%	6.1%	2.6%	21.0%	12.2%	-14.8%	-5.8%	-8.6%	-9.8%	-9.8%
2025Q1	22.4%	-2.2%	3.8%	6.4%	29.9%	12.1%	-	-14.2%	-	-	-14.2%

资料来源：上市公司公告、浙商证券研究所

3 乔锋智能：全面发展，具备成长潜力

公司业绩的核心增长点主要来自三方面：技术突破提升产品价值量、下游客户差异化布局快速提升市占率、扩产缓解产能压力扩大营收规模。

公司在高端领域不断实现突破。截至2024年末，高精度导轨磨床、高精度高刚性平面磨削等关键技术进入样机测试阶段；立式五轴加工中心、高刚性重型切削卧式五轴联动加工中心进入样机测试阶段，可用于航空航天叶轮/叶盘/压缩机叶片、模具、新能源汽车的电机壳等领域。

表11: 公司正在研发机型情况

产品	图片	研发阶段	产品特点	行业技术水平
超大行程低惯量五轴轻切加工中心		样机测试	采用天车式结构, 主轴采用 AC 摆头, 五轴联动, 三轴采用高速齿条传动, 可满足于木材、聚酯、代木、木料、保利龙泡沫、树脂、石膏、油泥和非金属等材质的加工	国内较多大型金属切削机床采用工作台移动的方式, 较少采用横梁移动的方式
抱台卧式镗铣床		样机测试	底座设计采用倒T结构, 立柱采用动柱形式, 主轴箱采用侧背主轴箱整套结构设计, 结构稳定, 接触面经过精密铲花程序, 确保最佳组装精度、结构强度及均衡负载。该机型可以用于大型、复杂、高精度工件的加工	目前行业内部分厂家采用双立柱的热对称结构, 将主轴箱置于立柱中间, 不便于维护保养
倒T卧式加工中心 JHT-1000		样机装配	床身整体为一种倒T型结构, 工作台在纵床身上作前后运动, 立柱在横床身上作左右运动, 保证移动部件的质量轻盈度。对下凹和模具内腔加工更为有利, 且排屑更容易, 加工精度稳定、效率高、质量好	目前国产卧式加工中心在精度、效率、智能化和可靠性等方面与国际先进产品仍有一定差距
立式五轴加工中心 VHJ650		物料采购	整体全新设计, 高刚性与稳定性的箱体结构底座和立柱, 以支撑单摆的 B、C 轴旋转, XY 轴使用十字滑台的设计, 旋转和倾斜工作台可实现精确的 5 轴联动加工, 使用 650mm 直径的 5 轴单臂 DD 摇篮转台。全密封钣金设计, 底部采用大角度设计, 排屑效果增强, 顶部大开口结构。该机型可以用于复杂、高精度工件的加工	目前行业内, 动柱式结构的机床在五轴中为主流, 但是结构较复杂, 设计和制造难度较大
HF-550S 新机型		样机装配	为高速高精度正T卧式加工中心, 采用高速大扭矩主轴, 配置 BT50 45T 圆盘式刀库, 三轴采用圆柱滚子高刚性导轨, 确保各轴运动的高速度、高精度和高刚性, 降低了动摩擦力; 可满足自动化组线需求, 占地面积小、加工能力强、生产成本低	目前国产卧加大多采用倒T结构, 三轴进给在 36 m/min 左右, 多采用机械主轴
HF-630 新机型		物料采购	为高速高精度正T卧式加工中心, X/Y/Z 轴采用圆柱滚子高刚性导轨, 确保各轴运动的高速度、高精度和高刚性, 降低了动摩擦力; 托盘和分度台采用锥销定位方式, 增加刚性、提高托盘交换时的重复定位精度同时配置了丰富的选项接口, 方便自动化组线加工; 可广泛应用于新能源汽车、军工、航空航天、工程机械及通用设备等行业	目前国产卧式加工中心大多采用倒T结构, 快移速度较慢且整体结构刚性不稳定, 选项配置较少
高刚性高抗震性方滑枕龙门		研发设计	整个 Z 轴部分采用硬轨承载, 保证高速震动小, 低速无爬行, 定位精度高, 伺服驱动性能优; 同时承载能力大, 切削抗震性能好, 提高机床的精度和精度稳定性及机床的使用寿命	目前行业内部分厂家采用硬轨方滑枕主轴箱, 安装难度较大, 不便于维护保养
动柱式龙门 DLM-14045		样机装配	为动柱结构, 提供充足的上下料空间。XY 轴使用齿轮齿条传动, 具有传递动力大、寿命长, 工作平稳, 可靠性高等特点, 加工最大工件能达到宽度3米、长度14米; 工作台承重按 10t/m² 设计标准; 可配置多组附加头, 满足多种加工需求	国内较多大型金属切削机床采用工作台移动的方式, 较少采用立柱移动的方式

