

# 豪迈科技 (002595.SZ)

增持

## 2023年业绩点评：轮胎模具龙头，机床业务打开新成长空间

### 核心观点

**2023年归母净利润同比增长34.33%**。公司2023年收入71.66亿元，同比增长7.88%，归母净利润16.12亿元，同比增长34.33%，毛利率34.65%，同比提升6.58个百分点。主要系：1) 轮胎模具业务内销表现突出，海外需求持续增长；2) 受汇率变动、原材料成本降低等因素影响业务毛利率同比提升。

**轮胎模具业务：内销表现突出，海外订单需求的持续增长。**2023年公司轮胎模具业务37.90亿元，同比增长15.76%，毛利率43.06%，同比上升5.02%。2023年国内轮胎行业整体复苏，中国轮胎产量、出口量同比均实现较大幅度增长，公司轮胎模具业务内销表现突出，同比增速较快，叠加轮胎模具海外订单需求的持续增长，公司轮胎模具业务订单表现优秀，营业收入是近几年来快速增长的一年。受汇率变动、原材料成本降低以及效率提升等因素影响，公司轮胎模具业务毛利率同比提升。

**大型零部件机械产品：收入受风电零部件业务负面影响，但毛利率有所提升。**2023年，公司大型零部件机械产品实现营业收入27.70亿元，同比下降8.91%，毛利率23.41%，同比增长6.57%。双碳背景下，叠加行业政策驱动和技术进步等影响，燃气轮机市场需求持续向好，公司该项业务订单饱满；风电行业长期发展趋势可期，但受铸造产能过剩、招标价格持续走低等影响，公司风电零部件业务对大型零部件机械产品整体营业收入起到负向作用。受产品结构优化、原材料成本降低、汇率变动及效率提升等因素影响，公司大型零部件机械产品毛利率同比有所提升。

**数控机床业务：收入同比增长111.76%**。2023年公司数控机床业务实现营业收入3.08亿元，同比增长111.76%。公司已经推向市场的机床产品包括直驱转台、五轴加工中心、精密加工中心、超硬刀具五轴激光加工中心、车铣复合加工中心等系列化产品。基于多年机床自制研发的成功经验和技術积累，公司机床产品在产品功能、性能方面达到国内领先水平，向国际先进水平看齐，以前自制机床主要供给内部使用，自2022年机床产品开始对外销售后，公司机床产品迅速得到客户和业内专家的认可，品牌形象快速提升，公司机床业务有望持续较好发展。

**盈利预测与估值：**预计2024年-2026年归属母公司净利润分别为17.42/19.41/21.45亿元，对应PE 15.6/14.0/12.6倍，一年期合理估值39.20-43.56元（2024年PE 18-20x），首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济波动；原材料价格波动；机床业务拓展不及预期。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,642	7,166	7,829	8,527	9,258
(+/-%)	10.6%	7.9%	9.3%	8.9%	8.6%
净利润(百万元)	1200	1612	1742	1941	2145
(+/-%)	14.0%	34.3%	8.1%	11.4%	10.5%
每股收益(元)	1.50	2.02	2.18	2.43	2.68
EBIT Margin	19.2%	24.9%	24.9%	25.2%	25.5%
净资产收益率 (ROE)	16.4%	18.7%	17.5%	16.8%	16.2%
市盈率 (PE)	22.6	16.8	15.6	14.0	12.6
EV/EBITDA	18.1	13.6	13.5	12.3	11.2
市净率 (PB)	3.70	3.15	2.72	2.35	2.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 机械设备·专用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：王鼎

0755-81981000

wangding1@guosen.com.cn

S0980520110003

#### 基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	39.20 - 43.56元
收盘价	35.40元
总市值/流通市值	28320/28135百万元
52周最高价/最低价	36.50/26.02元
近3个月日均成交额	99.22百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

# 全球轮胎模具龙头，打造五轴数控机床新增长极

## 业务简介

豪迈科技始创于1995年，国际化集团公司，地处山东半岛蓝色经济区高密市。公司主营业务涉及（1）轮胎模具、（2）大型机械零部件产品的铸造及精加工、（3）数控机床。豪迈构建了优良的制造体系，拥有自己的研发设计中心、铸造工厂、机械加工工厂，能够提供从毛坯到成品的整体解决方案和一站式服务，满足客户全方位的个性需求。与20多家世界五百强建立长期稳定的合作关系。

2021年-2023年，集团收入分别为60.08/66.42/71.66亿元，同比增速分别为13.48%/10.55%/7.88%，净利润分别为10.51/12.00/16.11亿元，同比增速分别为4.56%/13.96%/34.33%。

