

国盛智科 (688558)

立足中高档数控机床市场，进口替代前景可期

先进数控机床以及智能自动化生产线提供商

公司成立于1996年，是国内领先的金属切削类中高档数控机床以及智能自动化生产线提供商，主要根据下游精密模具、新能源、航空航天、轨道交通、汽车、3D打印、生物医药、工程机械、工业阀门等终端领域客户的应用需求提供智能制造一体化解决方案，业务流程覆盖技术研发、方案设计、关键部件研制、软件二次开发与优化、系统集成、安装调试、售后技术支持等环节。公司股权结构集中且稳定，创始人持主要股份。2020年，公司在上海证券交易所科创板上市。

中国数控机床行业新生力量，致力于提供一体化解决方案

公司坚持以装备部件为支撑，中高档数控机床为主导，智能自动化生产线为延伸，营业收入和归母净利润逐步好转，2020上半年营业收入3.28亿元，同比下降2.41%，归母净利润53.49亿元，同比增长29.21%。公司不断调整营收结构，2016年开始战略性重点发展数控机床及智能自动化生产线业务。公司盈利能力良好，毛利率稳定在30%左右，净利率稳中有升，在行业中处于较高水平。公司高度重视研发创新，多方面增加研发投入，至2020上半年核心功能部件研发及产业化已取得较大进展。公司现金充裕，资产负债率低，有一定的抵御风险能力。直销与经销结合，数控机床以经销模式为主，大部分智能自动化生产线为直销，精密钣焊件、铸件对外销售均为直销，与主要直销客户保持稳定合作关系的同时，经销商终端客户数量逐渐增加，公司未来业绩具有可持续性。

中高档数控机床市场潜力较大，进口替代空间广阔

当前我国已是世界最大的机床产销国，未来中高端市场份额有望增加。随着下游产业的不断升级发展，对机床加工精度和精度稳定性等要求越来越高，中高端产品的需求日益凸显，更新升级需求大。中国机床市场结构升级将向自动化成套、客户定制化和普遍的换挡升级方向发展，产品由普通机床向数控机床、由低档数控机床向中高档数控机床升级。国盛智科所在的金属切削机床领域是我国机床行业中经济规模最大、地位最显著的产业领域，其数控化率自2005年以来不断增高，未来数控机床市场潜力较大。

我们广泛选择了数控机床以及零部件产业具有代表性的上市标的作为估值参考，测算得到可比公司2020、2021年PE算数平均值分别为45.3、33.3X，而国盛智科的估值分别为37.89、27.78X，我们认为公司估值仍有一定提升空间，因而选择2020年45.3X作为目标估值，目标市值52.04亿元，相较于当前市值仍有19.47%向上空间，对应目标价格39.42元，首次覆盖并给出买入评级。

风险提示：数控机床核心零部件自主供应能力不足、人才储备不足，高级数控机床技工人才缺少、民族企业市场影响力不足

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	744.32	664.68	764.56	1,006.97	1,300.23
增长率(%)	26.91	(10.70)	15.03	31.71	29.12
EBITDA(百万元)	148.02	151.40	204.78	252.05	252.24
净利润(百万元)	95.54	84.29	114.95	156.78	200.83
增长率(%)	2.63	(11.77)	36.37	36.39	28.09
EPS(元/股)	0.72	0.64	0.87	1.19	1.52
市盈率(P/E)	45.60	51.68	37.89	27.78	21.69
市净率(P/B)	8.33	7.36	3.56	3.16	2.76
市销率(P/S)	5.85	6.55	5.70	4.33	3.35
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.88	13.69	13.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	33元
目标价格	39.42元

基本数据

A股总股本(百万股)	132.00
流通A股股本(百万股)	29.98
A股总市值(百万元)	4,356.00
流通A股市值(百万元)	989.38
每股净资产(元)	8.83
资产负债率(%)	14.43
一年内最高/最低(元)	48.00/30.07

作者

邹润芳	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 先进数控机床以及智能自动化生产线提供商	4
2. 中国数控机床行业新生力量，致力于提供一体化解决方案	5
2.1. 聚焦智能制造装备行业，探索精细化、多样化发展	7
2.1.1. 第一阶段：装备部件供应商（1999年—2010年）	7
2.1.2. 第二阶段：品牌产品制造商（2011年—2015年）	7
2.1.3. 第三阶段：解决方案提供商（2016年至今）	7
2.2. 高研发和低费率助推良好盈利能力，业务重心向数控机床倾斜	8
2.3. 关注现金流管理，资产负债率低，充裕资金可抵御风险	10
2.4. 客户与供应商分析：经销与直销结合，市场渗透率逐步提高	11
3. 中高档数控机床市场潜力较大，进口替代空间广阔	12
3.1. 全球机床需求波动向上，中国机床市场庞大	13
3.2. 中高档数控机床市场需求不断增加，进口替代加速	14
3.3. 中国机床数控化率的提升仍有较大空间	15
4. 盈利预测与投资建议	15
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：公司产品结构	5
图 3：公司发展历程	8
图 4：2017A-2020H1 公司营收及其增速情况	8
图 5：2017A-2020H1 公司归母净利润及其增速情况	8
图 6：2017A-2020H1 公司业务结构（单位：百万元）	9
图 7：2017A-2020H1 公司各项业务毛利率情况	9
图 8：2017A-2020H1 公司毛利率及净利率情况	9
图 9：2017A-2020H1 公司研发费用及其占收入的比例	9
图 10：2017A-2020H1 三费情况及其占收入的比例	10
图 11：2017A-2020H1 固定资产与无形资产情况	10
图 12：2017A-2020H1 资产负债率情况	10
图 13：2017A-2020H1 公司流动比率与速动比率情况	11
图 14：2017A-2020H1 公司经营性现金流及期末现金余额情况	11
图 15：2017A-2020H1 公司 ROA 与 ROE 情况	11
图 16：数控机床产业链	13
图 17：全球机床工具消费总额（单位：亿美元）	13
图 18：2017 年度各国机床消费额占比	13
图 19：2017 年度各国机床产值占比	13

图 20: 2017-2019 我国金属切削类数控机床消费总额及均价 (右轴为销售均价)	14
图 21: 2008-2019 中国数控机床进口数量及金额统计 (右轴为数控机床进口金额)	15
图 22: 2008-2018 中国金属切削机床产量和数控化率	15
表 1: 公司主要发展历程	4
表 2: 数控机床产品及应用	5
表 3: 2019 年公司前 5 大客户资料	12
表 4: 2019 年公司前 5 大供应商资料	12
表 5: 公司未来三年业务拆分 (单位: 亿元)	16
表 6: 可比公司估值水平一览表 (单位: 亿元)	17

1. 先进数控机床以及智能自动化生产线提供商

公司成立于 1996 年，是国内领先的金属切削类中高档数控机床以及智能自动化生产线提供商，主要根据下游精密模具、新能源、航空航天、轨道交通、汽车、3D 打印、生物医药、工程机械、工业阀门等终端领域客户的应用需求提供智能制造一体化解决方案，业务流程覆盖技术研发、方案设计、关键部件研制、软件二次开发与优化、系统集成、安装调试、售后技术支持等环节。

公司致力于中高档数控机床开发，为用户提供有效解决方案和“高精、高速、高效、高稳定性”产品，具有一定的知名度、美誉度，现已发展成为国内为数不多的成功开发出五轴联动数控机床等高档数控机床并实现量产的新兴智能装备制造制造商之一。2020 年，公司在上海证券交易所科创板上市。

表 1: 公司主要发展历程

时间	事件
1996	南通国盛精密钣金有限公司成立，主要生产机床钣金件及不锈钢制品等。
2000	南通国盛机电集团有限公司成立，主要生产各类数控立式加工中心及龙门加工中心等。
2004	南通国盛铸造有限公司成立，2018 年更名为南通国盛机床部件有限公司，主要生产灰口铁、球墨铸件。
2010	南通国盛精密机械有限公司成立，主要生产金属薄板制品、焊接件、结构件等。
2014	江苏大卫精工科技有限公司成立，专业研发生产卧式镗铣加工中心与卧式加工中心。
2016	英伟达（江苏）机床有限公司成立，主营卧式车削中心、立式车削中心及高性能车铣复合综合机。更名为南通国盛智能科技集团股份有限公司
2019	切尔西机器人自动化（南通）有限公司成立，主要生产自动化设备、数控自动化生产线。
2020	在上海证券交易所科创板上市。

