

## 合锻智能(603011.SH)

## ——高端装备制造领军企业 尖端制造谋新篇

## 投资要点:

- **公司是国内高端成形机床成套装备行业的领军企业。**公司以高端成形机床和智能分选设备为主业。行业地位来看,成形机床方面:公司是液压机国家标准、行业标准的主要起草单位;多个领域的优势产品在业内处于领先地位。色选机方面:子公司中科光电在智能分选行业全球市场份额达到 top3。公司于 2014 年上市,实控人为严建文先生。2024 年,公司实现营收 20.74 亿元,同比增长 17.43%,实现归母净利润-0.89 亿元。2025 前三季度,公司实现营收 16.73 亿元,同比增长 14.03%,实现归母净利润-0.44 亿元。
- **高端成形机床:把握设备更新机遇,期待高端机床国产替代。**公司高端成形机床板块的液压机、机械压力机均属于锻造设备,2024 年以来政策面支持设备更新,机床工具品类有望受益。同时,当前我国机床行业高端市场供给不足、存在进口依赖。公司研发费用稳增,2024 年达到 1.21 亿元,同比增长 16.59%,期待公司通过打造更多高端装备创造新的增长点。此外,我们预计减值包袱有望逐渐消除;成形机床业务有望迎来业绩拐点。
- **智能分选设备:行业态势向好,产能储备为增长奠基。**公司色选机销量 2020-2024 年复合增速达到 13.8%,驱动色选机逐步成为公司主要利润来源,核心子公司中科光电(100%持股)是“国家重点专精特新小巨人企业”,2024 年实现净利润 1.39 亿元。募投项目投向调整,色选机产能储备为后续增长奠基。2025 年 1 月公司公告,拟将原 2021 年募投项目建设目标调整为年产 20 台煤炭干选机和 820 台智能光电分选机。我们认为,随着 AI 视觉技术在更大范围内应用,色选机有望在更多细分领域得到应用,公司色选机业务仍有望维持稳定增长趋势。
- **尖端制造:以核聚变为代表的尖端制造业务有望成为第三大板块。**依托高端装备制造能力和经验,一方面公司深度参与核聚变项目装备制造,从参与预研至今已深耕 4 年有余,除中标合肥 BEST 项目真空标段以外,公司亦参与 BEST 项目偏滤器、包层及第一壁等相关设备预研。另一方面公司与李政道研究所签约,在极限制造领域开展战略合作,积极参与对接李政道研究所“高真空拍瓦飞秒激光传输腔室子系统”及“高真空综合靶室子系统”等项目。我们认为,随着行业招投标逐步放量,以核聚变装备为代表的尖端制造有望成为公司新的支柱。
- **盈利预测与评级:**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-0.15/1.18/1.90 亿元,当前股价对应的 PE 分别为-108/67 倍。我们选取具有锻造装备、智能分选装备、核聚变相关业务的企业作为可比公司,例如国机重装、美亚光电、国光电气、安泰科技等。我们看好公司在传统高端装备制造及大科学装置领域的发展前景。首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:行业竞争风险、核聚变行业投资不及预期、回款不及预期与减值风险**

## 盈利预测与估值(人民币)

|            | 2023   | 2024     | 2025E   | 2026E   | 2027E  |
|------------|--------|----------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 1,766  | 2,074    | 2,413   | 2,742   | 3,326  |
| 同比增长率(%)   | 1.85%  | 17.43%   | 16.33%  | 13.63%  | 21.30% |
| 归母净利润(百万元) | 17     | -89      | -15     | 118     | 190    |
| 同比增长率(%)   | 27.05% | -634.93% | 82.60%  | 863.25% | 60.66% |
| 每股收益(元/股)  | 0.03   | -0.18    | -0.03   | 0.24    | 0.38   |
| ROE(%)     | 0.75%  | -4.15%   | -0.73%  | 5.37%   | 8.19%  |
| 市盈率(P/E)   | 769.76 | -143.90  | -826.98 | 108.35  | 67.44  |

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-0.15/1.18/1.90 亿元，当前股价对应的 PE 分别为-108/67 倍。我们选取具有锻造装备、智能分选装备、核聚变相关业务的企业作为可比公司，例如国机重装、美亚光电、国光电气、安泰科技等。

### 关键假设

结合公司发展态势及外部行业环境，我们对公司 2025-2027 年经营假设如下：  
1) 通用装备板块：假设液压机销售量维持稳定，机械压力机销售量小幅增长，毛利率逐渐修复；2) 专业设备板块：假设色选机销量维持 10%增速，毛利率维持 40%~42% 水平。

### 投资逻辑要点

公司作为深度参与当前在建核聚变项目各环节装备制造的企业，传统存量业务有望逐步走出阴影，同时尖端制造业务或成为新的发展支柱。

我们看好公司在传统高端装备制造及大科学装置领域的发展前景。

### 核心风险提示

行业竞争风险、核聚变行业投资不及预期、回款不及预期与减值风险。

## 内容目录

---

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 合锻智能：高端装备制造领军企业 .....              | 5  |
| 2. 传统主业：把握设备更新机遇 产能储备充裕 .....         | 8  |
| 2.1. 高端成形机床：把握设备更新机遇 期待高端机床国产替代 ..... | 8  |
| 2.2. 智能分选：行业态势向好 产能储备为增长奠基 .....      | 9  |
| 3. 布局尖端制造 核聚变装备谋新篇 .....              | 10 |
| 4. 盈利预测与评级 .....                      | 12 |
| 5. 风险提示 .....                         | 13 |