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

差异化布局高成长行业。公司产品主要应用于通用设备、5G 通讯、消费电子、模具、汽摩配件、军工、航空航天、工程机械、医疗器械、能源等领域。随着下游行业景气度提升, 航空航天等领域对高端机床的需求不断释放, 公司所处行业需求有望提升。

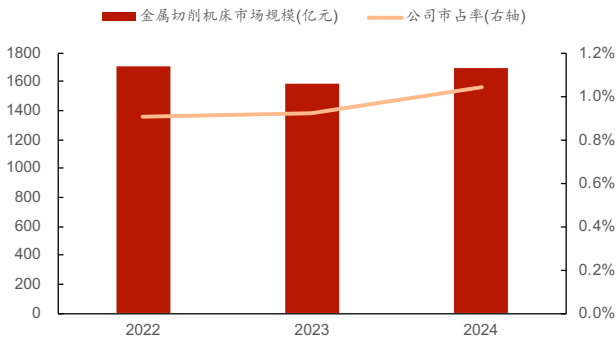
表12: 公司与同行业可比公司的产品及服务、应用领域及市场地位对比

公司	主要产品及服务	主要应用领域	2024 营收(亿元)	2024 毛利率
创世纪	3C 系列数控机床产品、通用系列产品	新能源领域、通用领域、3C 供应链领域等	46	23%
海天精工	龙门加工中心、卧式加工中心、卧式车床、立式加工中心	工程机械、电力设备、船舶、航空航天、铁路机车、军工、模具等	34	27%
纽威数控	大型加工中心、立式数控机床、卧式数控机床	立式加工中心、卧式加工中心、龙门加工中心、智能自动化生产线	25	24%
国盛智科	立式加工中心、卧式加工中心、龙门加工中心、智能自动化生产线	精密模具、新能源、航空航天、轨道交通、3D 打印、工业阀门等	10	24%
乔锋智能	立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心、数控车床、数控磨床等	通用设备、5G 通讯、消费电子、模具、汽摩配件、军工、航空航天、工程机械、医疗器械、能源等	18	29%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

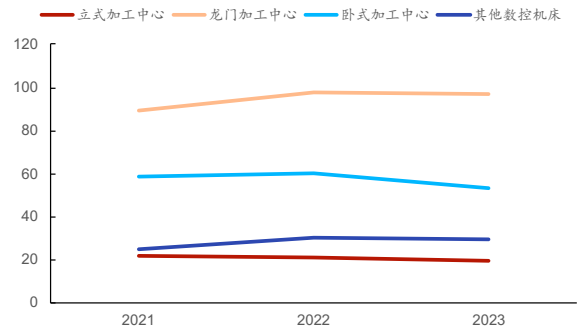
公司目前市场占有率较低。据中国机床工具工业协会数据，2024年金属切削机床行业营收规模为1687亿元，公司占比仅约1%，尚有较大增长空间。公司产品价格稳定，2023年立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心销售单价为20、97、54万元/台。

图33：公司在国内金属切削市场的份额情况



资料来源：Wind、中国机床工具工业协会、浙商证券研究所

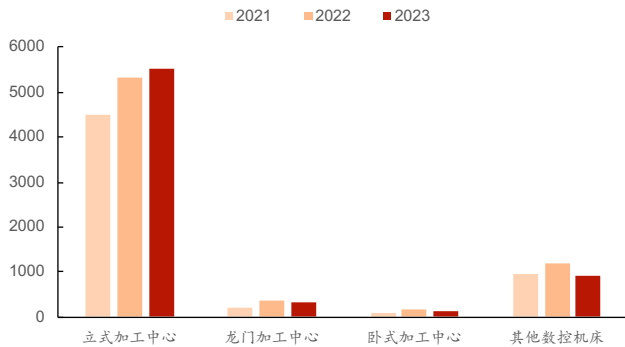
图34：公司各产品平均单价(万元)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