资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司股权结构集中且稳定，创始人持主要股份。公司实际控制人为潘卫国及卫小虎，其中潘卫国为公司创始人，和卫小虎为父子关系，二人合计持股占比 62.96%，股权结构集中，具有共同利益基础与一致的企业经营理念，有利于重大事项快速决策。

图 1: 公司股权结构图

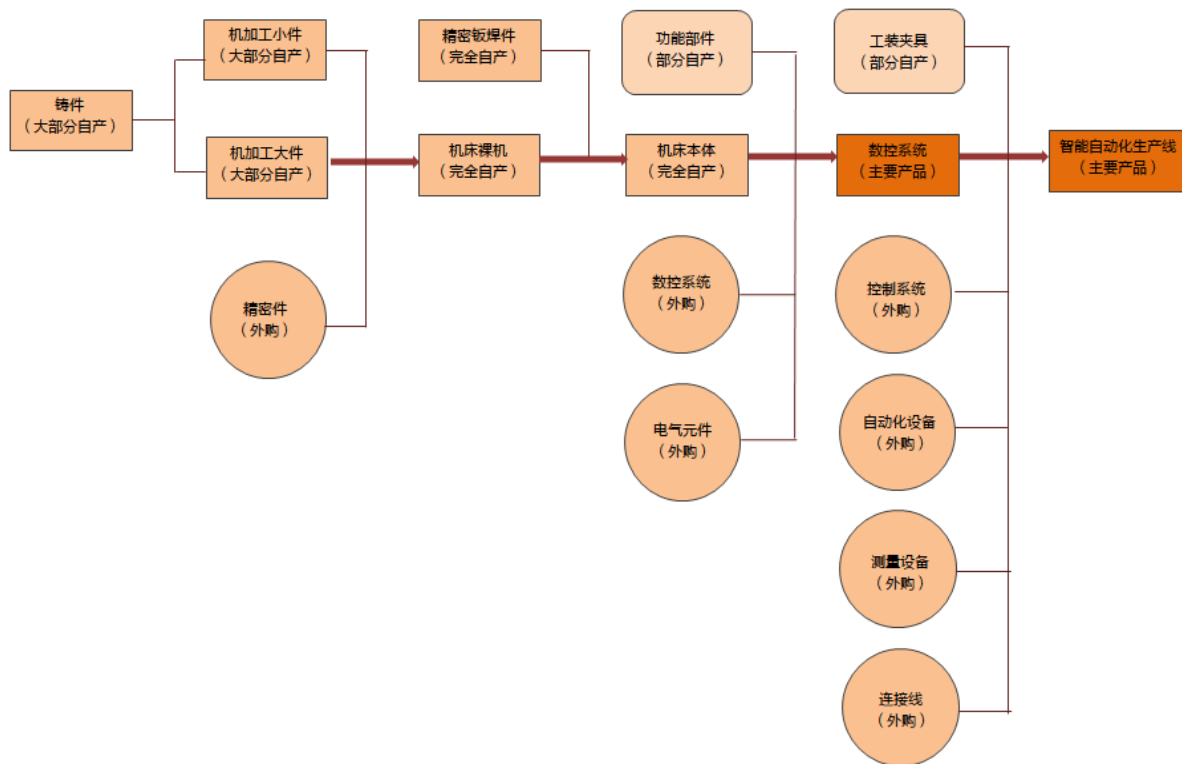


资料来源：wind、天风证券研究所

2. 中国数控机床行业新生力量，致力于提供一体化解决方案

公司作为国内先进的金属切削类中高档数控机床以及智能自动化生产线提供商，主要围绕下游精密模具、工程机械、汽车、工业阀门、石油化工、新能源等领域的客户的应用场景和个性化需求，提供包括技术研发、方案设计、关键部件研制、软件二次开发与优化、系统集成、安装调试、售后技术支持等环节在内的智能制造一体化解决方案，形成了数控机床、智能自动化生产线、装备部件三大系列产品。

图 2：公司产品结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

数控机床是公司最主要的产品。产品主要为金属切削机床，品类丰富，具有高精、高速、高效、高稳定性的性能特点，并能结合下游客户的应用场景，实现大型化、智能化、多轴化、复合化加工，属于行业内中高端产品。

表 2：数控机床产品及应用

产品名称	示例	典型应用
五轴联动立式加工中心		小型精密模具、叶轮、叶片、生物医药、复杂刀具制造

五轴联动龙门加工中心



大型高精度复杂曲面零部件，如航空航天大飞机机翼及部件、大型精密模具、轨道交通、新能源装备、机械制造、工程机械、军工等

高速高精数控加工中心



模具、军工、新能源、信息技术、航空小零件等领域

精密卧式加工中心



应用于复杂、工序多、精度要求高、经过多次装夹和调整才能完成加工的复杂零件，主要服务于航空小零件，汽车发动机、风电、汽轮机能源装备，油田增产、油气一体化装备，自动化装备制造等领域

卧式镗铣加工中心



航空航天，汽车零部件，风电，油田增产、油气一体化装备，自动化装备制造等领域

大型复杂龙门加工中心



航空大飞机、轨道交通、新能源装备及工程机械等高端装备制造领域

五面体龙门加工中心



航空大飞机、轨道交通、新能源装备及工程机械等高端装备制造领域

五面体龙门加工中心



生物医药、航空航天、汽车高端部件领域

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

智能自动化生产线是公司未来重点发展的产品。智能自动化生产线是基于主导产品数控机床性能、加工能力，结合客户的应用场景和制造需求，为客户提供包括数控机床等作业机构在内的智能化、成套化生产线一揽子解决方案和成套生产线，或根据客户智能自动化生产线总体方案要求，提供关键工序解决方案以及相应的自动化单元或设备。

装备部件主要包括定制化机床本体、精密钣金件、铸件等。装备部件是智能制造装备产品的重要基础，公司在此领域拥有深厚的技术沉淀、优秀的制造工艺和良好的质量管理体系，产品以性能好、品质高著称，在业内树立了良好的口碑。

2.1. 聚焦智能制造装备行业，探索精细化、多样化发展

公司自设立以来始终专注于智能制造装备行业，持续打造高性能、高品质的产品，随着对市场和产业链的理解、参与度不断加深，主营业务不断延伸拓展，历经三个发展阶段：

2.1.1. 第一阶段：装备部件供应商（1999年—2010年）

公司经营早期，主要根据国内外数控机床厂商和加拿大赫斯基、德马吉森精机等高端机械制造商的定制化需求，进行精密钣焊件、铸件等装备部件的研发和生产，而后逐步发展至机床本体制造。通过紧跟国际先进，公司在装备部件领域积累了制造工艺、质量性能等方面的经验，自主研发出高性能装备部件领域的核心技术，能够生产出匹配度高、性能稳定、刚性高、外观好的智能制造装备部件，培育了一支经验丰富的研发、生产团队，全面提升高端制造水平，夯实智能制造业务基础。此外，公司持续同国际领先机械制造客户进行业务交流，积累了扁平化、信息化的企业管理模式和国际前沿的品牌运营经验，践行“精干高效、快速反应”营运原则，为后续转型提供了动力。

2.1.2. 第二阶段：品牌产品制造商（2011年—2015年）

公司以优良的装备部件制造能力为基础，向产业链下游升级。公司从机床本体制造开始，初期通过来样生产、标准化生产，不断积累技术和经验，逐步向误差控制、可靠性、二次开发与优化等领域深入研发，具备了总体设计和技术集成能力，形成了以“诚信”、“品质”、“勤奋”、“创新”为核心价值观的企业文化，成功树立了颇具市场影响力的自主品牌，产品由定制化机床本体向数控机床过渡，达成高速、高精、高效率、高稳定性的产品特性。产品客户由数控机床厂商延伸至模具、汽车、工业阀门、工程机械等行业，数控机床产品竞争对手也由国内中低端机床厂，提升至国内先进的智能制造装备企业。