## 图表目录

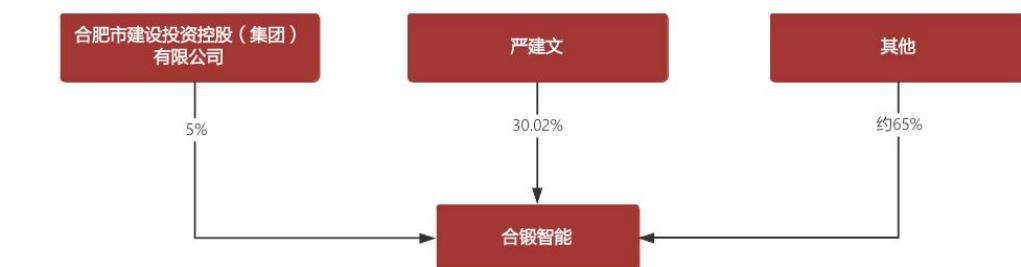
---

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）    | 5  |
| 图表 2: 公司液压机应用领域及产品案例                 | 5  |
| 图表 3: 公司机械压力机应用领域及产品案例               | 6  |
| 图表 4: 公司智能分选设备应用领域及产品案例              | 6  |
| 图表 5: 2020-2024 年通用设备制造：产品销量（台）      | 6  |
| 图表 6: 2020-2024 年专用设备制造：产品销量（台）      | 6  |
| 图表 7: 2020-2024 年主要产品毛利率(%)          | 7  |
| 图表 8: 2020-2024 年主要产品毛利（亿元）          | 7  |
| 图表 9: 2020-2024 年营业收入（百万元）及增速        | 7  |
| 图表 10: 2020-2024 年归母净利润（百万元）及增速      | 7  |
| 图表 11: 2020-2024 年减值（亿元）             | 7  |
| 图表 12: 2020-2024 年净利润及加回减值后净利润（亿元）   | 7  |
| 图表 13: 部分成形机床国产率情况（2024 年）           | 8  |
| 图表 14: 公司研发费用（百万元）及增速                | 9  |
| 图表 15: 公司色选机收入（亿元）与竞争对手对比            | 9  |
| 图表 16: 上市公司色选机相关业务毛利率对比（%）           | 9  |
| 图表 17: 国内聚变商业化公司梳理                   | 10 |
| 图表 18: 聚变新能 2024-2025 年 12 月底重要招投标项目 | 11 |
| 图表 19: 公司参与核聚变装备制造情况                 | 12 |
| 图表 20: 可比公司相对估值表                     | 12 |

## 1. 合锻智能：高端装备制造领军企业

公司是国内高端成形机床成套装备行业的领军企业。前身为合肥锻压机床总厂，始建于1951年。公司以高端成形机床和智能分选设备为主业，为客户提供包括液压机、机械压力机、色选机、聚变堆核心零部件、智能化集成控制及新材料等产品和服务。公司于2014年11月上市，实控人为严建文先生；截至2025年9月底，严建文持有公司股份比例为30.02%。第二大股东为合肥建投，为合肥国资委下属企业。

图表1：公司股权结构图（截至2025年9月30日）



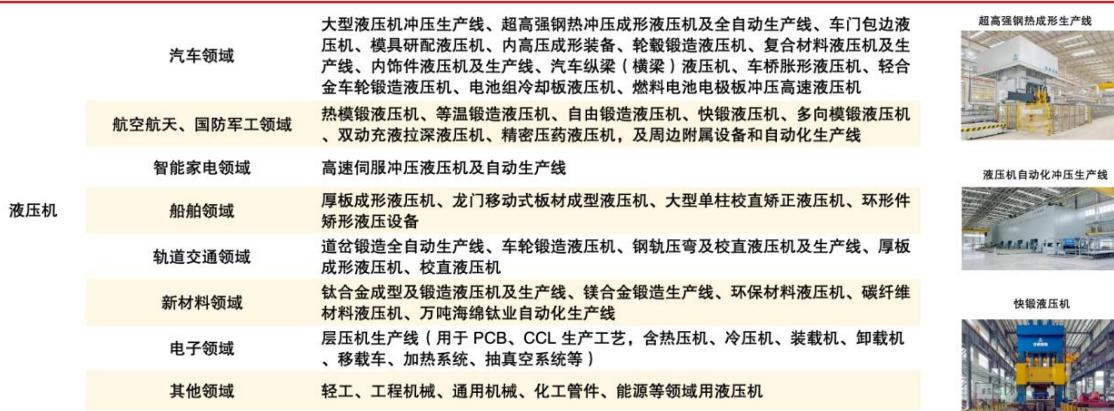
资料来源：Wind, 华源证券研究所

上市前，公司以各类液压机、机械压力机为主业，随着2016年收购中科光电100%股权，公司业务板块划分为通用设备制造（液压机、机械压力机为主）和专用设备制造（色选机为主）两大板块。其中：

1) **液压机及机械压力机**：主要应用于汽车、航空航天、国防军工、智能家电、船舶、轨道交通、新材料、电子等领域，总体处于国内领先水平。行业地位来看，公司是液压机国家标准、行业标准的主要起草单位，是国家“制造业单项冠军示范企业”，并设立了“院士工作站”、“博士后科研工作站”，拥有“智能锻压装备技术安徽省重点实验室”等。

2) **色选机**：产品主要集中在大米、杂粮、茶叶等大宗原材料领域，以及固体废弃物、矿石、煤炭、水产、果蔬等新兴领域。子公司中科光电在智能分选行业全球市场份额达到top3。