图1：豪迈科技2023年营收同比7.88%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：豪迈科技2023年归母净利润同比34.33%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

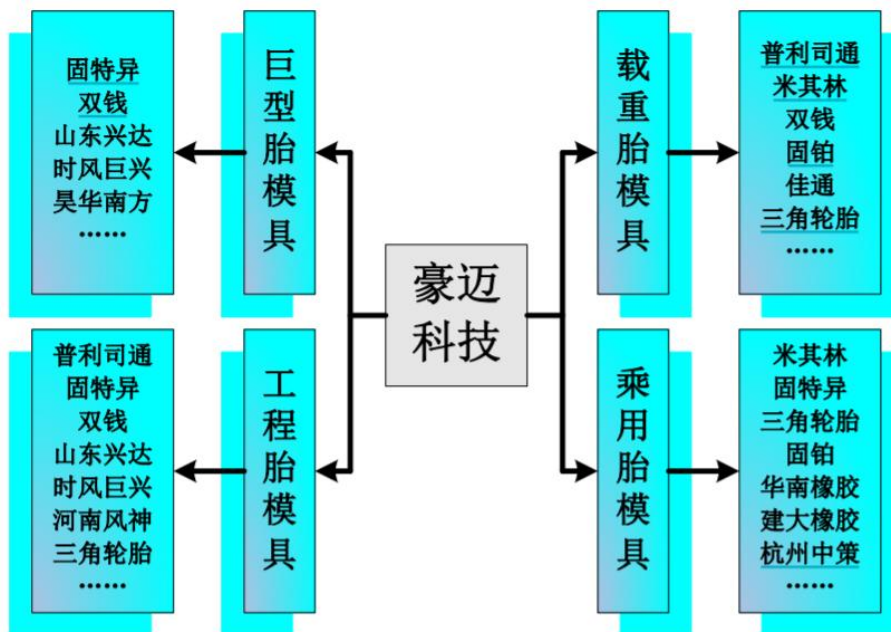
## 一、轮胎模具

**行业情况：**轮胎模具行业作为轮胎行业上游企业，其需求量除与轮胎的生产规模密切相关外，还受到轮胎规格、花纹等的更新换代速度的影响。随着汽车工业的快速发展，尤其是新能源汽车的快速发展，对轮胎的质量、性能、外观等方面的要求也越来越高，轮胎企业为增强市场竞争力推出的轮胎产品也呈多样性变化，轮胎模具始终趋于快速迭代的进程，增加了市场对轮胎模具的需求量。

轮胎模具行业市场集中度明显，国际上，除业界附属于轮胎制造商的几家自有模具企业外，其它大部分轮胎模具厂聚集在中国。

2023年，随着经济社会全面恢复常态化运行，我国经济持续回升向好，市场需求端增强。新能源汽车蓬勃发展，汇率的变化，原材料价格，出口增量等因素，对轮胎行业发展起到正向推动作用，全球轮胎行业普遍经营状况较好。在轮胎行业整体趋势向好发展的背景下，轮胎模具行业迎来一定幅度的增长。

图3: 轮胎模具业务下游客户示例



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（截止于 2023 年 6 月末）

**公司业务情况：**公司轮胎模具是国家制造业单项冠军产品，覆盖摩托车胎模具、飞机胎模具、乘用车胎模具、载重胎模具、工程胎模具、巨型胎模具以及胶囊模具、空气弹簧模具等，掌握着先进的轮胎模具加工工艺，轮胎模具年产能达到 20000 套，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，与世界轮胎 75 强中 66 家建立了稳定的合作关系。

轮胎模具行业产品个性化强，高中低档产品价格存在较大差异，企业的创新研发水平、产品质量、加工周期、服务水平等因素决定了其市场定位和价格水平。公司主要定位于中高端市场，目前在研发、技术、产能、品种、国际布局等方面具有明显的综合优势和竞争力。近年来，轮胎企业为了适应行业未来新需求，尤其是新能源汽车对轮胎的需求以及可持续发展的需求，广泛采用新技术、新材料、新工艺、新花纹，相应地对轮胎模具产品提出越来越高的要求，公司充分发挥在创新研发、技术工艺的全面性及先进性、产品质量的稳定性以及快速反应满足客户特殊需求等方面的综合优势，推出高效节能模具、电加热硫化机及电加热模具等新技术新产品，节能减排助力可持续发展目标的达成，综合竞争优势愈发明显。

2021-2023 年收入分别为 33.57/32.74/37.90 亿元，同比增速分别为 12.14%/-2.49%/15.76%，毛利率分别为 36.08%/38.04%/43.06%，对应毛利润分别为 12.11/12.45/16.32 亿元。

