

2024年04月04日
 豪迈科技 (002595.SZ)

SDIC


公司深度分析

证券研究报告

其他专用机械

轮胎模具隐形冠军，数控机床新晋黑马

核心观点：

豪迈科技是轮胎模具龙头，2023年全球市占率超30%。2007-2023年营收/归母净利润CAGR为21.84%/19.93%，业绩增长稳健。复盘公司发展历史，公司三十年以来专注机械制造，应用场景逐步拓展，从单一轮胎模具领域的隐形冠军，成长为风电铸件、燃气轮机、数控机床等多个领域的行业领头羊。我们认为公司属于业绩稳健的防御性投资标的，轮胎模具和机械零部件业务提供稳定的业绩支撑，机床业务有望打开公司成长天花板。

第一成长曲线：轮胎模具隐形冠军，龙头地位稳固，贡献稳定业绩支撑。

2023年轮胎模具业务收入37.90亿元，占比53%。轮胎模具具备耗材属性，使用周期1-2年。行业需求来自：①达到使用寿命后的更新换代；②轮胎花纹多样性要求提升的更新换代，我们预计2023-2026年行业需求复合增速5%。公司是轮胎模具行业隐形冠军，根据我们测算，2023年公司在全球市占率达34%。公司积极开拓海外市场，2023年海外收入占比达到46.25%（大多为轮胎模具），未来板块业务有望持续给公司提供稳定业绩支撑。

第二成长曲线：燃气轮机需求高景气，公司有望持续受益。

2023年大型零部件业务（风电铸件+燃气轮机零部件）收入27.70亿元，占比39%。风电招标景气度较低；受益电力调峰需求，燃气轮机高景气延续，根据前瞻产业研究院数据，2023-2026年燃气轮机需求CAGR为4.2%，有望带动上游零部件需求持续高增。公司具备铸造一体化的综合优势，产能方面，根据公司官网，2022年公司铸铁、铸钢产能分别为24万吨、1万吨，行业排名第二，客户方面，公司与GE、三菱、西门子等外资风电和燃气轮机龙头建立稳定合作关系。随着公司产能向高毛利的燃气轮机业务倾斜，产品结构持续改善，盈利能力有望提升。

第三成长曲线：高端机床新晋黑马，国产替代打开成长空间。

2023年数控机床业务收入3.08亿元，占比4%。3月6日，国家发改委主任表示，去年中国工业、农业等重点领域设备投资规模约4.9万亿元，随着高质量发展深入推进，设备更新需求会不断扩大，初步估算将是一个年规模5万亿以上的巨大市场。政策助力新一轮设备更新迭代，在更新需求叠加国产替代的催化下，机床有望充分受益。公司以机床业务起家，在模具领域积累大量机床的研发

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

投资评级

增持-A
首次评级

6个月目标价

41.04元

股价 (2024-04-03)

36.02元

交易数据

总市值(百万元) 28,816.00

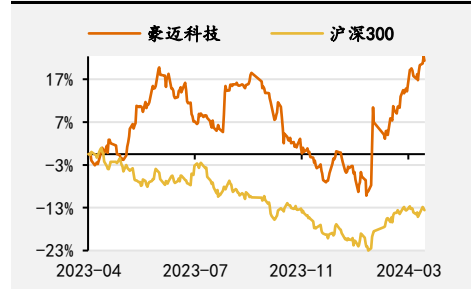
流通市值(百万元) 28,627.44

总股本(百万股) 800.00

流通股本(百万股) 794.76

12个月价格区间 26.71/36.33元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.6	15.8	32.3
绝对收益	10.4	21.4	19.5

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

陈之馨

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122060030

chenzx@essence.com.cn

相关报告

和生产 know-how，机床产品性能与产能规模国内领先。同时，公司具备直驱转台等核心功能部件的自制能力，在生产成本、交货周期等方面具备自主可控优势。2022 年公司正式对外销售高端数控机床，2023 年机床业务实现收入 3.08 亿元，同比+111.76%。我们看好公司机床板块快速放量，有望加速高端机床国产替代。

投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 82.87、94.47、105.87 亿元，同比增速分别为 15.64%、14.00%、12.07%，净利润分别为 17.32、19.42、22.15 亿元，增速分别为 7.43%、12.15%、14.04%，对应 PE 分别为 17X/15X/13X，考虑到公司主业稳健，新业务成长性突出，给予 2024 年 PE 19X 估值，对应 6 个月目标价 41.04 元，首次覆盖，给予“增持-A”的投资评级。

风险提示：原材料价格上涨、汇率波动风险、下游资本开支低于预期、数控机床拓展不及预期风险、盈利预测不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	6,642.2	7,165.8	8,286.8	9,446.9	10,587.4
净利润	1,200.2	1,612.1	1,731.9	1,942.3	2,215.0
每股收益(元)	1.50	2.02	2.16	2.43	2.77
每股净资产(元)	9.17	10.77	12.47	14.48	16.84

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	24.0	17.9	16.6	14.8	13.0
市净率(倍)	3.9	3.3	2.9	2.5	2.1
净利润率	18.1%	22.5%	20.9%	20.6%	20.9%
净资产收益率	16.4%	18.7%	17.4%	16.8%	16.4%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.6%	1.2%	1.1%
ROIC	18.3%	23.8%	25.2%	28.2%	28.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 核心观点：轮胎模具隐形冠军，数控机床新晋黑马	6
2. 公司概况：轮胎模具全球龙头，业绩韧性强	7
2.1. 制造业隐形冠军，深耕轮胎模具行业近 30 载	7
2.2. 股权结构稳定，回购+高分红彰显投资价值	9
2.3. 业绩稳健增长，经营质量良好	11
3. 成长曲线梳理：以轮胎模具为基扩张，持续打开成长天花板	14
3.1. 第一成长曲线：轮胎模具行业发展成熟，公司龙头地位稳固	14
3.1.1. 轮胎模具为耗材属性，行业稳健增长	14
3.1.2. 技术领先+原材料自产+规模交付+客户优质，铸就深厚护城河	19
3.2. 第二成长曲线：聚焦燃气轮机，产品结构优化或带动盈利能力改善	22
3.2.1. 燃气轮机：新能源调峰带动零部件需求高增，行业高景气有望延续	23
3.2.2. 风电零部件：海风具备增长弹性，出口有望注入新动力	25
3.2.3. 未来展望：重心向燃气轮机偏移，有望带动盈利能力回升	27
3.3. 第三成长曲线：数控机床新晋黑马，新业务打开成长天花板	28
3.3.1. 行业：政策端助力，高端机床国产替代势在必行	28
3.3.2. 公司：模具领域 know-how 积累深厚，看好机床业务放量	30
4. 盈利预测	33
4.1. 收入分析拆分	33
4.2. 可比公司估值与建议	34
5. 风险提示	35

目 录

图 1. 专注机械制造，应用场景逐步拓展	6
图 2. 公司成长曲线梳理图	7
图 3. 公司主营业务包括“轮胎模具+大型机械零部件+数控机床”	8
图 4. 豪迈科技发展历程	9
图 5. 公司股权结构集中，子公司遍布全球（截至 2023 年年报）	9
图 6. 持续高分红彰显公司投资价值	11
图 7. 2007-2023 年公司营收 CAGR 为 21.84%	11
图 8. 2007-2023 年公司净利润 CAGR 为 19.93%	11
图 9. 公司轮胎模具与机械零部件贡献核心收入	12
图 10. 轮胎模具收入增速放缓，机械零部件接力高增长	12
图 11. 公司海外地区收入占比近半	12
图 12. 公司海外地区收入增速较高	12
图 13. 2023 年公司盈利能力有所回升	13
图 14. 公司核心业务轮胎模具毛利率水平较高	13
图 15. 公司海外地区毛利率水平较高	13
图 16. 公司整体费用率维持在 10% 以下	14
图 17. 公司现金流情况良好	14
图 18. 公司资产结构良好	14
图 19. 公司固定资产周转率稳中有升	14
图 20. 轮胎的生产工艺	15

图 21. 全球汽车需求增速趋于稳健	15
图 22. 2020 年世界各国汽车保有量	15
图 23. 全球轮胎需求保持平稳增长 (亿条)	16
图 24. 2022 年轮胎行业市场格局	16
图 25. 出口反倾销税率大幅下降	17
图 26. 森麒麟海外业务持续恢复	17
图 27. 全球轮胎模具市场百亿规模, 预计 2023-2026 年 CAGR 约为 5%	17
图 28. 轮胎模具是高技术含量、高精密度和高附加值的产品, 行业壁垒较高	19
图 29. 公司轮胎模具全球份额稳压竞争对手 (亿元, %)	19
图 30. 公司轮胎模具毛利率远超竞争对手 (%)	19
图 31. 综合竞争实力突出, 轮胎模具为公司贡献稳定现金流	20
图 32. 2018-2023 年公司研发费用保持在 4% 以上	20
图 33. 2022 年公司技术人员占比 21.73% (含研发)	20
图 34. 公司自主研发的数控电火花机群	20
图 35. 轮胎模具主流加工工艺	20
图 36. 公司固定资产周转率高于竞争对手	21
图 37. 公司深度布局海外市场	22
图 38. 公司轮胎模具细分领域重要客户	22
图 39. 公司零部件业务底蕴深厚, 产品以燃气轮机、风电等能源类零部件为核心	22
图 40. 公司客户资源优质	22
图 41. 公司大型风电零部件产品	23
图 42. 公司大风电+齿轮箱零部件产品	23
图 43. 公司大型机械零部件业务规模增长迅猛, 增速超过轮胎模具主业 (亿元, %)	23
图 44. 公司大型燃气轮机缸体类零部件产品	23
图 45. 燃气轮机的工作原理及内部结构	23
图 46. 燃气轮机的类型和应用	23
图 47. 全球燃气轮机市场规模达千亿量级, 2023-2026 年 CAGR 为 4.2%	24
图 48. 中国燃气轮机市场长期处于贸易逆差 (亿美元)	25
图 49. 中国燃气轮机市场由外资企业垄断 (2022 年)	25
图 50. 风电铸件主要包括轮毂、底座、轴及轴承座、梁、齿轮箱部件	25
图 51. 铸件占风机成本比例约为 6% (2020 年)	25
图 52. 中国 2023 年风电新增装机量有所回暖	26
图 53. 中国陆风、海风新增吊装规模及预期	26
图 54. 2023-2032 年除中国外, 全球市场海风新增装机预期	26
图 55. 中国陆上和海上风电机组平均单机容量持续提升	27
图 56. 2022 年风电铸件企业产能梳理 (万吨)	27
图 57. 风电铸件分为铸造环节和精加工环节	27
图 58. 燃气轮机零部件具有更高毛利率	28
图 59. 中国数控金切机床市场规模 (亿元)	29
图 60. 中国五轴数控机床市场规模 (亿元)	29
图 61. 2020 年发达国家机床数控化率普遍超过 70%	29
图 62. 我国机床进口依赖度较高, 且以高端机床为主	29
图 63. 中国高端数控金属切削机床市场主要被外资占据	29
图 64. 2020 年中国五轴机床市场格局	29

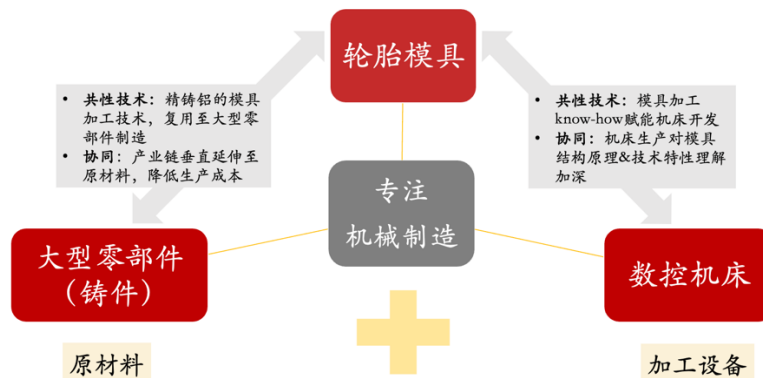


图 65. 预计 2027 年我国五轴数控机床市场规模 202.16 亿元	30
图 66. 预计 2027 年全球五轴机床市场规模 138.35 亿美元	30
图 67. 公司数控机床产品拓展逻辑及其谱系	30
图 68. 轮胎模具生产加工中机床占比较高	31
图 69. Know-how 积累是数控机床企业的核心竞争力	31
图 70. 公司与领先机床厂商五轴机床行程对比	31
图 71. 公司与领先机床厂商五轴机床主轴转速对比	31
图 72. 公司与领先机床厂商五轴机床 XYZ 定位精度对比	32
图 73. 公司与领先机床厂商五轴机床 AC 定位精度对比	32
图 74. 豪迈科技转台产品性能已达行业先进水平	32
图 75. 公司直驱转台产品示意图	32
图 76. RTCP 数控系统是五轴数控机床的关键	33
图 77. 华中数控 5-7 轴全新 RTCP 技术	33
表 1: 公司核心管理层长期坚守, 平均任职时间超 22 年	10
表 2: 公司连续两年实施员工持股计划, 提升公司长期竞争力	10
表 3: 2023 年公司员工持股计划费用摊销情况	10
表 4: 预计 2026 年全球轮胎模具市场规模达到 127.06 亿元	17
表 5: 轮胎模具企业业务模式	18
表 6: 预计 2024-2026 年公司营收分别为 82.87、94.47、105.87 亿元	34
表 7: 豪迈科技与可比公司 2023-2024 年平均估值水平	35

1. 核心观点：轮胎模具隐形冠军，数控机床新晋黑马

专注机械制造，持续开启成长曲线。复盘公司成长历史，公司成立于1995年，以生产轮胎模具专用机床起家，2002年切入轮胎模具市场，2005年凭借精铸铝工艺的积累，向上游铸锻件领域垂直延伸，2013年将燃气轮机纳入业务体系，2022年正式对外销售机床。豪迈三十年以来专注机械制造，形成自己的共性关键技术，应用场景逐步拓展，从单一轮胎模具领域的隐形冠军，成长为风电铸件、燃气轮机、数控机床等多个领域的行业领头羊。我们认为豪迈科技是周期属性较弱的防御性投资标的，轮胎模具和机械零部件业务提供稳定的业绩支撑，机床业务有望打开公司成长天花板。

图1. 专注机械制造，应用场景逐步拓展



资料来源：公司公告，公司官网，国投证券研究中心整理

第一成长曲线——轮胎模具：制造业隐形冠军，龙头地位稳固，贡献稳定业绩支撑。

- **行业：**轮胎模具具备耗材属性，使用周期1-2年。终端需求汽车趋于稳定，轮胎模具需求来自两方面：①达到使用寿命后的更新换代；②轮胎花纹多样性要求提升的更新换代。随着汽车对轮胎的质量、性能、规格、花纹等多样性要求提升，轮胎模具更新迭代需求持续提升，根据我们测算（见后文），预计2023-2026年行业需求复合增速维持在5%；
- **公司：**公司是轮胎模具行业隐形冠军，根据我们测算，2023年公司在全球市占率达到34%。受益反倾销税率下降，国内轮胎出海持续恢复，公司积极开拓海外市场，与国际龙头企业日本普利司通、美国固特异、法国米其林等建立稳定合作关系，2023年公司出口收入占比达到46.25%（大多为轮胎模具），未来板块业务有望持续给公司提供稳定业绩支撑。

第二成长曲线——机械零部件：燃气轮机需求高景气，公司有望持续受益。

- **行业：**风电铸件产能呈过剩局面，大型化降本趋势持续；燃气轮机发电作为灵活性电源，新能源调峰需求驱动下，行业高景气有望延续。根据前瞻产业研究院数据，到2026年全球燃气轮机市场规模有望达到283亿元，2023-2026年CAGR为4.2%，有望带动上游燃气轮机零部件需求持续高增；
- **公司：**在风电领域，公司是国内产能排名第二的铸件厂商，具备铸造一体化的综合优势。产能方面，根据公司官网，2022年公司铸铁、铸钢产能分别为24万吨、1万吨，仅次于日月股份（48万吨），行业排名第二。客户方面，GE、西门子、三菱等全球领先企业的长期合作供应商；在燃气轮机领域，公司与燃气轮机龙头GE、三菱、西门子等进口厂商建立稳定合作关系，有望受益燃气轮机行业高景气，给公司贡献业绩支撑。公司产能向高毛利的燃气轮机业务倾斜，产品结构持续改善，盈利能力有望持续提升。

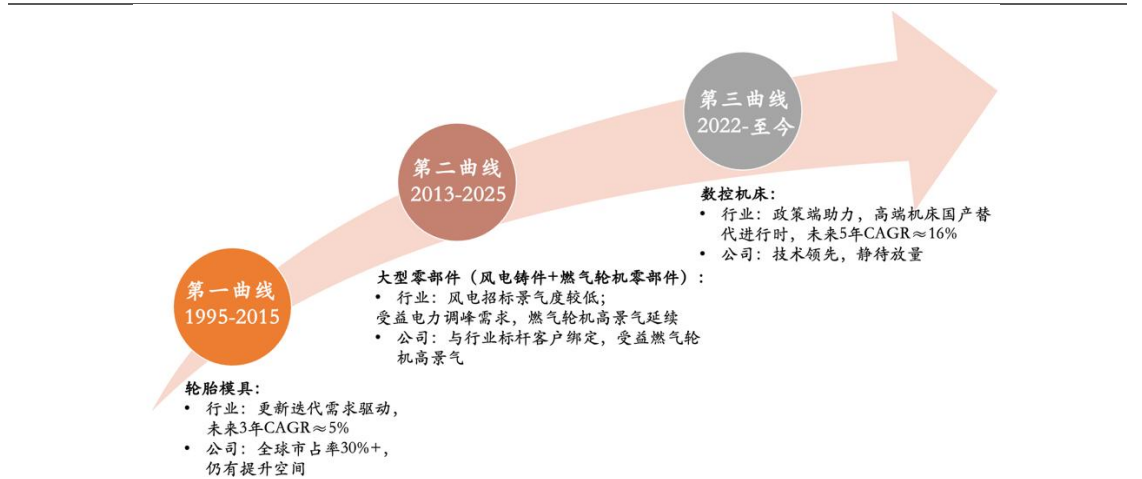
第三成长曲线——数控机床：高端机床新晋黑马，国产替代打开成长空间。

- **行业：**五轴数控机床是国家自主可控安全的核心赛道之一，目前国内五轴数控机床国产化率不足20%，受国家政策、资金支持与下游需求的多方催化，国产替代迫在眉睫。根据