图表2：公司液压机应用领域及产品案例



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

**图表 3：公司机械压力机应用领域及产品案例**


资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

**图表 4：公司智能分选设备应用领域及产品案例**

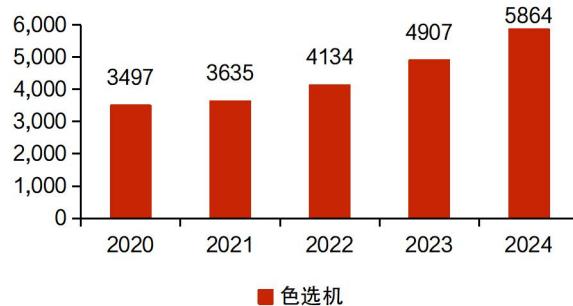

资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

**色选机是当前主要利润来源，液压机、机械压力机业绩包袱有望逐渐消除。**2024 年，公司实现营收 20.74 亿元，同比增长 17.43%，实现归母净利润-0.89 亿元。主要系母公司主要客户下游竞争激烈导致毛利率下滑、计提存货和长期股权投资等资产减值准备所致，减值对业绩影响金额约-1.17 亿元。2025 前三季度，公司实现营收 16.73 亿元，同比增长 14.03%，实现归母净利润-0.44 亿元。

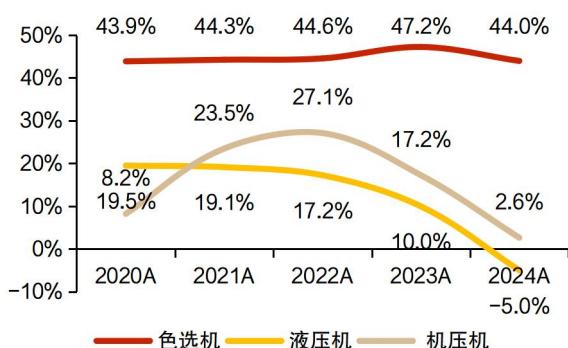
回顾上市以来业绩，1) 色选机销量 2020-2024 年复合增速达到 13.8%，色选机逐步成为公司主要利润来源，核心子公司中科光电（100%持股）2024 年实现净利润 1.39 亿元；2) 液压机、机械压力机受下游汽车客户竞争激烈影响，毛利率下行并产生减值，近年来通用设备板块业绩承压。我们认为，随着减值包袱逐步消除，公司传统主营业务有望走出阴影、迎来拐点。同时，公司合同负债延续过去几年高增趋势，截至 2024 年底公司合同负债 4.73 亿元，同比增长 34.0%，我们认为或为后续增长奠定基础。

**图表 5：2020-2024 年通用设备制造：产品销量（台）**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 6：2020-2024 年专用设备制造：产品销量（台）**


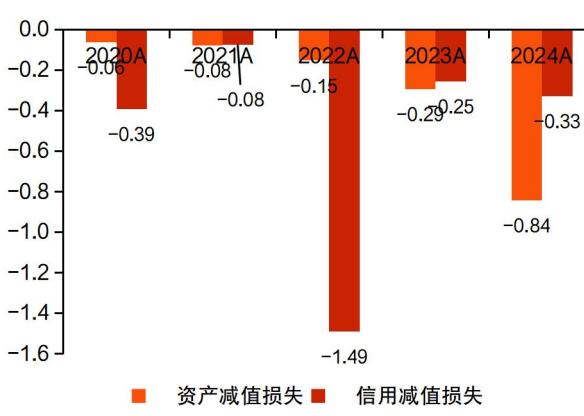
资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 7: 2020-2024 年主要产品毛利率 (%)**


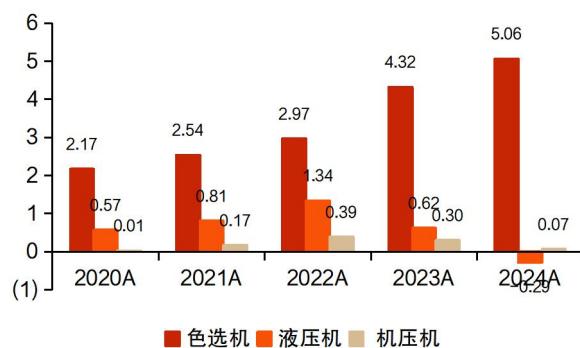
资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 9: 2020-2024 年营业收入 (百万元) 及增速**

