

新锐股份（688257）深度研究报告

矿用工具隐形冠军，产业链协同布局

- ❖ **矿用工具隐形冠军，多维度产品布局。**公司产品主要有凿岩工具（牙轮钻头、顶锤式钻具、潜孔钻具等）、切削工具、配套产品、石油仪器仪表等；下游主要用于矿产开采、基础设施建设、机械制造等领域。2019-2023年公司收入从6.94亿元增长至15.49亿元，CAGR为22.23%，归母净利润由0.76亿元增至1.63亿元，CAGR为21.02%。公司2024上半年，凿岩工具+配套产品收入占比46.23%；硬质合金（含矿用工具合金）收入占比29.23%。
- ❖ **凿岩工具：矿山开采重要耗材，区域拓展&市场占有率提升双驱动。**1) **钢铁矿产量：**从全球铜矿、铁矿产量分布看，澳洲、南美地区铜矿及铁矿产量较大。2) **产品种类：**公司矿山开采耗材核心产品主要有牙轮钻头、钻具（顶锤式、潜孔式）及其他配套产品。2) **下游应用：**公司凿岩工具的下游主要面向澳洲及南美的铁矿、铜矿及其他金属矿等，逐步拓展非洲、中东、北美市场；3) **空间：**2022年全球凿岩工具市场规模约467亿元；经测算，2022年新锐股份凿岩工具全球市场占有率约1.48%，未来提升空间较大。4) **竞争：**凿岩工具行业集中度较高，竞争对手有山特维克、阿特拉斯、鸣利来、石化机械等。2023年公司矿用牙轮钻头国内市场占有率位居第一，澳洲等市场占有率位列前三。
- ❖ **数控刀具：国产替代需求依旧，出口是重要增长点。**机械加工中的耗材，被称为“工业牙齿”。2022年全球刀具市场规模超2000亿元，国内刀具市场规模近500亿元；全球刀具行业具有梯队竞争特点，形成“欧美、日韩、国产”三大梯队。1) **数控刀片：**经测算，2022年我国数控刀片市场空间近100亿元，国产化率（价值量）约35%，国产化率（数量）约70%；2022年公司收购株洲韦凯切入数控刀片，目前收入增长较快。2) **整体刀具：**经过测算，2022年我国硬质合金整体刀具市场空间约100亿元，竞争较为激烈；2024年公司收购梯玛工具，切入非标整刀领域，差异化布局。
- ❖ **并购整合：公司积极并购整资源，拓展产业链条。**1) **渠道：**拟收购Drillco，可借助其在智利、巴西、秘鲁等多国的销售网络，进一步拓展南美等国际市场及北美市场。2016年收购澳洲AMS，有助于拓展澳洲市场；助力实现生产端、渠道端一体化。2) **产品：**牙轮钻头作为公司拳头产品，是公司开拓海外市场的核心基石；收购惠洋众一拓展顶锤式钻具；拟收购南美智利Drillco，进一步拓展潜孔钻具；至此，新锐股份已集齐矿山凿岩工具三大核心产品，综合解决方案提供能力显著加强，**区域拓展及各产品市占率有望齐头并进。**
- ❖ **投资建议：**我们预计公司2024-2026年实现营收分别为18.62、22.51、27.27亿元，实现归母净利润分别为1.79、2.50、3.16亿元，对应EPS分别为0.99、1.38、1.75元。参考可比公司估值水平，基于公司为国内矿用凿岩工具领先企业，具有产业链协同优势，给予2025年22倍PE，目标价为30.36元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**制造业景气度不及预期、行业竞争加剧风险、出口不及预期风险、原材料波动风险、收购不及预期风险、汇率波动风险。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	1,549	1,862	2,251	2,727
同比增速(%)	30.9%	20.2%	20.9%	21.1%
归母净利润(百万)	163	179	250	316
同比增速(%)	10.9%	10.0%	39.7%	26.2%
每股盈利(元)	0.90	0.99	1.38	1.75
市盈率(倍)	23	21	15	12
市净率(倍)	1.8	2.2	2.0	1.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2025年2月27日收盘价

强推（首次）

目标价：30.36元

当前价：20.89元

华创证券研究所

证券分析师：范益民

电话：021-20572562

邮箱：fanyimin@hcyjs.com

执业编号：S0360523020001

证券分析师：胡明柱

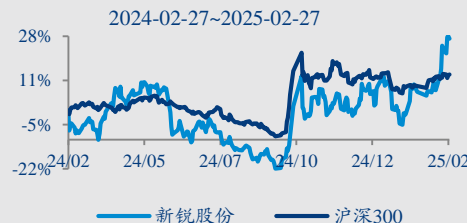
邮箱：humingzhu@hcyjs.com

执业编号：S0360523080009

公司基本数据

总股本(万股)	18,095.36
已上市流通股(万股)	13,272.38
总市值(亿元)	37.80
流通市值(亿元)	27.73
资产负债率(%)	38.85
每股净资产(元)	12.00
12个月内最高/最低价	25.91/12.89

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

报告的与众不同或创新之处：市场认为硬质合金行业竞争激烈、铜铁矿开采量增速不高，公司未来业绩弹性较小。我们认为公司在凿岩工具布局的细分品类逐步丰富，综合解决方案能力逐步提升，销售区域逐步拓展，市场占有率提升空间大；数控刀具方面，产品矩阵逐步呈现，竞争力较强，成长空间大。

投资逻辑

凿岩工具：区域拓展&市场占有率提升双驱动。新锐股份形成牙轮钻头、顶锤式钻具、潜孔钻具等三大矿用工具产品体系；形成澳洲、南美、中国等销售区域基本盘，逐步拓展北美、非洲、中东等区域，目前公司的全球市场占有率较低，提升空间较大。

数控刀具：国产替代&海外出口&整体解决方案。新锐股份收购株洲韦凯切入数控刀片，收购梯玛工具切入非标整刀。**从短期看**，制造业景气度回暖，是数控刀具“量价齐升”的关键。**从中期看**，海内外刀具价差及国产刀具产品水平的提升是扩大出口的能力保障，刀片出口将成为行业发展的趋势及公司重点发展方向。**从长期看**，以整体解决方案为代表的高端渗透及国产替代依旧是国产刀具成长的重要逻辑。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 18.62、22.51、27.27 亿元，实现归母净利润分别为 1.79、2.50、3.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.99、1.38、1.75 元。参考可比公司估值水平，基于公司为国内矿用凿岩工具领先企业，具有产业链协同优势，给予 2025 年 22 倍 PE，目标价为 30.36 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、矿用工具隐形冠军，“专精特新”小巨人.....	6
（一）矿用工具隐形冠军，产业链整合前景可期	6
（二）公司股权结构稳定，子公司实力强劲	7
（三）公司盈利能力较好，研发投入持续加大	10
二、凿岩工具：矿山开采耗材，关注区域拓展及市占率提升	12
（一）凿岩工具用于矿山开采，终端市场需求较好	12
（二）公司凿岩工具面向出口，海外收入持续提升	14
三、切削工具：工业制造耗材，关注国产替代&出口&整包	16
（一）刀具三驾马车：“量价、出口、整包”	16
（二）公司积极布局数控刀具，国产替代需求依旧	19
四、并购整合：产业链增长补短，种已播待花开	21
（一）以史为鉴，复盘山特维克收购之路	21
（二）以往鉴来，新锐股份增长补短收购之路	22
五、关键假设、估值与盈利预测	24
六、风险提示	26