QY Research 预测，2027 年国内五洲机床市场空间将达到 202.16 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 16.09%，超过全球 CAGR 10.44%，国产机床市占率有望从 2022 年的 17.66% 提升至 2027 年的 22.65%。国产替代空间广阔；

- **公司：**公司以机床业务起家，在模具领域积累大量机床的研发和生产 know-how，机床产品性能与产能规模国内领先。根据公司官网，公司机床年产能 1000 台（包括数控金切机床、激光及电火花机床、五轴机床、硫化机等）。同时，公司具备直驱转台等核心功能部件的自制能力，在生产成本、交货周期等方面具备自主可控优势。2022 年公司正式对外销售高端数控机床，2023 年机床业务实现收入 3.08 亿元，同比增长 111.76%。我们看好公司机床板块快速放量，加速高端机床国产替代。

图2. 公司成长曲线梳理图



资料来源：公司公告，公司官网，国投证券研究中心整理

2. 公司概况：轮胎模具全球龙头，业绩韧性强

2.1. 制造业隐形冠军，深耕轮胎模具行业近 30 载

轮胎模具全球龙头，全球市占率超 30%。公司主营轮胎模具、大型零部件（风电铸件和燃气轮机）以及数控机床三大领域，2023 年在轮胎模具领域全球市占率达到 30% 以上，在燃气轮机领域与全球龙头 GE、西门子、三菱等建立稳定合作关系，在数控机床领域是国内最具潜力的高端机床供应商之一。

“轮胎模具+大型机械零部件+数控机床”构成多元产品谱系。公司主营业务包括轮胎模具、大型机械零部件与数控机床三大板块，前二者为公司核心收入来源，2023 年收入占比合计超 90%，后者为公司新业务，目前处于初步放量阶段。

- 1) 轮胎模具业务：**品种涵盖乘用车、轻卡车、载重车、工程车、巨型工程车、摩托车等轮胎模具，以及工业实心胎模具和胶囊模具等。2023 年业务收入为 37.90 亿元，占比 52.89%；
- 2) 大型机械零部件业务：**以风电、燃气轮机等能源类产品零部件的铸造及精加工为主，同时涉及齿轮箱、工程机械、注塑机、压缩机和轨道交通等领域。2023 年业务收入为 27.70 亿元，占比 38.65%；
- 3) 数控机床业务：**产品包括精密加工中心、五轴加工中心、激光及电火花机床、硫化机、直驱转台等。2023 年机床类业务收入为 3.08 亿元，占比 4.30%，硫化机等其他业务收入为 2.98 亿元，占比 4.15%。

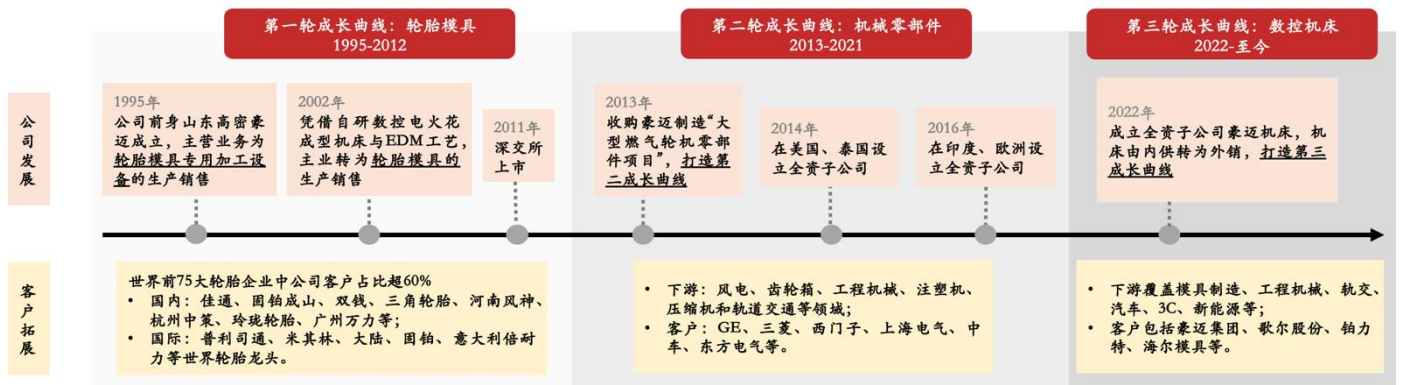
图3. 公司主营业务包括“轮胎模具+大型机械零部件+数控机床”


资料来源：公司官网，公司公告，国投证券研究中心

日拱一卒专注机械制造，产业链垂直延伸，应用场景不断拓展。复盘公司发展历程，大致可分为四个阶段：

- 第一阶段（1995-2001年）：成立之初，以生产轮胎模具专用机床起家。**公司成立于1995年，以生产轮胎模具的专用机床设备起家，凭借自主研发的专用数控电火花成型机床与EDM加工工艺，公司设备生产的轮胎模具花纹精度达到国际领先水平。
- 第二阶段（2002-2012年）：转型轮胎模具生产，跃升全球龙头。**凭借轮胎模具领域领先的加工设备经验，2002年公司向下游轮胎模具转型。经过十余年高速发展，公司成为全球中高档轮胎模具龙头，世界前75强轮胎企业中60家+是公司客户，全球市占率超30%。2005年公司向上游铸锻件延展，2006年为美国GE加工风电轴承，切入高端机械零部件领域，2008年收购铸造企业，2011年建设了铸锻件生产中心，同年于深交所主板上市。
- 第三阶段（2013-2021年）：切入大型零部件生产，成功打造第二增长曲线。**2013年将燃气轮机零部件业务正式纳入上市公司体内，主要服务风电、燃气轮机行业，已与GE、三菱、西门子、上海电气、中车、东方电气等国内外龙头企业建立长期战略合作关系，第二成长曲线持续放量。
- 第四阶段（2022年-至今）：机床业务正式外销，打开成长天花板。**2022年公司正式切入机床行业，成立全资子公司豪迈机床，机床业务正式由内供转为外销，并凭借长期在轮胎模具领域积累的机床生产经验，向3C、汽车、轨交、新能源等领域拓展，打造公司第三轮成长曲线。

图4. 豪迈科技发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司年报，国投证券研究中心

2.2. 股权结构稳定，回购+高分红彰显投资价值

股权结构集中且稳定，核心高管长期坚守。截至2023年末，公司创始人（曾任董事长）张恭运持有公司股份30.21%，为公司控股股东与实际控制人；柳胜军、刘霞、徐华兵、冯民堂、张光磊为公司其余曾任高管、股东及亲属，合计持有公司股份26.63%。公司高管技术经验丰富，曾任董事长张恭运亲历一线，参与公司轮胎模专用电火花成型机床、轮胎模专用数控刻字机床等系列专用数控设备的研发，技术积淀深厚，为公司日后技术发展奠定坚实基础。以公司董事长为首的董事会成员公司平均任职时间超过20年，且在2015-2023年间陆续实施7次股份增持计划，体现管理层对公司长期发展的信心。

子公司遍布海内外，全球市场布局完善。根据2023年年报，公司合计控股21家子公司，其中国内市场9家，海外市场13家（覆盖美国、匈牙利、泰国、印度、印度尼西亚、巴西、越南、墨西哥、新加坡等国）。公司对全球市场充分布局，持续提高市场多样性、品牌影响力，有利于公司长期发展。

图5. 公司股权结构集中，子公司遍布全球（截至2023年年报）



资料来源：Wind，公司年报，国投证券研究中心

表1：公司核心管理层长期坚守，平均任职时间超 22 年

领导姓名	领导职位	从业经历
单既强	现任董事长、总经理	大学本科学历，正高级工程师，曾任职潍坊环太平洋通讯电缆有限公司副总经理。2000年3月加入本公司，先后从事技术、管理等岗位，市科技创业人才、橡胶模具及制造装备产业技术创新战略联盟秘书长。
张恭运	曾任董事长	公司创始人之一，大学本科学历，正高级工程师。1988年6月至1995年2月，曾任职高密市锻压机床厂工程师、技术科长、生产科长、副厂长；1995年至今，任公司董事长。曾参与公司轮胎模专用电火花成型机床、轮胎模专用数控刻字机床等系列专用数控设备的研发。
徐德辉	董事、副总经理	2005年3月加入本公司，先后从事生产、管理等工作，历任轮胎模具业务车间主管、生产部长、事业部长、总经理助理等岗位。现任公司董事、副总经理，主要负责大型零部件机械产品业务的管理工作。
张伟	董事	大学本科学历，正高级工程师，曾任职于高密锻压机床厂、潍坊环太平洋通信电缆有限公司副总经理。2000年加入本公司，历任公司研发部部长、机床事业部部长、模具事业部部长，曾负责精铸铝模具项目部和研发中心，现在主要负责模具相关业务的管理工作。全国模具标准化技术委员会委员。
王晓东	董事	大学本科学历，工程师，曾任职山东高密锻压机床厂、山东潍坊联春电器有限公司。2000年至今，就职于公司，曾参与轮胎模具专用刻字机等专利技术研发，历任产品研发部工程师、半钢课题组长、总工程师、信息化中心部长等职务。
唐立星	现任监事会主席	大学本科学历，中级工程师，曾任职高密市农机厂、高密市锻压机床厂。2004年5月就职于山东豪迈机械科技有限公司，先后从事技术、管理等工作。2011年3月至2023年6月就职于山东豪迈机械制造有限公司，现就职于豪迈集团股份有限公司。曾先后获得潍坊市科学技术奖-技术发明奖二等奖、潍坊市专利奖二等奖、潍坊市科学技术奖二等奖等奖项，被授予潍坊市民营企业挂帅出征百强榜-领军企业家、潍坊市重大重点项目劳动竞赛先进个人、高密市十大杰出青年企业家、高密市劳动模范等荣誉称号。
柳胜军	曾任监事会主席	公司创始人之一，潍坊市“富民兴潍”劳动奖章获得者。1987年至1989年，就职于高密梳棉机配件厂，历任技术员、车间主任；1989至1995年，就职于高密市汽车配件厂，任技术员；1995年至2008年4月，任山东豪迈机械科技有限公司副董事长、副总经理；现任豪迈科技监事会主席。

资料来源：公司年报，国投证券研究中心

连续实施员工持股计划，彰显长期发展信心。2022-2023年，公司连续实行2期员工持股计划，合计覆盖员工4500人次，股数为574.5万股，员工购股价格为公司回购股份均价的60%左右。公司多次实施员工持股计划，与员工建立利益共享机制，有利于吸引和保留优秀人才，增强公司凝聚力与发展活力。

表2：公司连续两年实施员工持股计划，提升公司长期竞争力

时间	参与人数	认购股数	占总股本比	购股价格	存续期	锁定期
2022年一期	2600人	482万股	0.60%	12元/股	24月	12月
2023年二期	1900人	92.5万股	0.12%	20元/股	36月	24月

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

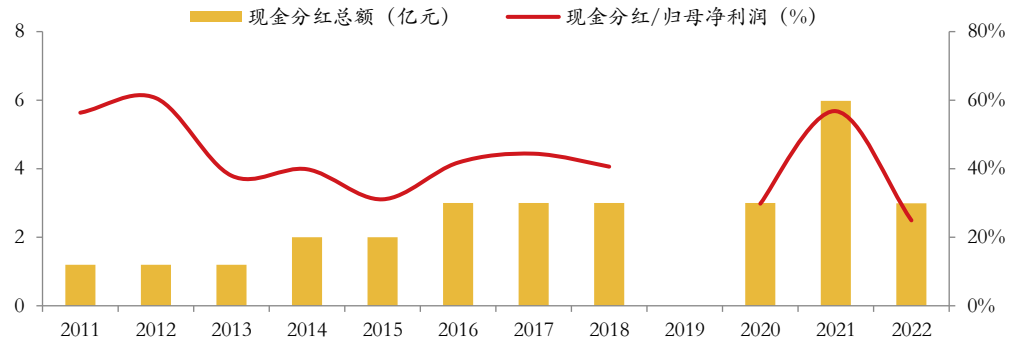
表3：2023年公司员工持股计划费用摊销情况

股份支付费用	2023年	2024年	2025年
1026.75万元	128.34万元	513.38万元	385.03万元

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

持续回购+高分红，彰显公司投资价值。上市以来，公司在业绩稳健的背景下持续分红，2020-2022年公司现金分红3.00、5.98、2.99亿元，分红比例达到29.79%、56.79%、24.92%。2023年5月公司发布回购公告，使用自有资金回购公司股份，金额在0.5-1亿元之间，回购价格上限38元/股，截至2023年底，已累计回购股份235.1万股，占公司总股本的0.29%。公司持续回购并保持较高的分红率，为股东提供稳定的收益，彰显公司长期投资价值。

图6. 持续高分红彰显公司投资价值



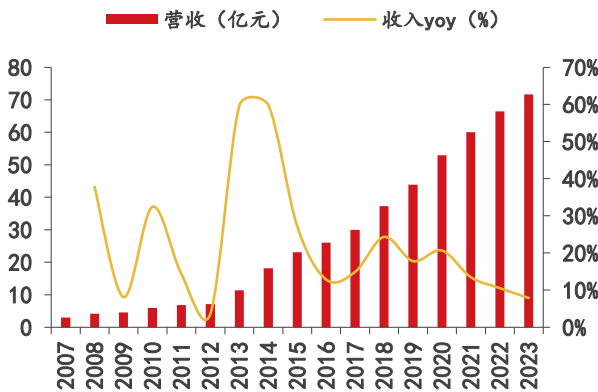
资料来源：公司年报，国投证券研究中心

2.3. 业绩稳健增长，经营质量良好

业绩稳健增长，新业务持续提供增长动能。2007-2023 年公司营收/归母净利润 CAGR 为 21.84%/19.93%。公司过往发展主要受益：①汽车工业高速发展带动轮胎模具需求大幅提升；②公司向上游铸件发展，2013 年将燃气轮机业务并入上市公司体内，大型零部件业务收入占比不断增大。

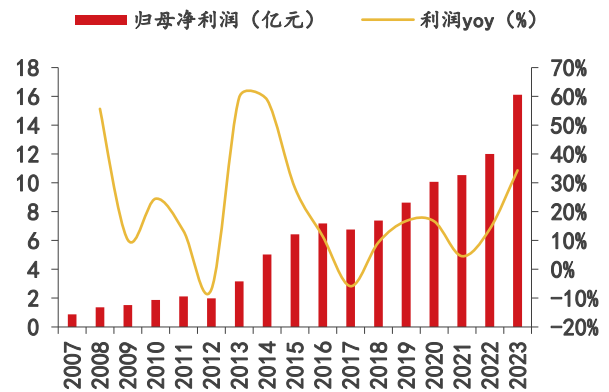
公司营收波动主要受下游行业景气度影响。2012、2017、2021 年公司收入和业绩增速放缓，主要受 2012、2021 年宏观经济放缓、轮胎下行周期；2017 年国内轮胎出口受“双反”限制等因素影响。2023 年公司实现营收 71.66 亿元，同比增长 7.89%；实现归母净利润 16.12 亿元，同比增长 34.33%，利润增速超过收入增速，主要系汇率变动、生产效率提升、原材料成本降低以及产品结构优化等因素带动公司综合毛利率提升。2022 年正式对外销售数控机床，新产品开始放量，机床业务有望成为公司新增长点。

图7. 2007-2023 年公司营收 CAGR 为 21.84%



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图8. 2007-2023 年公司净利润 CAGR 为 19.93%

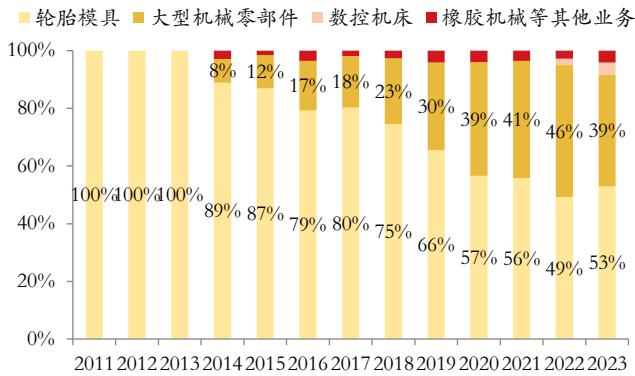


资料来源：公司年报，国投证券研究中心

➤ 按产品拆分：

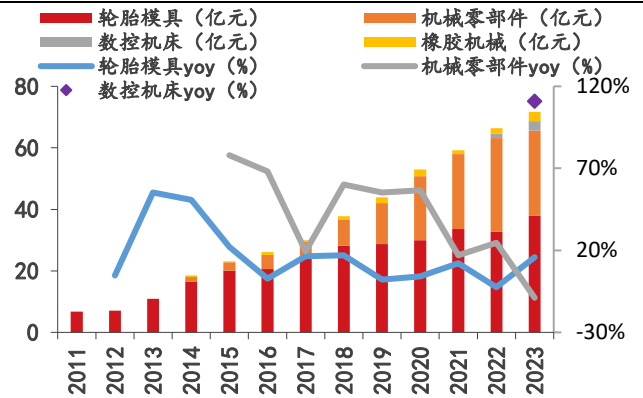
轮胎模具为核心业务，大型机械零部件业务持续放量。2023 年公司轮胎模具/大型机械零部件/数控机床分别实现营业收入 37.90/27.70/3.08 亿元，收入分别占比 52.89%/38.65%/4.30%。从历史数据来看，2014 年前，轮胎模具贡献公司全部收入，近三年业务收入增速趋于平缓；2014 年后大型机械零部件业务放量，目前已成为公司第二大主力收入来源；2022 年公司数控机床正式开始对外销售，2023 年已实现营业收入 3.08 亿元，同比增长 111.76%，收入占比为 4.30%，仍处于初步放量阶段。