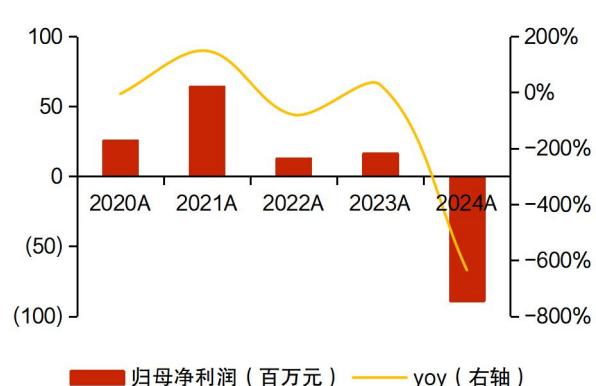

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 11: 2020-2024 年减值 (亿元)**


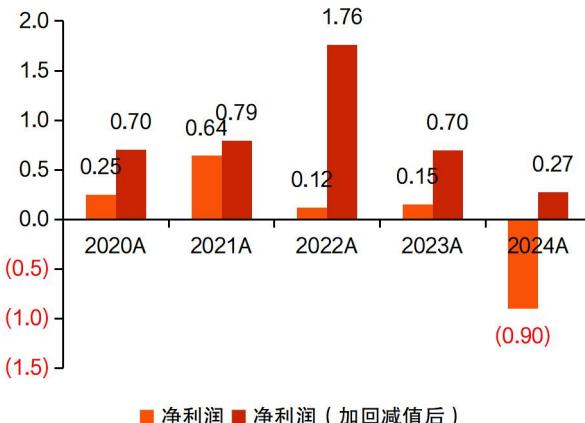
资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 8: 2020-2024 年主要产品毛利 (亿元)**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 10: 2020-2024 年归母净利润 (百万元) 及增速**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 12: 2020-2024 年净利润及加回减值后净利润 (亿元)**


资料来源：wind，华源证券研究所

## 2. 传统主业：把握设备更新机遇 产能储备充裕

### 2.1. 高端成形机床：把握设备更新机遇 期待高端机床国产替代

我国高端机床仍存在对外依赖，国产替代仍是重要突破方向。公司高端成形机床板块的液压机、机械压力机均属于锻造设备，常用于航空航天、新能源汽车、高铁、船舶和国防军工等领域的大型锻件生产，关键装备的国产化对于降低上述行业生产成本、保障供应链安全具有重要意义。然而，当前我国机床行业处于“大而不强”状态，中低端市场产能过剩，高端市场供给不足、存在进口依赖。

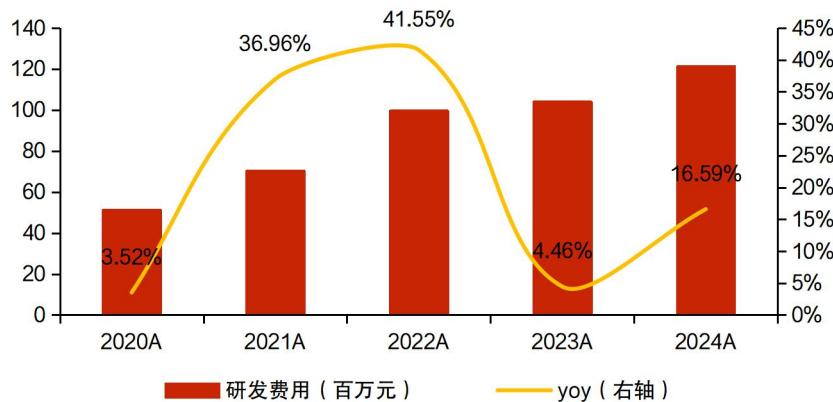
图表 13：部分成形机床国产率情况（2024 年）

| 装备            | 国产化率情况        |
|---------------|---------------|
| 热成形生产线        | 国产化率超过 40%    |
| 内高压成形机        | 国产化率达 70% 以上  |
| 精冲装备          | 国产化率 40% 以上   |
| 挤压机           | 国产化率突破 40% 门槛 |
| 大型多工位机械压力机    | 国产化率达 50% 以上  |
| 国产大吨位压铸机整机产业链 | 自主化率超过 90%    |

资料来源：宋涛等《新能源汽车制造技术变革下的高端数控机床发展综述》，华源证券研究所

设备更新机遇已来，公司机床产品有望受益。2024 年 3 月，工信部等七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》；2024 年 9 月，工信部印发 2024 版《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》，大批机床工具品类列于其中。

公司部分优势产品在业内处于垄断地位；研发费用稳增，期待公司通过打造更多高端装备创造新的增长点。公司是液压机国家标准、行业标准的主要起草单位；拥有国内领先的研发平台和研发资源，例如“国家重点实验室先进制造合肥分中心”、“数控锻压机床装备国家地方联合工程研究中心”等。大型冲压成形液压机生产线和热成形生产线处于国际先进水平，多个领域的优势产品在业内处于垄断地位。上市以来公司研发费用稳增，2024 年达到 1.21 亿元，同比增长 16.59%。我们认为持续的研发投入有助于保持公司在业内领先地位及市场份额，同时通过改善高毛利产品占比提升机床业务整体盈利能力。

**图表 14: 公司研发费用 (百万元) 及增速**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

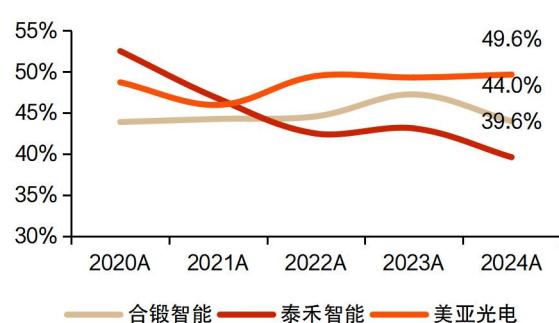
## 2.2. 智能分选：行业态势向好 产能储备为增长奠基

技术升级背景下，色选机应用领域持续拓展，需求有望维持增长。根据公司公告，色选机正式迈入了智能化 AI 色选机时代，色选物料从传统大米去杂拓展到杂粮、茶叶、固废、矿石、煤炭等多个领域。从下游需求来看，传统大宗粮食领域对色选机需求平稳，当前需求以更新换代为主；近年来新兴的再生资源、工业分选发展较快，色选机需求具备较大增长潜力。