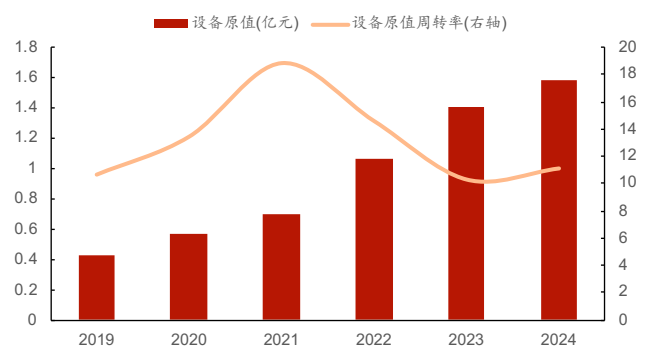
产能释放+海外市场布局推进，释放成长潜力。公司产能稳步提升，设备利用率较高。2023年公司核心产品立式加工中心产能利用率为96%，产销率107%。2024年公司设备原值周转率为11，设备原值同比增长12%。

图35：公司各产品的产能情况(台)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

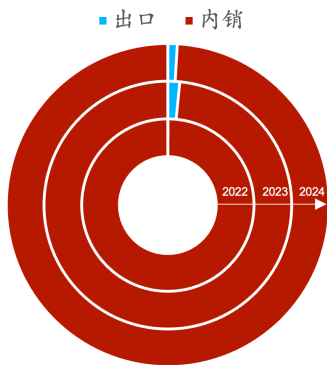
图36：产能规模持续扩大



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

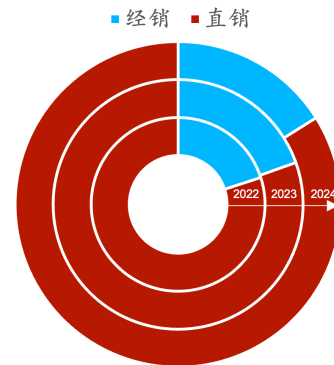
公司重视海外布局，公司战略规划为，初期通过当地经销商快速切入土耳其、墨西哥、印度尼西亚、越南等市场；中长期积极探索境外设立子公司、搭建海外销售平台、建立海外现货仓库等模式。销售模式方面，公司根据不同区域经济发展水平、客户集中度等情况采用“直销为主，经销为辅”的销售模式。

图37：国内销售占比95%以上



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

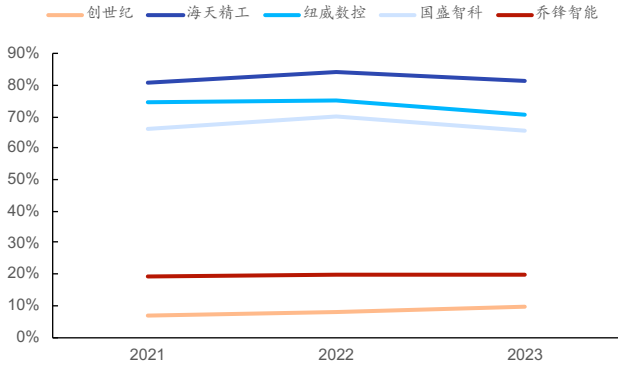
图38：直销占比80%以上



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

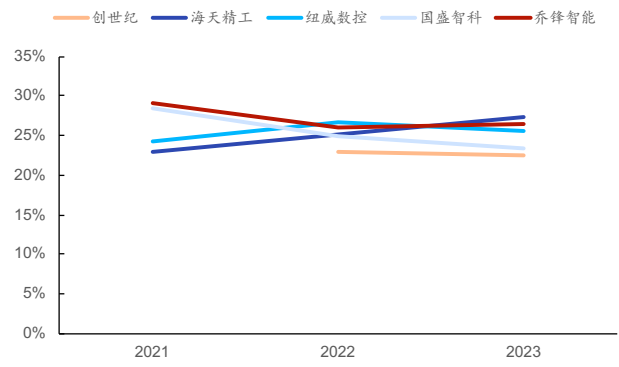
乔锋智能和创世纪均以直销为主，经销为辅，2023年经销收入占比分别为20%、10%；海天精工、纽威数控、国盛智科均以经销为主，2023年经销收入占比分别为81%、71%、66%。毛利率方面，经销毛利率区间为20%-30%，上市公司之间差异较小。2023年公司综合毛利率30%，经销毛利率为26%，略低于直销。