2.1.3. 第三阶段：解决方案提供商（2016年至今）

相对于以往被动接收客户诉求生产定制化产品，近年来，公司主要通过全面信息对接，深入客户具体应用场景，分解其问题与需求，继而进行方案总体设计，通过技术研发、系统集成、生产制造、安装调试，推行“交钥匙”的顾问式服务，并提供全生命周期的技术支持，成为智能制造一体化解决方案的提供商。公司在原有技术体系持续发展的同时，在复合成套加工领域取得了技术突破，大幅提升了智能制造方案的设计能力和一体化、成套化能力，开发出镗铣一体、车铣一体等复合型数控机床，并凭借自身机床产品优势，开拓了智能自动化生产线业务，产品在高速、高精、高效率、高稳定性的前提下，朝大型化、智能化、多轴化、复合化方向发展。公司产品的应用领域进一步精细化，下游客户进一步多样化，现已涵盖精密模具、工程机械、汽车、工业阀门、石油化工、新能源等国民经济发展的主要行业和前沿领域。

国盛智科向客户提供的智能制造一体化解决方案包括收集下游客户智能制造需求并确定应用场景、方案总体设计、关键技术研发、部件选配及生产制造、机械总成、系统集成及调试、成品检测、安装调试、技术支持等，从客户场景、需求贯穿至产品交付、安装，乃至相关的智能制造全生命周期技术服务，解决方案的主要载体包括但不限于机床产品（包括数控机床和定制化机床本体）、智能自动化生产线等，主要根据客户应用场景、设备缺位、供应链安排等提供对应类别的定制化配套。前述产品均根据客户需求定制化研发，均包含一系列设计、生产及配套服务，均能为客户解决智能制造问题。2017年、2018年、2019年，上述产品占公司营业收入的比重共计79.45%、81.84%、79.31%。

图 3：公司发展历程

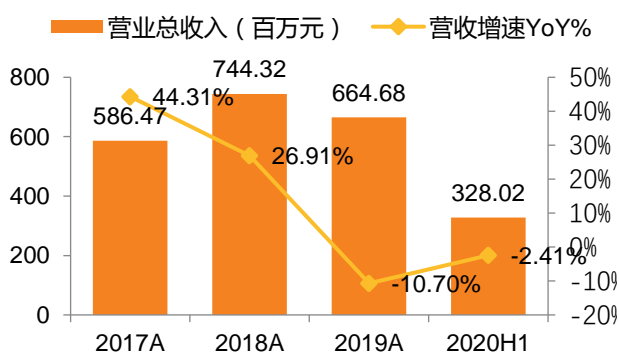


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 高研发和低费率助推良好盈利能力，业务重心向数控机床倾斜

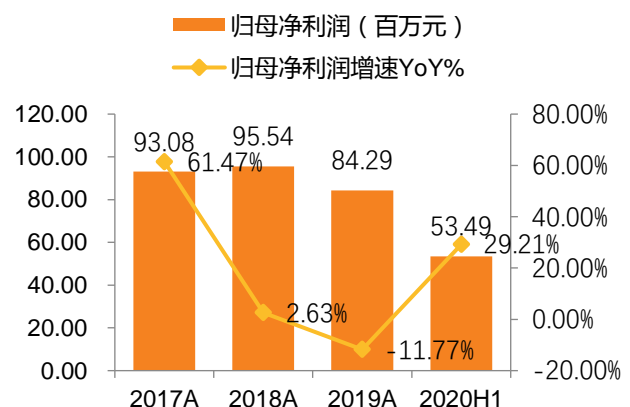
坚持以装备部件为支撑，中高档数控机床为主导，智能自动化生产线为延伸，公司营业收入和归母净利润逐步好转。受贸易摩擦影响，国内机床行业景气度明显下行，特别是传统非数控机床以及精度低、稳定性差的低端数控机床产销明显萎缩，公司营收和归母净利润增速放缓，2019 年营业收入为 6.65 亿元，同比下降 10.70%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比下降 11.77%。2020 上半年有所好转，营业收入 3.28 亿元，同比下降 2.41%，归母净利润 53.49 亿元，同比增长 29.21%。

图 4：2017A-2020H1 公司营收及其增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2017A-2020H1 公司归母净利润及其增速情况



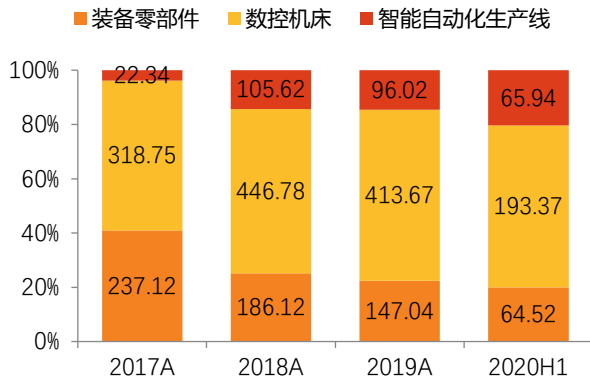
资料来源：wind，天风证券研究所

公司不断调整营收结构，2016 年开始战略性重点发展数控机床及智能自动化生产线业务。数控机床的营收比重基本在 60%左右，智能自动化生产线的比重逐年提升，2020H1 的营收占比已超过 20%，同时装备零部件的收入比重从 2017 年的 40.43%下降至 19.67%，主要系压缩定制化机床本体的对外销售所致。

从各项业务的毛利率来看，数控机床的毛利率基本稳定，其中高档数控机床的毛利率稳中

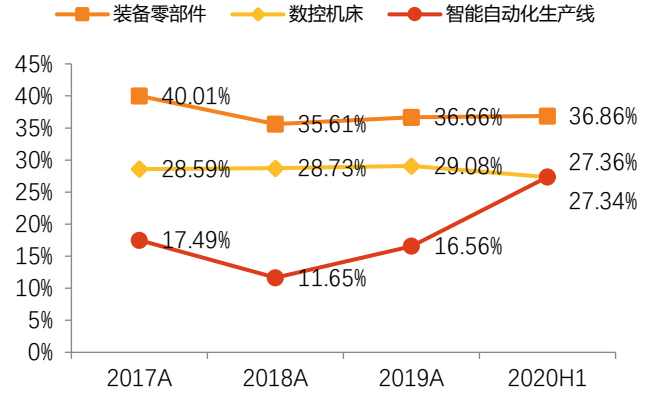
有升，2019 年的毛利率为 32.56%，而中档数控机床的毛利率略有下降，主要与采用经销模式销售相关，经销模式的售价一般低于直销模式，高档数控机床的占比正逐步提高。智能自动化生产线的毛利率有明显提升，主要系 2019 年公司逐渐加大该项业务自制零部件比例，培养国内供应商，实现进口替代，全面控制成本。

图 6：2017A-2020H1 公司业务结构（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2017A-2020H1 公司各项业务毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

公司盈利能力良好，毛利率稳定在 30%左右，净利率稳中有升。2017A-2020H1 公司主营业务毛利率分别为 32.57%、28.05%、28.98%和 29.37%，保持在较高水平，公司 2017 年及 2018 年毛利率略有下降，主要原因：1) 公司产品结构调整，数控机床业务收入占比上升，其原材料价格上涨；2) 近两年来全球经济动荡、贸易摩擦不断，竞争日趋激烈，数控机床市场需求有所减弱，钣金件等装备部件客户相应向上游传导压力。根据招股说明书，近三年公司的毛利率均明显高于行业均值。2017A-2020H1 净利率分别为 15.70%、12.84%、12.83%和 16.56%，基本稳定在较高水平。

公司高度重视研发创新，多方面增加研发投入。2020H1 研发费用占比已上升至 5.29%。截至 2020 上半年，公司累计已拥有发明专利 29 项，实用新型专利 132 项，外观设计专利 63 项，其中新增授权实用新型专利 18 项。