色选机行业增长态势良好，公司色选机业务有望维持稳增。中科光电是公司智能分选装备产品的主要经营主体，是“国家重点专精特新小巨人企业”。对比合锻智能及其国内主要竞争对手美亚光电、泰禾智能有关色选机或智能分选设备财务数据可知，近年来各家公司的色选机相关收入维持良好增长态势。我们认为，随着 AI 视觉技术在更大范围内应用，色选机有望在更多细分领域得到应用，公司色选机业务仍有望维持稳定增长趋势。

**图表 15: 公司色选机收入 (亿元) 与竞争对手对比**


资料来源：Wind, 华源证券研究所。注：数据为各公司色选机或智能检测分选装备对应收入。

**图表 16: 上市公司色选机相关业务毛利率对比 (%)**


资料来源：Wind, 华源证券研究所。注：数据为各公司色选机或智能检测分选装备对应毛利率。

**募投项目投向调整，色选机产能储备为后续增长奠基。**公司于 2021 年通过非公开发行股票募集资金约 4.34 亿元（扣除发行费用后净额），原计划使用其中约 3.09 亿元建设年产 80 台煤炭干选机产业化项目（一期）。2025 年 1 月公司公告，拟将建设目标调整为年产 20 台煤炭干选机和 820 台智能光电分选机，达到预定可使用状态日期调整为 2026 年 12 月。公

司 2024 年色选机产量和销量分别为 5601 和 5864 台，新增产能有望为满足后续市场需求奠基。

### 3. 布局尖端制造 核聚变装备谋新篇

**公司依托高端装备制造能力和经验，推动核聚变及尖端制造产业的发展。**一方面，公司深度参与核聚变项目装备制造，另一方面与李政道研究所签约，在极限制造领域开展战略合作，积极参与对接李政道研究所“高真空拍瓦飞秒激光传输腔室子系统”及“高真空综合靶室子系统”等项目。其中，公司在核聚变装备制造领域已深耕 4 年有余，随着行业招投标逐步放量，我们认为以核聚变装备为代表的尖端制造业务有望成为公司新的支柱。

**核聚变行业：发展迈入新阶段，项目招投标有望带动订单及业绩放量。**

此前我们发布报告《技术、政策、资本多维共振，聚变设备需求或已步入扩张前夜》，并认为**当前我国核聚变行业已经进入大工程引领的产业初期阶段**。在以中科院和中核集团为代表的引领下，核聚变商业化公司数量在“十四五”期间出现明显增长，新立项核聚变项目及招投标规模亦验证了行业发展阶段的转变。

图表 17：国内聚变商业化公司梳理

| 公司名称                 | 成立时间                               | 所在地点 | 相关装置/项目及进展   | 技术路线         |
|----------------------|------------------------------------|------|--|--------------|
| 新奥科技发展有限公司           | 2006 年 (2017 年启动聚变研究)              | 廊坊   | <b>玄龙-50U：</b> 2025 年 4 月实现百万安培 (兆安) 等离子体电流。<br><b>和龙-2：</b> 2022 年启动，2024 年完成物理设计。  | 球形环 ( 氢硼聚变 ) |
| 聚变新能 ( 安徽 ) 有限公司     | 2023 年 5 月                         | 合肥   | <b>BEST 项目：</b> 2025 年 5 月已启动总装，预计 2027 年建成。<br><b>CFEDR ( 中国聚变工程实验堆 ) 项目：</b> 预计 2035 年建成。  | 托卡马克         |
| 能量奇点能源科技 ( 上海 ) 有限公司 | 2021 年                             | 上海   | <b>洪荒 70 ( HH70 )：</b> 2024 年 6 月获得第一等离子体 ;2025 年 2 月自主研制的经天磁体成功励磁至 21.7 特斯拉，创下大尺寸高温超导 D 形磁体最高磁场纪录。<br><b>洪荒 170：</b> 以实现聚变净能量增益为目标，计划于 2027 年建成运行。  | 托卡马克         |
| 陕西星环聚能科技有限公司         | 2021 年                             | 西安   | <b>SUNIST-2：</b> 2023 年 7 月完成建设并开展首轮运行。<br><b>NTST：</b> 2024 年 11 月宣布启动负三角球形托卡马克 NTST 的建设，NTST 有望成为全球首例负三角球形托卡马克。<br><b>星环一号 (CTRFR-1) 聚变装置：</b> 研发。 | 托卡马克         |
| 瀚海聚能 ( 成都 ) 科技有限公司   | 2022 年                             | 成都   | <b>直线型场反位形等离子体实验装置：</b> 在建。  | 直线型场反位形      |
| 江西聚变新能源有限公司          | 2024 年 8 月                         | 南昌   | <b>星火一号：</b> 2025 年 3 月完成项目需求评审，物理设计和技术方案被认为总体可行。下一步将进入实施阶段。   | 聚变裂变混合堆      |
| 合肥星能玄光科技有限责任公司       | 2024 年 3 月                         | 合肥   | <b>KMAX-U 直线型先进场反磁镜装置：</b> 在建。   | 场反磁镜         |
| 中国聚变能源有限公司           | 2023 年 12 月揭牌；<br>前身中国核燃料有限公司，最早成立 | 上海   | <b>环流 4 号 ( HL-4 )</b>   | 托卡马克         |

|                  |            |    |      |         |
|------------------|------------|----|------|---------|
|                  | 于 1983 年   |    |      |         |
| 上海未来聚变能源科技有限公司   | 2024 年     | 上海 | -    | -       |
| 先觉聚能科技(四川)有限公司   | 2025 年 3 月 | 成都 | -    | Z 缩混合堆  |
| 诺瓦聚变能源科技(上海)有限公司 | 2025 年 4 月 | 上海 | -    | 场反位形磁压缩 |
| 东昇聚变(上海)技术有限公司   | 2025 年 7 月 | 上海 | 晨光项目 | 托卡马克    |