图39：可比公司经销收入占比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

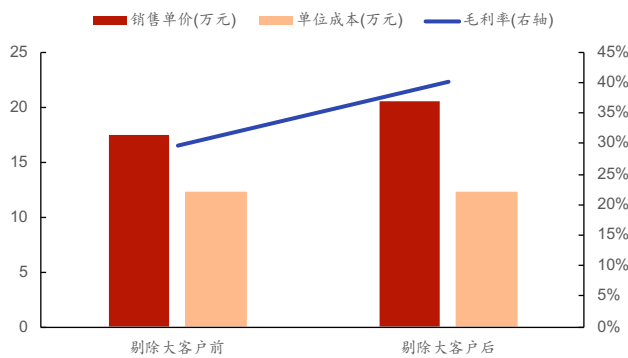
图40：可比公司经销毛利率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

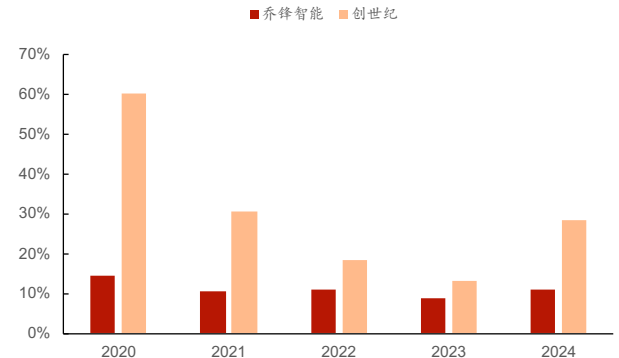
乔锋智能的大客户销售占比相对较低，2024年公司前五大客户销售占比为11%，创世纪前五大客户销售占比为29%。一般而言，大客户的议价能力强于小客户，所以公司针对小客户的产品销售单价、毛利率都高于大客户。

图41：小客户毛利率相对更高(以创世纪2020年财务数据为例)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

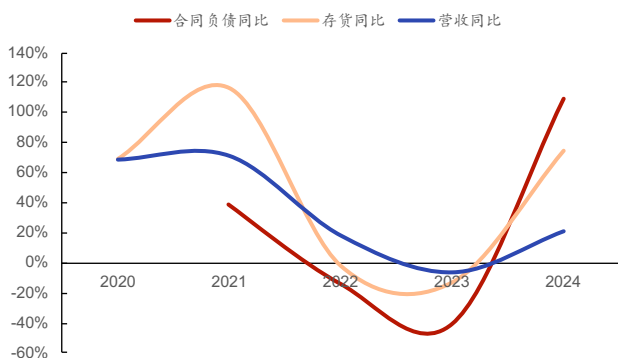
图42：公司和创世纪前五大客户营收占比



资料来源：Wind、浙商证券研究所

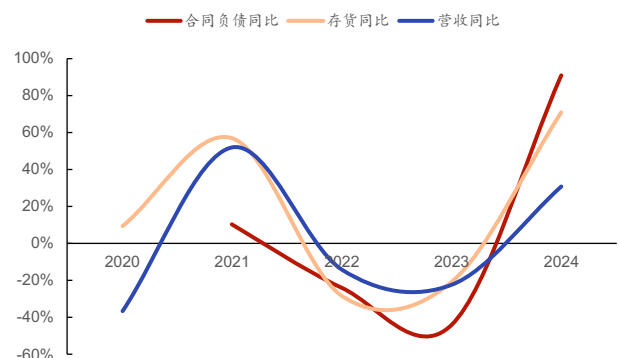
乔锋智能与创世纪在产品类型、下游应用市场较为相似，两者在营收、存货、合同负债的波动走势上非常类似。而且，2024年两公司的合同负债增长率都较高，意味着订单较好，为未来营收快速增长奠定基础。