图9. 公司轮胎模具与机械零部件贡献核心收入



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图10. 轮胎模具收入增速放缓，机械零部件接力高增长

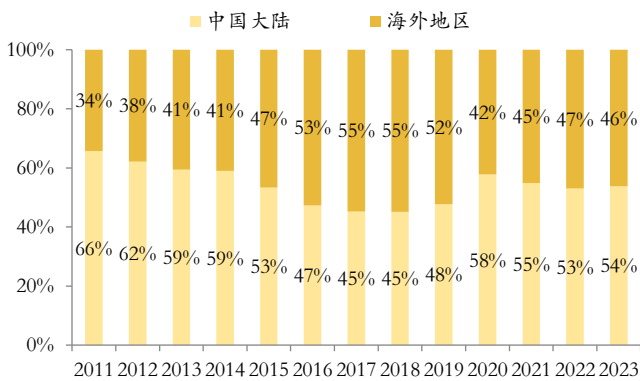


资料来源：公司年报，国投证券研究中心

► 按地区拆分：

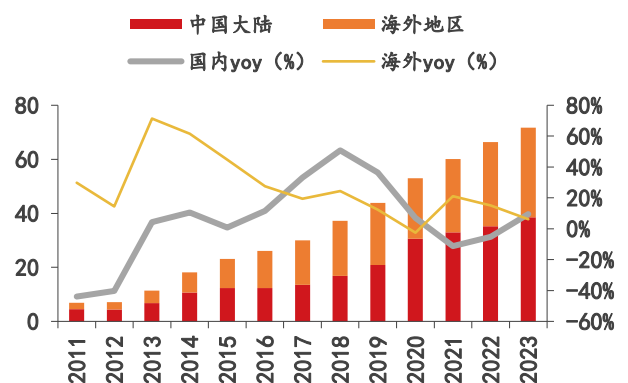
海外地区收入占比近半。2013年起，公司陆续在美国、匈牙利、泰国等十个国家成立子公司开拓海外市场，海外收入持续增长。2023年公司国内/海外业务分别实现营收38.51/33.14亿元，收入分别占比53.75%/46.25%，近年国内外营收占比基本保持对半开。

图11. 公司海外地区收入占比近半



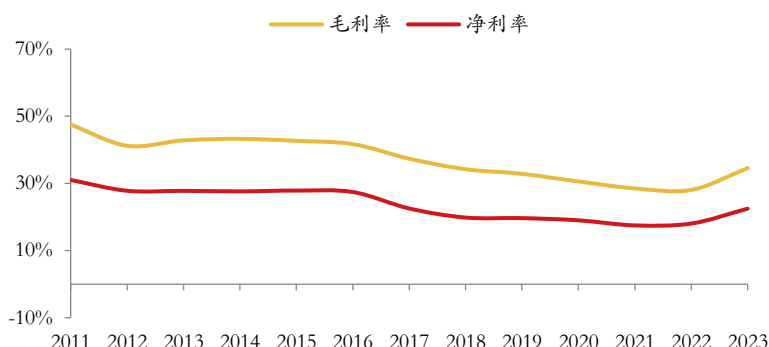
资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图12. 公司海外地区收入增速较高



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

毛利率受原材料价格以及产品结构影响较大，2023年盈利能力有所回升。公司毛利率呈逐年下滑趋势，主要系：①受上游原材料（铸锻件）价格上升、下游客户价格博弈挤压、人工成本上升等因素影响，公司轮胎模具毛利率下滑；②低毛利率的机械零部件业务收入占比上升。2023年公司毛利率/净利率分别为34.56%/22.49%，同比+6.49pct/+4.43pct，盈利能力改善的主要系：①汇率变动、生产效率提升、原材料成本降低，以及毛利率较低的风电铸件占比下降；②轮胎模具海外市场需求较好，海外业务毛利率提升。

图13. 2023 年公司盈利能力有所回升


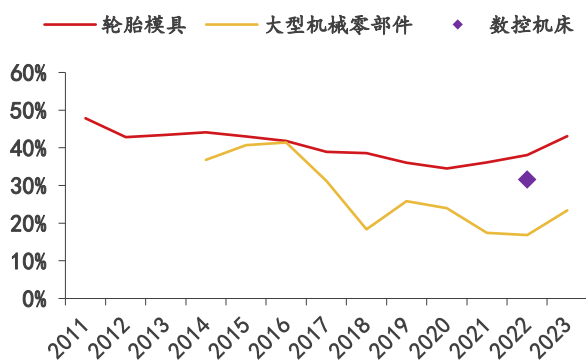
资料来源：公司年报，国投证券研究中心

➤ **按产品结构拆分：**

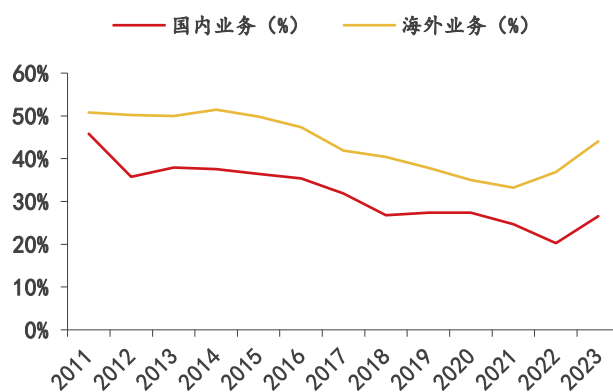
核心业务轮胎模具毛利率较高。2023 年公司轮胎模具和大型机械零部件毛利率分别为 43.06%/23.41%，2022 年公司数控机床毛利率为 31.60%。轮胎模具业务毛利率相对较高，且基本保持平稳，系：①轮胎模具行业竞争格局良好，产品非标性和精细化的加工要求高，技术壁垒较高；②公司模具加工技术领先，同时通过产业链垂直整合，成本管控和制造能力突出。机械零部件包括铸件和燃气轮机产品，产品标准化程度较高，毛利率相对较低，且受原材料价格波动、风电招标价格走低等因素影响，毛利率波动较大。数控机床由于仍处于拓展客户阶段中，毛利率具备提升空间。

➤ **按地区拆分：**

海外地区毛利率相对较高。2023 年公司国内/海外地区毛利率分别为 26.54%/44.08%。海外业务毛利率相比国内业务高约 17 个百分点，系公司轮胎模具、机械零部件业务的核心客户为外资龙头企业，国际客户更注重产品质量，对价格敏感度较低。

图14. 公司核心业务轮胎模具毛利率水平较高


资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图15. 公司海外地区毛利率水平较高


资料来源：公司年报，国投证券研究中心

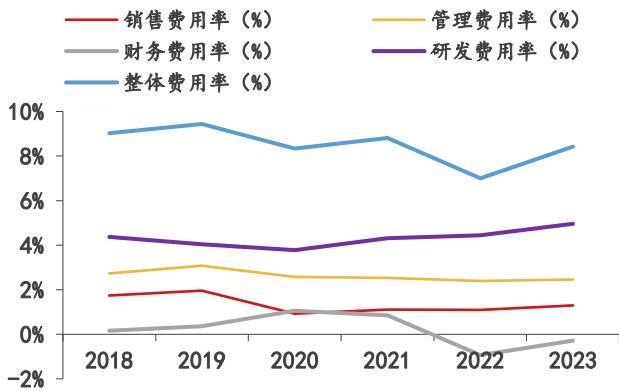
费用管控能力较好，注重研发投入。过去五年，公司整体费用率稳定在 10% 以下，体现公司良好的费用管控能力。2022 年费用率下降主要系因汇率变动导致的汇兑收益增加。公司四项费用中，研发费用占比最高，近五年基本维持在 4% 以上水平，表明公司注重研发投入。公司销售费用率较低，在营收中占比低于 2%，主要系公司采取直销的销售模式，强产品力下品牌效应较强，客户合作稳定。

现金流情况良好，调整后的净现比维持较高水平。2011-2023 年，公司经营性现金流从 0.47 亿元增长至 16.05 亿元。2018-2021 年，公司净现比处于较低水平，主要系公司购买商

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

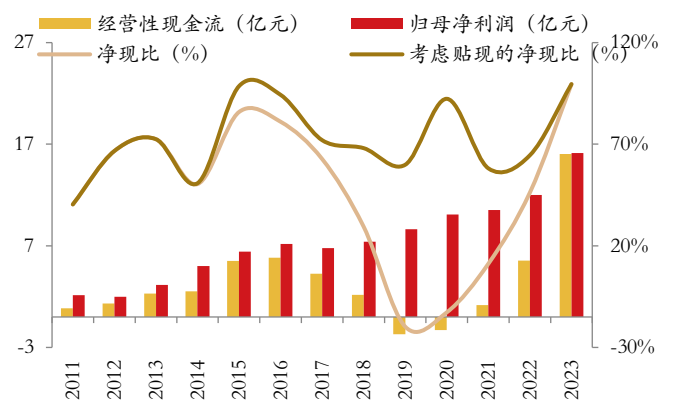
品、接收劳务支付的现金增加，以及部分票据贴现款未在经营性活动现金流中体现。考虑到票据贴现收入的真实现金流，公司净现比基本维持在 70%左右。

图16. 公司整体费用率维持在 10%以下



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图17. 公司现金流情况良好

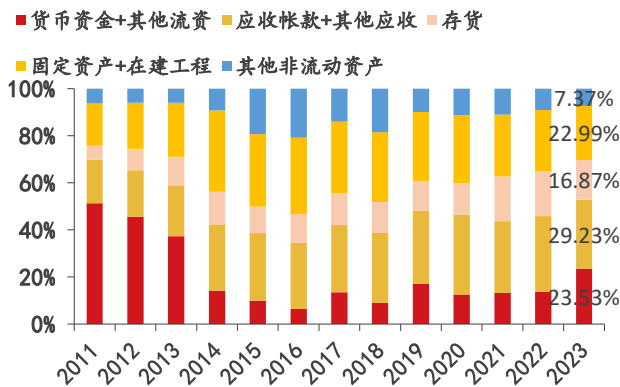


资料来源：公司年报，国投证券研究中心

公司资产结构良好。截至 2023 年末，公司货币资金占比 23.53%，应收帐款占比 29.23%，存货占比 16.87%，固定资产占比 22.99%。公司固定资产占比较高，主要系生产轮胎模具需要大量高、精、尖机器设备及宽敞的加工场所，为维持公司较大体量的产销规模 and 市场份额提供保障。应收帐款占比逐年提升，主要系轮胎模具业务在货款结算中采取票据结算方式的比例提升，目前公司半数以上的贷款都通过票据进行结算，符合行业结算惯例。

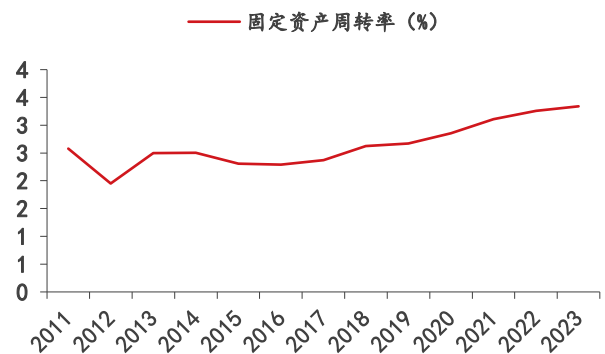
运营效率持续提升，固定资产周转率稳中有升。公司依靠自主研发能力，研制低成本、技术先进的设备，加强生产和采购环节成本控制，成本管理能力强，2012 年以来固定资产周转率持续提升。

图18. 公司资产结构良好



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图19. 公司固定资产周转率稳中有升



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

3. 成长曲线梳理：以轮胎模具为基扩张，持续打开成长天花板

3.1. 第一成长曲线：轮胎模具行业发展成熟，公司龙头地位稳固

3.1.1. 轮胎模具为耗材属性，行业稳健增长

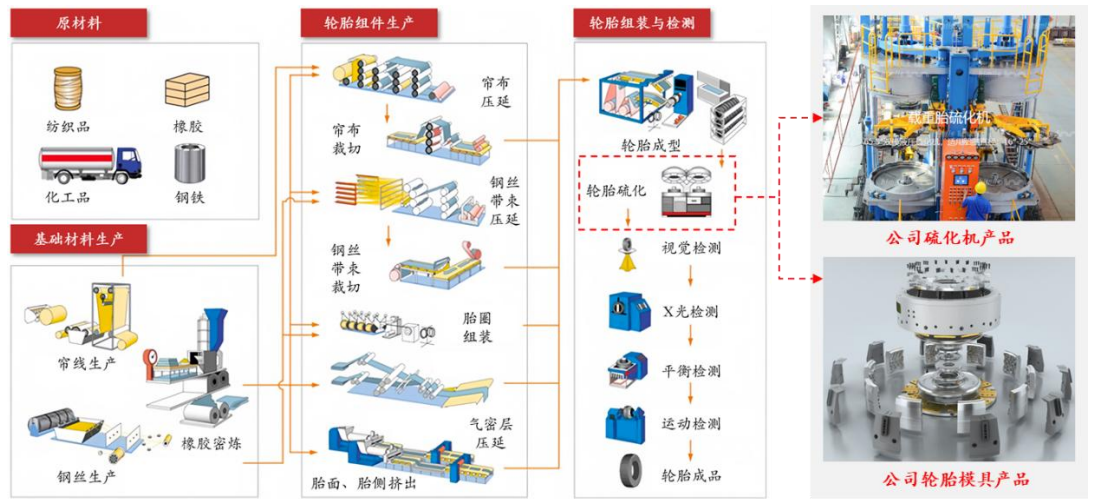
轮胎模具是轮胎硫化定型的关键装备。轮胎作为汽车工业的核心组成，经历长时间的技术革新，现已形成成熟稳定的生产工艺。总体上，轮胎的制程可概括为六步：

- 1) **炼胶**：将天然/合成橡胶与炭黑、硫磺及其他化学添加剂加入密炼机进行加热混合，得到物理、化学性质理想的橡胶原料；
- 2) **挤出**：通过挤出机将橡胶原料形成特定形状的橡胶条/片，用于胎面、胎侧的制作；
- 3) **压延**：通过压延机将橡胶条/片形成薄片状，用于帘布层、带束层的制作；

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

- 4) **组件制作**: 制作胎面、胎侧、帘布层、带束层等半成品, 用于后续组装;
- 5) **成型**: 通过成型机将各类半成品组装成为初步轮胎成品;
- 6) **硫化**: 将初步成品放入轮胎模具后, 通过硫化机进行加热加压, 硫与橡胶发生交联反应赋予轮胎硬度、弹性和耐磨性等物理特性, 并形成轮胎的形状尺寸与花纹纹路。在硫化工艺中, 轮胎模具确定了轮胎的最终形状和花纹, 其精度、质量影响直接轮胎成品的性能与一致性, 在轮胎生产中至关重要。

图20. 轮胎的生产工艺



资料来源: MAXXIS 轮胎官网, 国投证券研究中心

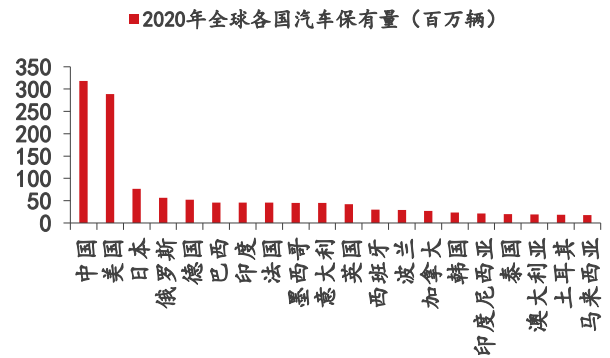
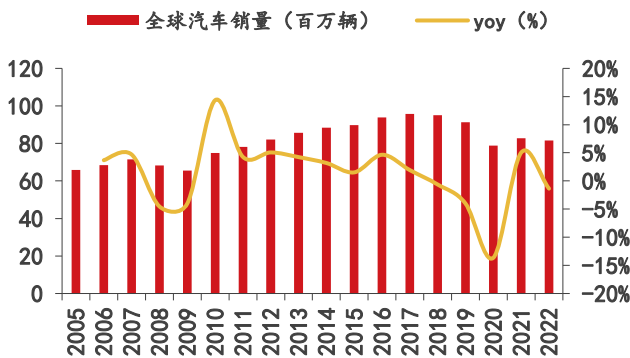
轮胎模具具备耗材属性、价值量低、定制化等特点:

- 1) **模具作为耗材, 行业需求稳定。** 轮胎模具需求与轮胎生产规模以及轮胎更新换代相关: ①随着汽车保有量渐高, 受汽车以旧换新驱动, 轮胎生产规模趋于稳定; ②随着新能源汽车行业快速发展, 对轮胎多样化提出更高要求, 轮胎花纹推陈出新, 带动对轮胎模具需求持续稳定增长; ③另外, 轮胎具备耗材属性, 根据公司招股说明书, 轮胎模具寿命周期内产能约为 1.3-2 万条/套, 同时随着下游胎企增加花纹及型号, 实际模具使用寿命约 1-2 年, 轮胎模具更新需求下, 行业需求有望维持稳健增长。

终端需求: 汽车产销趋于平稳, 保有量持续提升。 根据世界汽车组织统计数据, 2005-2022 年全球汽车销量和产量的复合增速分别为 1.26% 和 1.46%; 2015-2020 年全球汽车保有量从 12.87 亿辆增长至 15.90 亿辆, CAGR 达到 4.32%。轮胎需求与汽车保有量呈正相关, 随着全球汽车保有量持续稳健增长, 为替换轮胎需求提供支撑。