## 二、大型机械零部件

公司大型零部件机械产品以风电、燃气轮机等能源类产品零部件的铸造及精加工为主。大型零部件机械产品行业内具有材料成本占比较高的特点，原材料包括生铁、废钢等主要材料以及树脂等辅助材料，产品价格受原材料波动、产品复杂程度、生产周期以及市场供需环境的综合变化。

图4: 大型机械零部件产品应用领域



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（截止于 2023 年 6 月末）

**行业情况：**（1）燃气轮机：根据前瞻产业研究院整理信息，2023 年全球燃气轮机市场规模 250 亿美元，其中 80MW 以上重型燃机装机达 40GW，同比增长 40%。主要原因：1）传统燃煤电厂改造升级，由传统煤碳动力向天然气动力转变，催生对燃气轮机的需求；2）在双碳背景下，以新能源为主的新型电力系统调峰的需求激发气电增量；3）全球三大动力（GE、三菱、西门子）致力于氢燃料燃气轮机研发，随着制氢、储氢、输氢等技术的成熟，未来将在一定程度上刺激燃气轮机市场的发展。同时，国家能源局 2022 年提出 3 个 8000 万火电新增、安装、并网政策，市场短期内维持火爆。

随着美洲市场天然气价格走低、寒冷恶劣天气增加，根据人工智能数据计算推测，美洲燃机市场将成为新的增长点，2024 年预计新增 15.6GW，同比增长 300%。预测未来全球燃气轮机市场规模将保持增长，其中 2024 年 80MW 以上重型燃机装机预计 43GW，到 2026 年全球燃气轮机市场的规模将达到 283 亿美元。

（2）风电行业：2023 年对于风电行业来说是充满挑战与机遇的一年，风电技术的不断创新和政策的积极支持持续推动行业快速发展。

**国内：**根据国家能源局和风能协会统计数据，2023 年国内风电新增并网和吊装规模双双突破 75GW，再创历史新高，累计装机容量达到 4.4 亿千瓦，继续稳居全球第一。2023 年国内风电实现招标 114.6GW，2024 年全国新增装机预计仍有一定增长。

**海外：**2023 年海外整体装机需求相对平稳，其中欧洲新增装机同比微降，美国新增装机创近年新低。展望后续海外需求，美国市场正在复苏，欧洲市场有望重回增长，2024 年海上风电有望启动 40GW 以上的项目，拍卖和招标均有望放量。根据风能理事会预测，未来几年全球风电市场平均每年新增装机将达到 136GW，呈现 15%的复合增长率。然而，伴随风机价格快速下降，整个产业链“内卷”仍十分严重，面临供应链瓶颈和政策制定灵活性的多重挑战。

**公司业务情况：**2006 年，公司进入高端机械零部件制造行业，产品涉及风电等领域，年产铸件超过 20 万吨，高端铸钢项目年产 1 万吨，可以提供从设计、铸造、焊接、加工、喷涂、装配到售后的一站式服务，产品涉及风电、齿轮箱、工程机械、注塑机、压缩机和轨道交通等领域，具体应用领域覆盖风电轮毂、注塑机、动力钢体、齿轮箱。

公司同多家国内外行业头部知名企业建立长期战略合作关系，主要有 GE、三菱、



西门子、上海电气、中车、东方电气、哈电等，并依靠强大的研发能力、技术支持、产品品质与工期保障，多次获得客户“最佳供应商”等奖项。

2021-2023 年收入分别为 24.41/30.41/27.70 亿元，同比增速分别为 16.96%/24.57%/-8.91%，毛利率分别为 17.43%/16.84%/23.41%，对应毛利润分别为 4.25/5.12/6.48 亿元。

### 三、数控机床及转台

公司的主要产品是功能部件和高档数控机床。高档数控机床作为工业母机，是大国制造的坚实支撑，属于国家基础、战略性产业。

**行业情况：**2023 年年初机床工具行业曾恢复性增长，但受国际环境、下游装备投资偏弱等因素影响，二季度开始持续下滑，全年营业收入、利润总额同比有所下降。根据中国机床工具工业协会对重点联系企业的统计：2023 年，机床工具行业营业收入同比下降 10.3%，利润总额同比下降 35.8%，其中金属切削机床企业营业收入同比下降 7.2%，利润总额同比下降 13.4%；机床功能部件及附件企业营业收入同比下降 10.3%，利润总额同比下降 11.3%。进出口方面，2023 年中国机床工具行业进出口总体小幅下降，其中进口明显下降，出口略有增长。根据中国海关数据，2023 年机床工具产品进出口总额同比下降 3.1%，其中进口额同比下降 10.3%，出口额同比增长 1.2%。

