仅供内部参考，请勿外传！

乔锋智能（301603.SZ）

数控机床领先企业，液冷领域等机床驱动二次成长

优于大市

核心观点

2026年一季度归母净利润增长41.98%，费用率明显下降。公司2025年实现营收24.97亿元，同比上升41.88%；归母净利润3.51亿元，同比上升71.12%，主要系新培育产品批量销售、重点领域深耕及新建厂房投产所致。单季度看，2025年四季度营收6.26亿元，同比增长10.59%；归母净利润0.75亿元，同比增长36.76%。2026年第一季度实现营收7.25亿元，同比增长51.76%；归母净利润1.06亿元，同比增长41.98%。盈利能力方面，2025年公司毛利率/净利率为29.67%/13.90%，同比上升0.26/2.36pct，主要因为高端产品占比提升、提升运营效率导致费用率下降；2026年一季度毛利率/净利率位30.70%/14.34%。费用方面，2025年销售/管理/研发/财务费用率分别为5.31%/3.40%/4.23%/-0.05%，同比分别变动-0.49/-0.93/+0.07/-0.67pct，费用管控良好。

AI爆发导致日本机床供不应求，中国机床企业有望显著受益。据日本机床协会统计，5月日本主要机床公司订单高速增长，芝浦机械订单量39亿日元（同比+220%），津上订单量216亿日元（同比+250%），全日机床订单合计同比+37.4%，连续11月增长。过去日本机床需求上升往往由中国设备投资周期或北美航空/汽车投资周期单独拉动，此次订单高增主要因为全球AI发展带动高精度、高稳定的机床需求爆发。考虑到日本机床明显供不应求，国内优质机床厂有望接手外溢订单。AI算力爆发下液冷渗透率提升，液冷行业扩产需求旺盛，液冷设备正在快速起量。

加速布局液冷新方向，扩产承接液冷机床需求。公司是国内中高端数控机床领域的国家级专精特新“小巨人”企业，主要产品为立式加工中心、钻攻中心，下游包括3C、模具、汽零、工程机械等领域。AI液冷零部件主要为中小型机加件，对机床的需求以中小型机床为主，乔锋智能地处东莞，参考2025年年报，公司80%以上产品为立式加工中心、钻攻中心，产品高度适配液冷加工需求，已推出用于生产分流器、CDU、冷板、快接头等产品的6款专用机床产品，业务布局前瞻、技术积累深厚且客户资源优质，有望显著受益液冷需求爆发。2026年4月，公司发行11.5亿元可转债，其中9.8亿元用于数控装备和机床扩产，有望较好承接液冷加工的机床需求。

投资建议：公司是国内领先的中高端数控机床装备提供商，主业稳健增长，同时积极布局液冷、人形机器人等新兴领域的机床产品。我们预计2026年-2028年归属母公司净利润分别为6.27/9.90/11.99亿元，对应PE27/17/14倍，一年期合理估值为155.70-181.65元（对应2026年PE30-35x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：液冷等新业务拓展不及预期风险、机床行业竞争加剧风险、核心部件供应及原材料价格风险。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,760	2,497	4,224	6,194	7,518
(+/-%)	21.0%	41.9%	69.2%	46.7%	21.4%
归母净利润(百万元)	205	351	627	990	1199
(+/-%)	21.3%	71.1%	78.6%	57.9%	21.1%
每股收益（元）	1.70	2.91	5.19	8.20	9.93
EBIT Margin	13.9%	16.3%	16.5%	18.0%	17.8%
净资产收益率（ROE）	10.0%	14.7%	21.6%	27.1%	25.7%
市盈率（PE）	81.2	47.4	26.6	16.8	13.9

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

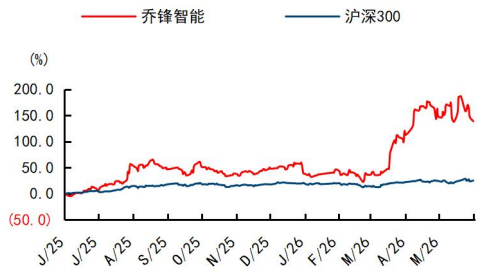
证券分析师：吴双
0755-81981362
wushuang2@guosen.com.cn
S0980519120001

证券分析师：杜松阳
0755-81981934
dusongyang@guosen.com.cn
S0980524120002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	155.70 - 181.65元
收盘价	122.04元
总市值/流通市值	14738/4605百万元
52周最高价/最低价	150.00/48.50元
近3个月日均成交额	490.06百万元

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

仅供内部参考，请勿外传！

EV/EBITDA	63.6	40.1	25.4	17.4	15.1
市净率（PB）	8.08	6.97	5.74	4.56	3.57

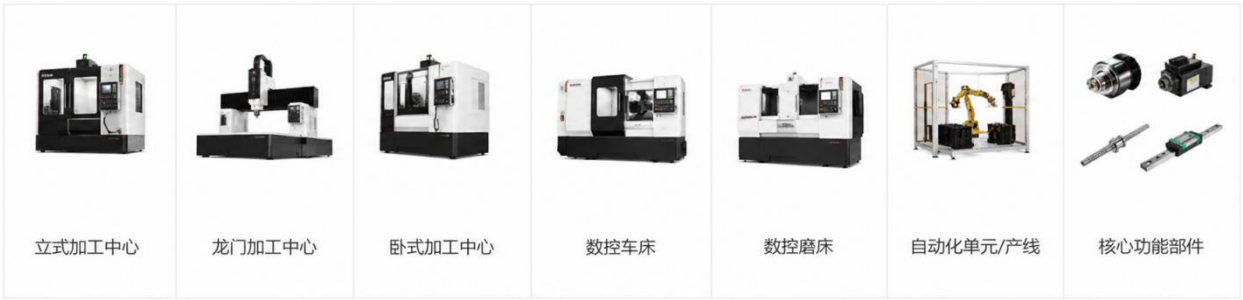
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