图21. 全球汽车需求增速趋于稳健

图22. 2020 年世界各国汽车保有量

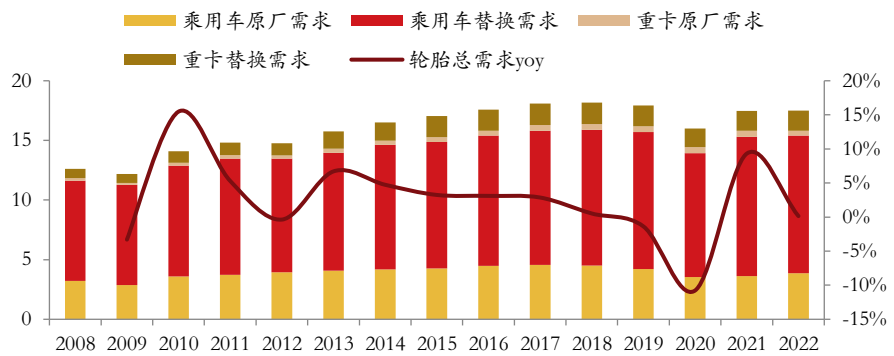


资料来源: OICA, Wind, 国投证券研究中心

资料来源: OICA, 国投证券研究中心

直接需求：轮胎为万亿级市场，核心需求为存量替换。根据中华网，汽车轮胎更换周期为 3-5 年，由于轮胎的消耗品属性，市场核心需求来自于存量替换市场。根据米其林年报，2022 年全球轮胎总需求量达 17.51 亿条（对应销售额超 1800 亿美元），同比增长 0.14%，2012-2022 年 CAGR 为 1.72%。复盘过去历史，轮胎行业需求波动与原材料价格、库存订单、政策等关联度较高，在 2008、2012、2019 年多次出现负增长，主要系：①2008 年天然橡胶等原材料大幅下跌，同时金融危机引发需求疲软，汽车生产订单减少；②受疫情影响，2020 年轮胎行业资本开支萎缩，2021 年恢复增长。

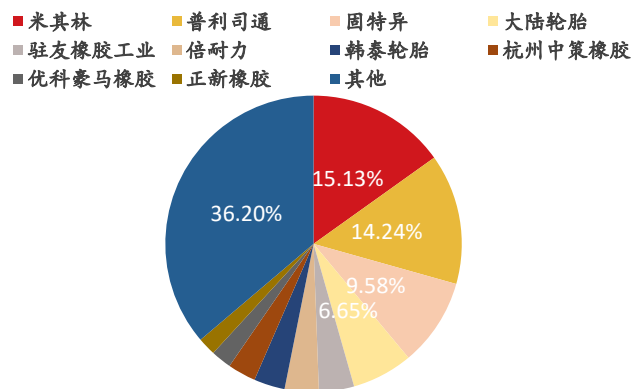
图23. 全球轮胎需求保持平稳增长（亿条）



资料来源：米其林年报，国投证券研究中心

全球轮胎市场呈现较强头部效应。根据山东省橡胶行业协会，2022 年米其林、普利司通、固特异等三家海外巨头全球市场份额分别为 15.13%/14.24%/9.58%，CR3 达到 38.95%。头部胎企凭借较强的品牌优势，与汽车厂建立较强粘性，保持较高市场份额。

图24. 2022 年轮胎行业市场格局



资料来源：山东省橡胶行业协会，国投证券研究中心

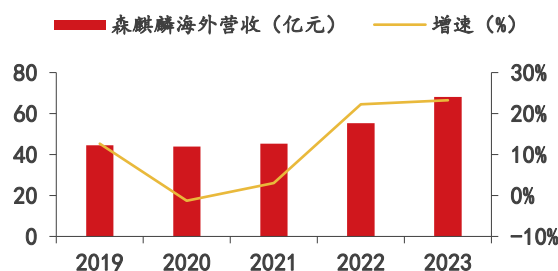
受益反倾销税率下降，国内轮胎出海持续恢复。2020 年 6 月，美国对东南亚国家轮胎企业开展双反调查；2021 年 5 月，美国商务部公布终裁结果，对进口泰国的乘用车和轻型卡车轮胎征收 14.62%-21.09%的反倾销税，对越南征收 0-22.27%的反倾销税，我国胎企出口受到影响。2023 年 7 月，森麒麟、玲珑轮胎披露美国商务部对泰国轮胎反倾销调查初裁结果，复审初裁单独税率分别降至 1.24%和 4.52%，降幅超过 15 个 pct。反倾销税率大幅下降，有利于轮胎企业盈利能力改善，国内轮胎出海持续恢复，加大全球化布局，带动上游轮胎模具出口市场需求旺盛。

图25. 出口反倾销税率大幅下降

	初审税率	复审初裁税率	关税下降幅度
森麒麟	17.06%	1.24%	15.82pct
玲珑轮胎	21.09%	4.52%	16.57pct
日本住友轮胎	14.59%	6.16%	8.43pct
其他泰国工厂	17.06%	4.52%	12.54pct

资料来源：森麒麟公告，国投证券研究中心

图26. 森麒麟海外业务持续恢复



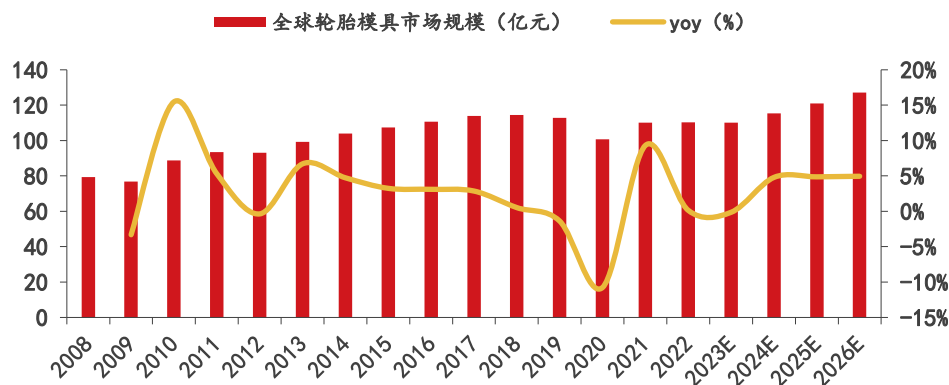
资料来源：Wind，国投证券研究中心

轮胎模具：全球市场百亿规模，预计 2023-2026 年 CAGR 约为 5%。核心假设包括：

- ①汽车行业为成熟行业，假设 2023-2026 年全球汽车每年新增需求保持 2%；
- ②轮胎需求与汽车保有量相关，根据轮胎存量需求与轮胎新增需求的历史比例，约 80% 的需求来源于存量替代。
- ③根据公司招股说明书，单套轮胎模具产能约为 1.3-2 万条轮胎，我们假设模具产能为 1.5 万条，随着轮胎花纹更新速度加快，配套轮胎市场快速发展，轮胎模具使用寿命逐渐缩短；轮胎模具为耗材，使用寿命约为 1-2 年，但实际生产中，大部分轮胎模具主要由于过时原因替换（增量），因此我们假设 10% 的轮胎模具因损耗原因替换（存量）；
- ④根据公司招股说明书，常用乘用车、载重胎的模具价格为 8-11 万元/套，我们假设轮胎模具均价为 9 万元/套。

根据上述假设测算得，2023 年全球轮胎模具市场空间为 110.15 亿元，预计到 2026 年市场规模将增长至 127.06 亿元，2023-2026 年 CAGR=5%。

图27. 全球轮胎模具市场百亿规模，预计 2023-2026 年 CAGR 约为 5%



资料来源：OICA，米其林年报，豪迈科技招股说明书，国投证券研究中心测算

表4: 预计 2026 年全球轮胎模具市场规模达到 127.06 亿元

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
全球汽车销量 (百万辆)	91.24	78.79	82.76	81.63	83.26	84.93	86.62	88.36
轮胎新增需求 (亿条)	4.56	3.94	4.14	4.08	4.16	4.25	4.33	4.42
轮胎存量需求 (亿条)	13.36	12.05	13.35	13.43	13.32	13.59	13.86	14.14
全球轮胎总需求 (亿条)	17.92	15.99	17.48	17.51	17.48	17.83	18.19	18.56
对应模具新增需求 (万套)	11.95	10.66	11.66	11.67	11.66	12.22	12.81	13.45
对应模具存量需求 (万套)	0.60	0.53	0.58	0.58	0.58	0.61	0.64	0.67
模具总需求 (万套)	12.55	11.20	12.24	12.26	12.24	12.83	13.45	14.12
全球模具市场规模 (亿元)	112.92	100.76	110.15	110.31	110.15	115.44	121.06	127.06

资料来源：OICA，米其林年报，豪迈科技招股说明书，国投证券研究中心

2) 价值量占比低，客户对价格敏感度低，行业竞争格局良好。根据公司招股说明书，除去巨型胎等特殊场景，轮胎模具的价格为 8-18 万元/套，单套轮胎模具产能约为 1.3-2 万条轮胎，则单条轮胎所用模具折旧成本约 5-10 元。根据贵州轮胎投资者问答，轮胎模具在轮胎整体生产成本中价值量占比仅为 1% 左右。因此，下游轮胎企业对模具的价格不敏感，更看重技术水平、产品品质和交付能力。

全球轮胎模具企业分为自供商与专业商两大阵营。从业务模式上区分，轮胎模具企业主要分为轮胎公司的内部供应体系与专业模具厂商：①轮胎厂自有模具公司：主要包括米其林、普利司通、固特异等公司的附属模具公司，为保护模具知识产权，模具产品通常不对外销售；②第三方轮胎模具公司：主要包括豪迈科技、韩国世和和巨轮智能等，规模以上的专业模具厂商数量较少，具备设备工艺、产品质量与规模效益领先的优势，并与上游保持稳定、保密、专业化协作的长期合作关系。

表5：轮胎模具企业业务模式

模式一		模式二	
附属国际龙头公司	业务模式	专业轮胎模具企业	业务模式
法国米其林	附属于米其林公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具的铸铝花纹块	美国 QUALITY	
日本普利司通	附属于普利司通公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具	德国 AZ	与轮胎制造商结成长期的业务合作关系，并签订长期保密协议，长期为轮胎制造商供应轮胎模具
美国固特异	附属于固特异公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具	德国 HERBERT	
美国固铂	附属于固铂公司，主要为其品牌轮胎公司研制开发的轮胎新品、高端轮胎等配套轮胎模具的锻铝雕刻花纹块	韩国世和	

资料来源：公司招股说明书，国投证券研究中心

轮胎模具行业市场集中度明显，豪迈科技全球市占率第一。2022 年豪迈科技/巨轮智能/韩国世和轮胎模具销售收入分别为 32.74/3.5/3.21 亿元，根据我们测算，在全球市场份额分别为 30%/3%/3%，2023 年豪迈科技轮胎模具销售收入为 37.90 亿元，全球市占率已提升至 34%，公司龙头地位突出。

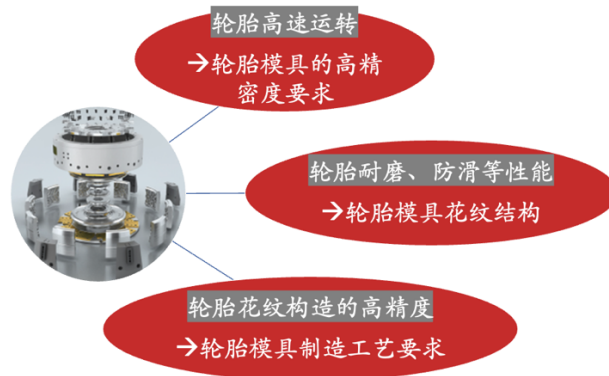
3) 定制化属性，行业壁垒较高，客户粘性较强。

轮胎模具制造工艺复杂，行业壁垒较高。轮胎模具是高技术含量、高精密度和高附加值的产品，在模具产品中属于个性化最强的类别，其特殊结构、花纹造型和加工工艺与普通模具有较大差异，存在较高的生产技术难度。作为轮胎成套生产线中的硫化成型装备，轮胎的花纹、图案、字体以及其他外观特征的成型及尺寸精度都依赖于轮胎模具。

客户粘性较强，行业呈现强者恒强趋势。轮胎模具定制化属性较强，轮胎模具产品是根据轮胎制造商所要求的规格、花纹结构、扁平比以及外观等技术参数进行加工生产，轮胎品种、规格、花纹的变化要求相应的产品发生变化。同时，轮胎制造商为了能在市场保持竞争优势地位，对轮胎的部分参数有着自身的一套规范并加以保密，因此，轮胎模具厂与轮胎企业之间形成的是一种长期的业务合作关系，客户一般不会轻易更换供应商。

因此，在下游客户轮胎行业市场集中度较高的背景下，绑定了龙头客户的模具供应商业绩确定性更强，且随着收入规模持续扩大后，研发实力增强、生产制造成本更低，与竞争对手之间进一步拉开差距，市占率有望持续提升。

图28. 轮胎模具是高技术含量、高精密度和高附加值的产品，行业壁垒较高



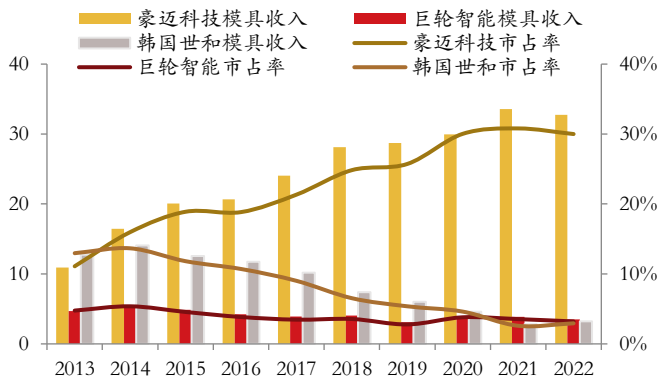
资料来源：公司招股说明书，国投证券研究中心

3.1.2. 技术领先+原材料自产+规模交付+客户优质，铸就深厚护城河

公司稳居全球龙头地位，全球市占率超 30%，收入规模和盈利能力领先同行。公司定位中高端市场，核心竞争力主要来源于稳定的产品质量、成本控制优势、规模交付优势以及优质的客户积累，长期看市占率有望进一步提升。

- **收入规模方面：豪迈科技收入规模领先同行，且业绩韧性较强。**从 2013 年至今，豪迈科技轮胎模具收入稳步增长，2014 年超越韩国世和成为全球龙头，近 10 年 CAGR 为 13%，且在轮胎下行周期里，公司营收均保持正增长。巨轮智能轮胎模具收入稳定在 3-5 亿元，韩国世和由于下游需求、内部经营等问题，轮胎模具收入由 10 亿量级萎缩至 3 亿左右。
- **盈利能力方面：豪迈科技产品毛利率远超同行。**2018-2022 年，豪迈科技/巨轮智能/韩国世和轮胎模具的平均毛利率为 36.34%/9%/5.46%。得益于公司较强的成本管控能力和较强的市场议价能力，豪迈科技轮胎模具的毛利率显著领先同行，且波动较小。

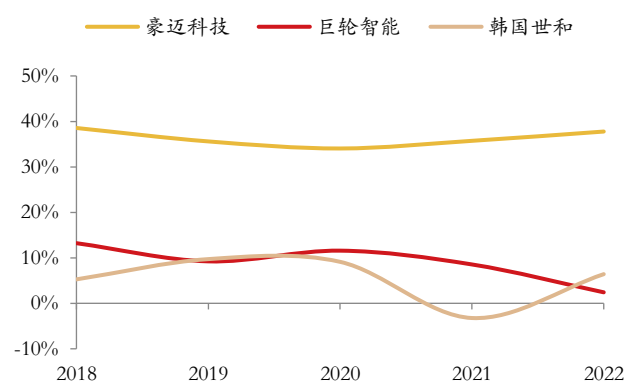
图29. 公司轮胎模具全球份额稳压竞争对手（亿元，%）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

注：豪迈科技与巨轮智能选取模具收入，韩国世和选取整体收入

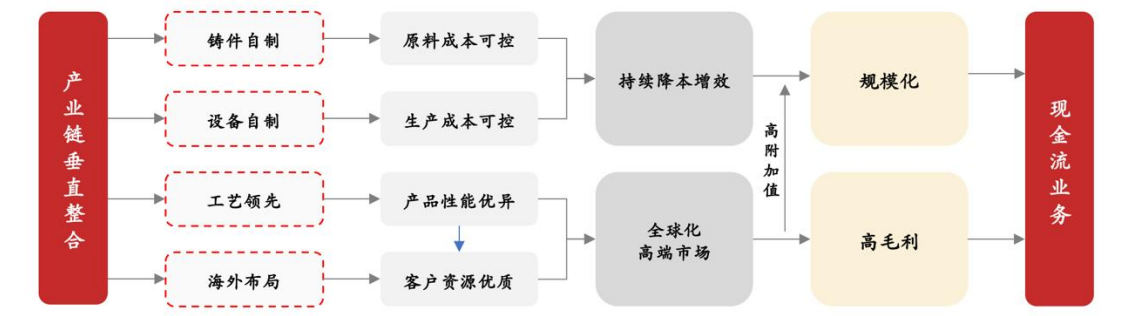
图30. 公司轮胎模具毛利率远超竞争对手（%）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

注：豪迈科技与巨轮智能选取模具毛利率，韩国世和选取整体毛利率

图31. 综合竞争实力突出，轮胎模具为公司贡献稳定现金流

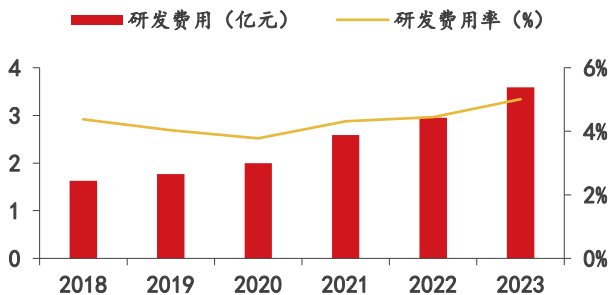


资料来源：国投证券研究中心整理

(一) 技术研发优势

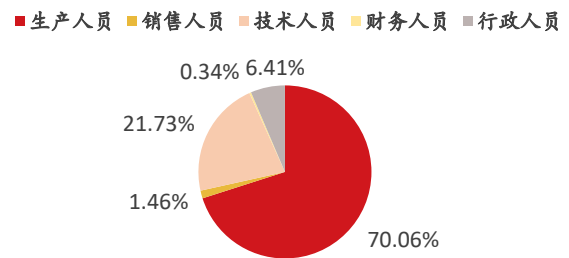
研发氛围浓厚，研发费用逐年增长。公司研发投入逐年增长，近5年年研发费用率保持在4%以上，2023年公司研发投入3.59亿元，研发费用率达到5.01%，2023年公司研发人员占比达到10.41%。公司研发氛围浓厚，公司提出“改善即是创新，人人皆可创新”理念，根据公司官网，公司设有国家企业技术中心、博士后科研工作站、山东省轮胎模具关键技术重点实验室等省部级以上科研创新平台9处，先后获得授权专利1360项（其中发明专利219项）、申请国际专利40项（其中授权专利23项），主持及参与制修订国家/行业/团体标准18项。根据公司公告，公司的高端子午线轮胎模具关键技术先后获得山东省科学技术进步一等奖、中国机械工业科学技术一等奖，2020年公司新获评“国家技术创新示范企业”。