核心功能部件研发及产业化已取得较大进展，支撑公司未来的业绩。2020 上半年全自动直角头完成测试并小批量推广；高精密卧镗转台、卧镗主轴完成测试；电主轴开发已启动，少量试制顺利；龙门变速箱和齿轮箱批量推向市场应用。

图 8：2017A-2020H1 公司毛利率及净利率情况

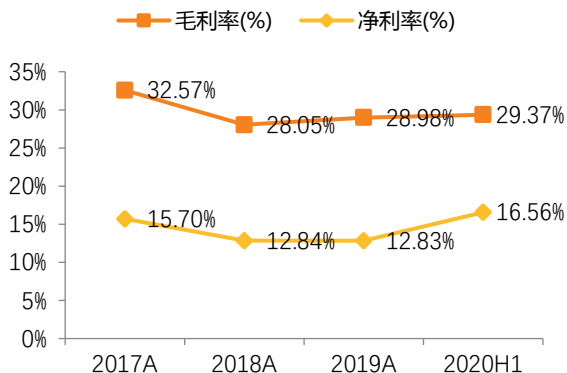
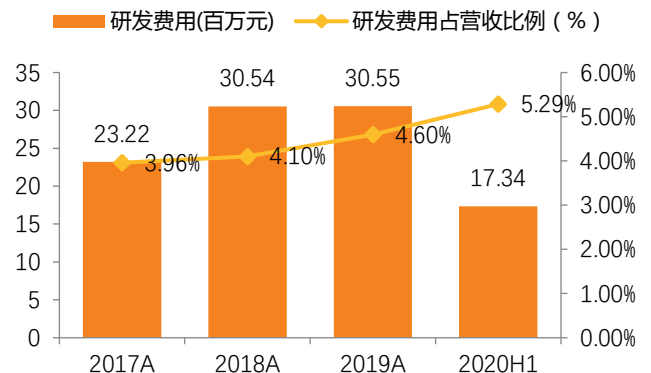


图 9：2017A-2020H1 公司研发费用及其占收入的比例

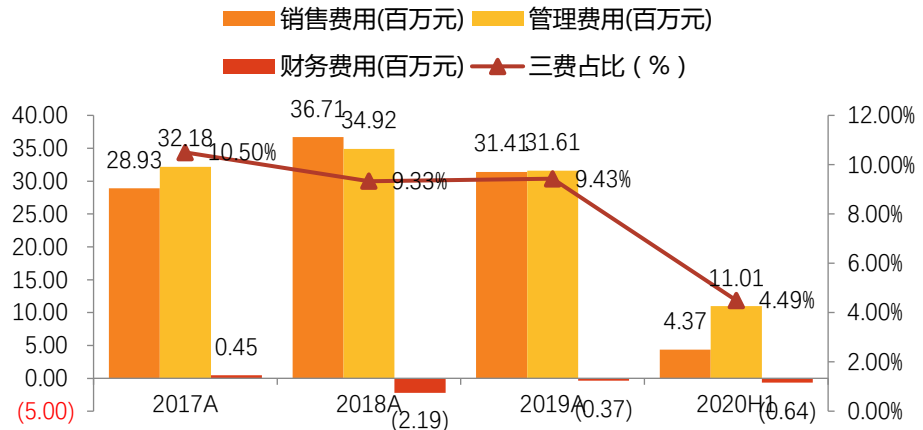


资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

公司三费控制优秀，管理费用率稳步降低。公司三费占收入比重一直处于较低水平，2017-2019年，从10.50%降至9.43%。受疫情影响，2020年上半年的三费占比大幅下降至4.49%。2017A-2020H1的管理费用率分别为5.49%、4.69%、4.76%和3.36%，逐年下降。同时，销售费用率略有下降。

图 10: 2017A-2020H1 三费情况及其占收入的比例



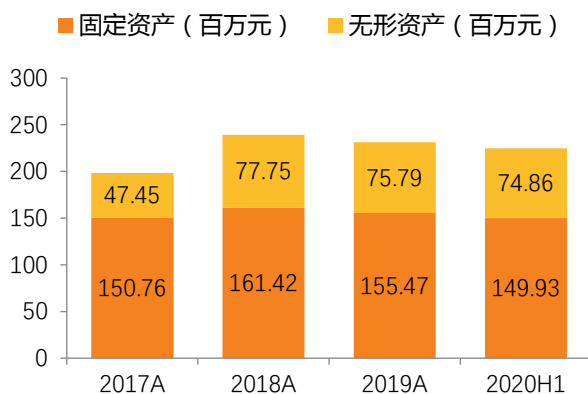
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.3. 关注现金流管理，资产负债率低，充裕资金可抵御风险

从公司的固定资产与无形资产情况来看，2017A-2020H1年固定资产总额基本稳定在1.5亿元。无形资产2018年大幅增长至0.78亿元，后基本稳定。

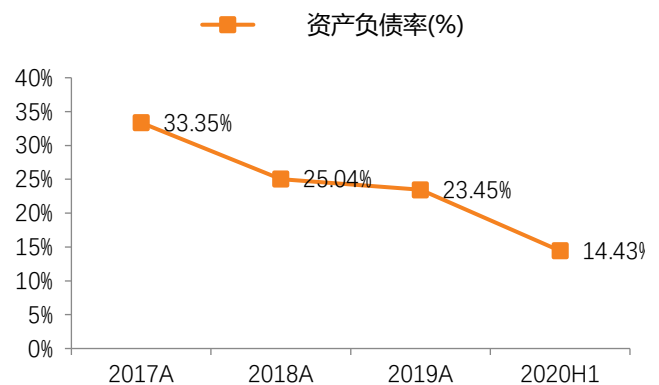
公司的资产负债率逐年下降，从2017年的33.35%下降至14.43%，主要系上市后权益资本增加所致，同时，公司的现金流量充足，举债需求低。

图 11: 2017A-2020H1 固定资产与无形资产情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

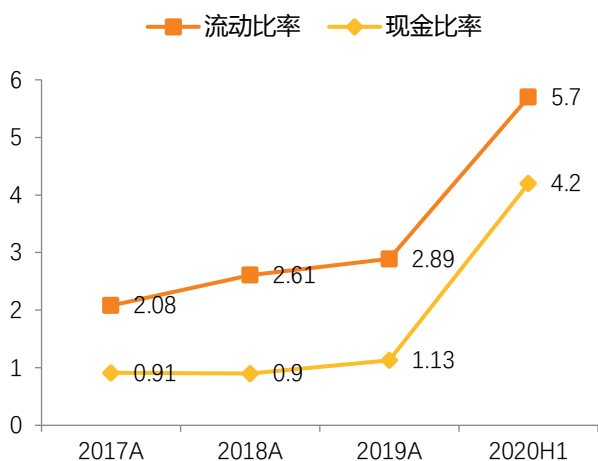
图 12: 2017A-2020H1 资产负债率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

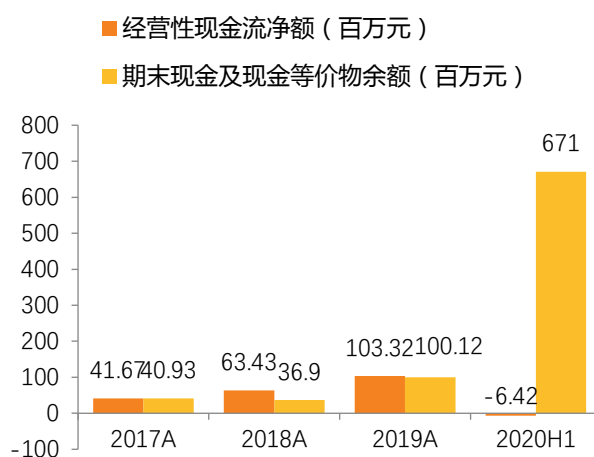
公司的流动比率和现金比率逐年上升，偿债能力良好。公司高度重视现金流管理，除对少数规模较大、合作时间较长、信用情况较好的客户给予一定信用期外，对其他数控客户基本采用现付现结或发货前结清货款的方式，因此公司的应收账款周转率也较高。受疫情影响，2020H1 经营性现金净流出，但现金及现金等价物仍充裕。我们认为，公司有一定的抵御风险能力。