仅供内部参考，请勿外传！

国内领先的中高端数控机床装备提供商

国内领先的中高端数控机床企业，立式、数控机床起家，持续迭代产品线。乔锋智能成立于 2009 年，是我国国内较早进入数控机床领域的企业之一。在成立之初，以立式加工中心为突破口，乔锋进入了当时主要为国际品牌所垄断的中高端数控机床市场。在十几年的发展过程中，公司坚持“深耕优势、以点带面、以面促点、逐个突破”的发展路径，将产品线逐步拓展至龙门加工中心、卧式加工中心、数控车床、数控磨床及其他数控机床，产品品类达八十多种中高档机型，可满足各行业客户多样化的加工需求。乔锋智能拥有完整的数控机床产品矩阵，自主产品线已全面覆盖立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心、五轴加工中心、高速钻攻中心、数控车床、数控磨床、自动化单元及柔性产线等。同时，公司以核心技术为根基，持续加大在精密主轴、转台等核心功能部件及高端数控机床领域的研发投入；结合资本优势，在区域及产业链布局方面持续优化，完成东莞、南京、银川三大研发生产基地布局，确保产能供应稳定可靠。以此为基础，公司能够向下游客户提供涵盖汽车、船舶、新能源、工程机械、航空航天、消费电子、半导体与集成电路等产业集群的数控智能装备及整体解决方案，持续提升客户粘性及公司竞争力。

图1：公司产品矩阵



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司拥有完整的数控机床产品线。自主产品线已全面覆盖立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心、高速钻攻中心、数控车床、数控磨床、自动化单元及柔性产线等品类八十多种中高档机型。公司产品定位于中高端市场，研发、生产和销售的数控机床已经成功应用于通用设备、消费电子、汽摩配件、模具、工程机械、军工、能源、医疗器械、航空航天、5G 通讯等多个领域，协助下游客户实现精密、高效、稳定的金属加工，并为公司技术迭代和应用经验积累提供了有力保证。基于多年数控机床技术积累，公司核心功能部件自研自产能力逐步提升，但整体仍处于发展阶段。公司已建立稳定的客户群体，报告期内累计服务客户超过 4,000 家，产品广泛应用于行业龙头企业的生产线中。

公司的产品种类众多，可以分为立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心、数控车床、数控磨床、自动化单元/产线、核心功能部件等。

1）**立式加工中心产品线：**公司持续优化立式加工中心产品矩阵，覆盖高速钻攻加工中心和通用加工中心两大系列。高速钻攻加工中心 T 系列具备高刚性主体结构，主轴最高转速可达 24,000rpm，三轴马达座一体成型技术提高刚性需求与同心度，

仅供内部参考，请勿外传！

广泛用于消费电子、通讯等行业；通用加工中心 V 系列采用高速精密陶瓷轴承减少热误差，V-1265 机型主要为新能源汽车电池箱体、5G 基站壳体设计；重型线轨立式加工中心 VH 系列专为重型零部件加工设计，采用十字滑台、大跨距立柱等高刚性结构，可加工模具、汽摩配件等。通过持续技术迭代，公司立式加工中心定位精度可达 0.005mm，进给速度可达 48 米/分钟，覆盖主流市场需求。

2）**龙门加工中心产品线：**公司龙门加工中心包括定柱式、动柱式及五轴龙门等系列。定柱式龙门 LM 系列采用固定立柱、工作台移动结构，配备滑枕式镗铣头，最大扭矩可达 1,000Nm，行程最长可达 10 米；动柱式双驱门型加工中心 DLM-3020 配备双工作台自动交换，加工效率高，主要适用于航空航天、船舶、军工等领域；五轴龙门加工中心 BTG 系列应用于人形机器人、液冷散热、航空航天等行业的零部件精密加工。公司在龙门加工中心结构刚性和动态性能上不断突破，可完成大型零部件钻、镗、铣等多道加工工序。

3）**卧式加工中心产品线：**公司卧式加工中心包括定柱式、动柱式及新能源汽车专用等系列。定柱式卧加 JVH-500 主轴转速可达 12,000rpm，移动速度可达 36 米/分钟，配备 1/1000 度高精度旋转工作台；动柱式卧加 JVH-630A/1000 采用高扭矩广域电机，刀库最多容纳 60 柄刀具，适合加工复杂零件；高速高精卧加 JHT 系列为正 T 型结构，X/Y/Z 轴采用圆柱滚子高刚性导轨，三轴快速进给可达 60/60/60m/min，广泛应用于新能源汽车、军工、航空航天等行业。定位精度可达到 0.012mm，能完成多角度侧面加工。

4）**数控车床产品线：**公司数控车床包括 HQT/EQT 系列通用车床、车削中心 M 系列、带 Y 轴车铣复合 MY 系列等。采用台阶式斜床身结构，保证高速运转稳定性；主轴、刀塔等核心部件自主研发和生产，主轴箱采用紧凑对称性设计，具备较高热稳定性和刚性。主要应用于通用设备、5G 通讯、模具、新能源汽车、军工、航空航天、医疗器械等行业，可满足圆柱、圆弧、螺纹、槽、蜗杆等复杂工件加工需求。

5）**数控磨床产品线：**公司数控磨床包括龙门平面磨床、龙门线轨磨床、龙门斜插磨床、滑块磨床、卧轴矩台平面磨床等。龙门磨床 GM 系列采用横梁和立柱分体式设计，X 轴行程最大可达 20 米，配备双磨头旋转角度达±70 度；龙门线轨磨床 XGM 系列采用单底座、双门型横梁封闭刚性框架结构，X 轴采用直线电机搭配液冷系统和光栅尺，可达纳米级精度，位移速度可达 60 米/分钟，配备三个磨头可同时完成三个面加工。主要应用于工程机械、汽车等行业大型零部件磨削加工。

6）**自动化单元与柔性产线：**公司提供标准化及定制化自动线解决方案，包括 IRCM-CI 自动化单元（适用于单一品种大批量场景）、IRCM-S/D/G 批量自动线（桁架式、地轨式、天轨式）、IRCM-C 柔性自动线（适用于多品种小批量、无重复性生产场景）。通过单元化、模块化生产体系，配合自主研发的产线控制系统，助力客户实现“机器换人”和智能制造升级。

7）**核心功能部件：**公司持续加大核心功能部件自研自产比例，已完成高速精密主轴、动力刀塔、滚珠丝杠副等部件的自主研发，并逐步批量应用于公司产品。其中高速主轴采用高精密度陶瓷球轴承，设计温度检测装置和防油污结构，有效提高主轴使用寿命；动力刀塔实现直连式抗污染高压设计。通过核心部件自制，降低对进口品牌的依赖，提升产品综合竞争力。