图32. 2018-2023年公司研发费用保持在4%以上



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图33. 2022年公司技术人员占比21.73% (含研发)



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

公司自主研发电火花技术，产品性能指标领先同行。公司成立之初便聚焦轮胎模具专用设备的研制，电火花技术是公司最具优势的核心技术之一，电火花具备加工精度高、加工效率高、加工成本较低、花纹复杂性强等优势，公司通过数控电火花机床、数控铣花机床等模具专用设备的国内首创，模具产品的花纹附合性、钢片数量、花纹间隙和圆跳动等性能指标已达世界领先水平。

图34. 公司自主研发的数控电火花机群



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

图35. 轮胎模具主流加工工艺

工艺种类	工艺原理	加工精度	加工效率	加工成本	适应材料	花纹复杂性
精密铸造	通过计算机辅助设计的基膜浇筑成型	较低	高	较低	铝	高
数控雕刻	通过高性能数控精雕机直接铣削成型	高	较高	高	刚、铝	较低
电火花	在精车、预铣后，使用电火花热腐蚀成型	高	较高	较低	刚、铝	高

资料来源：公司招股说明书，国投证券研究中心

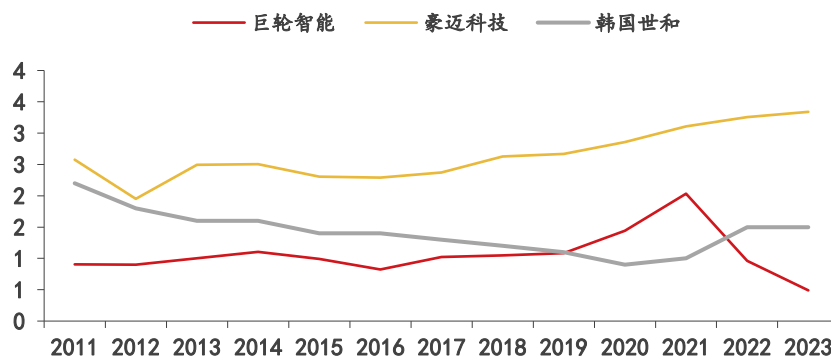
（二）成本控制方面：

生产设备自制化程度高。产品方面，根据公司官微，公司自制机床品种类超过 100 种，总量超过 2000 台，其中 80% 为五轴类机床，所用机床的自制率较高。

向上整合产业链，进一步降本增效。铸锻件是轮胎模具的主要成本构成，根据公司招股说明书，铸锻件是轮胎模具制造的主要原材料，铸锻件成本占轮胎模具生产总成本比为 60% 左右，其价格的波动直接影响了轮胎模具单位制造成本。2011 年公司通过 IPO 募投建设“年产 4 万吨高档精密锻铸中心项目”，低于原材料铸锻件价格波动带来的毛利率波动，根据公司招股说明书，项目达产后公司毛利率预计改善约 3%。

固定资产周转率较高，成本控制优势突出。轮胎模具行业集中度较高，专业轮胎模具企业集中在韩国、意大利、美国、德国等国家，国内轮胎模具市场份额主要集中在豪迈科技、巨轮智能等公司，我们参考公司招股说明书，选取上市公司巨轮智能和韩国世和作为豪迈可比公司。豪迈依靠自主研发能力，不断研制成本低、技术先进的专用设备，固定资产总额仅为其他企业的 1/3，固定资产周转率领先同行，仅固定资产折旧的分摊降低就可大大摊薄模具产品的单位成本。在生产和采购环节，公司提高加工精度不断降低“单边余量”，单位产品耗用原材料比例不断降低；同时在供应商体系中引入合作和竞争的机制，平均采购价格比市场价格低约 3%-4%。

图36. 公司固定资产周转率高于竞争对手



资料来源：Wind, Capitaliq, 国投证券研究中心

（三）规模交付优势

产品系列齐全，满足客户定制化需求。公司可以根据客户在轮胎规格型号、扁平比及花纹变化等方面的个性化需求进行定制生产，产品尺寸从轮辋直径 R9 到轮辋直径 R63，花纹种类从普通花纹到雪地胎花纹、蜈蚣腿花纹、怪异花纹、概念花纹等复杂花纹，材质涵盖锻钢、铸钢和锻铝，产品应用领域覆盖乘用车模具、载重胎模具、工程胎模具、巨型胎模具，规格型号达千余种。产能方面，根据公司官网，公司轮胎模具年产能达到 20000 套。

交付周期较短，规模交付优势突出。公司在计算机辅助设计、自动化控制、加工装备等方面在国内同行业中处于前列，公司所接的每个订单严格按照工期要求完成，工期履约保证率得到客户的高度评价。公司乘用车模具、载重胎模具生产周期最短 28 天，通常 2-3 个月，工程胎模具及巨型胎模具平均在 4-6 个月，加工效率行业领先。

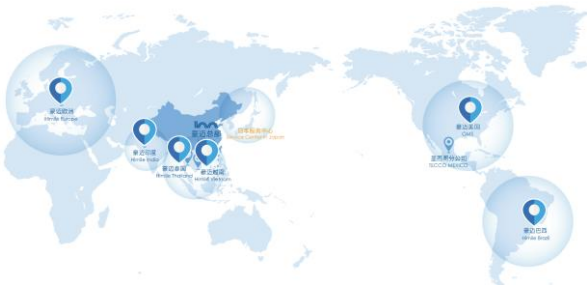
（四）客户资源优势

绑定优质客户，市占率有望稳步提升。根据公司官网，公司目前已与世界轮胎 75 强中的 66 家企业建立稳定的合作关系，与全球前四名著名轮胎制造商法国米其林、日本普利司通、美国固特异和德国大陆形成长期稳定的合作关系；国内客户覆盖包括佳通、固铂成山、双钱、三角轮胎、河南风神、杭州中策、玲珑轮胎、广州万力等国内十大品牌轮胎制造商在内的大中型轮胎企业。在轮胎企业市场集中度较高的背景下，公司绑定下游龙头客户，业绩确定性强，有望凭借优异的产品质量、可靠的工期、良好的服务，持续提升市占率。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

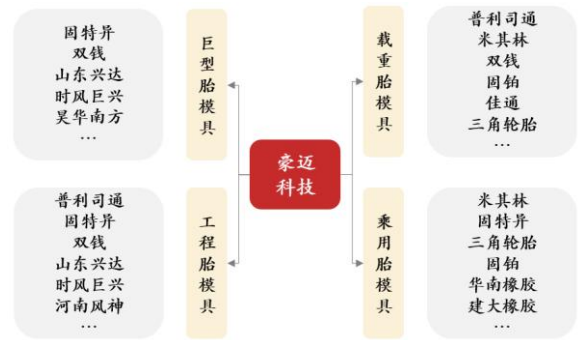
积极布局全球市场，有效分散市场风险。2007年，公司确立“国际化、多元化”的经营战略，借助与GE合作的商机进入高端零部件制造市场；2012年，伴随国家海洋强国战略实施，公司将海洋工程装备制造确定为重大战略，以承建全球最大油气服务商斯伦贝谢公司MV30项目模块为契机，成功进军大型海工模块领域；2013年起，公司相继在美国、匈牙利、泰国等9个国家设立10家子公司。公司积极开拓出口市场，与国际知名轮胎企业的合作可提高公司的综合竞争力，增强品牌效应，并对国内市场开拓也将产生积极的示范效应。

图37. 公司深度布局海外市场



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

图38. 公司轮胎模具细分领域重要客户



资料来源：公司招股说明书，国投证券研究中心

3.2. 第二成长曲线：聚焦燃气轮机，产品结构优化或带动盈利能力改善

公司凭借技术共通性+铸造加工经验，切入铸件等大型零部件领域。在轮胎模具业务中，公司熟练掌握了电火花、雕刻、精铸铝三种模具加工技术，在大型铸造和精密加工能力较强，凭借技术共通性切入大型零部件制造。

复盘公司大型零部件业务发展历史：本世纪初，公司在出口轮胎模具的同时，陆续开始为跨国企业承接零部件维修和加工的业务；2007年借助山东潍柴集团搭桥，收获GE部分零部件生产订单，凭借优异的产品质量，成功实现订单交付，成为大陆首家与GE实现合作的民营零部件生产商，并通过验证开始为GE提供燃气轮机零部件。凭借与GE合作带来的示范性效应，公司陆续与西门子、三菱、卡特彼勒等多家世界500强企业达成合作，成为全球机械零部件供应商。公司大型机械零部件业务由最初聚焦于燃气轮机零部件，2009年开始开拓风电零部件领域，并且纳入锻造产品，形成完备的多元零部件产品体系，目前已具备零部件设计、铸造、焊接、加工、喷涂、装配到售后的一站式服务能力。

图39. 公司零部件业务底蕴深厚，产品以燃气轮机、风电等能源类零部件为核心

图40. 公司客户资源优质



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国投证券研究中心



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

风电：公司主要提供铸件与齿轮箱零部件，目前已形成以轮毂、底座产品为代表的大风电零件业务板块和以行星架、扭矩臂、法兰、箱体、齿圈产品为代表的齿轮箱零件业务板块，涵盖陆上与海上风电零件，具备提供20MW及以上风机零部件制造的能力以及铸件+焊接+加工+喷涂等机加工能力，客户主要为金风科技、上海电气、弗兰德、采埃孚、南高齿等风机整机、齿轮箱领域领先企业。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

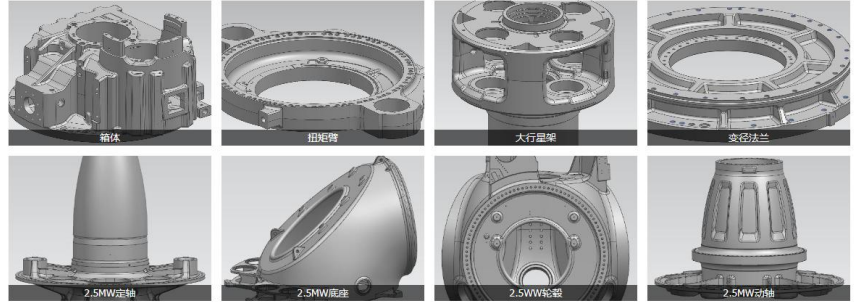
燃气轮机：公司的产品以燃气轮机外部缸体类零部件产品起家，2014年起掌握内部高精度、易变形的环类零部件产品。

图41. 公司大型风电零部件产品



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

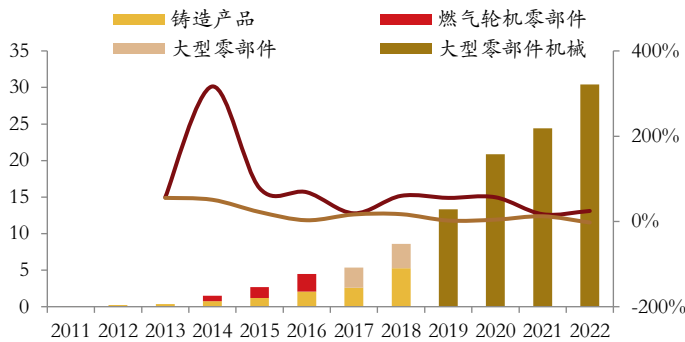
图42. 公司大风电+齿轮箱零部件产品



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

大型机械零部件业务快速发展，第二曲线持续放量。2022年公司零部件业务贡献收入30.41亿元(涵盖燃气轮机与风电零部件、铸造件)，同比增长24.58%，近10年CAGR达63.71%，第二增长曲线快速放量。

图43. 公司大型机械零部件业务规模增长迅猛，增速超过轮胎模具主业（亿元，%）



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图44. 公司大型燃气轮机缸体类零部件产品

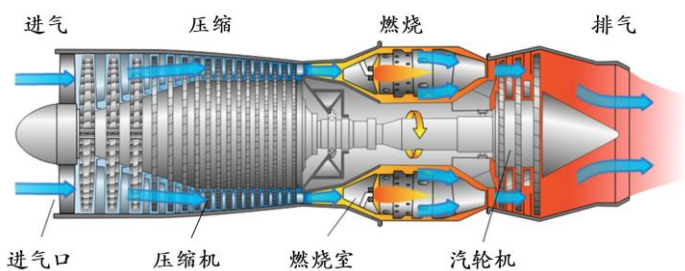


资料来源：公司官网，国投证券研究中心

3.2.1. 燃气轮机：新能源调峰带动零部件需求高增，行业高景气有望延续

燃气轮机是动力机械领域“皇冠上的明珠”。燃气轮机是一种通过燃烧空气与燃料的混合物产生高温、高压、高速气流推动涡轮机连续做功的大功率、高性能热机，具有热效率高、碳排放少、灵活性高、燃料多样性、耗能低等优势，广泛应用于城市公用电网、发电、航空、船舶、工业等行业。因其技术制造要求和难度极高，被誉为动力机械领域“皇冠上的明珠”。

图45. 燃气轮机的工作原理及内部结构



资料来源：36氪，国投证券研究中心

图46. 燃气轮机的类型和应用

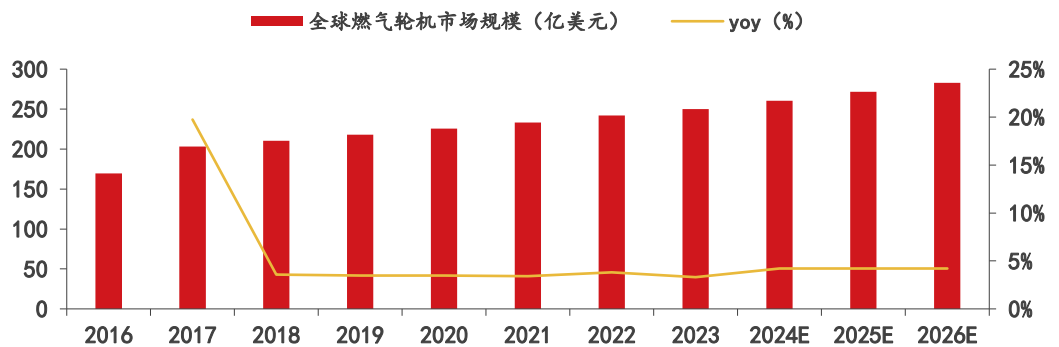
	类型	功率/MW	用途
重型	大型燃气轮机	>50.00	城市公用电网
	中型燃气轮机	20.00~50.00	发电、分布式能源、海上动力、油气传输等
轻型	小型燃气轮机	0.30~20.00	海上动力、分布式能源、油气输送、军事等
	微型燃气轮机	0.03~0.30或更小	海上动力、分布式能源、油气输送、军事等

资料来源：两机动力先行，国投证券研究中心

燃气轮机作为灵活、低碳、高效能的发电方式，新能源调峰需求有望带动零部件需求持续高增。在发电行业，负荷发电基本以大型燃气轮机为主，调峰发电以航改燃(中型、小型、微型)燃气轮机为主。天然气发电稳定可靠、经济性能高，可节省土地和水资源，具有效率高、污染少、启动快、清洁环保等特点，是可再生能源的有效补充，具有调峰调频的灵活能力。根据前瞻产业研究院，2023 年全球燃气轮机市场规模达 250 亿美元，到 2026 年全球燃气轮机市场规模有望达到 283 亿元，2023-2026 年 CAGR 为 4.2%，有望带动上游零部件需求持续增长。

- 1) **灵活调峰发电**：全球电力系统朝向低碳化转型，风电、太阳能等清洁能源日益占据主导地位，由于新能源的显著不稳定性，灵活性调峰发电成为匹配清洁能源的重要战略方向。燃气轮机凭借体积小、较灵活的优势是灵活性电源的重要组成，未来将在全球能源转型持续发挥重要作用；
- 2) **氢燃料新趋势**：近年，为响应碳中和目标，燃气轮机全球三大龙头企业 GE、西门子、三菱开始致力于氢燃料燃气轮机研发，随着未来制氢、储氢、输氢技术的成熟，将刺激燃气轮机市场进一步增长。

图47. 全球燃气轮机市场规模达千亿量级，2023-2026 年 CAGR 为 4.2%

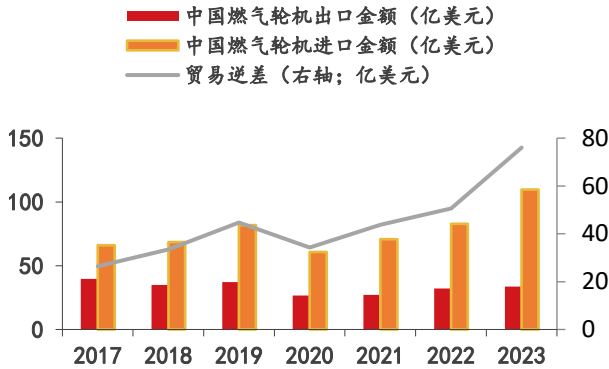


资料来源：公司年报，前瞻产业研究院，华经情报网，国投证券研究中心

燃气轮机壁垒较高，国内市场基本由海外企业垄断。燃气轮机对材料、加工工艺、机电一体化程度、自控水平有着极高的要求，被誉为动力机械领域“皇冠上的明珠”，目前全球仅有少数国家掌握其核心技术。

- **进出口**：中国燃气轮机市场长期处于贸易逆差。根据海关总署数据，2023 年中国燃气轮机出口/进口金额分别为 33.64/109.67 亿美元，贸易逆差达到 76.03 亿美元，且贸易逆差自 2020 年呈现持续扩大趋势。
- **市场格局**：市场高度集中，由外资企业垄断。根据华经产业研究院，2022 年国内燃气轮机市场 CR5 达到 97%，GE/西门子/三菱/安莎尔馨/卡特彼勒市场份额分别为 53%/27%/8%/5%/4%，整体由外资企业高度垄断。由于国内燃气轮机行业起步较晚，目前仍属于技术研发阶段，尚未形成规模化产业，与发达国家仍存较大差距。