图 13：2017A-2020H1 公司流动比率与速动比率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

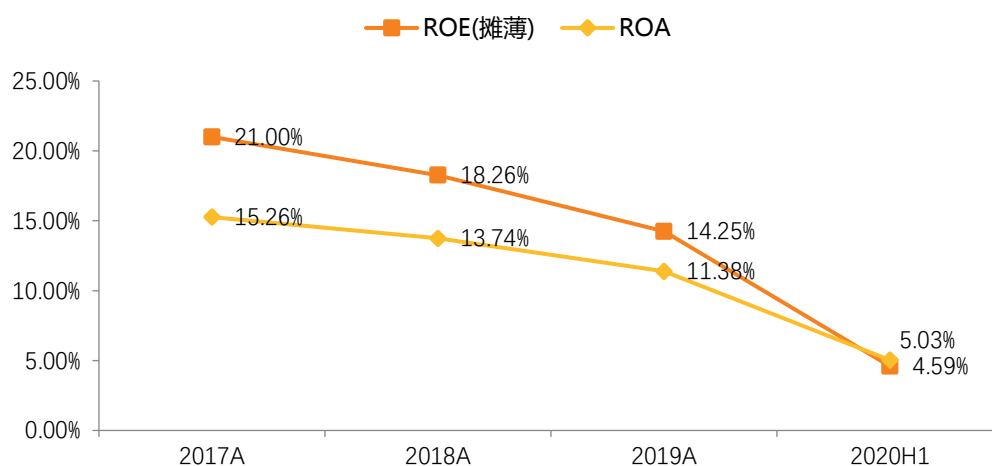
图 14：2017A-2020H1 公司经营性现金流及期末现金余额情况



资料来源：wind，天风证券研究所

最后从公司整体的资产回报能力角度分析，公司的 ROA 与 ROE 水平显著下降，主要受中美贸易摩擦和公司上市后资产和权益规模不断扩大影响。2020 上半年受疫情影响较大，ROE 和 ROA 分别降至 4.59% 和 5.03%。我们预计，随着公司订单收入的确认和下游行业的回暖，ROE 和 ROA 有望好转。

图 15：2017A-2020H1 公司 ROA 与 ROE 情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 客户与供应商分析：经销与直销结合，市场渗透率逐步提高

公司深耕智能制造装备行业，致力于研发生产“高精、高速、高效、高稳定性”的产品，持续为杰瑞股份、杭可科技、亿森模具等国内知名制造企业，以及加拿大赫斯基、日本东芝机械、德马吉森精机、德国宝马格、瑞典山特维克、美国卡特彼勒等全球领先智能制造装备企业提供智能制造装备、配套装备部件和服务。

公司的数控机床以经销模式为主，大部分智能自动化生产线为直销，精密钣焊件、铸件对外销售均为直销。数控机床、智能自动化生产线具有固定资产属性，终端客户分散，重复购买率低，一方面与主要经销商保持稳定的合作关系，一方面加强自身销售队伍建设，以保证收入的持续增长。

2019年，前五大客户的销售额 2.41 亿元，占年度销售总额的 36.31%，前五大供应商采购额 1.33 亿元，占年度采购额的 35.20%。我们认为，经销商终端客户数量逐渐增加，与主要直销客户保持稳定合作关系，大部分直销客户具有持续采购需求，营业收入增长具有可持续性。

表 3：2019 年公司前 5 大客户资料

客户名称	金额（万元，不含税）	占营业收入的比例（%）
赫斯基	11,173.71	16.81
江苏泽崴	5,042.16	7.59
河南福晟智能装备有限公司	3,241.78	4.88
济南佳和艺洋数控设备有限公司	2,498.46	3.76
黄岩鑫锐	2,172.30	3.27
合计	24,128.41	36.31

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 4：2019 年公司前 5 大供应商资料

供应商名称	采购内容	金额（万元，不含税）	比例
发那科	数控系统	6,937.06	18.38%
上海通裕实业有限公司	钢材	1,810.46	4.80%
银鼎精密	丝杆、线轨	1,846.01	4.89%
常州市冠军铁业制造有限公司	铸件	1,450.00	3.84%
南通华钢金属材料有限公司	钢材	1,242.32	3.29%
合计		13,285.86	35.20%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 中高档数控机床市场潜力较大，进口替代空间广阔

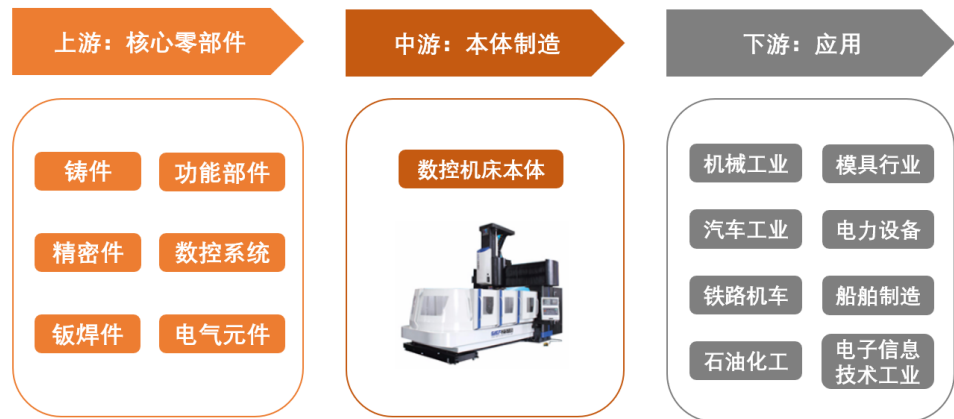
作为典型的机电一体化产品，数控机床是机械技术与数控智能化的结合，其上游主要涉及铸件、钣焊件、精密件、功能部件、数控系统、电气元件等零部件行业，下游行业分布广泛，包括机械工业、模具行业、汽车工业、电力设备、铁路机车、船舶制造、石油化工、电子信息技术工业等多个工业行业。

上游装备部件作为数控机床的基本组成部分，其品质是数控机床等智能制造装备产品性能和质量的重要保障。其中，精密件、功能部件和数控系统市场结构稳定，价格波动不大，钣焊件和铸件市场竞争充分，价格波动主要来自生铁、钢材等原材料成本的推动。

作为制造业的工作母机和工具机，数控机床的用途十分广泛，涵盖国民经济的多个重要领

域，下游客户较为分散，能够抵御单一行业的下滑对公司不利业绩的影响，亦能保障公司在我国信息化、工业化的深度融合发展中广泛受益。

图 16：数控机床产业链

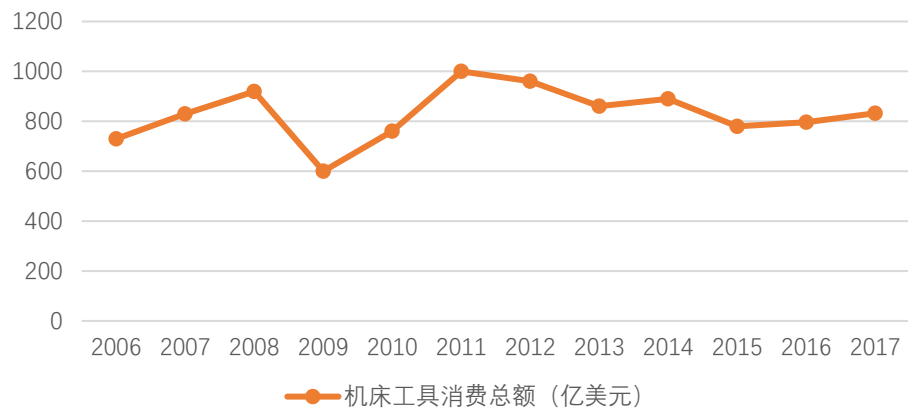


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3.1. 全球机床需求波动向上，中国机床市场庞大

在全球市场方面，机床行业一直以来需求呈波动向上趋势。根据 Gardner Research 的数据，2017 年全球机床工具消费值约为 832 亿美元，较 2016 年度增长 4.3%，这是自 2011 年以来最大涨幅。机床工具前 15 个消费国家当中，有 13 个国家的消费总额较 2016 年度增加，机床消费整体呈现增长的趋势。