**公司业务情况：**豪迈自 1995 年便致力于机床装备的研发与制造，2022 年山东豪迈数控机床有限公司正式对外销售、亮相，业务涵盖数控金切机床、激光及电火花机床、机床功能附件、橡胶机械等，产品类型包括精密加工中心、XHS 系列五轴加工中心、XHQ 系列五轴加工中心、超硬刀具五轴激光雕刻机，目前拥有员工 1000 多名，其中工程技术人员占比 35%以上，产能 1000 台（套）/年。

2021-2023 年收入分别为 0.88/1.46/3.09 亿元，2022-2023 年同比增速分别为 65.22%/111.76%，毛利率分别为 31.61%/24.41%，对应毛利润分别为 0.46/0.75 亿元。

### 股权结构

根据 2023 年年报，公司实控人为张恭运，任职豪迈集团股份有限公司董事长，持有公司股份占比 30.21%，前十大股东持股比例达到 65.03%。

表1: 豪迈科技截至 2023 年末十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)
1	张恭运	241,686,678	30.21	71.95
2	柳胜军	107,845,021	13.48	32.11
3	刘霞	53,797,500	6.72	16.02
4	徐华兵	31,006,400	3.88	9.23
5	香港中央结算有限公司	28,375,209	3.55	8.45
6	大成高新技术产业股票型证券投资基金	20,488,558	2.56	6.1
7	冯民堂	11,945,769	1.49	3.56
8	张光磊	9,220,700	1.15	2.75
9	基本养老保险基金一五零一二组合	8,503,340	1.06	2.53
10	全国社保基金 114 组合	7,436,800	0.93	2.21
	合计	520,305,975	65.03	154.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**轮胎模具产品：**2023年，公司轮胎模具的经营情况与行业的整体发展趋势保持一致。国内轮胎行业整体复苏，中国轮胎产量、出口量同比均实现较大幅度增长，公司轮胎模具业务内销表现突出，同比增速较快，叠加轮胎模具海外订单需求的持续增长，公司轮胎模具业务订单表现优秀，营业收入是近几年来快速增长的一年。假设公司业务稳定增长，预计2024-2026年该业务收入分别为41.69/45.86/50.44亿元，同比增长10.00%/10.00%/10.00%。2023年受汇率变动、原材料成本降低以及效率提升等因素影响，公司轮胎模具业务毛利率同比提升。我们预计毛利率保持稳定，分别为42.00%/42.00%/42.00%。

**大型零部件机械产品：**双碳背景下，叠加行业政策驱动和技术进步等影响，燃气轮机市场需求持续向好，公司该项业务订单饱满；风电行业长期发展趋势可期，但受铸造产能过剩、招标价格持续走低等影响，公司风电零部件业务对大型零部件机械产品整体营业收入起到负向作用。假设公司业务稳定增长，预计该业务收入分别为26.87/26.06/25.28亿元，同比增长-3.00%/-3.00%/-3.00%。

2023年受产品结构优化、原材料成本降低、汇率变动及效率提升等因素影响，公司大型零部件机械产品毛利率同比有所提升。预计2024-2026年毛利率保持稳定，分别为22.00%/22.00%/22.00%。

**数控机床业务：**展望未来，宏观层面大力支持工业母机产业发展，税收、研发和人才培养等方面各项利好政策密集落地，将有力推动机床工具行业高质量发展；各用户领域以智能化、绿色化为主要标志的转型升级，以及带来的设备更新、改造需求等，也将给行业带来新的市场机会。综合各方面情况看，2024年-2026年机床工具行业将继续在承受压力的过程中不断恢复，如外部环境无重大变化，有望实现小幅增长。

同时，公司自成立之初，便致力于机床装备的研发与制造，成功自制电火花机床及三轴、四轴、五轴机床等多种机型，并大批量生产投入应用，持续进行创新和产品升级迭代，奠定了公司在轮胎模具行业及其他行业业务和产品的竞争优势。公司已经推向市场的机床产品包括直驱转台、五轴加工中心、精密加工中心、超硬刀具五轴激光加工中心、车铣复合加工中心等系列化产品，以及巨胎和工程胎硫化机、电加热硫化机，同时为客户提供个性化定制服务，业务增速有望继续保持较高水平。预计该业务收入2024-2026年收入约5.57/8.35/10.85亿元，同比增长80.00%/50.00%/30.00%，毛利率分别为30.00%/30.00%/30.00%。