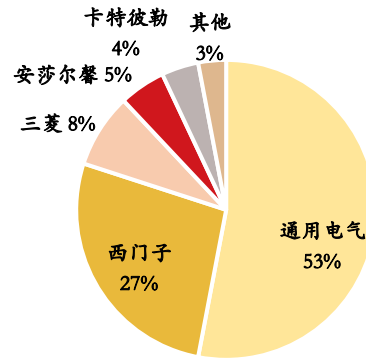
图48. 中国燃气轮机市场长期处于贸易逆差 (亿美元)



资料来源：海关总署，Wind，国投证券研究中心

注释：数据对象为涡轮喷气发动机、涡轮螺旋桨发动机及其他燃气轮机

图49. 中国燃气轮机市场由外资企业垄断 (2022年)



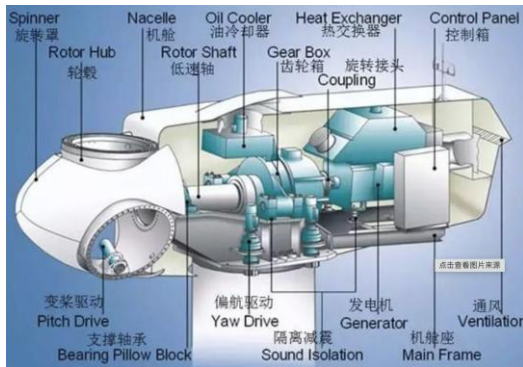
资料来源：华经产业研究院，国投证券研究中心

3.2.2. 风电零部件：海风具备增长弹性，出口有望注入新动力

风电铸件是风电机组设备的重要零部件。铸件主要应用于风电机组的轮毂、底座、铸造主轴，以及齿轮箱的行星架等部位，生产过程包括毛坯铸造和精加工等环节，主要材料是生铁和废钢。根据电气风电招股书，2020年风电铸件占风机成本比例约6%，仅次于叶片、齿轮箱和发电机。

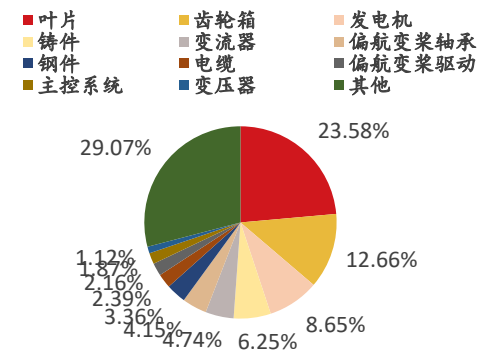
风电铸件行业壁垒较高。1) 工作环境：风力发电机主要安装在沿海岛屿、草原牧区、高原地带、山区等自然环境较恶劣地区，多发生故障单词拆装成本较高，因此对风电铸件的材质性能要求较高；2) 设计寿命：陆上风机设计寿命20年，海上风机设计寿命25-30年，对风电铸件材质的疲劳强度、质量可靠性、无损探伤要求和耐用性等要求严格。

图50. 风电铸件主要包括轮毂、底座、轴及轴承座、梁、齿轮箱部件



资料来源：OFWeek，国投证券研究中心

图51. 铸件占风机成本比例约为6% (2020年)

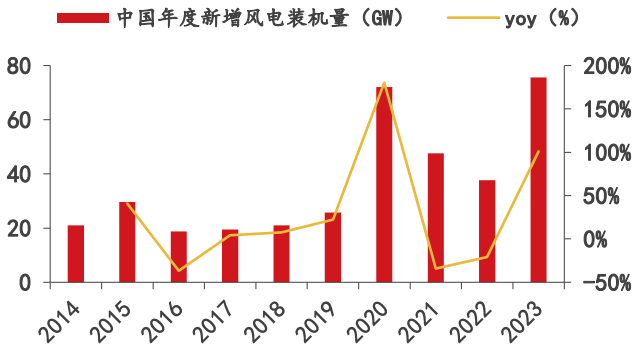


资料来源：电气风电招股说明书，国投证券研究中心

2023年中国风电装机量回暖。由于风电铸件一般需满足20年不更换的高可靠要求，因此，风电铸件市场需求主要取决于风电机组新增装机容量。经历2020年陆上风电“抢装潮”、2021年海上风电“抢装潮”，风电平价上网政策得以实施，中央财政补贴政策推出，风电市场由政策驱动转变为市场驱动。根据金风科技公告以及国家能源局，2022年风电招标量达98.53GW，同比增长82%，创历史新高，带动2023年风电装机量回升至75.66GW，同比增长101.06%；2023年国内风电整机实现招标86.3GW，仍保持较高水平，2024年全国新增装机预计仍有一定增长。

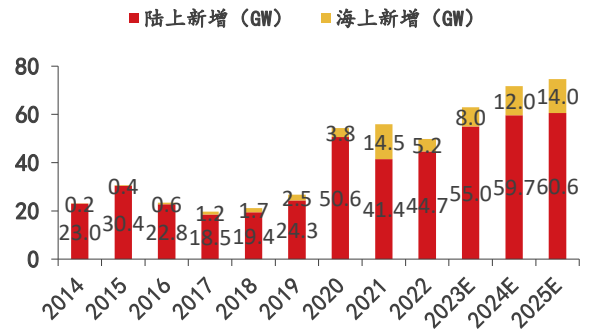
陆风进入稳定增长阶段，海风具备增长弹性。根据GWEC预计，2023-2025年中国陆上风电新增装机有望从55.0GW增长至60.6GW，CAGR=5%，中国海上新增装机有望从8.0GW增长至14.0GW，CAGR=32%。陆风风光大基地建设正常推进，海风外部、政策等压制性因素逐步缓解，十四五末期，风电装机市场景气仍有望保持向上。

图52. 中国 2023 年风电新增装机量有所回暖



资料来源: Wind, 国家能源局, 国投证券研究中心

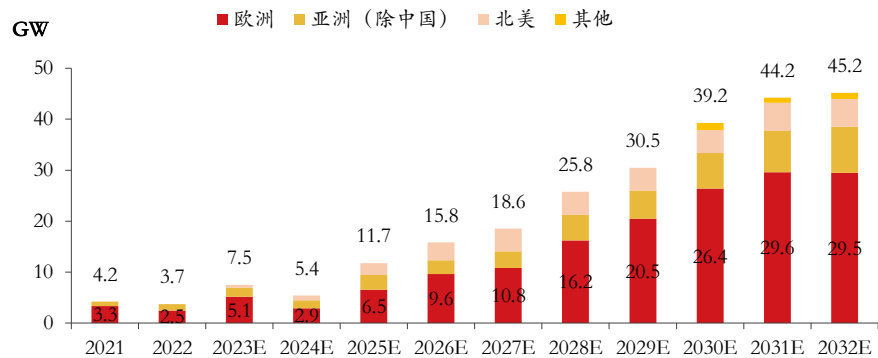
图53. 中国陆风、海风新增吊装规模及预期



资料来源: CWEA, 国投证券研究中心

出口有望注入风电景气上行新动力。根据 GWEC 数据, 2022-2030 年预计全球海风电新增装机复合增速 26%, 其中非中国地区海风装机复合增速约 34%。截至 2022 年, 欧洲海风累计装机 30.3GW, 其中丹麦、德国、比利时、荷兰四国合计约 15.5GW, 英国约 13.9GW; 至 2030 年, 欧盟四国海风装机预期 65GW, 英国规划达 50GW, 未来 8 年欧洲五大国新增合计规模约 85GW, 年均新增达 10.6GW。

图54. 2023-2032 年除中国外, 全球市场海风新增装机预期

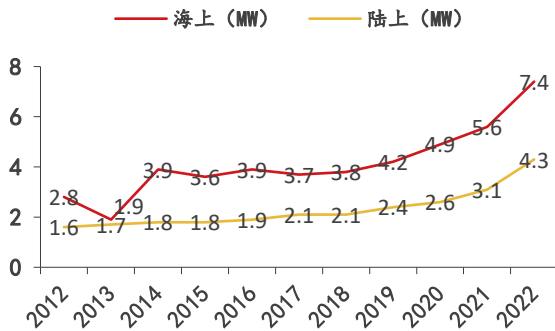


资料来源: GWEC, 国投证券研究中心

风电大型化趋势下, 铸件行业壁垒显著提升。

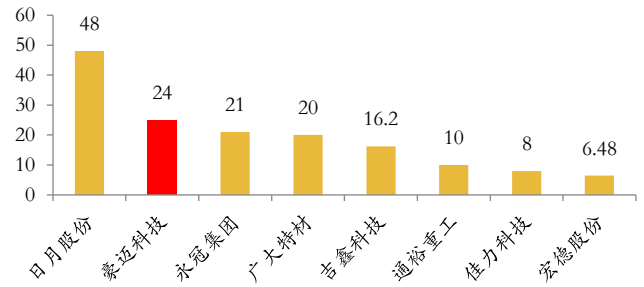
- **风电机组大型化趋势:** 风机大型化可减少单位零部件用量, 是风电降本的主要途径, 行业发展趋势确定。根据 CWEA 数据, 2012-2022 年中国陆上风电机组平均单机容量从 1.6MW 提升至 4.3MW, 海上风电机组平均单机容量从 2.8MW 提升至 7.4MW。
- **行业壁垒提升:** 大型风机对地理环境、使用年限等要求更高, 对铸件在低温下的高冲击强度以及耐腐蚀等性能要求更为严格, 需要厚 300mm 以上的形状更为复杂的大型铸件, 铸件的生产、铸造、运输等难度进一步提升。
- **行业集中度有望持续提升:** 目前全球范围内, 具备全套厂房、设备和生产能力的生产企业仅有少数几家, 包括日月股份、豪迈科技、永冠集团、广大特材、吉鑫科技等。随着铸件产业技术壁垒加厚, 市场集中度有望进一步提升。

图55. 中国陆上和海上风电机组平均单机容量持续提升



资料来源: CWEA, 国投证券研究中心

图56. 2022年风电铸件企业产能梳理 (万吨)



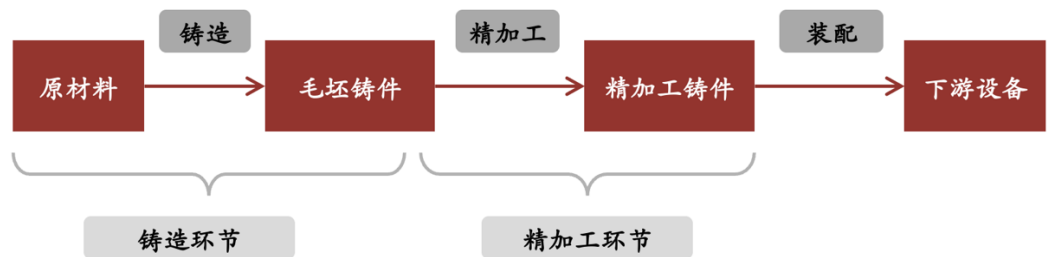
资料来源: 各公司公告, 国投证券研究中心

3.2.3. 未来展望: 重心向燃气轮机偏移, 有望带动盈利能力回升

大型机械零部件行业竞争核心要素是制造能力和成本控制。铸造件行业具备周期性、同质化、规模效应等特点, 行业主要由大型企业主导, 参与企业主要比拼技术实力和制造成本。以风电行业为例:

- **制造能力:** 重工装备铸件存在投资最大、建设周期长等特点, 尤其是毛坯铸造环节及精加工环节均需大量的设备和资金投入。受限于资金实力和风险承受能力, 部分企业优先投资毛坯铸造, 将精加工外协, 导致工序分割, 进而对铸件最终产品的交付周期以及成本控制形成损耗。
- **成本控制:** 成本受汇率变动和原材料价格波动等因素影响, 大型重工装备铸件的生产成本控制难度日益增加, 企业在激烈的市场竞争必须依靠规模化生产有效控制成本。

图57. 风电铸件分为铸造环节和精加工环节



资料来源: 华经情报网, 国投证券研究中心

相比竞争对手, 公司制造能力突出和成本控制能力良好。

1) **制造能力:** 公司依托强大的研发、铸造实力和机械加工能力, 产品种类逐渐从燃气轮机缸体扩展至风电零部件、压铸机等机械产品, 提供从毛坯到成品的整体解决方案和一站式服务, 形成了铸造加工一体化 (铸造+精加工) 的综合优势;

2) **产能方面:** 根据公司官网, 2022年公司铸铁、铸钢产能分别为24万吨、1万吨, 仅次于日月股份 (48万吨), 行业排名第二;

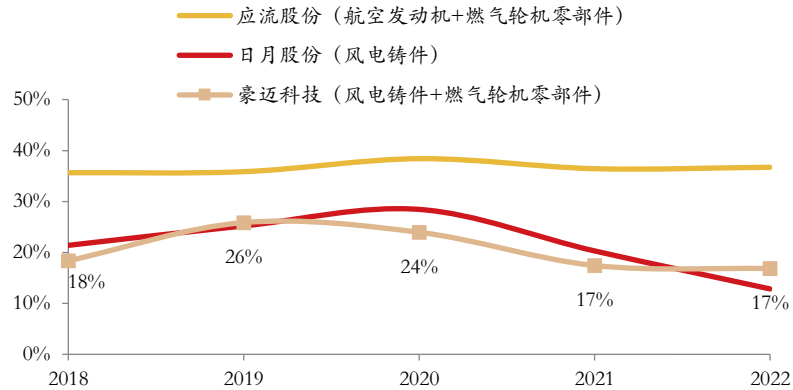
3) **成本管控:** 我们选取同样生产风电零部件、注塑机、铸件产品的日月股份作为可比公司。2018-2022年日月股份平均毛利率为21.64%, 高于豪迈科技 (20.49%), 日月股份规模优势更强。2022年受有色金属价格上涨以及风机招标价格下滑影响, 日月股份毛利率同比下滑7.45pct, 同期豪迈科技大型零部件业务毛利率基本保持平稳, 体现豪迈成本管控能力更强。

燃气轮机产品附加值相对更高, 有望拉动零部件板块毛利率回升。燃气轮机零部件业务有望受益新能源调峰需求, 行业景气度持续, 同时行业壁垒更高, 产品附加值更高。风电铸件受铸件产能过剩、招标价格走低、风电消纳难等因素影响, 毛利率有所承压。2018-2022年, “两机”零部件供应商应流股份平均毛利率为36.61%, 风电铸件供应商日月股份平均毛利率

本报告版权属于国投证券股份有限公司, 各项声明请参见报告尾页。

为 21.64%，燃气轮机零部件具有约 15 个 pct 的利润率优势。根据公司年报，公司燃气轮机订单饱满，未来随着业务占比提升，有望拉动零部件板块毛利率持续回升。

图58. 燃气轮机零部件具有更高毛利率



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

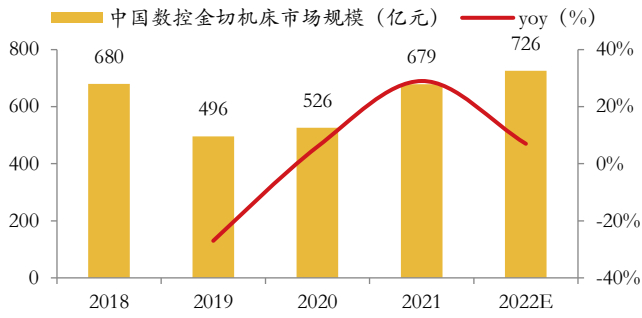
3.3. 第三成长曲线：数控机床新晋黑马，新业务打开成长天花板

3.3.1. 行业：政策端助力，高端机床国产替代势在必行

国内机床制造行业“大而不强”，中高端机床主要依赖进口。由于发达国家针对高档数控机床仍对我国采取技术封锁与限制，而国产机床在加工精度、可靠性、效率、自动化、智能化等方面尚存在差距，导致我国机床行业整体呈现“大而不强”的竞争格局，国产机床以低端为主，中高端机床市场严重依赖进口。

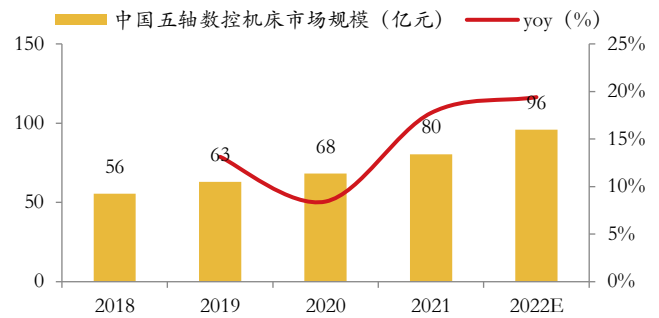
- ◇ **市场规模：**根据 MIR 以及 QY Research 数据，2022 年我国五轴数控机床市场规模为 96 亿元，同比+19.40%，2022 年我国数控金切机床市场规模（销售额口径）为 726 亿元，其中五轴占比仅为 13.20%。
- ◇ **数控化率：**我国机床整体数控化率不足 50%，远低于西方国家。根据国家统计局及机床工具协会数据，按照产量口径，2022 年我国金属切削机床的数控化率为 45%（金属切削机床产量 60.2 万台，数控金属切削机床产量 27.0 万台），较日本、美国、德国等发达国家 70%+ 水平有较大差距。
- ◇ **国产化率：**高端数控系统国产化率有较大提升空间。根据中国机床工具工业协会数据，2023 年中国金属切削机床消费额为 1108 亿美元，进口额为 51.4 亿美元，进口依赖度为 33%。我国进口数控机床主要以高端机床为主，根据海关总署数据，2024 年 1-2 月，以立式加工中心为例，我国进口立式加工中心均价达 69.16 万元，远高于出口立式加工中心均价（37.45 万元）。随着国际政治形势冲突加剧，同时我国对高档机床需求日益提升，国家急需扶持一批自主可控且技术先进的国产机床完成进口替代。
- ◇ **竞争格局：**德马吉、马扎克、大隈等国际数控机床品牌具备先发优势，技术水平和品牌知名度较高，在全球数控机床产业中高端市场占据较高份额。根据华经产业研究院，2020 年中国五轴机床市场中，德马吉森、格劳博、赫姆勒等外资市占率分别为 12%、11%、3%，北京精雕、科德数控等内资市占率分别为 11%、5%。