图 17：全球机床工具消费总额（单位：亿美元）



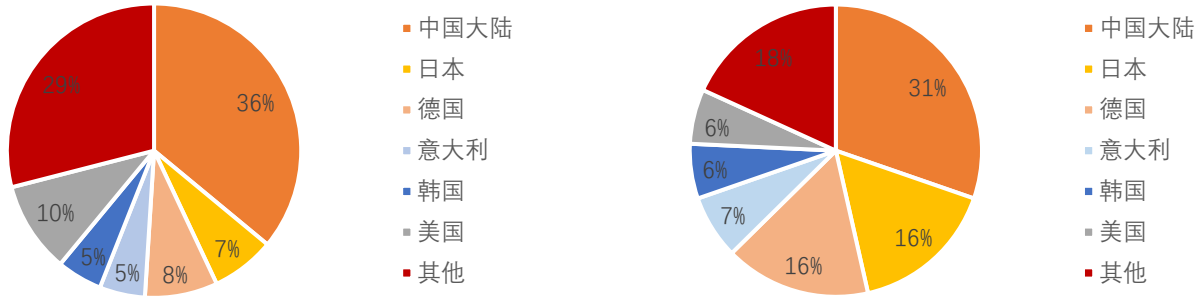
资料来源：招股说明书、Gardner Research、天风证券研究所

世界机床行业是一个完全竞争的行业，主要机床大国包括中国、德国、日本、美国等国家。德国重视数控机床和配套件的高、精、尖和实用性，各种功能部件研发生产高度专业化，在质量、性能上位居世界前列；日本重点发展数控系统，机床企业注重向上游材料、部件布局，一体化开发核心产品；美国在数控机床设计、制造和基础科研方面具有较强的竞争力。中国机床行业起步晚，但整体发展迅速，政府产业政策对机床行业的创新发展起引导作用，中国机床行业在技术、市场规模上都有显著增长，中国已经成为世界最大的机床产销国。国内机床企业处于世界最大的机床消费市场，对市场具备较高的敏感度和较快的销售和服务响应时间。

从世界范围内来看，中国已经成为全球制造业的中心，随着经济的快速发展和固定资产投资的增加，我国自 2009 年以来一直稳居世界第一大机床生产国、消费国和进口国，中国机床市场庞大，发展前景广阔。

图 18：2017 年度各国机床消费额占比

图 19：2017 年度各国机床产值占比



资料来源：招股说明书、Gardner Research、天风证券研究所

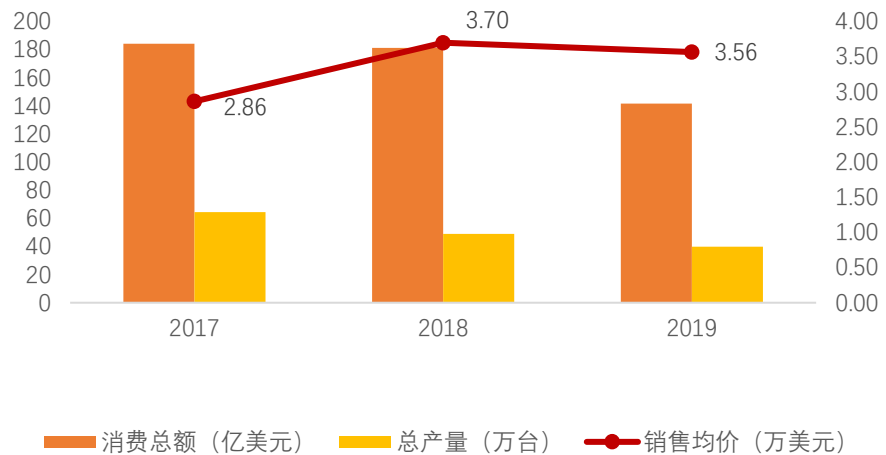
资料来源：招股说明书、Gardner Research、天风证券研究所

3.2. 中高档数控机床市场需求不断增加，进口替代加速

目前，我国处于产业结构的调整升级阶段，先进制造业将逐步替代传统制造业，作为工作母机的高性能数控机床的市场需求将大大增加。以机床行业中规模最大的金属切削机床为例，根据中国机床工具工业协会和统计局的数据，2017-2018 年我国金属切削类数控机床消费总额基本稳定，2019 年受下游制造业增速放缓影响而有所下滑。依照消费总额与总产量之比计算，金属切削机床销售均价从 2017 年的 2.86 万美元上升至 2019 年的 3.56 万美元，单价的快速提升，意味着我国金属切削机床在产品性能、档次上有显著提升。

当前我国已是世界最大的机床产销国，未来中高端市场份额有望进一步增加。随着下游产业的不断升级发展，对机床加工精度和精度稳定性等要求越来越高，中高端产品的需求日益凸显，更新升级需求大。中国机床市场结构升级将向自动化成套、客户定制化和普遍的换挡升级方向发展，产品由普通机床向数控机床、由低档数控机床向中高档数控机床升级。

图 20：2017-2019 我国金属切削类数控机床消费总额及均价（右轴为销售均价）



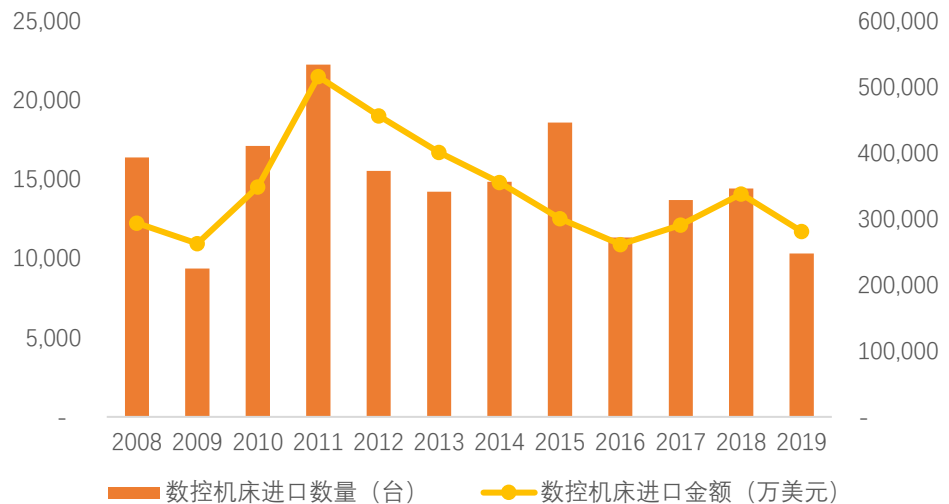
资料来源：国家统计局、中国机床工具工业协会、天风证券研究所

我国数控机床行业存在明显的供需矛盾，主要体现在低档数控机床的产能过剩和高档数控机床的供应不足而导致供给侧结构性失衡。中国数控机床行业自上世纪 90 年代末快速发展至今，已经由过去的开发增量发展到现在的优化存量阶段，比如近年来对数控机床需求占比最大的汽车、航空航天和模具等领域都向着 轻质化、多构型化及低成本制造等方面发展，新材料的运用越来越广泛，对数控机床的加工能力也提出越来越高的要求。

根据前瞻产业研究院发布的《2019 年中国数控机床行业竞争格局及发展前景分析》，2018 年我国高档数控机床国产化率仅为 6%，高档数控机床主要依靠进口。根据海关总署统计，2018 年我国进口机床数量增 14,420 台，以中高档的加工中心等为主，进口总额 33.79 亿美元，单台均价 23.43 万美元，远高于国内机床市场均价，在不考虑下游需求升级带来的