图2：数控机床产品具体情况

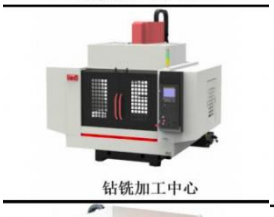
公司主要产品名称	部分细分产品示意图

仅供内部参考，请勿外传！

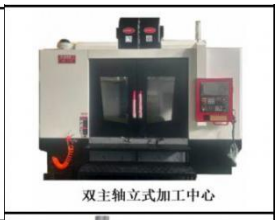
立式加工中心


钻铣加工中心


立式加工中心

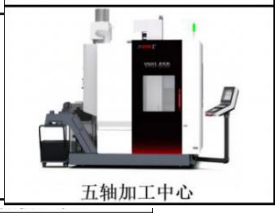

钻铣加工中心


立式加工中心


双主轴立式加工中心


双主轴钻铣加工中心

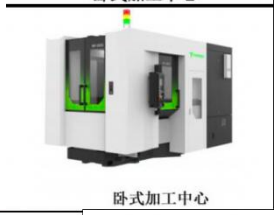

立式加工中心


五轴加工中心

卧式加工中心


卧式加工中心


卧式加工中心


卧式加工中心


卧式单臂五轴加工中心

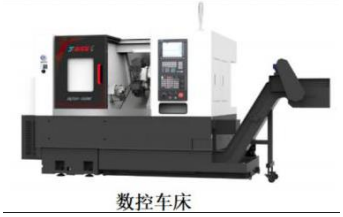
龙门加工中心


定柱式龙门加工中心


动柱形龙门加工中心


五轴龙门加工中心

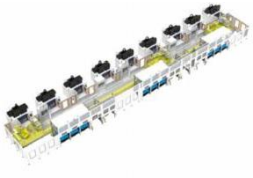
数控车床、磨床


数控车床


龙门线轨磨床

自动化单元与柔性产线


自动化单元


批量自动线


柔性自动线

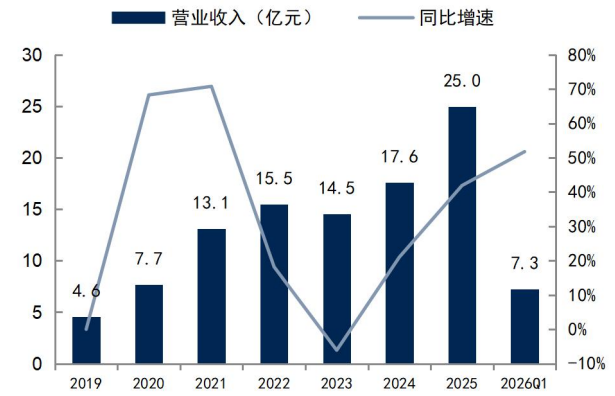
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

财务情况

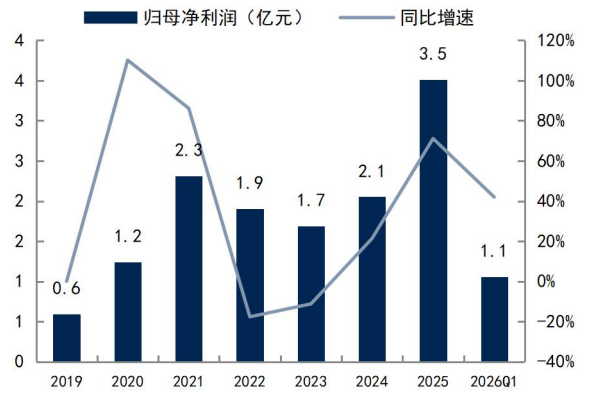
公司营收利润均保持稳健增长态势。2019-2025 年公司收入从 4.6 亿元增长至 25 亿元，CAGR32.60%，主要受益于下游制造业升级需求增长、公司产能持续扩张及新培育产品批量销售；2026 年一季度收入 7.25 亿元，同比增长 51.76%，增速有所提升，主要系液冷等板块收入快速增长所致。2019-2025 年公司净利润从 0.6 亿元上升至 3.5 亿元，CAGR34.17%，主要得益于高毛利率的高端产品占比提升及期间费用率持续优化；2026 年一季度净利润 1.1 亿元，同比增长 41.98%，主要系收入增长带动利润同步增加。

图3：乔锋智能 2026 年第一季度营业收入同比增长 51.76%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

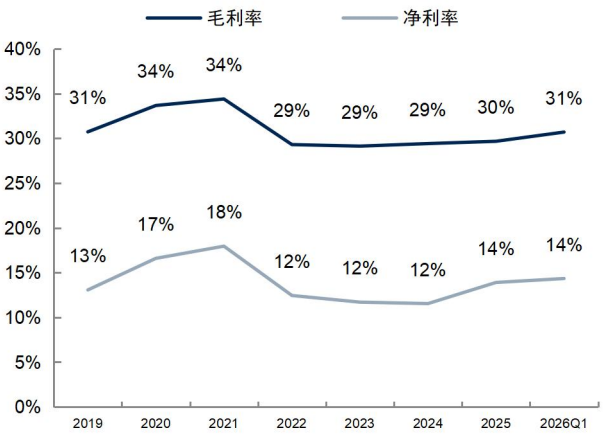
图4：乔锋智能 2026 年第一季度归母净利润同比增长 41.98%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