图59. 中国数控金切机床市场规模（亿元）



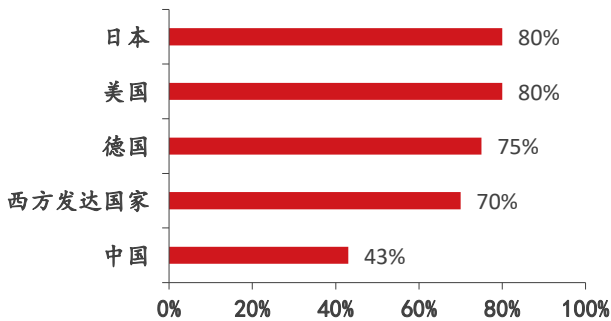
资料来源：MIR 睿工业，国投证券研究中心

图60. 中国五轴数控机床市场规模（亿元）



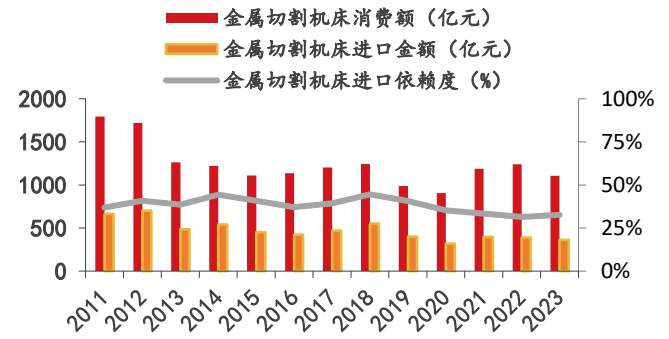
资料来源：MIR 睿工业，QY Research，国投证券研究中心

图61. 2020年发达国家机床数控化率普遍超过70%



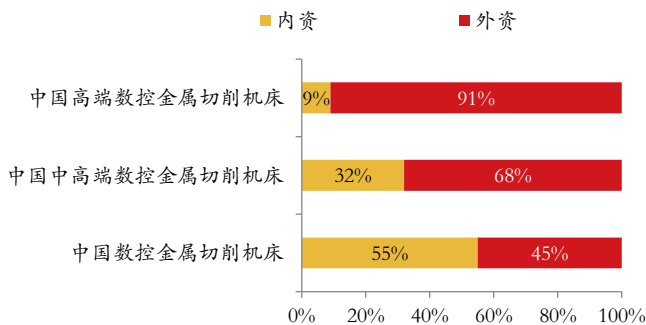
资料来源：纽威数控招股说明书，国投证券研究中心

图62. 我国机床进口依赖度较高，且以高端机床为主



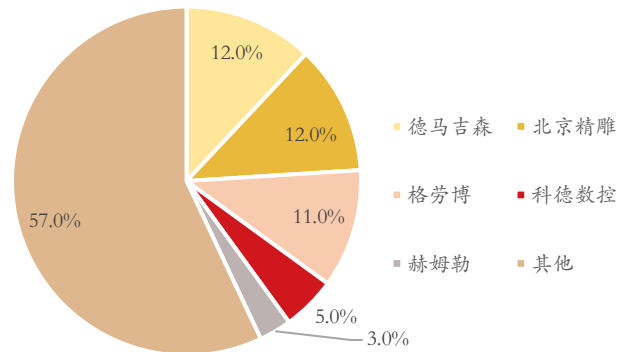
资料来源：前瞻产业研究院，国投证券研究中心

图63. 中国高端数控金属切削机床市场主要被外资占据



资料来源：MIR 睿工业，国投证券研究中心

图64. 2020年中国五轴机床市场格局



资料来源：华经产业研究院，国投证券研究中心

政策助力新一轮设备更新迭代，机床有望充分受益。2月23日，中央财经委员会第四次会议强调，鼓励引导大规模设备更新和消费品以旧换新。3月6日，国家发改委主任郑栅洁表示，以设备为例，去年中国工业、农业等重点领域设备投资规模约4.9万亿元，随着高质量发展深入推进，设备更新需求会不断扩大，初步估算将是一个年规模5万亿以上的巨大市场。在更新需求叠加国产替代的催化下，国产机床企业有望充分受益。

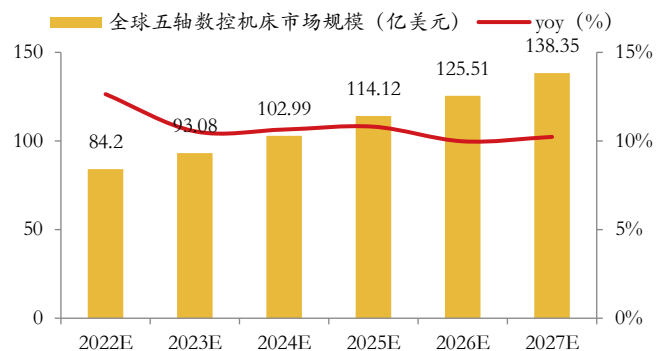
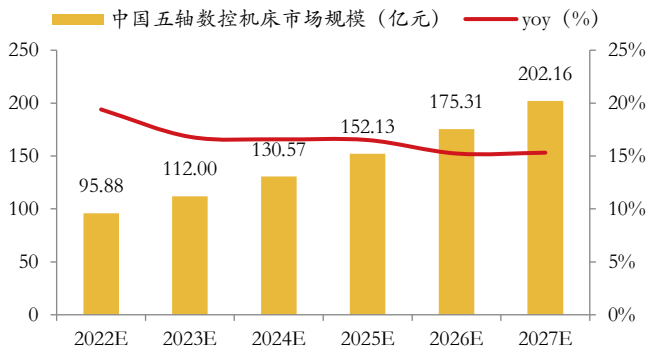
➤ **更新迭代：**从更新迭代需求看，机床寿命为8-10年，上一轮需求高点在2021年。根据国家统计局数据，2021年机床总产量为60.20万台，为2011年产量86万台的70.00%；2022年、2023年我国金属切削机床产量分别为57.20、61.25万台，分别占2012、2013年产量比重的72%、84%。机床存量更新潜力待释放，此次政策端助力下，有望促进机床设备更新换代，为机床行业需求形成托底。

- **国产替代:** 从国产替代方向看, 外资仍占据机床高端应用领域(航空航天、军工)较大份额。国产机床在静态指标方面已基本达到要求, 在动态指标方面尚需积累经验。此次政策端发力, 有望促进机床设备在高端细分领域的改造升级, 随着国家政策推动+下游客户提供试用机会, 机床国产替代有望加速。
- **出海机遇:** 国产机床市场中低端领域竞争激烈, 而海外市场空间广阔, 竞争格局良好。随着国产头部机床企业产品性能不断提升, 叠加性价比优势突出, 国产机床企业出海成为趋势。根据中国机床工具工业协会统计, 自2011年以来, 金属加工机床出口呈持续上升趋势, 2023年6月机床工具的9个商品领域全部实现贸易顺差, 2023年全年金属加工机床出口金额达到77.8亿美元, 同比增长25.4%。

预计2027年我国五轴数控机床市场规模将达到202.16亿元, 2022-2027年CAGR为16.09%。伴随国家政策鼓励五轴机床发展、国家大基金参投机床定增; 叠加国防军工、航空航天、新能源汽车等领域产业升级带来的五轴机床需求高增。根据QY Research预测, 国内市场空间将在2027年达到202.16亿元, 2022-2027年CAGR为16.09%, 超过全球CAGR 10.44%, 国产机床市占率有望从2022年的17.66%提升至2027年的22.65%。

图65. 预计2027年我国五轴数控机床市场规模202.16亿元

图66. 预计2027年全球五轴机床市场规模138.35亿美元



资料来源: QY Research, 国投证券研究中心

资料来源: QY Research, 国投证券研究中心

3.3.2. 公司: 模具领域 know-how 积累深厚, 看好机床业务放量

公司数控机床业务积淀深厚, 已有27余年历史。公司自1995年成立起便致力于数控电火花机床的研发与制造; 随着轮胎模具与零部件业务规模的放大, 公司机加工需求不断增长, 催生研发出应用于内部生产加工通用数控机床; 2022年, 公司成立全资子公司豪迈机床正式开始机床产品的对外销售。目前, 公司数控机床业务产品主要包括: ①五轴加工中心、精密加工中心、五轴激光雕刻机、五轴车铣复合加工中心(公司现役2000多台自研数控装备中80%为五轴类)与②直驱转台关键功能部件等产品。

图67. 公司数控机床产品拓展逻辑及其谱系



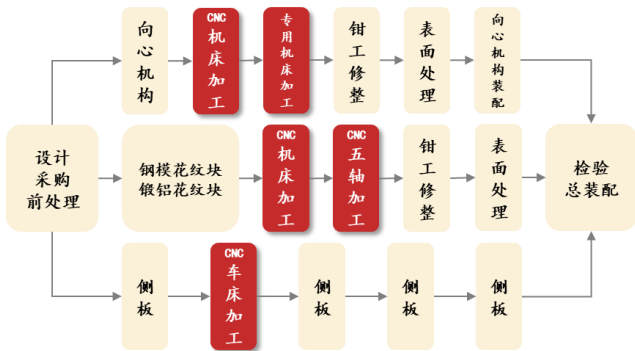
资料来源: 公司官网, 国投证券研究中心

优势①：内部需求赋能机床加工，机床领域 know-how 积累深厚。

高端机床国产替代核心在于产业链一体化协同发展。机床更新迭代依赖一线数据反馈，具有稳定的下游厂商能为机床企业提供中试基地。国产数控机床与国外高端产品存在技术差距，主要体现在稳定性和可靠性，原因是国内机床行业缺乏形成良好的上下产业链贯通，缺乏验证、迭代、改进的过程。近年来，以海天精工和纽威数控为首的国内领先机床发展势头良好，其共通点为，依托母公司或兄弟公司的加工需求，为机床产品提供充分验证的中试场地：海天精工背靠海天集团，初期主要加工兄弟公司海天国际的注塑机为主，凭借丰富的注塑模具加工经验，逐步形成了以龙门、卧加为核心的产品谱系；纽威数控背靠纽威集团，在加工兄弟公司纽威股份的工业阀门中积累大量经验；秦川机床依托母公司法士特的齿轮加工需求，也拥有类似成长路径。

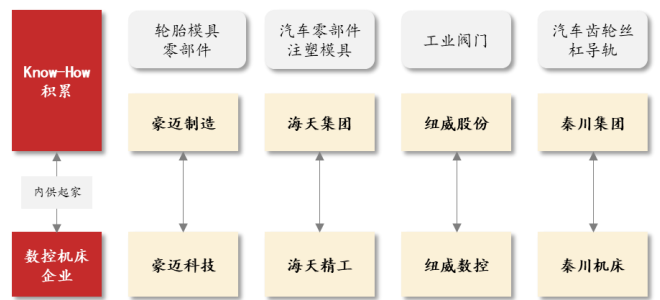
公司内部机加工需求助力数控机床不断迭代，铸造坚实 know-how 壁垒。公司作为同时生产轮胎模具和模具加工专用数控机床的厂商，一方面在模具生产过程中，积累了大量的数控机床研发和生产经验，数控机床自制率较高；另一方面同时作为机床供应商和下游客户，大量内部加工需求为公司数控机床迭代升级提供了最佳的试验场。凭借轮胎模具领域加工 know-how 的深厚积累，公司将下游应用拓展至 3C、汽车、轨道交通、新能源等其他领域。公司机床产品于 2022 年开始对外销售，有望复刻国内机床行业其他领先企业的发展路径，机床业务有望快速成长。

图68. 轮胎模具生产加工中机床占比较高



资料来源：公司招股说明书，国投证券研究中心

图69. Know-how 积累是数控机床企业的核心竞争力

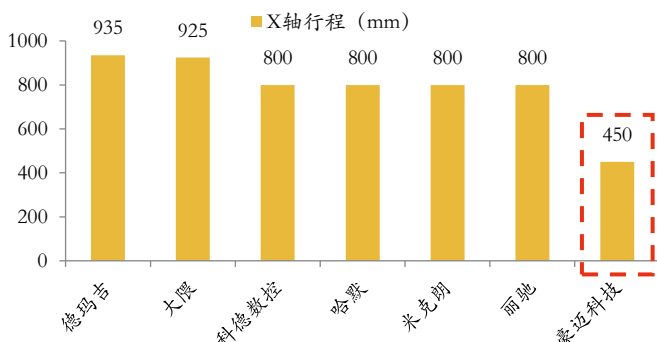


资料来源：国投证券研究中心整理

公司数控机床部分参数已基本处于国际领先水平。选取公司 XHQ 五轴加工中心与国内科德数控公司和国外哈默、米克朗、德玛吉、大隈与丽驰类似产品进行对比：

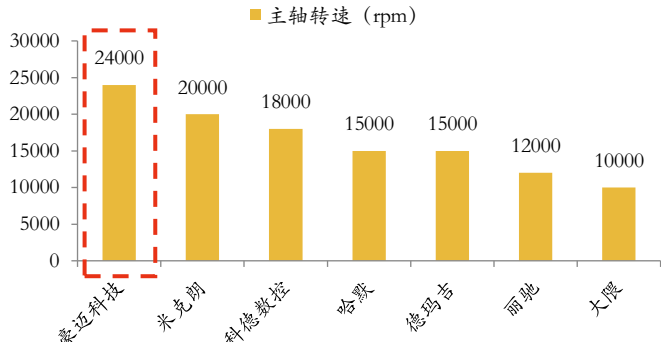
- 1) 公司机床 X 轴行程为 450mm，相比样本企业公司的机床可加工工件尺寸较小；
- 2) 公司机床主轴转速达到 24000rpm，为样本中转速最高的机床，达到国际先进水平；
- 3) 公司机床 XYZ 轴定位精度/重复定位精度达到 0.005mm/0.003mm，与科德数控并列样本第一，达到国际先进水平；
- 4) 公司机床 AC 轴定位精度/重复定位精度达到 7"/4"，在样本中排名第三。

图70. 公司与领先机床厂商五轴机床行程对比



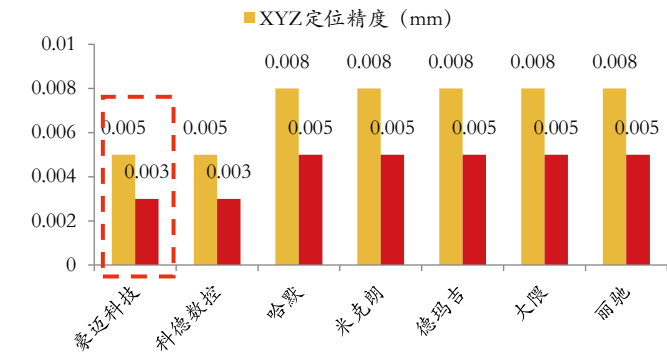
资料来源：科德数控招股说明书，豪迈机床公众号，国投证券研究中心

图71. 公司与领先机床厂商五轴机床主轴转速对比



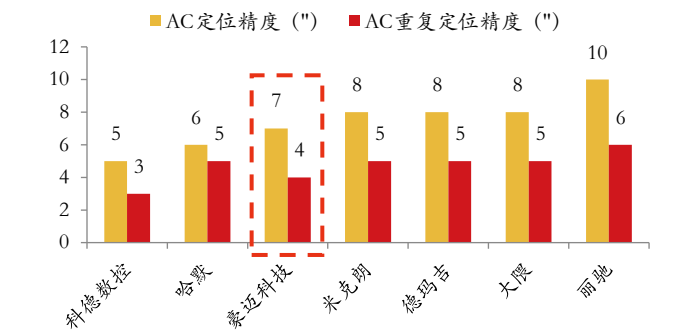
资料来源：科德数控招股说明书，豪迈机床公众号，国投证券研究中心

图72. 公司与领先机床厂商五轴机床 XYZ 定位精度对比



资料来源：科德数控招股说明书，豪迈机床公众号，国投证券研究中心

图73. 公司与领先机床厂商五轴机床 AC 定位精度对比



资料来源：科德数控招股说明书，豪迈机床公众号，国投证券研究中心

优势②：核心零部件转台自主可控，控制供应链风险+降低成本

转台是数控机床由三轴升级至五轴的必要条件。转台作为五轴数控机床 AC 轴的必要构成结构（第四轴和第五轴），转台的精度、速度、刚度、稳定性、重载、扭矩等等指标对五轴机床的加工精度有着至关重要的作用。根据《数控静压转台的精度检测装置及方法》，从价值量来看，转台约占数控机床成本的 1/4-1/3。

国内数控转台市场主要由台资与日资企业占据。前五名参与者主要为台资企业，根据 QY research，2021 年行业 CR5 超过 50%，包括旭阳精机、潭兴精工、宝嘉诚、潭佳精密及德川机械等。国内机床厂商方面，豪迈科技、科德数控、国盛智科等企业目前已实现了转台自制，未来有望推动数控转台国产替代进程。

公司直驱转台自主可控，控制供应链风险+降低生产成本。公司通过自研直驱转台、摇篮转台一方面控制供应链风险，另一方面降低成本、缩短货期，提升产品性价比。

公司转台产品性能已达行业先进水平。根据科德数控招股说明书与公司公众号，选取科德数控与北京伊贝格作为公司直驱转台性能对比，定位精度方面，豪迈/科德/伊贝格分别为 3/4/5-8"；规格尺寸方面，豪迈/科德/伊贝格最大规格分别为 1600/1800/1250mm，科德较为领先；在载重方面，同规格产品下，豪迈 RDDM-800 型号转台最大负载高达 2.5 吨，科德同规格产品 DVH-800 型号转台最大负载为 1.4 吨，豪迈较为领先。公司对外直接销售转台等核心零部件，未来直驱转台核心功能部件放量有望为公司机床业务增砖添瓦。

图74. 豪迈科技转台产品性能已达行业先进水平

企业	图示	定位精度	规格尺寸	最高转速
豪迈科技		4"	200-1600mm	—
科德数控		3"	200-1800mm	400rpm
北京伊贝格	—	5-8"	200-1250mm	300rpm