资料来源：各公司官网等，华源证券研究所

**BEST 项目引领行业发展迈入新阶段：**由合肥国资、中科院、央企、社会资本等投资的聚变新能(安徽)有限公司投资建设的 BEST(Burning plasma Experimental superconducting Tokamak)装置有望成为世界首个紧凑型聚变能实验装置，项目已于 2025 年 5 月启动总装，预计 2027 年建成。从招投标节奏来看，聚变新能自 2023 年成立以来，其 2024/2025 年招投标逐步起量，从项目节奏来看，我们预计该项目投资规模有望超百亿元。相较于过去小型实验装置而言，我们认为该项目主要有两大变化：第一，该项目在投资量级上发生了变化；第二，项目以 Q 值达到 1~5 为科学目标，有望引领整个行业步入新发展阶段。

图表 18：聚变新能 2024-2025 年 12 月底重要招投标项目

| 招标项目                         | 招标时间       | 招标估算价/最高限价(万元) | 中标价(万元) |
|------------------------------|------------|----------------|---------|
| 真空气室扇区、窗口延长段、重力支撑项目招标公告      | 2024-03-15 | 51240          | 51240   |
| 高电流密度Nb3Sn超导线采购(二次)          | 2025-01-23 | 不设最高控制价        | 16350   |
| BEST环布系统总装工程采购               | 2025-11-14 | 18000          | 14220   |
| BEST偏滤器靶板及集成采购项目             | 2025-10-10 | 13610          | 12277   |
| 磁体电源储能系统采购                   | 2025-11-19 | 8100           | 7980    |
| BEST系统CC、CS、PF磁体电源采购         | 2025-11-14 | 18900          | 7691    |
| ITER级Nb3Sn超导线采购项目            | 2025-11-20 | 7500           | 7498    |
| 紧凑型聚变能实验装置电源系统失超保护(FDU)开关设备采 | 2025-08-08 | 9000           | 6700    |
| NbTi超导线采购项目(二次)              | 2025-01-23 | 不设最高控制价        | 6360    |
| 低温传输线采购                      | 2025-10-27 | 6944           | 5794    |
| 冷屏采购项目                       | 2024-09-16 | 6500           | 5500    |
| BEST屏蔽包层系统不锈钢屏蔽块采购           | 2025-11-14 | 13900          | 4918    |
| 高电流密度Nb3Sn超导线(二次)            | 2025-08-08 | /              | 4905    |
| 磁体支撑系统采购项目                   | 2024-10-25 | 4600           | 4400    |
| 5#楼用户侧工艺配电设备及安装采购            | 2025-11-14 | 5400           | 4396    |
| 5#楼工艺变电所设备及安装工程项目            | 2025-04-17 | 4025           | 3890    |
| 钢构设备平台采购项目                   | 2025-10-17 | 4500           | 3298    |
| 低温氮气系统                       | 2025-09-29 | 3280           | 2950    |
| BEST离子回旋共振加热高压电源系统-电源模块、绝缘支架 | 2025-09-30 | 4096           | 2895    |
| 中压氮气储罐采购项目                   | 2025-03-25 | /              | 2486    |
| PF、CC、CS直流传输系统制造及测试采购        | 2025-11-20 | 2770           | 2378    |
| COOL TBM锂铅主传热系统采购(二次)        | 2025-10-31 | 1900           | 1715    |
| BEST偏滤器支撑盒体部件采购项目            | 2025-10-10 | 2580           | 1379    |
| BEST下被动板第一壁集成及采购项目           | 2025-10-10 | 1700           | 1280    |
| BEST项目VS线圈采购                 | 2025-11-10 | 1300           | 1257    |
| BEST离子回旋共振加热高压电源系统-多绕组高压隔离干式 | 2025-09-30 | 1723           | 1150    |

资料来源：聚变新能官网，华源证券研究所。注：因招投标数量较多，该表按照中标价格 1000 万以上筛选；时间范围为 2024-2025

年。

**公司：深度参与 BEST 项目，并有望受益于行业其他项目落地；以核聚变为代表的尖端制造业务有望成为公司第三大板块。**

在核聚变及其他大科学装置研制方向，公司目前已与能源研究院、中核二三、李政道研究所签订战略合作协议，同时与安泰科技联合研制核聚变核心部件。在具体装备制造方面，除中标真空室标段以外，公司参与 BEST 真空室偏滤器、包层、第一壁等项目的研制工作。此外，随着后续其他商业化公司的核聚变项目落地，公司作为国内高端成形装备制造企业，有望获取新订单。

**图表 19：公司参与核聚变装备制造情况**

| 装备                  | 进展  |
|---------------------|---|
| BEST 项目真空室          | <p>公司 2021 年起开始参与聚变堆真空室制造工艺的开发及预研工作。</p> <p>2024 年，公司中标聚变新能（安徽）有限公司发包的 BEST 真空室项目#1-4 段，总项目中标金额 <b>2.09 亿</b>。组织开展 50 余项涉及真空室成型、加工、焊接、无损、测量等领域试验工作。解决了双曲厚板成型精度控制、反弹量大、成型过程中形变引起相变导致铁素体增加等问题；厚壁奥氏体不锈钢电子束焊接取得突破性进展；开发了粗晶焊缝阵列超声等先进无损检测工艺等。</p> <p>截至 2025 年 6 月，已完成首套真空室原材料采购与验收工作，完成了真空室扇区及下窗口延长段成型、加工工作，进入焊接、检测工序，首套重力支撑已交付。</p> |
| BEST 真空室偏滤器、包层、第一壁等 | 参与项目研制工作。   |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