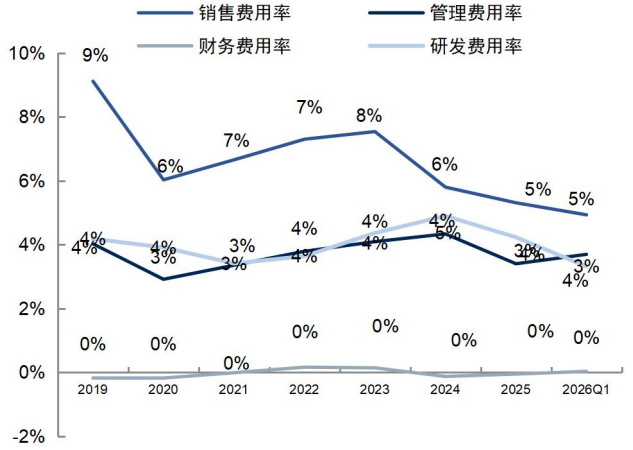
公司毛利率保持稳定，研发和销售费用率呈下降趋势。2019-2025 年公司毛利率在 29%-34%区间，2022-2024 年板块景气度下滑导致毛利率有所下滑，2025 年毛利率有所回升。2019-2025 年净利率在 12-18%范围内波动，2025 年已修复至 13.9%，2026 年一季度净利率修复至 14.3%，呈向好趋势。

图5：乔锋智能盈利能力保持稳定



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：乔锋智能费用率持续下降

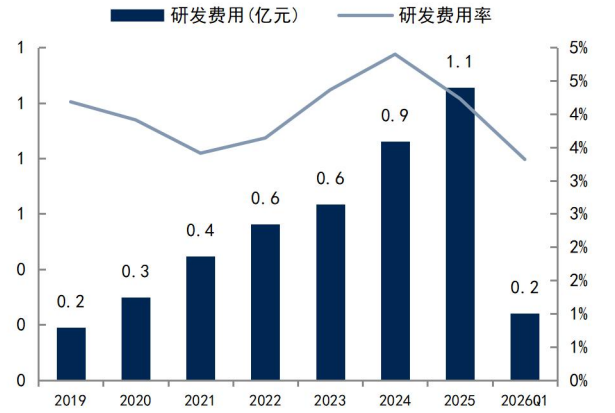


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

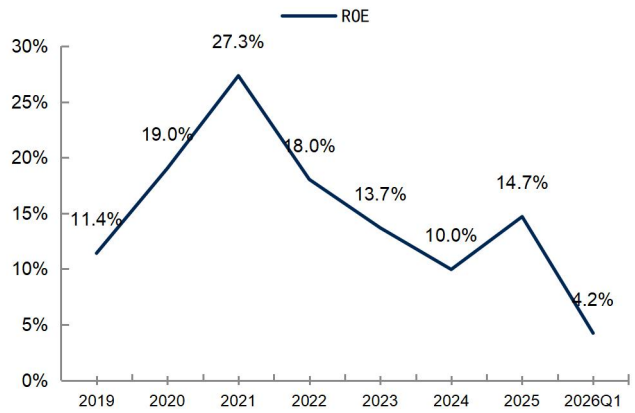
公司研发投入放缓，ROE 有所回升。公司的研发投入整体呈先升后降趋势，研发费用率从 2019 年的 4.18%增长至 2024 年的 4.90%，2025 年小幅下滑至 4.23%。公司 ROE 有所回升且维持在合理水平，2026 年一季度公司 ROE4.23%，较去年同期提升 0.78 个百分点，盈利能力有所增强。

图7：乔锋智能研发投入放缓



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：乔锋智能 ROE 有所回升

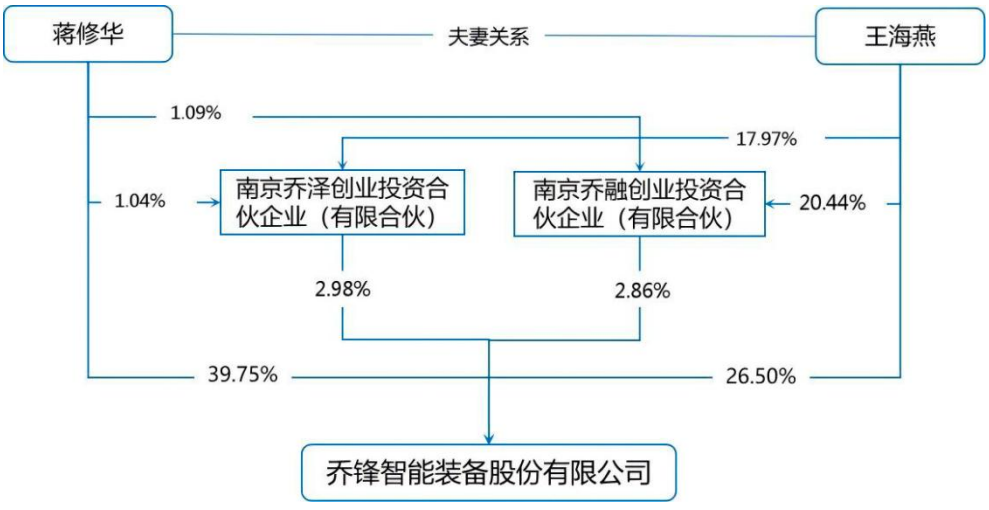


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

股权结构：实控人合计持有公司 66.25%股份

公司股权结构集中。公司实际控制人为蒋修华、王海燕。蒋修华本人直接持有公司 39.75%的股份，王海燕本人直接持有公司 26.50%的股份。实控人合计持有公司股份的 66.25%。

图9：乔锋智能实控人持股情况（20251231）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司核心技术高管均拥有多年机床行业从业经验，多位在公司深耕十余年。公司副总经理夏志昌自 2015 年 4 月加入乔锋智能，负责数控机床技术研发与产品规划。高管中的核心技术人员还包括胡真清、牟胜辉、王有亮。其中，胡真清自 2017

仅供内部参考，请勿外传！

年 9 月加入公司，历任研发总监、技术执行总监，负责公司数控机床整机及核心部件的技术规划与研发；牟胜辉自 2018 年 8 月加入公司，历任研发副总监、工厂总经理，现任监事会主席，负责产品技术研发与生产管理；王有亮自 2020 年 9 月加入公司，历任研发副总监、研发总监，负责数控机床新产品开发和技术升级。夏志昌曾任职于台湾亚威机电股份有限公司、台湾钜锋科技股份有限公司，胡真清曾任职于黄山皖南机床有限公司、厦门大金机械有限公司等，均拥有丰富的数控机床研发经验。