资料来源：科德数控招股说明书，各公司公告，官方公众号，国投证券研究中心

图75. 公司直驱转台产品示意图

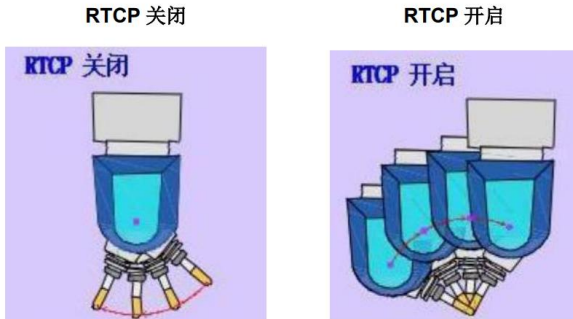


资料来源：公司官网，国投证券研究中心

数控系统方面，公司与华中数控强强联合，共同推进国产替代。数控系统是机床的大脑，行业壁垒较高。根据华中数控公众号，自 2021 年起，公司与华中数控携手合作，双方历经多轮百日公关，攻克了一个又一个五轴加工领域的难题。如今，豪迈机床已配套华中数控系统百余台套，机床已经满足了复杂场景高端加工的需求，双方合作成果显著。公司最新产品超

硬刀具五轴激光雕刻机具备 7 个移动轴（五个机械轴，两个光学轴），通过搭载华中数控新 RTCP 技术可实现多轴联动加工。

图76. RTCP 数控系统是五轴数控机床的关键



资料来源：科德数控招股说明书，国投证券研究中心

图77. 华中数控 5-7 轴全新 RTCP 技术

- 五轴工件与刀具测量
 - 15种特征测量，测量特征自由组合
 - 自由曲面在机测量和补偿
 - 支持接触式和非接触式对刀仪
- 扩展适配各类五轴机床
 - 五·轴RTCP新技术
 - 100+机床构型
 - 多种五轴编程指令
- RTCP参数快速标定
 - 机床标定时间小于5min
 - 重复误差小于5μm
- 指定刀尖进给速度
 - 指定编程速度加工，提升效率
 - 改善程序速度规划，提高加工平顺性

使用RTCP前	使用RTCP后
加工时间	54s
精度	21μm

单个叶轮齿面加工效率提升30%-50%

资料来源：华中数控官方公众号，国投证券研究中心

公司机床产能充足，规模效应下盈利水平有望提升。产能方面，根据公司官网，目前公司拥有员工 1000 多名，其中工程技术人员占比 35%以上，机床年产能 1000 台（包括数控金切机床、激光及电火花机床、五轴机床、硫化机等）。收入方面，2022 年，公司正式对外销售机床，机床业务收入为 1.46 亿元，2023 年机床业务实现收入 3.08 亿元，同比增长 111.76%。目前机床业务仍处于市场开拓、客户验证阶段。盈利能力方面，2022 年，公司机床业务毛利率为 31.60%，未来随着收入规模的放大，公司机床业务盈利水平有望提升。

积极开拓市场，机床业务有望打开公司成长天花板。2023 年 4 月北京机床展，公司新推出超硬刀具五轴激光加工中心，面向 3C、汽车等行业超硬材料刀具的加工；2023 年 7 月青岛机床展，公司新展出带车功能的立式五轴铣车复合加工中心和应用于工具磨床行业的高精度直驱转台新品。

4. 盈利预测

4.1. 收入分析拆分

轮胎模具业务：轮胎需求稳健增长+模具作为耗材带来更新需求，驱动行业稳健增长。公司龙头地位稳固，2023 年全球市占率 30%以上，在交付能力和成本控制方面全面领先同行，客户覆盖为米其林、普利司通以及固特异等全球领先轮胎企业。随着收入规模持续提升，与同行进一步拉开差距，预计公司市占率有望稳步提升。预计 2024-2026 年轮胎模具收入分别为 42.02、45.27、48.51 亿元，同比增速分别为 11%、8%、7%，业务毛利率稳定在 40%。

大型机械零部件业务：风电招标景气度较低；受益电力调峰需求，燃气轮机高景气延续。公司产能重心向高毛利率的燃气轮机业务倾斜，长期看公司综合毛利率有望提升。我们预计 2024-2026 年大型机械零部件业务收入分别为 31.42、35.26、38.57 亿元，同比增速分别为 13%、12%、9%，业务毛利率分别为 22.07%、21.10%、20.95%。

数控机床业务：产品以五轴机床为主。公司在模具领域积累机床制造 know-how，同时背靠豪迈集团，形成“试用+迭代”正向循环，机床产品性能行业领先，已拓展至 3C、汽车、轨道交通、新能源等其他领域。目前该业务处于初步放量阶段，核心在于产品下游验证以及推广进度。随着政策支持+下游客户提供试错机会，我们预计公司机床业务有望快速放量，规模效应下毛利率有望持续提升。预计 2024-2026 年数控机床业务收入分别为 5.85、9.65、13.65 亿元，同比增速分别为 90%、65%、41%，毛利率分别为 35%、38%、40%。

其他业务：主要为巨型胎硫化机产品，产品性质与轮胎模具类似，增速较为稳定，我们认为 2024-2026 年其他业务收入分别为 3.58、4.29、5.15，同比增速保持 20%，毛利率保持 36%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 82.87、94.47、105.87 亿元，同比增速分别为 15.64%、14.00%、12.07%，净利润分别为 17.32、19.42、22.15 亿元，增速分别为 7.43%、12.15%、14.04%，综合毛利率分别为 32.67%、32.56%、32.87%。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

表6: 预计 2024-2026 年公司营收分别为 82.87、94.47、105.87 亿元

		单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
轮胎模具							
收入	百万元		32.74	37.90	42.02	45.27	48.51
yoy	%		-2.47%	15.76%	10.88%	7.73%	7.16%
毛利率	%		38.06%	43.06%	40.00%	40.00%	40.00%
收入占比	%		49.28%	52.89%	50.71%	47.92%	45.82%
大型机械零部件							
收入	百万元		30.41	27.70	31.42	35.26	38.57
yoy	%		24.58%	-8.91%	13.44%	12.21%	9.38%
毛利率	%		16.84%	23.41%	22.07%	21.10%	20.95%
收入占比	%		45.78%	38.65%	37.92%	37.32%	36.42%
数控机床							
收入	百万元		1.46	3.08	5.85	9.65	13.65
yoy	%			110.96%	89.94%	65.00%	41.41%
毛利率	%		31.60%	30.00%	35.00%	38.00%	40.00%
收入占比	%		2.20%	4.30%	7.06%	10.22%	12.89%
其他业务 (巨型硫化机等)							
收入	百万元		1.82	2.98	3.58	4.29	5.15
yoy	%		-12.92%	63.74%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	%		33.52%	34.90%	36.00%	36.00%	36.00%
收入占比	%		2.74%	4.16%	4.33%	4.56%	4.88%
合计							
收入	百万元		66.43	71.66	82.87	94.47	105.87
yoy	%		10.59%	7.87%	15.64%	14.00%	12.07%
毛利率	%		28.07%	34.56%	32.67%	32.56%	32.87%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心预测

4.2. 可比公司估值与建议

公司主营业务横跨轮胎模具、机械零部件与数控机床三大赛道, 各业务板块属性及成长性不同, 因此我们采用分部加总的估值方法:

①**轮胎模具**: 预计 2024-2026 年收入分别为 42.02、45.27、48.51 亿元, 以 2023 年为参考, 公司轮胎模具业务毛利率为 43.06%, 公司期间费用率为 8.42%, 大致估计轮胎模具业务净利率水平约 34.64%, 则贡献净利润分别为 14.56、15.68、16.80 亿元, CAGR 达 8.6%。考虑到公司在轮胎模具领域竞争力突出, 全球市占率超过 30%, 未来业务有望稳健增长, 且盈利能力保持稳定, 我们给予公司该业务 1.5 倍 PEG, 按 2024 年 13X PE 估值计算, 至 2024 年, 轮胎模具业务估值约 189 亿。

②**机械零部件**: 预计 2024-2026 年收入分别为 31.42、35.26、38.57 亿元, 2023 年业务毛利率为 23.41%, 公司期间费用率为 8.42%, 机械零部件净利率约 14.99%。2023 年毛利率较高主要受原材料价格影响较大, 未来随着公司产品结构改善, 高毛利的燃气轮机业务占比提升, 假设长期净利率提升至 15%, 则贡献净利润分别为 4.71、5.29、5.79 亿元, 选取“两机”零部件企业应流股份以及风电铸件企业日月股份作为可比公司, 两家公司在行业景气度、主营业务、行业地位、下游客户等方面与豪迈科技具备可比性, 2024 年 PE 区间基本处于 16-22 倍, 保守给予该业务 15X PE 估值, 至 2024 年, 机械零部件业务估值约 71 亿。

③**数控机床**: 预计 2024-2026 年板块收入分别为 5.85、9.65、13.65 亿元, 2022 年业务毛利率为 31.60%, 产品开拓初期毛利率水平较低, 未来随着业务收入扩大, 规模效应显现, 假设毛利率提升至 35%。工业母机为国家战略产业, 具备自主可控概念, 我们选取五轴机床企业海天精工、科德数控作为可比公司, 科德数控主营业务为高端五轴数控机床, 其中 85% 零部件实现自主可控; 海天精工为国内数控机床领头羊, 发力高端五轴机床。两家公司 2024 年 PE 区间处于 19-47X, 按平均值 33X PE 计算, 至 2024 年, 数控机床业务估值约 52 亿。

综合来看, 根据对轮胎模具、机械零部件、数控机床三大赛道业务对应估值的加总, 给予 2024 年 PE 19X, 对应 6 个月目标价 41.04 元, 首次覆盖, 给予“增持-A”评级。

表7：豪迈科技与可比公司 2023-2024 年平均估值水平

证券代码	公司简称	EPS			PE		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603308.SH	应流股份	0.59	0.52	0.69	36.22	28.18	21.39
603218.SH	日月股份	0.34	0.49	0.72	60.46	24.30	16.33
688305.SH	科德数控	0.65	1.13	1.77	136.41	69.76	46.72
601882.SH	海天精工	1.00	1.20	1.46	26.27	23.59	19.43
	平均值	-	-	-	64.84	36.19	25.22
002595.SZ	豪迈科技	1.50	1.93	2.22	15.43	71.66	15.47

资料来源：Wind，国投证券研究中心（可比公司盈利预测与估值取自 2024/3/31 Wind 一致预期）

5. 风险提示

- 1) 原材料价格上涨：公司核心主业轮胎模具与大型机械零部件人力与原材料成本占比较高，若上述成本出现上升，则会对公司经营业绩造成不利影响。
- 2) 汇率波动风险：公司海外收入占比较高，若出现海运运价上升、汇率波动以及地缘政治冲突等情况，则会对公司经营业绩造成不利影响。
- 3) 下游资本开支低于预期：公司主营业务下游覆盖轮胎、能源以及大制造等行业，与宏观经济关联度较高。若宏观经济出现波动，下游对公司产品需求不及预期，则会对公司经营业绩造成不利影响。
- 4) 数控机床业务拓展不及预期：公司新兴业务数控机床作为公司未来主要业绩增长支撑，若出现市场验证推广进度不及预期的情况，则会对公司经营业绩造成不利影响。
- 5) 盈利预测不及预期风险：盈利预测结果基于诸多假设前提，存在不及预期可能，若下游各行业景气度不及预期，公司产能释放不及预期，或新产品拓展不及预期，则可能高估未来三年收入增长，导致盈利预测高于实际值。

财务报表预测和估值数据汇总
利润表

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,642.2	7,165.8	8,286.8	9,446.9	10,587.4
减:营业成本	4,777.6	4,682.7	5,579.1	6,371.0	7,107.8
营业税费	59.2	76.5	81.7	92.8	107.1
销售费用	73.4	92.8	103.6	113.4	121.8
管理费用	158.9	175.9	203.0	226.7	248.8
研发费用	295.2	355.7	406.1	458.2	508.2
财务费用	-62.3	-20.8	-30.0	-	-
加:资产/信用减值损失	-20.8	-10.1	-11.6	-13.3	-13.9
公允价值变动收益	-15.5	-4.3	-	-	-
投资和汇兑收益	31.9	38.2	35.4	35.1	36.2
营业利润	1,354.2	1,843.9	1,967.1	2,206.6	2,516.0
加:营业外净收支	-1.3	0.4	-0.6	-0.5	-0.2
利润总额	1,352.9	1,844.2	1,966.5	2,206.1	2,515.7
减:所得税	153.1	232.6	236.0	264.7	301.9
净利润	1,200.2	1,612.1	1,731.9	1,942.3	2,215.0

财务指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性					
营业收入增长率	10.6%	7.9%	15.6%	14.0%	12.1%
营业利润增长率	13.1%	36.2%	6.7%	12.2%	14.0%
净利润增长率	14.0%	34.3%	7.4%	12.1%	14.0%
EBITDA 增长率	6.5%	35.4%	6.5%	12.1%	12.3%
EBIT 增长率	5.5%	41.8%	7.3%	13.9%	14.0%
NOPLAT 增长率	4.5%	39.1%	7.0%	13.9%	14.0%
投资资本增长率	7.3%	0.8%	1.9%	12.0%	-3.8%
净资产增长率	12.8%	17.4%	15.8%	16.1%	16.3%
利润率					
毛利率	28.1%	34.7%	32.7%	32.6%	32.9%
营业利润率	20.4%	25.7%	23.7%	23.4%	23.8%
净利润率	18.1%	22.5%	20.9%	20.6%	20.9%
EBITDA/营业收入	23.5%	29.5%	27.2%	26.7%	26.8%
EBIT/营业收入	19.2%	25.2%	23.4%	23.4%	23.8%

资产负债表

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	621.8	1,084.5	2,326.9	3,087.7	5,258.6
交易性金融资产	-	600.0	600.0	600.0	600.0
应收帐款	2,112.9	2,176.2	2,628.5	2,925.3	3,308.0
应收票据	365.8	456.1	132.4	670.4	284.9
预付帐款	63.8	99.3	116.8	107.9	150.0
存货	1,623.0	1,672.4	1,869.2	2,339.5	2,397.0
其他流动资产	782.8	814.9	856.3	818.0	829.8
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	277.4	138.9	138.9	138.9	138.9
投资性房地产	37.3	62.8	62.8	62.8	62.8
固定资产	2,167.9	2,121.6	1,835.7	1,546.3	1,253.8
在建工程	71.0	156.8	141.1	127.0	114.3
无形资产	358.0	374.2	362.2	350.2	338.2
其他非流动资产	110.6	156.0	106.5	124.3	128.9
资产总额	8,592.2	9,913.6	11,177.4	12,898.5	14,865.0
短期债务	129.8	-	-	-	-
应付帐款	434.3	398.9	481.9	561.6	622.0
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	527.6	678.1	559.1	588.3	608.5
长期借款	-	41.8	-	-	-
其他非流动负债	157.1	176.1	153.5	162.2	163.9
负债总额	1,248.8	1,294.8	1,194.5	1,312.1	1,394.5
少数股东权益	5.7	5.8	4.5	3.6	2.5
股本	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0
留存收益	6,534.3	7,918.7	9,178.4	10,782.8	12,668.1
股东权益	7,343.4	8,618.8	9,982.9	11,586.4	13,470.6

运营效率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
固定资产周转天数	111	108	86	64	48
流动营业资本周转天数	206	204	189	196	195
流动资产周转天数	281	313	335	364	397
应收帐款周转天数	105	108	104	106	106
存货周转天数	83	83	77	80	81
总资产周转天数	440	465	458	459	472
投资资本周转天数	351	338	297	278	257

投资回报率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
ROE	16.4%	18.7%	17.4%	16.8%	16.4%
ROA	14.0%	16.3%	15.5%	15.1%	14.9%
ROIC	18.3%	23.8%	25.2%	28.2%	28.7%

费用率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
管理费用率	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
研发费用率	4.4%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%
财务费用率	-0.9%	-0.3%	-0.4%	0.0%	0.0%
四费/营业收入	7.0%	8.4%	8.2%	8.5%	8.3%

偿债能力

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资产负债率	14.5%	13.1%	10.7%	10.2%	9.4%
负债权益比	17.0%	15.0%	12.0%	11.3%	10.4%
流动比率	5.10	6.41	8.19	9.17	10.42
速动比率	3.62	4.86	6.40	7.14	8.48
利息保障倍数	-20.44	-87.01	-64.57	-	-

分红指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
DPS(元)	0.37	-	0.59	0.42	0.41
分红比率	24.9%	0.0%	27.3%	17.4%	14.9%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.6%	1.2%	1.1%

现金流量表

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,199.8	1,611.6	1,731.9	1,942.3	2,215.0
加:折旧和摊销	288.2	307.9	313.5	315.5	317.3
资产减值准备	-	4.6	-	-	-
公允价值变动损失	15.5	4.3	-	-	-
财务费用	-9.0	-4.2	-30.0	-	-
投资收益	-31.9	-38.2	-35.4	-35.1	-36.2
少数股东损益	-0.4	-0.4	-1.4	-0.9	-1.1
营运资金的变动	-728.9	-242.4	-394.4	-1,157.7	-30.6
经营活动产生现金流量	555.4	1,604.9	1,584.3	1,064.1	2,464.3
投资活动产生现金流量	-230.9	-826.4	35.4	35.1	36.2
融资活动产生现金流量	-127.8	-327.3	-377.2	-338.4	-329.7

业绩和估值指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS(元)	1.50	2.02	2.16	2.43	2.77
BVPS(元)	9.17	10.77	12.47	14.48	16.84
PE(X)	24.0	17.9	16.6	14.8	13.0
PB(X)	3.9	3.3	2.9	2.5	2.1
P/FCF	44.5	19.6	18.5	25.8	11.5
P/S	4.3	4.0	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	11.5	10.4	11.4	9.9	8.0
CAGR(%)	17.4%	11.2%	18.1%	17.4%	11.2%
PEG	1.4	1.6	0.9	0.9	1.2
ROIC/WACC	1.7	2.3	2.4	2.7	2.7
REP	1.5	1.4	1.6	1.2	1.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034