结合公司发展态势及外部行业环境，我们对公司 2025-2027 年经营假设如下：1) 通用装备板块：假设液压机销售量维持稳定，机械压力机销售量小幅增长，毛利率逐渐修复；2) 专业设备板块：假设色选机销量维持 10%增速，毛利率维持 40%~42%水平。

基于上述假设，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 -0.15/1.18/1.90 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 -/108/67 倍。可比公司：选取具有锻造装备、智能分选装备、核聚变相关业务的企业，例如国机重装、美亚光电、国光电气、安泰科技等，其估值情况如图表 20 所示。

公司作为深度参与当前在建核聚变项目各环节装备制造的企业，传统存量业务有望逐步走出阴影，同时尖端制造业务或成为新的发展支柱。我们看好公司在传统高端装备制造及大科学装置领域的发展前景。首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表 20：可比公司相对估值表**

| 证券代码      | 证券简称 | 相关领域 | 收盘价(元)    |      | 每股收益(元/股) |      |     | PE  |     |     | PB(1f) |
|-----------|------|------|-----------|------|-----------|------|-----|-----|-----|-----|--------|
|           |      |      | 2026/1/21 | 25E  | 26E       | 27E  | 25E | 26E | 27E |     |        |
| 601399.SH | 国机重装 | 锻造装备 | 5.42      | 0.07 | 0.09      | 0.10 | 76  | 63  | 55  | 2.6 |        |
| 601608.SH | 中信重工 | 锻造装备 | 7.27      | 0.09 | 0.11      | 0.14 | 77  | 64  | 53  | 3.6 |        |

|           |      |                   |        |        |      |      |     |     |     |      |
|-----------|------|-------------------|--------|--------|------|------|-----|-----|-----|------|
| 002690.SZ | 美亚光电 | 智能分选设备            | 21.86  | 0.83   | 0.94 | 1.04 | 26  | 23  | 21  | 7.1  |
| 600363.SH | 联创光电 | 参投聚变公司            | 66.62  | 1.21   | 1.56 | 1.93 | 55  | 43  | 35  | 7.0  |
| 688776.SH | 国光电气 | 包层、偏滤器、氚系统、参投聚变公司 | 112.88 | 1.05   | 1.37 | 1.78 | 107 | 82  | 63  | 6.7  |
| 600105.SH | 永鼎股份 | 超导                | 26.13  | 0.23   | 0.11 | 0.14 | 113 | 235 | 181 | 11.8 |
| 688122.SH | 西部超导 | 超导                | 87.60  | 1.59   | 1.91 | 2.27 | 55  | 46  | 39  | 8.2  |
| 688719.SH | 爱科赛博 | 聚变电源系统            | 50.10  | 0.27   | 1.32 | 1.73 | 186 | 38  | 29  | 3.4  |
| 600353.SH | 旭光电子 | 聚变电源设备            | 17.01  | 0.19   | 0.26 | 0.35 | 89  | 66  | 49  | 7.6  |
| 002735.SZ | 王子新材 | 储能电容              | 19.02  | 0.38   | 0.60 | 0.87 | 49  | 32  | 22  | 4.2  |
| 000969.SZ | 安泰科技 | 包层材料等             | 25.30  | 0.32   | 0.37 | 0.45 | 79  | 68  | 57  | 4.7  |
| 605123.SH | 派克新材 | 真空室等材料            | 105.47 | 2.77   | 3.50 | 4.29 | 38  | 30  | 25  | 2.8  |
| 002149.SZ | 西部材料 | 包层材料等             | 36.00  | 0.41   | 0.55 | 0.76 | 87  | 65  | 47  | 6.1  |
| 002430.SZ | 杭氧股份 | 低温设备              | 32.40  | 1.10   | 1.32 | 1.58 | 29  | 25  | 21  | 3.1  |
| 603011.SH | 合锻智能 |                   | 25.90  | (0.03) | 0.24 | 0.38 | —   | 108 | 67  | 6.1  |