图表目录

图表 1	公司历史沿革	6
图表 2	公司主要产品	6
图表 3	公司产业布局	7
图表 4	公司股权结构（20250209）	8
图表 5	公司董监高简介	8
图表 6	公司股权激励	9
图表 7	公司营业收入（亿元）	10
图表 8	公司归母净利润（亿元）	10
图表 9	公司毛利率和净利率	10
图表 10	公司经营性现金流净额及净利润（亿元）	10
图表 11	公司销售/管理/财务费率	11
图表 12	公司研发费用及费用率	11
图表 13	凿岩工具的主要类别	12
图表 14	凿岩工具应用领域	12
图表 15	2023 年凿岩工具下游应用结构	12
图表 16	全球铁矿产量	13
图表 17	2022 年全球铁矿石产量分布	13
图表 18	全球铜矿产量	13
图表 19	2023 年全球铜矿产量分布	13
图表 20	全球凿岩钻具市场规模	14
图表 21	全球顶锤式钻具市场规模	14
图表 22	公司牙轮钻头产销量	14
图表 23	矿用与基建领域牙轮钻头收入占比	14
图表 24	公司海外收入（亿元）	15
图表 25	公司海内外产品毛利率	15
图表 26	刀具产业链	16
图表 27	2021 年我国切削刀具下游应用分布	16
图表 28	全球切削刀具消费额	16
图表 29	我国切削刀具市场规模	16
图表 30	2022 年我国各类型刀具市场规模大致测算	17
图表 31	我国刀具进出口规模	17
图表 32	硬质合金刀片进出口总额	17
图表 33	涂层刀片进出口金额	18

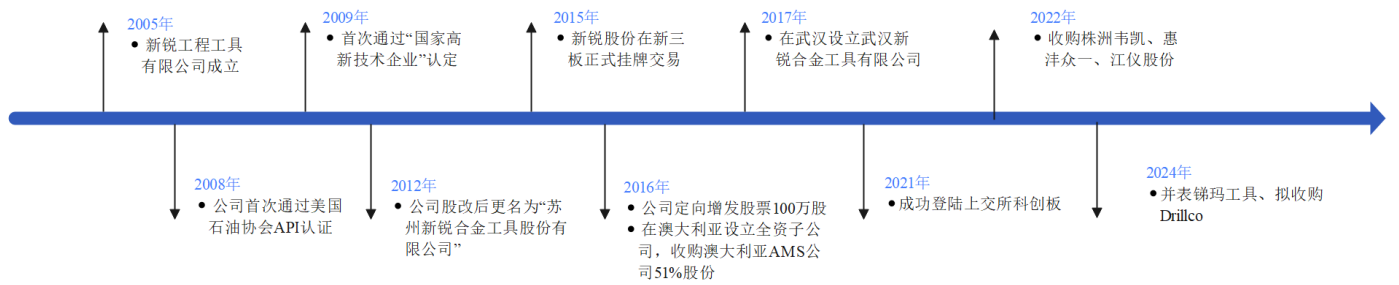
图表 34	涂层刀片进出口片数	18
图表 35	非涂层刀片进出口金额	18
图表 36	非涂层刀片进出口量	18
图表 37	涂层刀片进出口单价	19
图表 38	非涂层刀片进出口单价	19
图表 39	汽车差速器壳体整体解决方案	19
图表 40	航空发动机整体叶盘整体解决方案	19
图表 41	数控刀片企业产能预期	20
图表 42	株洲韦凯收入及净利润（万元）	20
图表 43	锦玛工具营业收入（亿元）	20
图表 44	锦玛工具毛利率及净利率	20
图表 45	近些年山特维克重要并购事件	21
图表 46	公司产品并购整合	22
图表 47	公司渠道商并购整合	23
图表 48	公司业务拆分与预测（亿元）	24
图表 49	可比公司估值对比	25

一、矿用工具隐形冠军，“专精特新”小巨人

（一）矿用工具隐形冠军，产业链整合前景可期

公司成立于2005年，于2021年在上交所科创板上市，是一家专注于硬质合金制品与矿用凿岩工具及矿山服务，集研发、制造、销售、服务为一体的国际化制造服务商、国家高新技术企业；形成了硬质合金生产及工具制造上下游产业一体化的运作模式。公司主要产品包括凿岩工具（矿用牙轮钻头、潜孔钻具、钉锤钻具等）、切削工具（数控刀片、非标整刀）、硬质合金（硬质合金齿、棒材等）、石油仪器仪表等，终端面向矿产开采、基础设施建设、机械制造等领域。

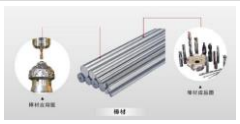
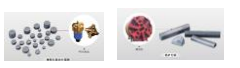
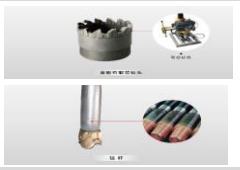
图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司官网，华创证券

图表 2 公司主要产品

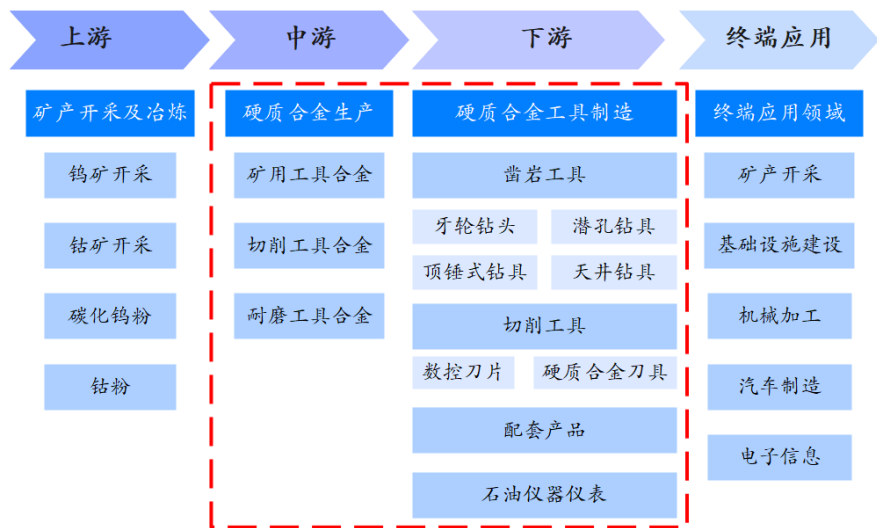
类别	产品名称	产品介绍和用途	图示
凿岩工具	牙轮钻头	一种加工有楔形齿或镶有硬质合金齿牙轮，以冲击、碾压和剪切方式破碎岩石的钻孔刀具，系与牙轮钻机配套使用的凿岩工具。产品包括：矿用三牙轮钻头、旋挖牙轮钻头、非开挖牙轮钻头、水井牙轮钻头。	
	顶锤式钻具	一种利用液压系统产生高压油液，通过顶锤装置驱动钻头进行钻孔的工具。组成部分包括钻杆、顶锤、钻头、液压系统和控制系统等。	
	潜孔钻具	一种以压缩空气为动力，装在潜孔钻机上潜入孔内，利用钻头冲击回转破碎矿岩的器具。主要应用于矿山爆破孔、油气田开采、地质勘探及市政工程。	
	其他	天井滚刀、非开挖牙轮钻头、水井牙轮钻头	
切削工具	数控刀片	数控刀片是现代金属切削应用领域的主流产品。主要应用在金属的车削、铣削、切断切槽、螺纹车削等领域。	
	整体刀具	整体刀具是指刀柄与刀片连接在一起,成为一个整体的刀具。	
硬质合金	硬质合金齿	旋转齿主要应用于牙轮钻头旋转类钻具，用于油田及矿产开采；冲击齿主要应用于潜孔钻具、顶锤等冲击类钻具。	