表2: 豪迈科技业绩拆分

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
单位: 百万元					
<b>1、轮胎模具</b>					
收入	32.74	37.90	41.69	45.86	50.44
增速	-2.49%	15.76%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	38.04%	43.06%	42.00%	42.00%	42.00%
<b>2、大型零部件机械产品</b>					
收入	30.41	27.70	26.87	26.06	25.28
增速	24.57%	-8.91%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
毛利率(%)	16.84%	23.41%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>3、数控机床</b>					
收入	1.46	3.09	5.57	8.35	10.85
增速	65.22%	111.76%	80.00%	50.00%	30.00%
毛利率(%)	31.61%	24.41%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>整体</b>					
营业收入(百万元)	66.42	71.66	78.29	85.27	92.58
增速	10.55%	7.89%	9.25%	8.91%	8.57%
毛利率	28.07%	34.65%	34.07%	34.48%	34.87%

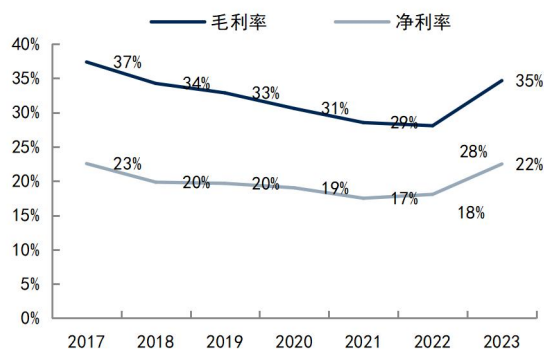
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

综上所述, 预计公司 2024 年-2026 年营收 78.29/85.27/92.58 亿元, 同比增长 9.25%/8.91%/8.57%, 毛利率分别为 34.07%/34.48%/34.87%。

**期间费用率:** 公司经营稳定, 严控费用支出, 同时未来主要业务或持续复苏, 2024 年-2026 年费用率或保持稳定。假设公司 2024 年-2026 年公司管理费用率分别为 2.29%/2.27%/2.28%, 研发费用率分别为 4.58%/4.66%/4.73%, 销售费用率分别为 1.17%/1.19%/1.22%;

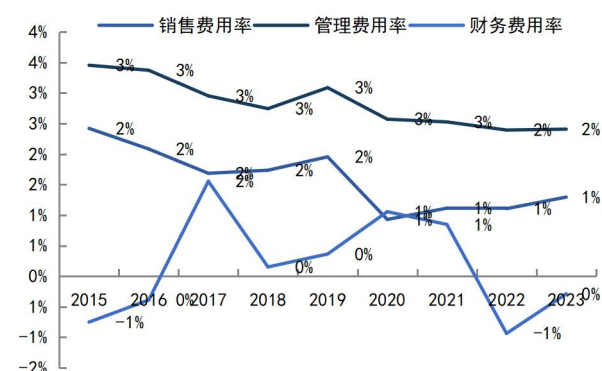
**所得税税率:** 鉴于核心业务公司为高新技术企业, 包括轮胎模具业务和数控机床业务等, 可享受 15% 的企业所得税税率, 另外考虑到研发支出加计扣除和无形资产加计摊销对所得税的影响, 预计公司所得税税率 2024 年-2026 年基本保持稳定, 所得税率分别为 12.02%/11.98%/12.21%。

图5: 豪迈科技 2023 年盈利能力有所提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 豪迈科技 2023 年期间费用率稳定



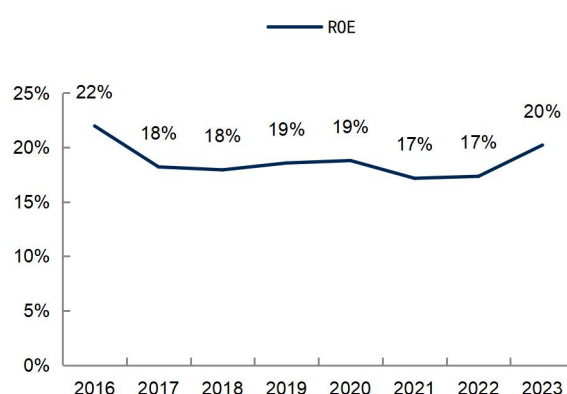
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 豪迈科技 2023 年研发费用维持高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 豪迈科技 2023 年 ROE 有所提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 未来 3 年业绩预测

根据以上假设, 我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为 17.42/19.41/21.45 亿元, 同比变动 8.1%/11.4%/10.5%。

表3: 未来三年盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6642	7166	7829	8527	9258
营业成本	4778	4683	5162	5587	6029
营业税金及附加	59	77	77	84	94
销售费用	73	93	92	102	113
管理费用	159	176	194	209	226
研发费用	295	356	358	397	438
财务费用	-62	-21	-34	-56	-85
投资收益	32	38	0	0	0
资产减值及公允价值变动	-16	0	0	0	0
其他收入	-297	-353	-358	-397	-438
营业利润	1354	1844	1980	2205	2442
营业外净收支	-1	0	0	0	0
利润总额	1353	1844	1980	2205	2442
所得税费用	153	233	238	264	298
少数股东损益	0	0	0	-1	-1
归属于母公司净利润	1200	1612	1742	1941	2145