资料来源: Wind, 华源证券研究。注: 合锻智能盈利预测来自华源证券研究所, 可比公司每股收益取 Wind 一致预期。

## 5. 风险提示

**行业竞争风险:** 受下游新能源汽车等行业影响, 液压机、机械压力机业务市场竞争激烈, 产品毛利率存在继续下降或难以回升至正常区间风险;

**核聚变行业投资不及预期:** 若核聚变行业投资节奏不达预期或公司未取得相关装备制造订单, 则业绩增长或低于预期;

**回款不及预期与减值风险:** 截至 2025 年 9 月底, 公司应收票据及应收账款约 8.09 亿元; 若回款不及预期, 或导致减值。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度             | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 759          | 565          | 527          | 543          |
| 应收票据及账款          | 1,107        | 1,124        | 1,202        | 1,367        |
| 预付账款             | 51           | 79           | 90           | 109          |
| 其他应收款            | 8            | 13           | 15           | 18           |
| 存货               | 1,234        | 1,495        | 1,630        | 1,937        |
| 其他流动资产           | 23           | 29           | 33           | 40           |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>3,182</b> | <b>3,305</b> | <b>3,497</b> | <b>4,013</b> |
| 长期股权投资           | 149          | 149          | 149          | 149          |
| 固定资产             | 514          | 521          | 595          | 681          |
| 在建工程             | 12           | 56           | 75           | 75           |
| 无形资产             | 88           | 85           | 84           | 82           |
| 长期待摊费用           | 8            | 8            | 7            | 7            |
| 其他非流动资产          | 570          | 572          | 570          | 569          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,342</b> | <b>1,390</b> | <b>1,481</b> | <b>1,563</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,524</b> | <b>4,696</b> | <b>4,978</b> | <b>5,577</b> |
| 短期借款             | 507          | 486          | 496          | 558          |
| 应付票据及账款          | 978          | 1,174        | 1,280        | 1,521        |
| 其他流动负债           | 780          | 795          | 889          | 1,070        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,264</b> | <b>2,456</b> | <b>2,666</b> | <b>3,149</b> |
| 长期借款             | 73           | 70           | 67           | 64           |
| 其他非流动负债          | 45           | 45           | 45           | 45           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>119</b>   | <b>115</b>   | <b>113</b>   | <b>110</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,383</b> | <b>2,571</b> | <b>2,779</b> | <b>3,259</b> |
| 股本               | 494          | 494          | 494          | 494          |
| 资本公积             | 1,378        | 1,378        | 1,378        | 1,378        |
| 留存收益             | 271          | 256          | 329          | 448          |
| 归属母公司权益          | 2,144        | 2,128        | 2,202        | 2,320        |
| 少数股东权益           | -3           | -3           | -3           | -2           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,141</b> | <b>2,125</b> | <b>2,199</b> | <b>2,318</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4,524</b> | <b>4,696</b> | <b>4,978</b> | <b>5,577</b> |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度            | 2024       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 税后经营利润          | -90        | -39         | 95          | 168         |
| 折旧与摊销           | 54         | 60          | 67          | 77          |
| 财务费用            | 17         | 22          | 22          | 23          |
| 投资损失            | 1          | -1          | -1          | -1          |
| 营运资金变动          | 124        | -105        | -30         | -79         |
| 其他经营现金流         | 99         | 30          | 31          | 31          |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>206</b> | <b>-34</b>  | <b>185</b>  | <b>218</b>  |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-74</b> | <b>-114</b> | <b>-165</b> | <b>-166</b> |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>-92</b> | <b>-46</b>  | <b>-58</b>  | <b>-37</b>  |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>41</b>  | <b>-194</b> | <b>-38</b>  | <b>16</b>   |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**利润表 (百万元)**

| 会计年度              | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>2,074</b> | <b>2,413</b> | <b>2,742</b> | <b>3,326</b> |
| <b>营业成本</b>       | <b>1,561</b> | <b>1,786</b> | <b>1,947</b> | <b>2,313</b> |
| 税金及附加             | 17           | 17           | 19           | 23           |
| 销售费用              | 174          | 188          | 207          | 243          |
| 管理费用              | 171          | 188          | 214          | 259          |
| 研发费用              | 121          | 141          | 160          | 194          |
| 财务费用              | 17           | 22           | 22           | 23           |
| 资产减值损失            | -84          | -80          | -30          | -30          |
| 信用减值损失            | -33          | -30          | -15          | -15          |
| 其他经营损益            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益              | -1           | 1            | 1            | 1            |
| 公允价值变动损益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 资产处置收益            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他收益              | 40           | 30           | 30           | 30           |
| <b>营业利润</b>       | <b>-65</b>   | <b>-8</b>    | <b>159</b>   | <b>256</b>   |
| 营业外收入             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 营业外支出             | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非经营损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>       | <b>-66</b>   | <b>-8</b>    | <b>159</b>   | <b>256</b>   |
| 所得税               | 24           | 8            | 40           | 65           |
| <b>净利润</b>        | <b>-90</b>   | <b>-16</b>   | <b>119</b>   | <b>191</b>   |
| 少数股东损益            | -1           | 0            | 0            | 1            |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>-89</b>   | <b>-15</b>   | <b>118</b>   | <b>190</b>   |
| EPS(元)            | -0.18        | -0.03        | 0.24         | 0.38         |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2024     | 2025E    | 2026E     | 2027E  |
|-------------|----------|----------|-----------|--------|
| <b>成长能力</b> |          |          |           |        |
| 营收增长率       | 17.43%   | 16.33%   | 13.63%    | 21.30% |
| 营业利润增长率     | -198.79% | 88.31%   | 2,180.73% | 60.99% |
| 归母净利润增长率    | -634.93% | 82.60%   | 863.25%   | 60.66% |
| 经营现金流增长率    | 90.38%   | -116.45% | 647.49%   | 17.95% |
| <b>盈利能力</b> |          |          |           |        |
| 毛利率         | 24.73%   | 25.98%   | 28.98%    | 30.44% |
| 净利率         | -4.32%   | -0.64%   | 4.32%     | 5.74%  |
| ROE         | -4.15%   | -0.73%   | 5.37%     | 8.19%  |
| ROA         | -1.97%   | -0.33%   | 2.37%     | 3.40%  |
| <b>估值倍数</b> |          |          |           |        |
| P/E         | -143.90  | -826.98  | 108.35    | 67.44  |
| P/S         | 6.17     | 5.31     | 4.67      | 3.85   |
| P/B         | 5.97     | 6.02     | 5.82      | 5.52   |
| 股息率         | 0.00%    | 0.00%    | 0.35%     | 0.56%  |
| EV/EBITDA   | 670      | 181      | 54        | 38     |

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存 在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。