	棒材	作为刀具材料应用于铣刀、刨刀、PCB 微钻、铰刀，用于金属切削、PCB 板加工等。	
	其他	金刚石复合片基体、地矿刀块、截齿等	
配套产品	主要分为产品配套及需求配套两类，产品配套主要为与公司自产的牙轮钻头硬质合金工具配套使用的钻杆及其他钻探配件，应用于矿山开采；需求配套主要为满足矿山勘探需求，用户包括矿山企业和矿山勘探服务企业，勘探相关耗材主要包括金刚石取芯钻头及其连接杆、取芯筒配件等。		
石油仪器仪表	CEP 电子压力计、抽油井测试仪、抽油井测试仪		

资料来源：公司官网、公司公告、新锐惠洋官网、錾玛工具官网、苏州市切削工具业商会、华创证券整理

国内牙轮钻头生产领军企业，打造多方位产品布局。在硬质合金产业链中，自上而下分别为钨、钴等金属化合物和粉末的开采及冶炼，矿用、切削和耐磨等领域硬质合金生产，前述领域的硬质合金工具制造，以及硬质合金工具的应用场景。公司向上游供应商采购碳化钨粉、钴粉等原材料，生产加工为矿用、切削和耐磨等应用领域硬质合金后，除对外销售硬质合金外，公司进一步生产牙轮钻头、顶锤式钻具、潜孔钻具等硬质合金凿岩工具，并通过外购配套产品，向矿山企业提供开采、勘探耗材综合解决方案。公司以凿岩工具、切削工具为发展重心，与国内外知名厂商保持良好稳定的合作关系，稳居国内牙轮钻头生产领军企业地位。根据 2023 年公司公告，公司矿用牙轮钻头的国内市场占有率位列国内第一；在全球市场范围内，公司矿用牙轮钻头在澳洲等市场占有率位列前三。此外，公司积极布局数控刀具、配套产品、石油仪器仪表等产品，打造多方位产品布局。

图表 3 公司产业布局

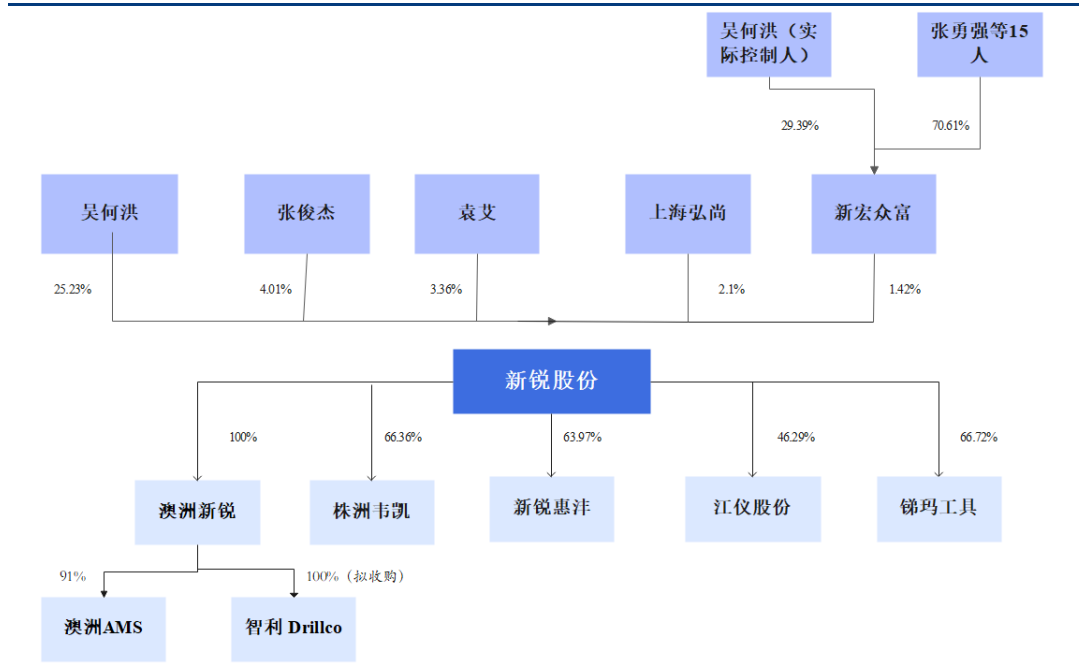


资料来源：公司公告，华创证券

（二） 公司股权结构稳定，子公司实力强劲

公司股权结构稳定，科技创新能力突出。公司实际控制人为吴何洪，直接和间接持有的股份合计占公司股本总额的 25.65%。公司核心技术团队在硬质合金及工具领域深耕多年，目前拥有多名资深研发工程师，不断在产品制备方面取得技术进步，保证公司竞争优势。新锐股份拥有众多实力雄厚的子公司，比如：新锐惠津布局顶锤式钻具；株洲韦凯布局数控刀片；錾玛工具布局整体刀具等。

图表 4 公司股权结构（20250209）



资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

图表 5 公司董监高简介

姓名	职务	学历	简介
吴何洪	董事长、总裁	硕士	高级工程师。曾任江汉石油钻头股份有限公司总装车间技术副主任、牙掌车间主任、销售服务部副经理、副总裁；2004年8月至2005年3月，任新锐硬质合金副董事长兼总经理；2005年3月至2015年5月，任新锐硬质合金董事长兼总经理；2015年5月至今，任新锐硬质合金董事长、执行董事；2005年8月至2006年8月，任新锐有限董事兼总经理；2006年8月至2010年12月，任新锐有限执行董事兼总经理；2010年12月至2012年5月，任新锐有限董事长；2012年5月至今，任新锐股份董事长兼总裁。现任新锐股份董事长兼总裁、虹锐投资董事长、新宏众富执行事务合伙人、苏州正君管理咨询有限公司执行董事、厦门汇桥新能源产业投资合伙企业（有限合伙）有限合伙人。
胡 铭	董事	本科	1954年10月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级工程师。曾任首钢贵阳特殊钢有限责任公司钎钢研究所技术员、技术情报室副主任、研究室主任、技术开发办主任、主任工程师、中国钢结构协会钎钢钎具分会副秘书长，2017年10月至2023年10月，任新锐股份独立董事。现任中国钢结构协会钎钢钎具分会秘书长，自2023年11月起任新锐股份董事。
袁 艾	董事、副总裁、董事会秘书	硕士	高级会计师。曾任江汉石油钻头股份有限公司牙掌车间副主任、子公司及新材料事业部财务经理，新锐硬质合金董事、副总经理、财务总监。2005年8月至2012年5月，任新锐有限财务总监；2012年5月至2017年1月，任新锐股份董事、副总裁、财务总监；2017年1月至今，任新锐股份董事、副总裁。2022年8月至今，任新锐股份董事会秘书。现任新锐股份董事、副总裁、董事会秘书，虹锐投资董事。
刘国柱	董事、副总裁、财务总监	本科	曾任江汉石油钻头股份有限公司职员，新锐硬质合金财务经理、财务部部长。2012年5月至2015年5月，任新锐股份财务部部长；2015年5月至2017年1月，任新锐股份董事会秘书、财务部部长；2017年1月至2022年8月，任新锐股份财务总监、董事会秘书；2022年4月至今任梯玛工具董事；2022年8月至今任新锐股份副总裁；2023年1月至今，任新锐股份董事。现任新锐股份董事、副总裁、财务总监，梯玛工具董事。