仅供内部参考，请勿外传！

大力发展新兴产业，液冷、机器人等领域加速突破

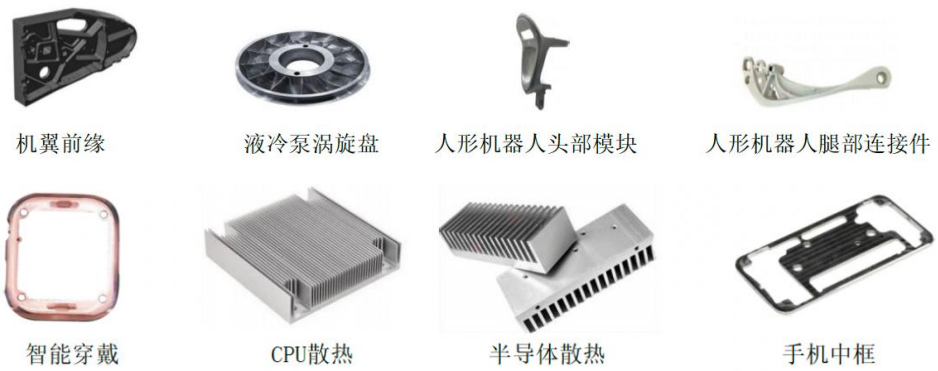
液冷散热：深度覆盖液冷全产业链加工需求，积极承接下游需求。针对液冷板、液冷接头、微通道散热器等核心零部件，公司开发了从精密小件到大型液冷板的完整加工方案，高速钻攻加工中心与车铣复合中心已批量应用于新能源汽车电池液冷板、5G 通信基站散热壳体及数据中心液冷模块。公司自主研发的高速精密主轴、动力刀塔确保高刚性、高转速下的加工稳定性，配合强力冲屑与全自动排屑系统，显著提升客户生产效率。

人形机器人：前瞻布局五轴联动及高精密加工技术，相关装备已实现小批量销售，打开全新成长空间。公司已完成立式五轴加工中心、卧式单臂五轴加工中心等机型研发并实现批量销售，可满足人形机器人直线执行器、行星丝杠螺母、关节轴承等核心部件的微米级高精度多轴加工。2025 年人形机器人相关加工装备进入样机测试及小批量交付阶段，技术储备与客户拓展取得积极进展，为公司开辟了新的增长曲线。

航空航天与高端制造：突破五轴联动及高刚性加工关键技术，高端机床实现进口替代。公司卧式五轴联动双主轴车铣复合加工中心、高刚性重型切削五轴联动加工中心等研发项目持续推进，旨在满足航空航天复杂零件加工需求，打破国外垄断。龙门加工中心及卧式加工中心系列已广泛应用于航空航天大型结构件、军工及能源装备的精密加工，2025 年高端五轴机床实现小批量销售，客户认可度持续提升。

新能源汽车与 3C：深度绑定三电系统及一体化压铸加工需求，优势产品批量销售，毛利率持续提升。公司卧式加工中心及立式加工中心专机已批量应用于发动机缸盖、驱动器壳体、电池箱体等核心部件加工，高速钻攻加工中心持续领跑 3C 电子精密加工，主轴最高转速达 24,000rpm。2025 年，公司在新能源汽车、3C 及液冷散热等领域的投入进入收获期，相关产品销售放量，带动整体毛利率同比提升。

图10：部分典型加工工件图示



仅供内部参考，请勿外传！

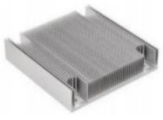
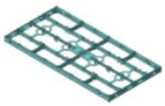


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

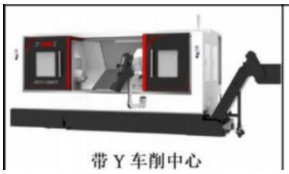
液冷机床布局完善，下游覆盖液冷板、快接头、散热器等液冷产品。针对 AI 液冷散热模组加工，公司推出 ZG10050E 系列四主轴钻攻机，四主轴同步作业，主轴中心距 250mm，单位面积产出提升数倍。该机型标配 3/7MPa 高压内冷中心出水系统，E4 高精机型采用花岗岩整机结构与全闭环光栅尺控制，实现 0.003mm 定位精度与 0.002mm 重复定位精度；针对液冷管路系统加工，公司推出 HQT-2000MYS 车铣复合中心，配备 BMT55 动力刀塔与±100mmY 轴行程，可实现车、铣、钻、攻多工序复合加工，一次装夹成型。双主轴协同作业，支持棒料自动送料，φ65mm 最大棒料通过直径，可完成长管路件全自动加工。公司液冷解决方案已覆盖液冷板、液冷接头、微通道散热器等核心零部件加工，广泛应用于新能源汽车电池液冷、5G 基站散热及数据中心液冷模块等领域。

图11：部分液冷机床及产品品类

仅供内部参考，请勿外传！

产品系列	产品型号	主要用途	部分典型加工工件图示
 钻铣加工中心	T-5F T-5C T-5H T-7C	应用于液冷散热、3C、通讯、半导体散热、智能穿戴等精密小零部件加工。	 智能穿戴  CPU散热  半导体散热
 钻铣加工中心	TH-85 T-10 T-13 TH-1370 T-16	应用于液冷散热、无人机零件、LED箱体、新能源汽车配件、3C、自动化、通讯等行业，亦可以满足大批量铝压铸件、5G铝型材加工。	 液冷板  电控箱体  LED箱体
 双主轴钻铣加工中心	T-5050S	应用于无人机零件、散热片领域、自动化、通讯、3C等行业的精密小零部件加工。	 通信设备  微通道散热器  3C

产品系列	产品型号	主要用途	部分典型加工工件图示
 立式加工中心	V-8B；V-11；V13；V1270；V1585；EV-850B；EV-1160	应用于液冷散热、半导体、散热器、医疗、新能源汽车、通讯、模具、自动化等行业的零部件精密加工	 模具  液冷组件  转向节