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测



## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，主要是对公司的资本成本要素进行假设：

**1、行业 Beta 值：**通过 Wind 数据选取 2019 年-2023 年高端五轴数控机床领域上市公司科德数控、拓斯达、纽威数控作为可比公司，参考同期公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.01；

**2、无风险利率：**选取近 10 年期国债收益率，取 2.50%；

**3、风险溢价：**以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36%为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与 2.64%的溢价，由此得出股票风险溢价 7.00%；

**4、债务总额：**假设未来三年公司债务总额基本保持稳定。

**5、 $K_d$ ：**为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，给与 3%左右的风险溢价，由此假设债务成本 5.30%；

**6、永续增长率：**出于保守考虑，假设公司永续增长率为 1%；

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 9.86%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 34.01 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表4：绝对估值法资本成本假设（截至日期：2024/03/18）

	合理值
无杠杆 Beta	1.01
无风险利率	2.50%
股票风险溢价	7.00%
发行在外股数（百万股）	800
股票市值（亿元）	271
债务总额（亿元）	110
$K_d$	5.85%
T	12.02%
$K_a$	9.85%
有杠杆 Beta	1.02
$K_e$	9.88%
$E/(D+E)$	99.60%
$D/(D+E)$	0.40%
WACC	9.86%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表5: FCFF 估值表

单位: 百万元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	1,945.9	2,148.6	2,357.2	2,272.1	2,451.4	2,646.5	2,537.6	2,664.0	2,797.7	2,882.7	
所得税税率	12.02%	11.98%	12.21%	12.07%	12.09%	12.12%	12.09%	12.10%	12.10%	12.10%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,712.0	1,891.1	2,069.5	1,997.8	2,155.1	2,325.7	2,230.7	2,341.6	2,459.1	2,533.9	
折旧与摊销	168.3	190.9	212.5	233.5	254.3	275.1	295.8	316.4	337.1	357.7	
营运资金的净变动	-453.5	-369.6	-383.3	-174.2	-392.0	-148.2	203.8	85.0	288.4	493.6	
资本性投资	-294.7	-322.5	-306.8	-308.0	-312.5	-309.1	-309.9	-310.5	-309.8	-310.0	
FCFF	1,132.1	1,389.9	1,591.9	1,749.1	1,704.9	2,143.5	2,420.4	2,432.6	2,774.8	3,075.1	35,064.0
PV(FCFF)	1,030.5	1,151.6	1,200.7	1,200.8	1,065.5	1,219.4	1,253.4	1,146.6	1,190.6	1,201.0	13,694.8
核心企业价值	25,354.8										
减: 净债务	(1,855.9)										
股票价值	27,210.7										
每股价值(元)	34.01										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档均为 0.5% 的变动幅度, 折现率浮动范围为 7.6%-9.6%, 永续增长率的变化范围为 1.0%-3.0%, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 28.80-42.12 元。

表6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

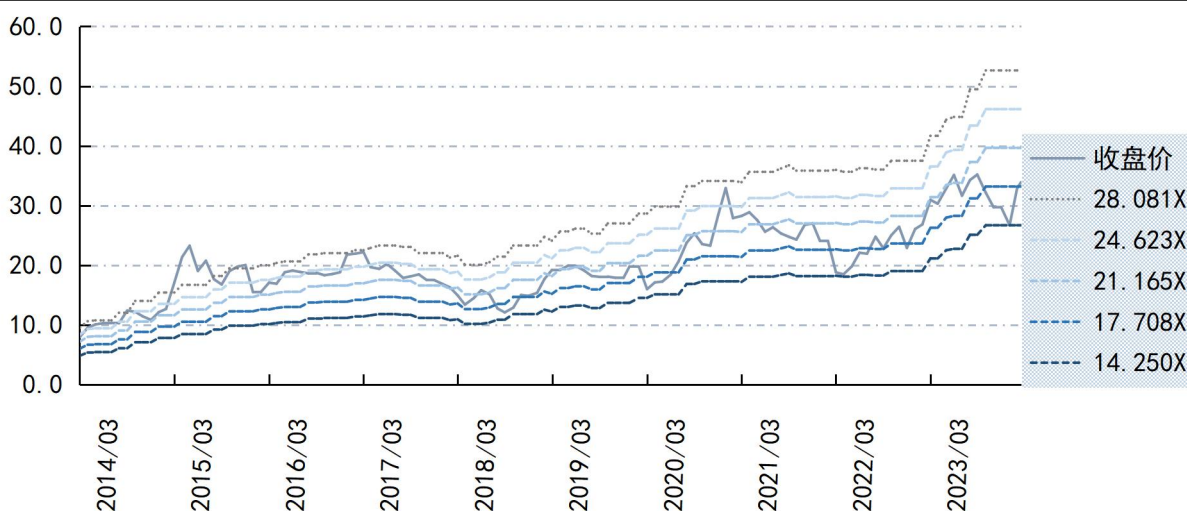
		WACC 变化				
		8.9%	9.4%	9.86%	10.4%	10.9%
永续增长率变化	1.4%	42.12	39.04	36.37	34.03	31.96
	1.2%	40.34	37.56	35.12	32.96	31.05
	1.0%	38.80	36.25	34.00	32.01	30.22
	0.8%	37.43	35.09	33.01	31.15	29.48
	0.6%	36.22	34.05	32.12	30.37	28.80