薛佑刚	监事会主席	硕士	曾任江汉石油钻头股份有限公司销售工程师、新锐硬质合金销售经理、粉末厂厂长、冲击器项目组组长。2013年9月至2019年12月，任新锐股份型材事业部副总经理；2020年1月至2023年9月，任新锐股份型材事业部总经理；2023年1月至今，任新锐股份监事；2023年9月至2024年1月，任新锐股份工程工具事业部常务副总经理；2024年2月至今，任新锐惠津董事、总经理。现任新锐股份监事，新锐惠津董事、总经理。
刘昌斌	副总裁	硕士	曾任株洲硬质合金厂钨钴分厂技术员、株洲钻石切削刀具股份有限公司项目负责人、厦门金鹭特种合金有限公司车间主任，2009年9月至2017年9月先后任江西江钨硬质合金有限公司数控项目部部长、总经理助理、副总经理、总经理，2018年1月任株洲韦凯切削工具有限公司总经理。2024年5月任新锐股份副总裁。
饶翔	副总裁	本科	曾任江汉石油钻头股份有限公司市场部销售员、新材料事业部营销管理，上海鸿通金融策划公司市场策划师，新锐有限营销部营销管理、总裁办公室主任。2012年5月至2015年12月，任新锐股份总裁办公室主任；2016年1月至2019年12月，任新锐股份硬质合金事业部销售副总经理；2020年1月2023年1月，任新锐股份总裁助理、棒材事业部总经理；2023年1月至今，任新锐股份副总裁、诺而为董事。现任新锐股份副总裁、诺而为董事。

资料来源：公司公告，华创证券

完善股权激励机制，激发核心人才创新活力。2024年6月公司公布《关于向2024年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告》，向12名激励对象授予190.00万股限制性股票；10月9日公布限制性股票授予价格为11.20元/股。根据2024年5月7日发布的《2024年限制性股票激励计划（草案）》，在业绩考核目标方面，以**2023年扣非归母净利润为基准，第一个归属期触发值为2024年净利润增长率不低于15%，第二个归属期触发值为2025年净利润增长率不低于30%。**

图表 6 公司股权激励

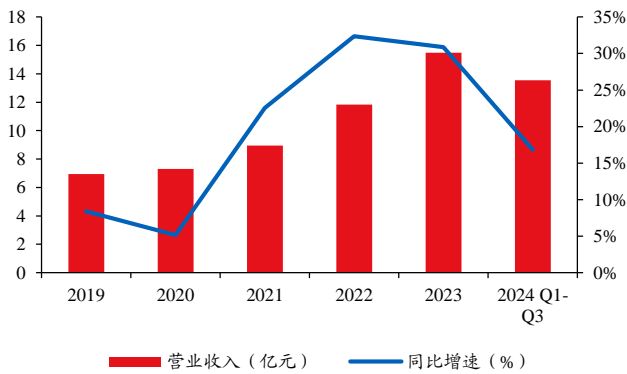
姓名	国籍	职务	获授限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日股本总额比例
一、董事、高级管理人员					
吴何洪	中国	董事长、总裁	50.00	21.74%	0.38%
刘国柱	中国	董事、副总裁、财务总监	25.00	10.87%	0.19%
饶翔	中国	副总裁	25.00	10.87%	0.19%
刘昌斌	中国	副总裁	15.00	6.52%	0.12%
XINER WU	澳大利亚	副总裁	15.00	6.52%	0.12%
小计			130.00	56.52%	1.00%
二、核心技术人员董事会认为应当奖励的其他核心人员					
杨汉民	中国	核心技术人员	10.00	4.35%	0.08%
小计			10.00	4.35%	0.08%
董事会认为应当激励的其他核心人员（共6人）			50.00	21.74%	0.38%
首次授予部分合计			190.00	82.61%	1.46%
三、预留部分					
合计			230.00	100.00%	1.77%

资料来源：公司公告，华创证券；注释：2024年6月4日公司公告

(三) 公司盈利能力较好, 研发投入持续加大

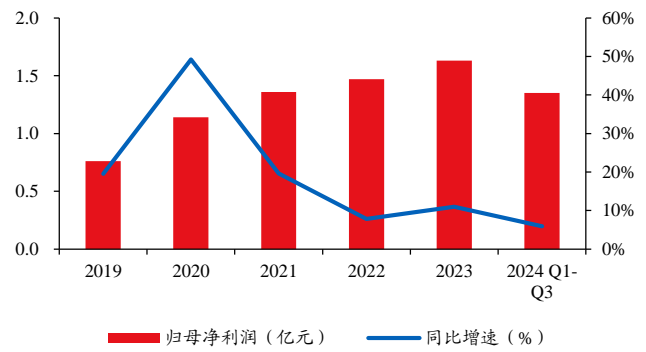
公司收入及归母净利润增长较稳健。公司营业收入由 2019 年的 6.94 亿元增长至 2023 年 15.49 亿元, CAGR 为 22.23%。公司归母净利润由 2019 年 0.76 亿元增至 2023 年 1.63 亿元, CAGR 为 21.02%。2024 年前三季度公司营收 13.54 亿元, 同比增长 16.84%; 归母净利润 1.35 亿元, 同比增长 5.89%。

图表 7 公司营业收入 (亿元)



资料来源: Wind、华创证券

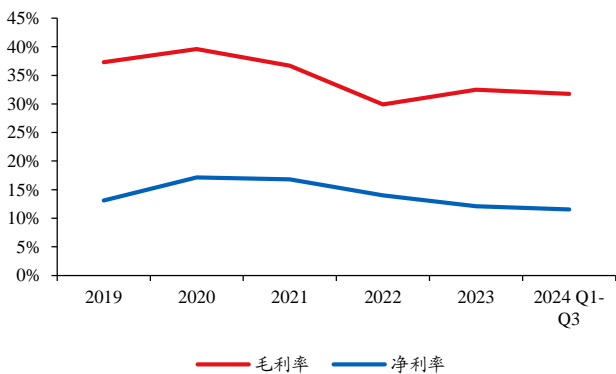
图表 8 公司归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind、华创证券

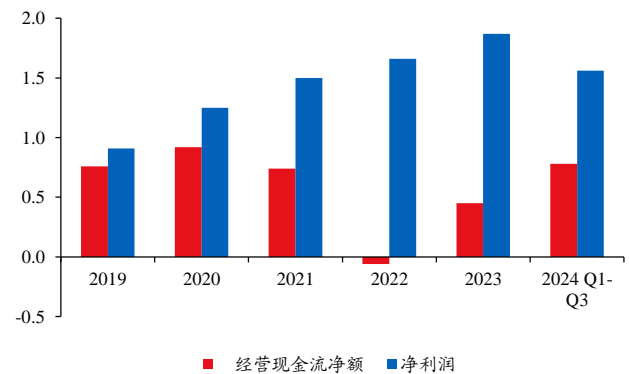
受公司产品布局调整、原材料涨价等因素影响, 净利率有所下降。2020-2022 年, 受产品研发建设、上游原材料价格上涨等因素影响, 公司毛利率与净利率出现下滑。公司经营现金流净额在 2022 年出现下滑, 主要系随着公司经营规模的扩大, 应收账款及存货增长、应收票据背书用于支付固定资产购置款项所致。2023 年公司经营现金流净额回升。

图表 9 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind、华创证券

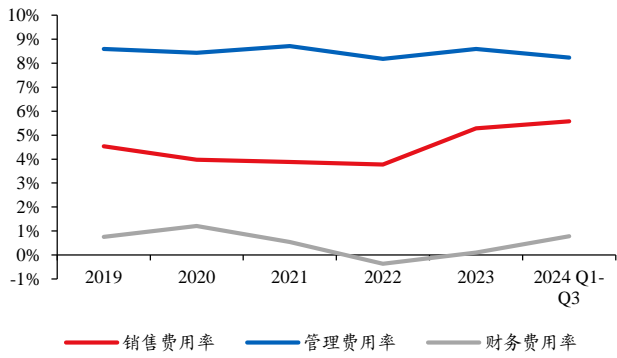
图表 10 公司经营性现金流净额及净利润 (亿元)