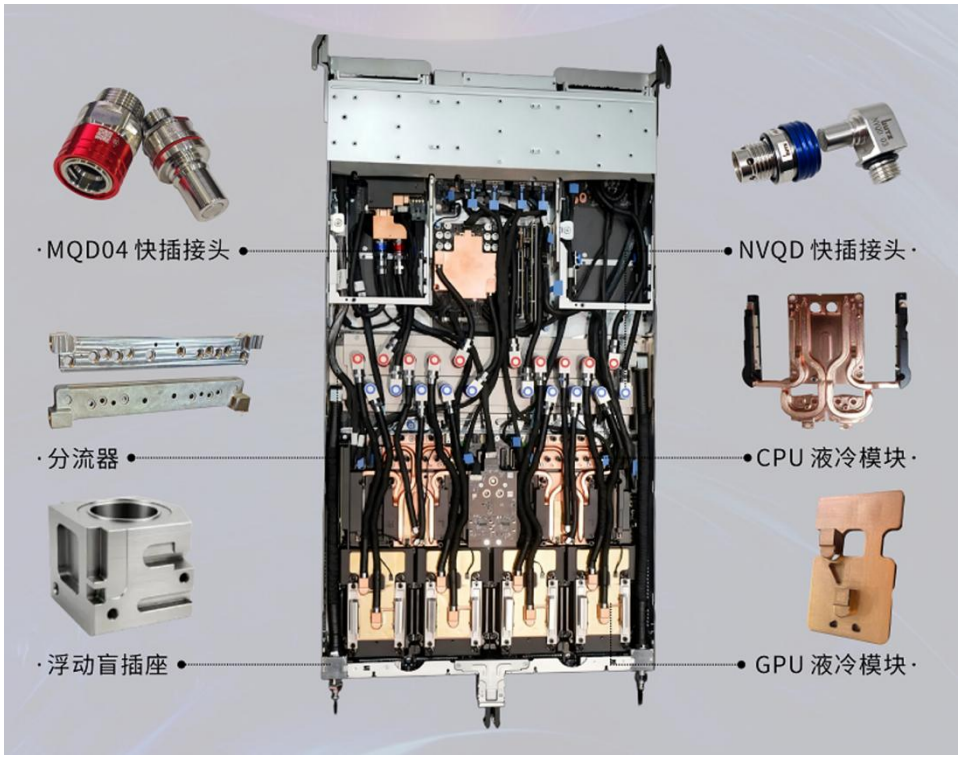
产品系列	产品型号	主要用途	部分典型加工工件图示
 数控车床	HQT/EQT08-380; HQT/EQT08-580U; HQT/EQT08-580UA; HQT/EQT12-680U; HQT/EQT12-1280U; HQT/EQT12-1680U	适用于液冷散热、人形机器人、航空航天、新能源汽车、自动化、半导体。	 油冷接头  液冷接头  刀柄
 带 Y 车削中心	HQT/EQT08-580VMYU; HQT/EQT12-680MYU; HQT/EQT12-1280MYU; HQT/EQT12-1680MYU	适用于液冷散热、人形机器人、新能源汽车、工程机械、农业机械、航空航天、能源行业、石油行业、船舶。	 液冷快拔接头  人形机器人直线执行器  电机壳体

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：部分液冷业务产品图示



仅供内部参考，请勿外传！



资料来源：公司公众号、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

立式加工中心：2023-2025 年公司立式加工中心销售收入分别为 11.38/14.04/20.46 亿元，增速分别为-5.1%/23.4%/45.7%。公司相关下游产品主要为液冷、人形机器人、3C、锂电等，尤其是以液冷为代表的细分行业资本开支旺盛，公司相关板块收入有望加速释放，我们假设 2026-2028 年立式加工中心收入分别为 33.76/50.64/60.77 亿元，毛利率均为 33.1%/34.0%/34.0%。

卧式加工中心：2023-2025 年公司卧式加工中心销售收入分别为 0.43/0.61/0.83 亿元，增速分别为-14.0%/41.9%/36.1%。公司相关下游产品主要为工程机械等，行业景气度回暖带动收入持续增长，我们假设 2026-2028 年卧式加工中心收入逐年增长，分别为 1.25/1.62/1.94 亿元，毛利率均为 16.0%。

龙门加工中心：2023-2025 年公司龙门加工中心销售收入分别为 1.59/0.97/0.69 亿元，增速分别为-10.7%/-39.0%/-28.9%。综合考虑公司相关产品下游保持稳定，我们假设 2026-2028 年龙门加工中心收入企稳反弹，分别为 0.62/0.62/0.68 亿元，毛利率均为 20.7%。

表1：公司历史经营数据及关键假设

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
立式加工中心						
收入	11.38	14.04	20.46	33.76	50.64	60.77
增速	-5.1%	23.4%	45.7%	65.0%	50.0%	20.0%
成本	7.90	9.61	13.68	22.57	33.42	40.11
毛利	3.48	4.43	6.78	11.19	17.22	20.66
毛利率(%)	30.56	31.54	33.14	33.1%	34.0%	34.0%
卧式加工中心						
收入	0.43	0.61	0.83	1.25	1.62	1.94
增速	-14.0%	41.9%	36.1%	50.0%	30.0%	20.0%
成本	0.34	0.52	0.70	1.05	1.36	1.63
毛利	0.09	0.09	0.12	0.20	0.26	0.31
毛利率(%)	21.06	14.31	15.04	16.0%	16.0%	16.0%
龙门加工中心						
收入	1.59	0.97	0.69	0.62	0.62	0.68
增速	-10.7%	-39.0%	-28.9%	-10.0%	0.0%	10.0%
成本	1.20	0.76	0.55	0.49	0.49	0.54
毛利	0.39	0.20	0.14	0.13	0.13	0.14
毛利率(%)	24.67	20.96	19.73	20.7%	20.7%	20.7%
营业总收入	14.23	17.60	24.97	42.25	61.95	75.19
增速	13.8%	23.7%	41.9%	69.2%	46.7%	21.4%
营业成本	10.10	12.42	17.56	29.72	42.80	52.07
增速	24.1%	23.0%	41.4%	69.3%	44.0%	21.6%
毛利率(%)	29.02%	29.43%	29.68%	29.64%	30.91%	30.75%
毛利	4.13	5.18	7.41	12.52	19.15	23.12

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综上所述，预计 2026-2028 年公司营收为 42.25/61.95/75.19 亿元，同比增长 69.2%/46.7%/21.4%，毛利率 29.64%/30.91%/30.75%，毛利 12.52/19.15/23.12