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

## 相对估值

**市盈率相对估值法：**过去十年公司业绩稳定增长，归母净利润从 2013 年 3 亿元增长至 2023 年 16 亿元，仅有 2012 年和 2017 年业绩增速为负。在此背景下，公司 PE 估值波动较小，在 14.25-28.08 倍之间，目前股价在 40%分位数，对应 PE 估值水平约 17.07 倍。

图9：豪迈科技近 10 年 PE 估值水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

对于豪迈科技，占集团营业收入 10%以上的业务主要为轮胎模具业务、大型零部件机械产品业务，同时集团增速较快的业务为数控机床，我们选取科德数控、拓斯达、纽威数控作为可比公司。

对比分析 PE 估值水平，豪迈科技对应 2024 年的 PE 估值水平处于可比公司估值水平的较低区间。鉴于短期内公司主要业务即轮胎模具业务逐步修复，数控机床业务保持较高增速，参考公司的历史估值水平，我们预计公司的 PE 估值水平有望逐步修复，对应 2024 年归母净利润的 PE 倍数或稳定在 18-20 倍。

表7：可比公司市盈率相对估值（截至 2024 年 3 月 18 日）

证券代码	证券简称	投资评级	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE			
						2022A	2023E/A	2024E	2025E	2022A	2023E/A	2024E	2025E
688305.SH	科德数控	未评级	1	79	84.80	0.66	1.10	1.77	2.57	129	77	48	33
300607.SZ	拓斯达	未评级	4	61	14.47	0.37	0.47	0.63	0.82	39	31	23	18
688697.SH	纽威数控	未评级	3	70	21.33	0.80	0.98	1.20	1.47	27	22	18	14
									平均值	65	43	30	22
002595.SZ	豪迈科技	增持	6	283	35.40	1.50	2.02	2.18	2.43	24	18	16	15

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：可比公司盈利预测为 Wind 一致预测

综合考虑公司的历史估值水平及可比公司的估值水平，我们预计我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为 17.42/19.41/21.45 亿元，同比变动 8.1%/11.4%/10.5%，一年期合理估值为 39.20-43.56 元（对应 2024 年 PE 18-20 倍）。

## 投资建议

综合以上,我们预计2024年-2026年归属母公司净利润分别为17.42/19.41/21.45亿元,对应PE 15.6/14.0/12.6倍,一年期合理估值为39.20-43.56元,首次覆盖给予“增持”评级。



## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 39.20-43.56 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 7.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2024 年 18-20 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

基于轮胎模具行业的回暖趋势，我们假设未来 3 年收入增长 10.0%/10.0%/10.0%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果行业销量未来回暖趋势不达预期，行业竞争激烈，产品价格下降，公司未来营收增速可能不达预期。

### 经济环境风险

行业的发展与经济环境及政策密不可分，国内外经济形势及政策的变化对经济环境的影响存在不确定性，可能会影响到公司产品的销售和收入的增长。当前中国制造业延续稳定扩张态势，但经济发展面临的国际环境和国内条件都在发生深刻而复杂的变化。国际环境日益错综复杂，不稳定性不确定性明显增加，可能给公司带来政策风险。

### 原材料价格风险

公司主要原材料为锻钢、生铁、铝锭等，近几年国内钢材、有色金属等价格都出现了不同幅度的波动，给盈利能力带来不确定性影响。从实际情况来看，公司努力通过设备升级、工艺改进、管理提升等方式加强生产环节控制，并通过跟踪原材料市场波动，适时增加或减少储备，以满足公司生产经营的需要，从最大程度降低原材料价格波动对公司生产经营的不利影响。