资料来源: Wind、华创证券

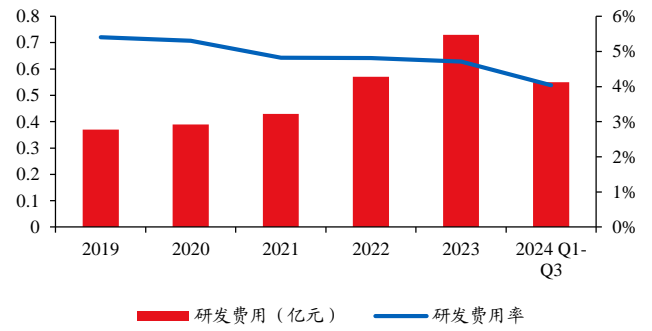
公司费用率控制较好, 研发投入持续增加。2019-2023 年, 公司销售费用率有所波动, 均值约 4.30%; 管理费用率由 2019 年 8.60% 降至 2023 年的 8.59%, 2024 年前三季度为 8.23%; 财务费用率由 2019 年 0.75% 降至 2023 年的 0.10%; 2019-2023 年, 公司研发费用保持增长态势, 保障公司科技创新能力与产品竞争力。

图表 11 公司销售/管理/财务费率



资料来源: Wind、华创证券

图表 12 公司研发费用及费用率



资料来源: Wind、华创证券

二、凿岩工具：矿山开采耗材，关注区域拓展及市占率提升

（一）凿岩工具用于矿山开采，终端市场需求较好

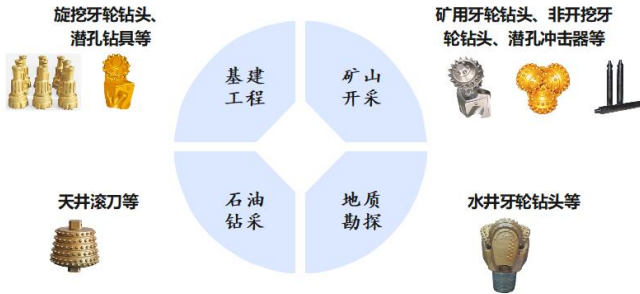
凿岩工具作为一种矿山地质工具，主要是指与矿山机械配套，可用于在岩石（或矿石）上进行钻凿炮的工具，主要包括牙轮钻头、顶锤式钻具、潜孔钻具、反向天井钻具及截煤机截齿等，下游主要应用于矿山开采（公司产品主要面向铜矿、铁矿等）、基础设施建设、石油钻采等领域。

图表 13 凿岩工具的主要类别

类别	简介
牙轮钻头	一种加工有楔形齿或镶有硬质合金齿牙轮，以冲击、碾压和剪切方式破碎岩石的钻孔刀具，系与牙轮钻机配套使用的凿岩工具。产品包括：矿用三牙轮钻头、旋挖牙轮钻头、非开挖牙轮钻头、水井牙轮钻头。
顶锤钻具	一种利用液压系统产生高压油液，通过顶锤装置驱动钻头进行钻孔的工具。组成部分包括钻杆、顶锤、钻头、液压系统和控制系统等。
潜孔钻具	一种以压缩空气为动力，装在潜孔钻机上潜入孔内，利用钻头冲击回转破碎矿岩的器具。主要应用于矿山爆破孔、油气田开采、地质勘探及市政工程。

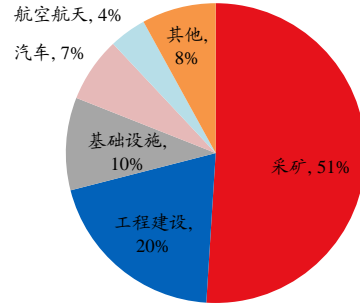
资料来源：智研咨询，华创证券

图表 14 凿岩工具应用领域



资料来源：智研咨询、公司招股说明书、华创证券整理

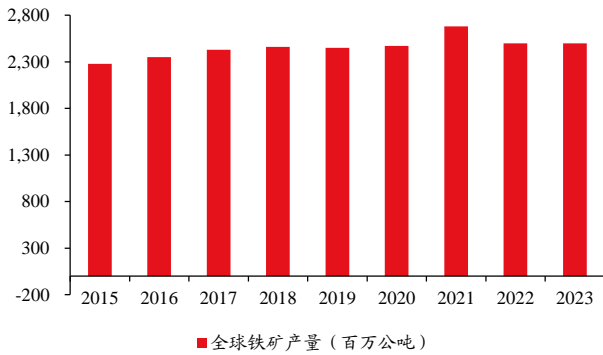
图表 15 2023 年凿岩工具下游应用结构



资料来源：山特维克官网、华创证券整理

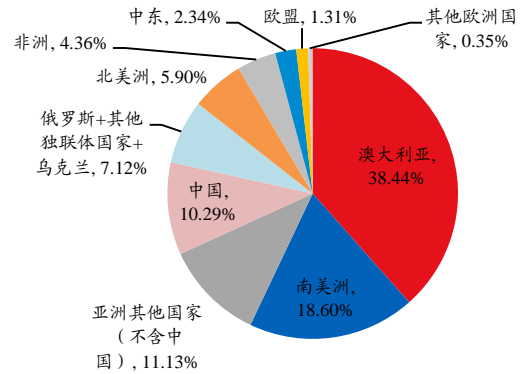
全球铁矿产量分布集中，主要集中澳大利亚、巴西、俄罗斯和中国等地区。由美国地质调查局披露的数据中可知，2023 年全球铁矿石产量为 25 亿吨。从地区分布来看，根据世界钢铁协会数据，澳大利亚是全球最大的铁矿石生产国，其次是南美洲地区与亚洲地区产量也相对较大。

图表 16 全球铁矿产量



资料来源: Wind, 美国地质调查局, 华创证券

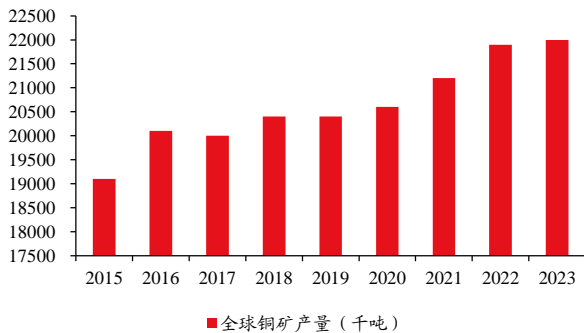
图表 17 2022 年全球铁矿石产量分布



资料来源: 世界钢铁协会, 华创证券

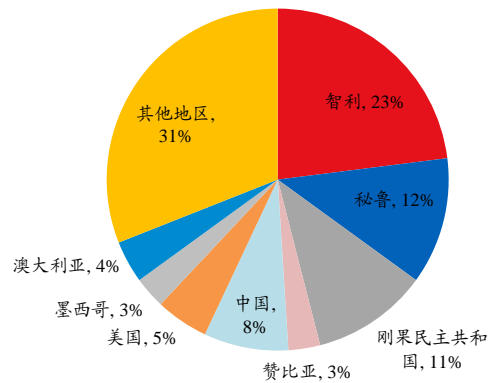
全球铜矿石产量分布集中, 主要分布在南美、澳洲、非洲、中国等地区。根据美国地质调查局公布的数据, 2023 年全球铜矿石产量为 2200 万吨, 2015-2023 年产量整体呈现上升趋势。从地区分布来看, 南美洲智利是全球最大的铜矿石生产国, 其次是秘鲁、刚果民主共和国以及中国, 产量也相对较大。