仅供内部参考，请勿外传！

亿元。

未来 3 年业绩预测

费用率方面，公司 2023-2025 年销售费用率分别为 7.5%/5.8%/5.3%，考虑到公司的市场地位持续提升、产品销售网点布局逐步完善，我们假设 2026-2028 年销售费用率分别为 5.2%/5.1%/4.9%。公司 2023-2025 年研发费用率分别为 4.4%/4.9%/4.2%，考虑到公司的传统主业产品研发或将下降，我们假设 2026-2028 年研发费用率分别为 4.1%/4.0%/3.8%。其他收入为抵扣项。

根据上述假设条件，我们测算得到公司 2026-2028 年的营收分别为 42.25/61.95/75.19 亿元，同比增长 69.2%/46.7%/21.4%；归母净利润分别为 6.27/9.90/11.99 亿元，同比增速 78.55%/57.86%/21.14%。

表2：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1760**	**2497**	**4224**	**6194**	**7518**
营业成本	1242	1756	2972	4280	5206
营业税金及附加	9	11	20	29	34
销售费用	102	133	220	316	384
管理费用	76	85	142	207	251
研发费用	86	106	174	250	303
财务费用	(2)	(1)	(8)	(13)	(21)
投资收益	6	21	11	11	11
资产减值及公允价值变动	18	19	14	27	20
其他收入	(130)	(152)	(203)	(304)	(343)
营业利润	226	402	700	1109	1351
营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	**226**	**402**	**700**	**1109**	**1351**
所得税费用	23	55	80	130	166
少数股东损益	(2)	(4)	(7)	(12)	(14)
归属于母公司净利润	**205**	**351**	**627**	**990**	**1199**

资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

仅供内部参考，请勿外传！

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

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：通过 Wind 选取 2020-2025 年可比公司创世纪、津上机床的无杠杆 Beta 数据，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.1；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.70%；

股票风险溢价：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，给与一定溢价，得出股票风险溢价 7.50%；

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，考虑到公司是民企，融资成本较高，给予 2.0%左右的风险溢价，由此假设债务成本 4.50%；

永续增长率：公司的产品主要是中高档数控机床、自动化单元与柔性产线，假设公司永续增长率为 2.00%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 10.95%，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 157.50-191.38 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表3：绝对估值法资本成本假设（20260624）

	合理值
无杠杆 Beta	1.10
无风险利率	2.70%
股票风险溢价	7.50%
公司股价（元）	138
发行在外股数（百万股）	121
股票市值(百万元)	16665
债务总额(百万元)	87
Kd	4.50%
T	11.45%
Ka	10.95%
有杠杆 Beta	1.11
Ke	**10.99%**
E/(D+E)	99.48%
D/(D+E)	0.52%
WACC	**10.95%**

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

仅供内部参考，请勿外传！

表4：FCFF 估值表

单位：百万元		2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	TV
EBIT		695.6	1,112.1	1,339.8	1,618.2	1,866.1	2,147.5	2,454.4	2,801.5	3,193.4	3,635.6	
所得税税率		11.45%	11.74%	12.29%	11.83%	11.95%	12.02%	11.93%	11.97%	11.98%	11.96%	
EBIT*(1-所得税税率)		616.0	981.5	1,175.2	1,426.8	1,643.0	1,889.3	2,161.4	2,466.1	2,811.0	3,200.7	
折旧与摊销		67.2	69.4	71.2	72.9	74.6	76.2	77.8	79.4	80.9	82.5	
营运资金的净变动		(462.1)	(390.8)	(252.3)	(1,454.3)	1,016.4	(193.0)	(165.1)	(272.4)	(289.3)	(292.5)	
资本性投资		(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(26.0)	
FCFF		195.1	634.1	968.1	19.4	2,707.9	1,746.5	2,048.1	2,247.0	2,576.5	2,964.7	33,780.7
PV(FCFF)		175.8	515.1	708.8	12.8	1,610.5	936.2	989.5	978.4	1,011.2	1,048.7	11,948.9
核心企业价值	19,935.9											
减：净债务	(907.4)											
股票价值	20,843.2											
每股价值（元）	172.60											

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分别为 0.2%的变动幅度，对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 157.50-191.38 元。

表5：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

172.60	10.6%	10.8%	**10.95%**	11.2%	11.4%
2.6%	191.38	185.71	180.33	175.22	170.35
2.4%	188.31	182.84	177.63	172.68	167.97
2.2%	185.38	180.09	175.06	170.26	165.69
2.0%	182.60	177.48	**172.60**	167.95	163.51
1.8%	179.94	174.98	170.25	165.73	161.42
1.6%	177.40	172.59	168.00	163.61	159.42
1.4%	174.97	170.30	165.84	161.58	157.50

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

相对估值

公司主要从事数控机床的研发、生产及销售，同时正积极拓展人形机器人、液冷散热等新兴领域。结合公司的主营业务、产品布局及发展方向，我们选取创世纪、津上机床中国作为可比公司。其中创世纪主营立式加工中心、钻攻机等，与公司产品结构相似；津上机床中国为国内领先的精密数控机床制造商，两者均为金属切削机床行业的重要参与者，具有可比性。

综合考虑可比公司的估值水平以及公司在液冷散热、人形机器人等新兴领域的拓展潜力，同时参考行业平均水平（26 年 PE34 倍），我们预计 2026-2028 年归属母公司净利润分别为 6.27/9.90/11.99 亿元，对应 PE=27/17/14 倍，一年期合理估值为 155.70-181.65 元（对应 2026 年 PE30-35x）。

表6：可比公司估值表值（20260624）

证券代码	证券简称	投资评级	总市值（亿元）	收盘价	EPS				PE			
					2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E

仅供内部参考，请勿外传！

300083.SZ	创世纪	未评级	215.60	12.95	0.09	0.28	0.36	0.00	143.89	46.37	35.99-	
1651.HK	津上机床中国	未评级	216.75	58.80	2.08	2.81	3.28	3.87	28.27	20.93	17.91	15.20
							平均值		86.08	33.65	26.95-	
301603.SZ	乔锋智能	优于大市	166.65	138.00	2.91	5.19	8.20	9.93	47.42	26.57	16.83	13.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理注：无评级公司盈利预测系 wind 一致预期