增量需求及制造业产业转型升级带来的更新需求的情况下，即使仅完成对进口设备 30%左右的替代率，未来我国数控机床行业每年至少将新增 10 亿美元的市场空间。

图 21：2008-2019 中国数控机床进口数量及金额统计（右轴为数控机床进口金额）



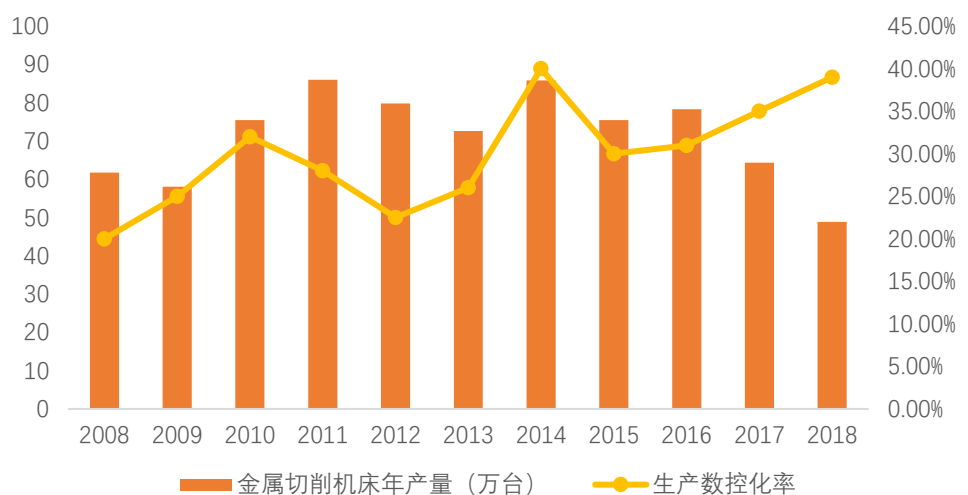
资料来源：wind、招股说明书、天风证券研究所

3.3. 中国机床数控化率的提升仍有较大空间

数控化是机床行业的大势所趋，我国机床数控化率近年来整体保持着稳定增长，主要与产业转型升级有关。随着我国机床产业结构调整的不断深入，我国机床行业的数控化率显著提升，但是与发达工业化国家相比仍有较大差距，未来我国机床行业数控化率有望进一步提高。

国盛智科所在的金属切削机床领域是我国机床行业中经济规模最大、地位最显著的产业领域，其数控化率自 2005 年以来不断增高，未来数控机床市场潜力较大。

图 22：2008-2018 中国金属切削机床产量和数控化率



资料来源：国家统计局、中国机床工具工业协会、天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们对公司业务进行拆分，分别为数控机床、智能自动化生产线、装备零部件，2019 年收入分别为 4.14、0.96、1.47 亿元，毛利率分别约为 29.08%、16.56%、36.66%。我们认为：

- 1) 数控机床是公司最主要产品，产品主要为金属切削机床，属于行业内中高端产品，预计 20-22 年销售额增速分别为 19.5%、37.23%、34.08%，收入将分别达到 4.95、6.79、9.1 亿元。
- 2) 智能自动化生产线是公司未来重点发展的产品，重要的新产品切尔西自动焊接线业务开展顺利，预计 20-22 年销售额增速分别为 20%、43%、32%，收入将分别达到 1.15、1.65、2.17 亿元。
- 3) 装备零部件主要包括定制化机床本体、精密钣焊件、铸件等，属于公司前期传统业务，未来将逐渐将发展重点偏移到数控机床以及智能自动化生产线上，公司对该业务开展较为审慎，预计 20-22 年销售额增速分别为 0%、6%、6%，收入将分别达到 1.47、1.56、1.65 亿元。

预计公司未来三年归母净利润分别为 1.15、1.57、2.01 亿元，EPS 分别为 0.87、1.19、1.52 元/股。

表 5：公司未来三年业务拆分（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
数控机床								
收入	1.44	3.19	4.47	4.14	1.93	4.95	6.79	9.10
YOY		121.53%	40.13%	-7.38%		19.50%	37.23%	34.08%
成本	1.00	2.28	3.18	2.93	1.41	3.52	4.83	6.48
毛利	0.44	0.91	1.28	1.20	0.53	1.43	1.96	2.62
数控机床毛利率(%)	30.43	28.59	28.73	29.08	27.34	28.84	28.84	28.79
数控机床业务收入比例(%)	35.33	54.35	60.02	62.24	58.95	64.68	67.39	69.97
智能自动化生产线								
收入	0.07	0.22	1.06	0.96	0.66	1.15	1.65	2.17
YOY		214.29%	381.82%	-9.43%		20.00%	43.00%	32.00%
成本	0.05	0.18	0.93	0.80	0.48	0.88	1.24	1.63
毛利	0.02	0.04	0.12	0.16	0.18	0.28	0.41	0.54
智能自动化生产线毛利率(%)	31.37	17.49	11.65	16.56	27.36	24.00	25.00	25.00
智能自动化生产线业务收入比例(%)	1.63	3.81	14.19	14.45	20.10	15.06	16.35	16.72
装备零部件								
收入	2.53	2.37	1.86	1.47	0.65	1.47	1.56	1.65
YOY		-6.32%	-21.52%	-20.97%		0.00%	6.00%	6.00%
成本	1.57	1.42	1.20	0.93	0.41	0.93	0.98	1.04
毛利	0.96	0.95	0.66	0.54	0.24	0.54	0.57	0.61
装备零部件毛利率(%)	37.94	40.01	35.61	36.66	36.86	36.93	36.80	37.00
装备零部件业务收入比例(%)	62.16	40.43	25.01	22.12	19.67	19.22	15.47	12.70
精密钣焊件								
收入	0.99	1.09	1.24	1.26				
YOY		10.10%	13.76%	1.61%				
成本	0.54	0.58	0.77	0.78				
毛利	0.45	0.50	0.47	0.48				
毛利率(%)	45.79	46.29	37.82	37.90				
业务收入比例(%)	24.34	18.57	16.72	18.89				

机床本体

收入	1.49	1.25	0.57	0.17				
YOY		-16.11%	-54.40%	-70.18%				
成本	0.99	0.81	0.39	0.12				
毛利	0.50	0.44	0.18	0.05				
毛利率(%)	33.49	35.40	31.99	28.69				
业务收入比例(%)	36.74	21.29	7.62	2.63				
铸件								
收入	0.04	0.03	0.05	0.04				
YOY		-25.00%	66.67%	-20.00%				
成本	0.04	0.03	0.04	0.03				
毛利	0.01	0.00	0.01	0.01				
毛利率(%)	12.30	7.44	21.49	32.34				
业务收入比例(%)	1.08	0.57	0.66	0.60				
其他业务								
收入	0.04	0.08	0.06	0.08	0.04	0.08	0.08	0.08
成本	0.03	0.07	0.04	0.05	0.03	0.00	0.00	0.00
毛利	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00
其他业务毛利率(%)	16.79	13.33	31.45	31.32	39.48	32.00	32.30	33.00
其他业务业务收入比例(%)	0.88	1.41	0.78	1.20	1.28	1.05	0.79	0.61

资料来源: wind、天风证券研究所

我们广泛选择了数控机床以及零部件产业具有代表性的上市标的作为估值参考, 测算得到可比公司 2020、2021 年 PE 算数平均值分别为 45.3、33.3X, 而国盛智科的估值分别为 37.89、27.78X, 我们认为公司估值仍有一定提升空间, 因而选择 2020 年 45.3X 作为目标估值, 目标市值 52.04 亿元, 相较于当前市值仍有 19.47% 向上空间, 对应目标价格 39.42 元, 首次覆盖并给予买入评级。

表 6: 可比公司估值水平一览表 (单位: 亿元)