图表 18 全球铜矿产量



资料来源: Wind, 美国地质调查局, 华创证券

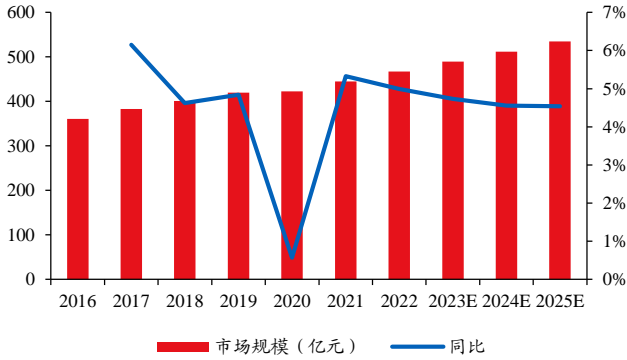
图表 19 2023 年全球铜矿产量分布



资料来源: 美国地质勘探局, 转引自上海有色网, 华创证券

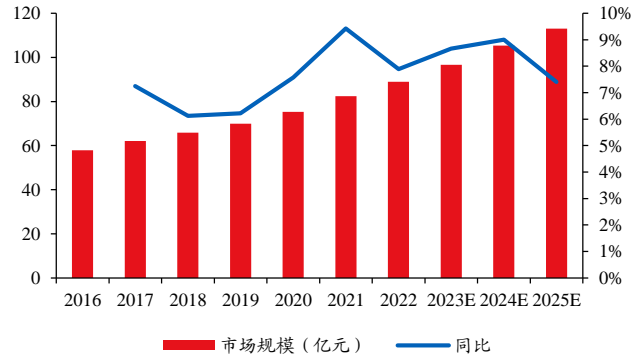
2022 年全球凿岩钻具市场规模约 467 亿元, 海外企业领先优势较大。1) 市场规模: 根据智研咨询数据, 2022 年全球凿岩钻具行业市场规模为 467.1 亿元; 依据新锐股份凿岩工具 (硬质合金工具收入-株洲韦凯收入)+配套产品的收入, 经测算, 2022 年新锐股份凿岩工具全球市场占有率约 1.48%, 未来提升空间较大。2) 竞争格局: 全球凿岩钻具领先企业为山特维克、阿特拉斯 (安百拓 (Epiroc))、宝长年等; 国内有新锐股份、石化机械、鸣利来、南昌鑫泉、思丹孚等企业。

图表 20 全球凿岩钻具市场规模



资料来源：智研咨询、华创证券整理

图表 21 全球顶锤式钻具市场规模

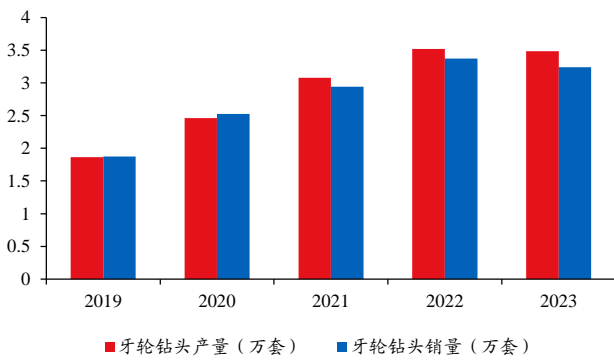


资料来源：智研咨询、华创证券整理

(二) 公司凿岩工具面向出口，海外收入持续提升

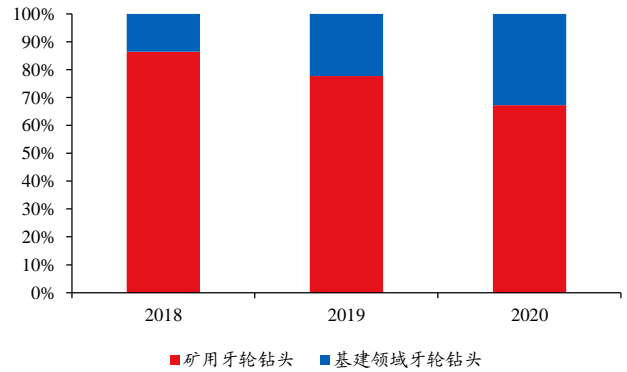
公司凿岩工具产销同步增长，牙轮钻头贡献重要力量。公司的牙轮钻头产品主要包括矿用牙轮钻头和基建领域牙轮钻头（旋挖、非开挖和水井牙轮钻头）。矿用牙轮钻头的客户以海外矿山企业为主；基建领域牙轮钻头主要用于国内基础设施建设领域。2022年8月，公司成功收购惠洋众一，完善公司在顶锤式钻具业务的布局，2024年12月，拟收购南美智利 Drillco，进一步拓展潜孔钻具，收购完成后，将背靠公司原有海外渠道优势，预计将迎来较快速度增长。

图表 22 公司牙轮钻头产销量



资料来源：公司公告，华创证券

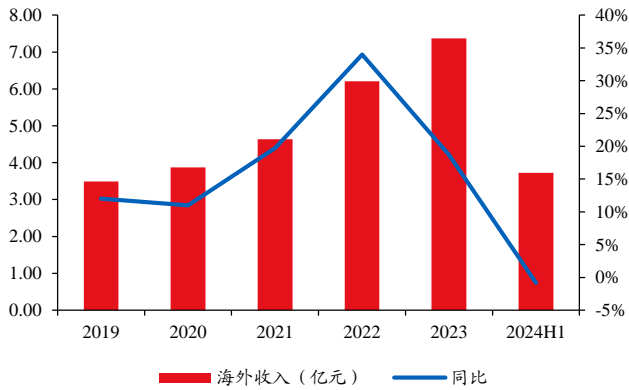
图表 23 矿用与基建领域牙轮钻头收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

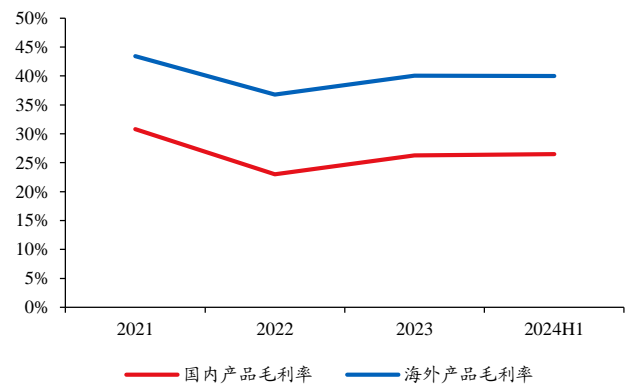
公司海外收入持续提升，销售区域将逐步拓展。2019-2023年，公司海外收入由3.49亿元增长至7.37亿元，CAGR为20.57%，海外收入主要来源于澳洲和南美洲，将逐步拓展非洲、北美等市场。公司海内外产品的毛利率水平主要分别取决于矿用牙轮钻头和基建领域牙轮钻头的毛利率，由于海外矿山企业对产品性能和稳定性要求较高，产品多为矿用牙轮钻头，毛利率较高。

图表 24 公司海外收入（亿元）



资料来源: Wind、华创证券

图表 25 公司海内外产品毛利率



资料来源: Wind、华创证券

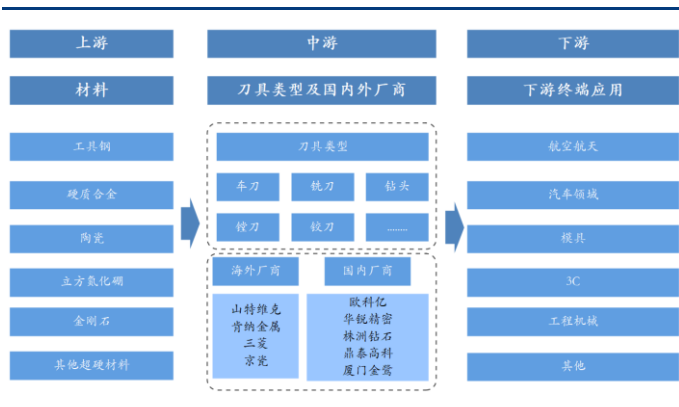
根据中国钢结构协会钎钢钎具分会统计信息，公司矿用牙轮钻头的国内市场占有率位列国内第一；在全球市场范围内，公司矿用牙轮钻头在澳洲等市场占有率位列前三，具备与山特维克、阿特拉斯等跨国公司在该细分市场竞争的實力。经过多年发展，公司实现了硬质合金生产、工具制造以及矿山耗材综合服务的产业链贯通，成为必和必拓(BHP)、力拓集团(RioTinto)和 FMG 等全球铁矿石巨头的直接供应商，并通过经销商渠道进入巴西淡水河谷(VALE)、智利国家铜业公司(CODELCO)的供应链体系。