投资建议

综合以上，我们主要参考相对估值的结果，我们预计 2026 年-2028 年归属母公司净利润分别为 6.27/9.90/11.99 亿元，对应 PE27/17/14 倍，一年期合理估值为 155.70-181.65 元（对应 2026 年 PE30-35x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

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155.70-181.65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2.70%、风险溢价7.50%，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；

公司费用率波动对业绩影响较大，我们预计公司费用率逐年下滑0.2%，主要考虑到机床行业的规模效应，可能仍然存在高估或低估费用率的情况，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2.0%，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2026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2026年30-35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

基于新能源汽车、3C电子、液冷散热、人形机器人等行业的发展趋势及公司自身产能扩张和产品升级情况，我们假设公司2026-2028年收入增长69.2%/46.7%/21.4%，可能存在对公司销量及价格预计偏乐观、进而高估未来业绩的风险。若下游制造业需求复苏不及预期，公司营收增速可能不达预期。

下游行业需求波动风险

公司数控机床产品广泛应用于通用设备、消费电子、新能源汽车、模具、航空航天等领域。若宏观经济增速放缓、制造业固定资产投资下滑，或相关行业景气度下行，可能导致下游客户设备采购需求减弱，对公司订单及收入产生不利影响。

液冷等新业务拓展不及预期风险

公司在人形机器人、液冷散热等新兴领域已推出五轴加工中心、卧式加工中心等专用机型，但目前相关领域收入较小。若人形机器人产业化进程延迟，或液冷散热市场需求释放不及预期，相关新业务可能无法快速贡献显著业绩增量，影响公司成长弹性。

机床行业竞争加剧风险

数控机床行业市场集中度较低，竞争激烈。若未来行业内出现更多具备技术和规模优势的竞争者，或国际品牌加大在华投入，可能导致公司在部分产品领域面临价格下行压力，压缩盈利空间。

仅供内部参考，请勿外传！

核心部件供应及原材料价格风险

公司产品所需数控系统、丝杆、线轨等核心部件主要采购自国际品牌，若国际贸易摩擦加剧或供应链出现中断，可能影响产品交付及成本。同时，若铸件等原材料价格大幅上涨，将增加生产成本，对公司毛利率产生不利影响。

仅供内部参考，请勿外传！

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	382	358	841	1248	2057
应收款项	480	602	1269	1681	2037
存货净额	848	1035	1738	2676	3146
其他流动资产	225	275	458	715	837
流动资产合计	**2475**	**2918**	**4606**	**6620**	**8377**
固定资产	557	588	603	589	567
无形资产及其他	86	87	85	82	80
投资性房地产	175	237	237	237	237
长期股权投资	29	50	53	63	75
资产总计	**3322**	**3880**	**5583**	**7591**	**9336**
短期借款及交易性金融负债	39	19	27	28	25
应付款项	823	891	1740	2529	2944
其他流动负债	358	541	822	1249	1530
流动负债合计	**1221**	**1450**	**2589**	**3806**	**4499**
长期借款及应付债券	0	0	60	110	160
其他长期负债	31	34	34	34	34
长期负债合计	**31**	**34**	**94**	**144**	**194**
负债合计	**1252**	**1484**	**2682**	**3950**	**4693**
少数股东权益	8	6	(2)	(13)	(26)
股东权益	2063	2391	2902	3654	4669
负债和股东权益总计	**3322**	**3880**	**5583**	**7591**	**9336**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.70	2.91	5.19	8.20	9.93
每股红利	0.86	0.10	0.96	1.98	1.52
每股净资产	17.08	19.80	24.03	30.25	38.66
ROIC	24%	27%	42%	55%	58%
ROE	10%	15%	22%	27%	26%
毛利率	29%	30%	30%	31%	31%
EBIT Margin	14%	16%	16%	18%	18%
EBITDA Margin	16%	18%	18%	19%	19%
收入增长	21%	42%	69%	47%	21%
净利润增长率	21%	71%	79%	58%	21%
资产负债率	38%	38%	48%	52%	50%
息率	0.6%	0.1%	0.7%	1.4%	1.1%
P/E	81.2	47.4	26.6	16.8	13.9
P/B	8.1	7.0	5.7	4.6	3.6
EV/EBITDA	63.6	40.1	25.4	17.4	15.1

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1760**	**2497**	**4224**	**6194**	**7518**
营业成本	1242	1756	2972	4280	5206
营业税金及附加	9	11	20	29	34
销售费用	102	133	220	316	384
管理费用	76	85	142	207	251
研发费用	86	106	174	250	303
财务费用	(2)	(1)	(8)	(13)	(21)
投资收益	6	21	11	11	11
资产减值及公允价值变动	18	19	14	27	20
其他收入	(130)	(152)	(203)	(304)	(343)
营业利润	226	402	700	1109	1351
营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	**226**	**402**	**700**	**1109**	**1351**
所得税费用	23	55	80	130	166
少数股东损益	(2)	(4)	(7)	(12)	(14)
归属于母公司净利润	**205**	**351**	**627**	**990**	**1199**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	205	351	627	990	1199
资产减值准备	38	7	(39)	(0)	(0)
折旧摊销	38	46	67	69	71
公允价值变动损失	(18)	(19)	(14)	(27)	(20)
财务费用	(2)	(1)	(8)	(13)	(21)
营运资本变动	(210)	(161)	(462)	(391)	(252)
其它	(40)	(11)	32	(11)	(13)
经营活动现金流	**14**	**213**	**211**	**630**	**984**
资本开支	0	(100)	(26)	(26)	(26)
其它投资现金流	(275)	(108)	348	0	0
投资活动现金流	**(281)**	**(229)**	**319**	**(36)**	**(37)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	60	50	50
支付股利、利息	(104)	(12)	(115)	(239)	(184)
其它融资现金流	693	17	8	1	(4)
融资活动现金流	**486**	**(8)**	**(47)**	**(187)**	**(137)**
现金净变动	**219**	**(24)**	**483**	**407**	**810**
货币资金的期初余额	164	382	358	841	1248
货币资金的期末余额	382	358	841	1248	2057
企业自由现金流	0	136	195	634	968
权益自由现金流	0	152	270	697	1033

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

仅供内部参考，请勿外传！

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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

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。

仅供内部参考，请勿外传！

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