## 市场竞争风险

作为中高档轮胎模具制造领域的优势企业，公司在技术水平、市场份额、产销规模等方面在行业内具有比较强的竞争优势，主导产品的年产销量均居行业前茅，保持了较高的市场份额，体现出较强的竞争能力。但是，伴随着模具行业的市场竞争，如果公司不能及时在产能规模、技术研发、产品质量、效率成本等方面进一步增强实力，可能会对公司业绩产生不利影响。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	622	1084	1938	2992	4194	营业收入	6642	7166	7829	8527	9258
应收款项	2479	2632	2744	3101	3338	营业成本	4778	4683	5162	5587	6029
存货净额	1623	1672	1838	2000	2173	营业税金及附加	59	77	77	84	94
其他流动资产	847	914	1127	1134	1248	销售费用	73	93	92	102	113
<b>流动资产合计</b>	<b>5570</b>	<b>6903</b>	<b>8247</b>	<b>9827</b>	<b>11552</b>	管理费用	159	176	194	209	226
固定资产	2239	2279	2418	2564	2672	研发费用	295	356	358	397	438
无形资产及其他	358	374	360	346	332	财务费用	(62)	(21)	(34)	(56)	(85)
投资性房地产	148	219	219	219	219	投资收益	32	38	0	0	0
长期股权投资	277	139	133	128	122	资产减值及公允价值变动	(16)	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8592</b>	<b>9914</b>	<b>11378</b>	<b>13084</b>	<b>14897</b>	其他收入	(297)	(353)	(358)	(397)	(438)
短期借款及交易性金融负债	134	3	68	68	47	营业利润	1354	1844	1980	2205	2442
应付款项	370	319	382	417	439	营业外净收支	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	588	755	702	799	894	<b>利润总额</b>	<b>1353</b>	<b>1844</b>	<b>1980</b>	<b>2205</b>	<b>2442</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1092</b>	<b>1077</b>	<b>1153</b>	<b>1285</b>	<b>1380</b>	所得税费用	153	233	238	264	298
长期借款及应付债券	0	42	42	42	42	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
其他长期负债	157	176	201	226	249	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1200</b>	<b>1612</b>	<b>1742</b>	<b>1941</b>	<b>2145</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>157</b>	<b>218</b>	<b>243</b>	<b>268</b>	<b>290</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1249</b>	<b>1295</b>	<b>1396</b>	<b>1552</b>	<b>1670</b>	净利润	1200	1612	1742	1941	2145
少数股东权益	6	6	5	5	5	资产减值准备	(11)	5	0	0	0
股东权益	7338	8613	9977	11527	13222	折旧摊销	288	308	168	191	213
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8592</b>	<b>9914</b>	<b>11378</b>	<b>13084</b>	<b>14897</b>	公允价值变动损失	16	(0)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(62)	(21)	(34)	(56)	(85)
每股收益	1.50	2.02	2.18	2.43	2.68	营运资本变动	(433)	(203)	(454)	(370)	(383)
每股红利	0.37	0.37	0.47	0.49	0.56	其它	11	(5)	(1)	(1)	(1)
每股净资产	9.17	10.77	12.47	14.41	16.53	<b>经营活动现金流</b>	<b>1071</b>	<b>1717</b>	<b>1457</b>	<b>1762</b>	<b>1973</b>
ROIC	17.72%	20.97%	22%	23%	24%	资本开支	0	(341)	(295)	(323)	(307)
ROE	16.36%	18.72%	17%	17%	16%	其它投资现金流	0	(600)	0	0	0
毛利率	28%	35%	34%	34%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>138</b>	<b>(802)</b>	<b>(289)</b>	<b>(317)</b>	<b>(301)</b>
EBIT Margin	19%	25%	25%	25%	25%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	29%	27%	27%	28%	负债净变化	0	42	0	0	0
收入增长	11%	8%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(299)	(299)	(379)	(391)	(449)
净利润增长率	14%	34%	8%	11%	10%	其它融资现金流	(413)	63	65	0	(22)
资产负债率	15%	13%	12%	12%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(997)</b>	<b>(452)</b>	<b>(314)</b>	<b>(391)</b>	<b>(471)</b>
股息率	1.1%	1.1%	1.4%	1.4%	1.7%	<b>现金净变动</b>	<b>211</b>	<b>463</b>	<b>854</b>	<b>1054</b>	<b>1201</b>
P/E	22.6	16.8	15.6	14.0	12.6	货币资金的期初余额	411	622	1084	1938	2992
P/B	3.7	3.1	2.7	2.4	2.1	货币资金的期末余额	622	1084	1938	2992	4194
EV/EBITDA	18.1	13.6	13.5	12.3	11.2	企业自由现金流	0	1322	1132	1390	1592
						权益自由现金流	0	1427	1227	1439	1645

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032