三、切削工具：工业制造耗材，关注国产替代&出口&整包

(一) 刀具三驾马车：“量价、出口、整包”

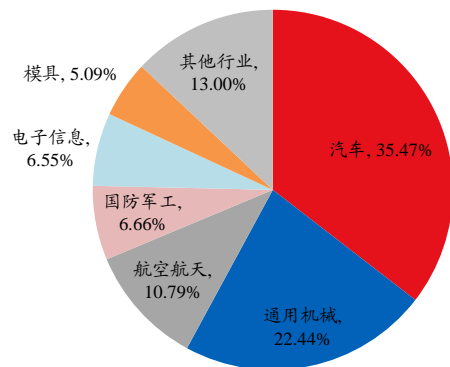
切削工具是机床的核心零部件，作为周期性工业消耗品具有较为清晰的上下游产业链。数控刀具是数控加工过程中与数控机床相配套用于切削加工的工具，广泛应用于各种类型、材质、大小和精度的工件的外型加工，是实现高端制造和智能制造的关键耗材，也被誉为“工业的牙齿”。数控刀具制造工序较长且工艺复杂，生产过程中关键质量控制点多且难度大，装备要求水平高，因此具有较高的技术和资金壁垒。从刀具产业链角度看，上游主要为基础材料；中游主要为各刀具制造商；下游应用场景主要包括航空航天、机械、汽车、消费电子、模具等领域。

图表 26 刀具产业链



资料来源：华创证券整理

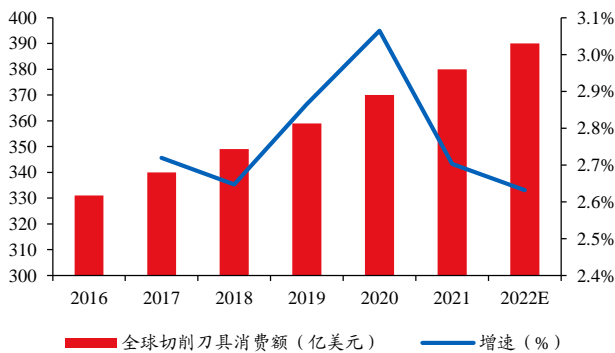
图表 27 2021 年我国切削刀具下游应用分布



资料来源：智研咨询，转引自国宏工具招股说明书，华创证券

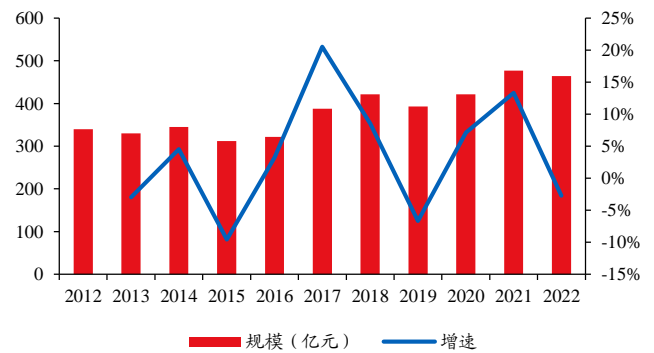
2022 年全球刀具市场规模超 2000 亿元，我国刀具市场规模近 500 亿元。据 QY Research，全球刀具市场规模从 2016 年的 331 亿美元增长至 2021 年 380 亿美元，复合增长率约 2.80%。2012-2016 年我国刀具市场规模在 320 亿元左右；2016 年以来，制造业转型升级推动刀具行业快速发展，2022 年刀具市场规模约 464 亿元。按照发展阶段、技术水平、市场策略等差异，我们认为可以将国内刀具市场参与品牌分为三类：欧美企业、日韩企业和中国本土企业。

图表 28 全球切削刀具消费额



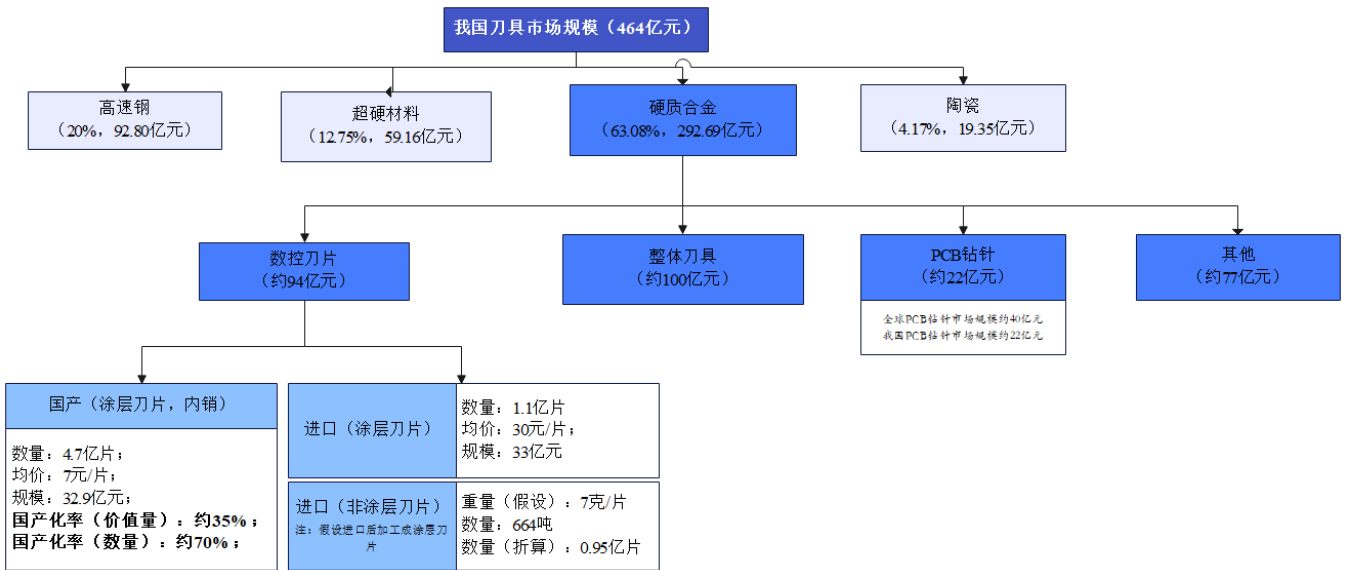
资料来源：QY Research，转引自华锐精密公告，华创证券

图表 29 我国切削刀具市场规模



资料来源：中国机床工具工业协会，转引自华锐精密公告，华创证券

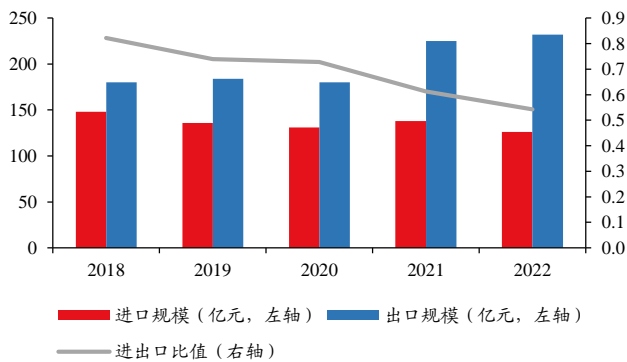
图表 30 2022 年我国各类型刀具市场规模大致测算



资料来源：中国机床工具工业协会工具分会，《2022 年全国刀具市场产销及进出口测算》、新锐股份公告、鹏鼎控股公告、鼎泰高科公告，华创证券测算

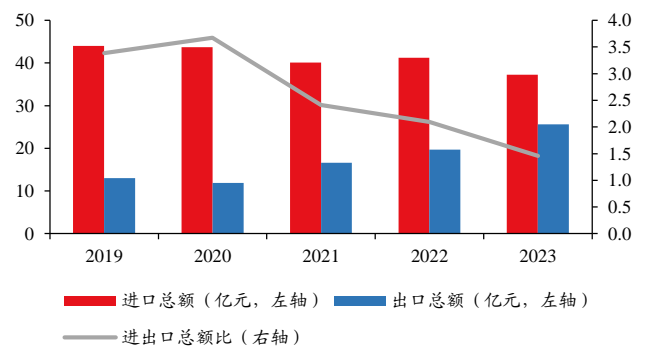
切削刀具：国产刀具在质量、品牌等方面在全球市场越来越具竞争力。根据中国机床工具工业协会的数据，我国刀具出口呈现增长趋势，而进口呈现下降趋势，导致整体呈现显著的顺差，进出口比值逐年降低。