		净利润			总市值		PE		PB
代码	股票	20191231	20201231	2021231	20200923	20191231	20201231	20211231	20191231
601882.SH	海天精工	0.7672	1.4000	1.9800	65.3544	85.1874	46.6817	33.0073	3.0051
300503.SZ	昊志机电	-1.5507	1.1350	1.5600	50.0673	-32.2860	44.1121	32.0944	3.1571
002791.SZ	坚朗五金	4.3932	6.9716	9.6551	422.9216	96.2674	60.6636	43.8029	3.3861
002559.SZ	亚威股份	0.9707	1.1600	1.4200	34.5168	35.5602	29.7559	24.3076	1.9926
平均值		1.1451	2.6666	3.6538	143.2150	46.1823	45.3033	33.3031	2.8852
688558.SH	国盛智科	0.8429	1.1495	1.5678	43.5600	51.6787	37.8947	27.7842	-

资料来源: 天风证券研究所

5. 风险提示

我们认为, 公司主要存在以下三个方面的风险:

1) 数控机床核心零部件自主供应能力不足

核心零部件的技术水平直接影响着机床产品的性能。中高档数控机床的核心零部件, 比如决定机床运动精度的丝杠和伺服电机, 以及数控系统、传感器等, 对制造装备的精度、效率、可靠度及维护成本影响较大。目前, 国家已出台一系列政策鼓励数控系统及关键部件的自主开发, 但短期内, 部分核心部件仍以进口为主, 这将限制我国智能制造装备的全方位发展。

2) 人才储备不足，高级数控机床技工人才缺少、培养周期长

数控机床是一个技术密集型企业，要求企业储备一批懂工程系统、懂用户工艺、了解国内外设备的工程技术队伍，同时对每一个现场生产人员的技术和经验等要求也比较高。我国目前需要大量的三种层次的数控机床人才：第一种是熟悉数控机床的操作及加工工艺、懂得机床维护、能够进行手工或自动编程的操作人员和装配人员；第二种是熟悉数控机床机械结构及数控系统软硬件知识的中级人才，同时有扎实的专业理论知识、较高的英语水平并积累了大量的实践经验；第三种是精通数控机床结构设计以及数控系统电气设计、能够进行数控机床产品开发及技术创新的数控技术高级人才。合格、成熟的机床现场操作技工培养周期至少需要 5 年，高级技工培养的周期平均超过 8 年。因此，人力资源储备也成为我国机床行业发展的障碍之一。

3) 民族企业市场影响力不足

相比于机床的市场消费规模，我国在世界机床行业的话语权相对较弱，目前世界机床行业由德国和日本机床企业所主导。发达国家及地区在中高档数控机床等先进制造装备的行业发展历史较长，相关企业积累了技术、品牌、资金等方面的优势，具备先发优势，占据了高端市场。数控机床是耐用消费品且价格较高，客户出于谨慎性考虑，倾向于选择先进国家的高端产品。我国中高档数控机床等先进制造装备的起步较晚、发展也相对落后，市场存在国产设备“低质低价”等刻板印象，对新兴的中高档数控机床等生产先进制造装备民族企业构成市场进入壁垒。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	36.90	100.12	701.13	911.93	979.62
应收票据及应收账款	188.70	165.71	260.17	286.83	421.12
预付账款	4.24	3.77	12.15	4.77	16.94
存货	170.87	161.21	221.37	265.91	354.45
其他	65.73	87.21	108.00	103.82	112.98
流动资产合计	466.44	518.02	1,302.83	1,573.26	1,885.11
长期股权投资	1.34	1.36	1.36	1.36	1.36
固定资产	161.42	155.47	97.73	22.36	2.91
在建工程	1.99	27.52	5.50	7.75	13.88
无形资产	77.75	75.79	73.91	72.02	70.14
其他	3.57	7.54	4.88	4.70	4.63
非流动资产合计	246.07	267.68	183.38	108.19	92.91
资产总计	712.51	785.71	1,486.21	1,681.45	1,978.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	122.35	132.80	181.90	224.16	291.06
其他	56.09	46.46	69.06	63.57	89.74
流动负债合计	178.43	179.27	250.96	287.72	380.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	5.00	1.67	2.22	2.96
非流动负债合计	0.00	5.00	1.67	2.22	2.96
负债合计	178.43	184.27	252.63	289.95	383.76
少数股东权益	10.91	9.76	10.92	12.06	13.99
股本	99.00	99.00	132.00	132.00	132.00
资本公积	196.24	196.13	683.59	683.59	683.59
留存收益	419.91	488.25	1,090.66	1,247.44	1,448.27
其他	(191.99)	(191.70)	(683.59)	(683.59)	(683.59)
股东权益合计	534.08	601.44	1,233.58	1,391.50	1,594.27
负债和股东权益总	712.51	785.71	1,486.21	1,681.45	1,978.03

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	95.56	85.26	114.95	156.78	200.83
折旧摊销	19.67	23.01	81.64	85.01	35.21
财务费用	2.19	(0.83)	(2.21)	(4.46)	(5.23)
投资损失	(1.66)	(2.54)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
营运资金变动	(55.42)	(27.41)	(112.77)	(22.13)	(150.29)
其它	3.09	25.83	1.16	1.14	1.93
经营活动现金流	63.43	103.32	76.77	210.35	76.46
资本支出	57.08	35.26	3.33	9.44	19.26
长期投资	(0.45)	0.02	0.00	0.00	0.00
其他	(108.41)	(58.12)	2.67	(13.44)	(33.26)
投资活动现金流	(51.78)	(22.85)	6.00	(4.00)	(14.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.70	0.44	518.24	4.46	5.23
其他	(15.19)	(18.52)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(13.49)	(18.08)	518.24	4.46	5.23
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1.84)	62.39	601.01	210.81	67.69

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	744.32	664.68	764.56	1,006.97	1,300.23
营业成本	535.55	472.08	555.36	730.91	946.31
营业税金及附加	6.18	6.81	7.65	10.07	13.00
营业费用	36.71	31.41	15.53	21.15	26.26
管理费用	34.92	31.61	33.64	40.48	52.01
研发费用	30.54	30.55	38.23	46.32	54.61
财务费用	(2.19)	(0.37)	(2.21)	(4.46)	(5.23)
资产减值损失	4.19	(3.46)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.66	2.54	6.00	6.00	6.00
其他	(10.85)	(3.61)	(18.00)	(19.00)	(19.00)
营业利润	107.61	97.12	131.36	178.49	229.25
营业外收入	1.08	0.72	0.64	0.82	0.73
营业外支出	0.84	0.94	0.81	0.86	0.87
利润总额	107.85	96.90	131.20	178.45	229.11
所得税	12.29	11.64	15.09	20.52	26.35
净利润	95.56	85.26	116.11	157.92	202.76
少数股东损益	0.03	0.97	1.16	1.14	1.93
归属于母公司净利润	95.54	84.29	114.95	156.78	200.83
每股收益(元)	0.72	0.64	0.87	1.19	1.52

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.91%	-10.70%	15.03%	31.71%	29.12%
营业利润	-0.65%	-9.75%	35.25%	35.88%	28.44%
归属于母公司净利润	2.63%	-11.77%	36.37%	36.39%	28.09%
获利能力					
毛利率	28.05%	28.98%	27.36%	27.41%	27.22%
净利率	12.84%	12.68%	15.03%	15.57%	15.45%
ROE	18.26%	14.25%	9.40%	11.37%	12.71%
ROIC	22.86%	17.25%	23.15%	29.19%	41.75%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	25.04%	23.45%	17.00%	17.24%	19.40%
净负债率	-6.91%	-16.65%	-56.84%	-65.54%	-61.45%
流动比率	2.61	2.89	5.19	5.47	4.95
速动比率	1.66	1.99	4.31	4.54	4.02
营运能力					
应收账款周转率	3.71	3.75	3.59	3.68	3.67
存货周转率	4.61	4.00	4.00	4.13	4.19
总资产周转率	1.07	0.89	0.67	0.64	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.72	0.64	0.87	1.19	1.52
每股经营现金流	0.48	0.78	0.58	1.59	0.58
每股净资产	3.96	4.48	9.26	10.45	11.97
估值比率					
市盈率	45.60	51.68	37.89	27.78	21.69
市净率	8.33	7.36	3.56	3.16	2.76
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.88	13.69	13.42
EV/EBIT	0.00	0.00	29.73	20.66	15.60

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com