图43：乔锋智能合同负债、存货、营收同比变化



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图44：创世纪合同负债、存货、营收同比变化



资料来源：Wind、浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

公司主营产品立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心、其他数控机床，2024 年营收规模分别为 14.0、1.0、0.6、1.0 亿元，占比分别为 80%、5%、3%、6%。我们对乔锋智能分业务进行假设预测：

立式加工中心：公司最具竞争力的产品，高档领域关键技术持续布局突破，下游市场加大开拓，产能释放，有望带来业绩增量。我们预计 2025-2027 年该业务营收分别为 16.8、19.4、22.3 亿元，分别同比增长 20%、15%、15%。

毛利率方面，随着公司不断开拓大客户市场，关键零部件自产比例提升，预期毛利率有望相对稳定。我们预计 2025-2027 年毛利率分别为 32%、32%、32%

龙门加工中心：下游包括工程机械等领域，公司该产品规模较小，竞争优势不明确。我们预期 2025-2027 年该产品营收 1.0、1.0、1.0 亿元，保持稳定。同时，预期毛利率保持稳定，假设 2025-2027 年毛利率分别为 21%、21%、21%。

卧式加工中心：随着公司五轴联动加工中心等新产品推出，有望进一步提升市占率。我们预期 2025-2027 年该产品营收 0.8、1.0、1.3 亿元，同比增长 30%、30%、30%。毛利率有望不断提升，假设 2025-2027 年毛利率分别为 20%、23%、25%。

综上，我们预计 2025-2027 年，公司营收分别为 21.4、24.9、29.4 亿元，同比增速分别为 21%、17%、18%，复合增速为 19%；归母净利润分别为 2.7、3.3、4.0 亿元，分别同比增长 32%、22%、23%，3 年复合增速为 25%。对应 PE 分别为 26、21、17 倍。

表13：公司主要产品营收及毛利率

产品		2024A	2025E	2026E	2027E
立式加工中心	收入(亿元)	14.0	16.8	19.4	22.3
	yoy	23%	20%	15%	15%
	毛利率	32%	32%	32%	32%
龙门加工中心	收入(亿元)	1.0	1.0	1.0	1.0
	yoy	-39%	0%	0%	0%
	毛利率	21%	21%	21%	21%
卧式加工中心	收入(亿元)	0.6	0.8	1.0	1.3
	yoy	42%	30%	30%	30%
	毛利率	14%	20%	23%	25%
其他数控机床	收入(亿元)	1.0	1.3	1.7	2.3
	yoy	25%	29%	30%	30%
	毛利率	26%	25%	25%	25%
其他业务	收入(亿元)	0.9	1.4	1.8	2.6
	yoy	204%	50%	30%	40%
	毛利率	20%	23%	23%	23%
合计：	收入(亿元)	17.6	21.4	24.9	29.4
	yoy	21%	21%	17%	18%
	毛利率	29%	30%	30%	30%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

备注：上述产能及产值等情况，均为浙商证券研究所通过假设估计测算

估值方面，目前可比上市公司包括创世纪、秦川机床、海天精工、科德数控、纽威数控、浙海德曼等，可比公司 2025 年预期 PE 均值为 69 倍。业务类型相似度较高的创世纪的 2025 年预期 PE 为 32 倍。综合考虑公司竞争力和成长趋势，给予 2025 年 35 倍 PE，对应目标价 78.24 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

表14：可比上市公司的股价、市值、归母净利润、PE

公司名称	股价(前复权)	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
	2025/7/25		2025/7/25	2024A	2025E	2026E	2027E	2025A	2026A
创世纪	8.71	145	2.4	4.6	6.3	-	31.7	23.2	-
秦川机床	12.46	127	0.5	0.8	1.0	1.5	161.5	121.5	87.5
海天精工	19.66	103	5.2	6.2	7.3	8.5	16.5	14.0	12.1
科德数控	58.07	77	1.3	1.7	2.3	2.9	44.7	34.1	27.0
纽威数控	14.11	65	3.3	3.7	4.3	4.9	17.6	14.9	13.2
浙海德曼	52.72	59	0.3	0.4	0.6	0.7	141.9	92.6	80.9
平均值		113	2.4	3.3	4.2	4.3	69.0	50.1	44.1
乔锋智能	58.00	70	2.1	2.7	3.3	4.0	25.9	21.3	17.3

资料来源：Wind、浙商证券研究所

备注：预测数据中，乔锋智能为浙商证券研究所测算，其余来自 Wind

5 风险提示

技术研发风险：技术突破是推动中高档产品国产替代的核心驱动力，因此技术路线选择、产品研发成败等，对公司经营有重要影响，研发失败可能导致市场开拓不及预期，进而影响营收业绩。

市场竞争加剧风险：低端产品市场价格竞争激励，高端产品市场面临国外大企业的长期垄断，如果公司不能在激烈的市场竞争中继续巩固自身优势，将影响市占率提升进而影响公司业绩增速。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2475	2811	3208	3653
现金	382	335	440	560
交易性金融资产	50	50	50	50
应收账款	478	638	764	913
其它应收款	2	5	4	5
预付账款	38	74	86	89
存货	848	1031	1187	1359
其他	677	677	677	677
非流动资产	847	887	940	1096
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	29	30	31	32
固定资产	474	498	598	800
无形资产	86	91	100	103
在建工程	84	147	78	22
其他	175	121	134	139
资产总计	3322	3698	4148	4750
流动负债	1221	1380	1543	1787
短期借款	25	0	0	0
应付款项	823	991	1157	1365
预收账款	0	0	0	0
其他	373	390	386	422
非流动负债	31	21	23	23
长期借款	0	0	0	(2)
其他	31	21	23	25
负债合计	1252	1401	1565	1810
少数股东权益	8	8	8	8
归属母公司股东权益	2063	2289	2575	2932
负债和股东权益	3322	3698	4148	4750

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(240)	172	256	397
净利润	203	270	330	404
折旧摊销	40	67	74	88
财务费用	(2)	(2)	(4)	(5)
投资损失	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	124	66	61	129
其它	(600)	(223)	(199)	(214)
投资活动现金流	(181)	(155)	(108)	(233)
资本支出	(83)	(150)	(100)	(230)
长期投资	(7)	(1)	(1)	(1)
其他	(92)	(4)	(7)	(2)
筹资活动现金流	626	(65)	(42)	(44)
短期借款	12	(25)	0	0
长期借款	0	0	0	(2)
其他	614	(40)	(42)	(41)
现金净增加额	204	(48)	106	120

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1760	2136	2495	2942
营业成本	1242	1495	1745	2060
营业税金及附加	9	11	12	15
营业费用	102	116	135	156
管理费用	76	91	102	118
研发费用	86	105	118	129
财务费用	(2)	(2)	(4)	(5)
资产减值损失	(44)	(44)	(44)	(44)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
其他经营收益	18	18	19	19
营业利润	226	301	367	450
营业外收支	(0)	(0)	(0)	0
利润总额	226	300	367	450
所得税	23	31	38	46
净利润	203	270	330	404
少数股东损益	(2)	0	0	0
归属母公司净利润	205	270	330	404
EBITDA	264	365	438	534
EPS (最新摊薄)	1.70	2.24	2.73	3.35

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	21.02%	21.39%	16.81%	17.92%
营业利润	19.02%	32.93%	22.20%	22.56%
归属母公司净利润	21.33%	31.52%	22.09%	22.73%
获利能力				
毛利率	29.41%	30.02%	30.05%	30.00%
净利率	11.54%	12.64%	13.21%	13.75%
ROE	12.34%	12.36%	13.51%	14.65%
ROIC	9.47%	11.59%	12.56%	13.53%
偿债能力				
资产负债率	37.69%	37.89%	37.74%	38.10%
净负债比率	3.14%	1.27%	0.88%	0.72%
流动比率	2.03	2.04	2.08	2.04
速动比率	1.33	1.29	1.31	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.61	0.64	0.66
应收账款周转率	6.20	6.64	6.78	6.92
应付账款周转率	4.07	3.55	3.50	3.52
每股指标(元)				
每股收益	1.70	2.24	2.73	3.35
每股经营现金	-1.99	1.43	2.12	3.29
每股净资产	17.08	18.96	21.32	24.28
估值比率				
P/E	34.13	25.95	21.25	17.32
P/B	3.40	3.06	2.72	2.39
EV/EBITDA	18.17	18.21	14.94	12.04

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>