图表 31 我国刀具进出口规模



资料来源：中国机床工具工业协会，华创证券整理

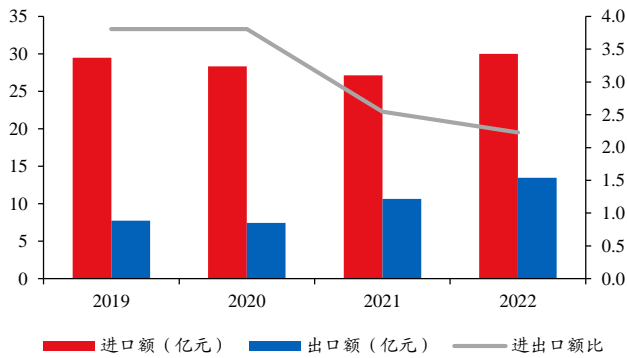
图表 32 硬质合金刀片进出口总额



资料来源：机床协会工具分会《从进出口数据看硬质合金刀片发展趋势》、中国机床工具工业协会，华创证券整理

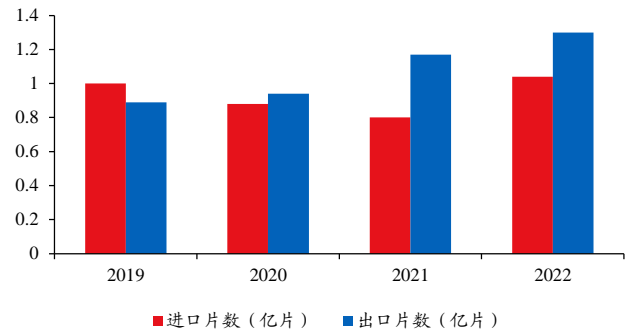
数控刀片：刀片进口总额远大于出口，但进出口金额比值在逐步缩小。近年，随着我国制造业升级，硬质合金可转位刀具应用越来越广，对数控刀片的需求迅速增长。2019~2022 年，我国涂层刀片的产销量从 2019 年的 2.5 亿片增长到 2022 年的近 6 亿片，2022 年进口量在 1 亿片左右，出口量从 2019 年的 0.89 亿片增长到 1.3 亿片，出口额从 2019 年 7.74 亿元增长到 2022 年 13.46 亿元，国产刀片海外出口增长较快；非涂层刀片的进口量呈逐渐减少，出口量略有波动。

图表 33 涂层刀片进出口金额



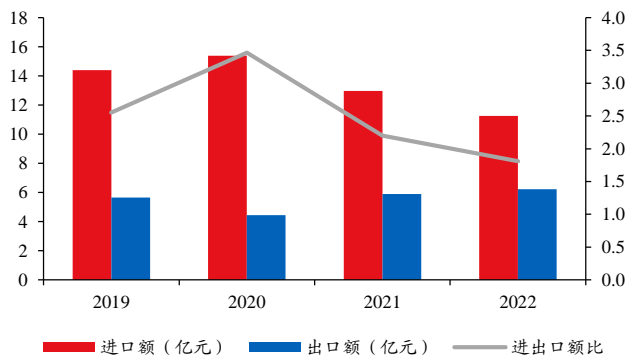
资料来源：机床协会工具分会《从进出口数据看硬质合金刀片发展趋势》，华创证券

图表 34 涂层刀片进出口片数



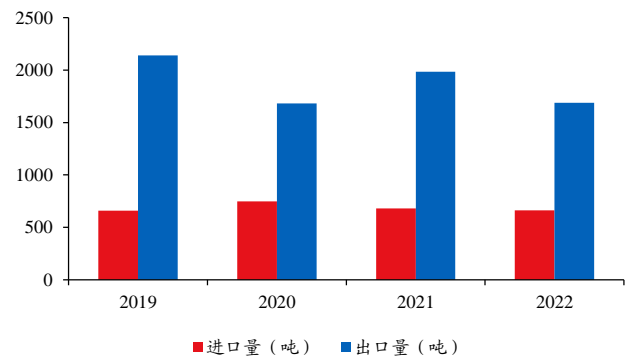
资料来源：机床协会工具分会《从进出口数据看硬质合金刀片发展趋势》，华创证券

图表 35 非涂层刀片进出口金额



资料来源：机床协会工具分会《从进出口数据看硬质合金刀片发展趋势》，华创证券

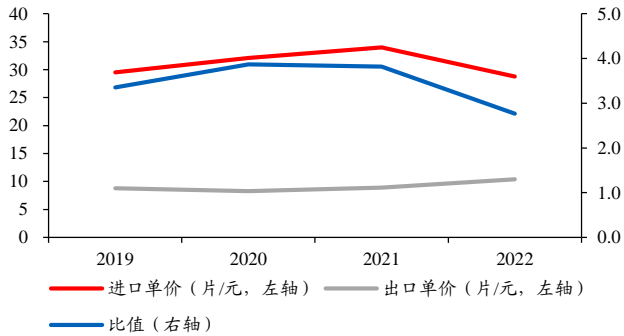
图表 36 非涂层刀片进出口量



资料来源：机床协会工具分会《从进出口数据看硬质合金刀片发展趋势》，华创证券

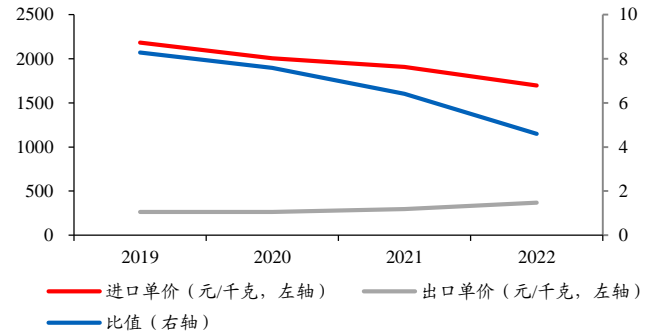
刀片进出口价差较大，高端制品依然依赖进口。根据机床协会工具分会发布的《从进出口数据看硬质合金刀片发展趋势》数据，进口与国产刀片单价价差依然较大，进口涂层刀片（数控刀片）均价为 30 元/片，国产内销均价为 7 元/片左右，国产出口均价为 9-10 元/片。随着国产刀具技术不断提升，凭借性价比和本土服务优势，正在逐步取代高端进口刀具，加速数控刀具的国产化进程。

图表 37 涂层刀片进出口单价



资料来源：机床协会工具分会《从进出口数据看硬质合金刀片发展趋势》，华创证券测算

图表 38 非涂层刀片进出口单价



资料来源：机床协会工具分会《从进出口数据看硬质合金刀片发展趋势》，华创证券测算

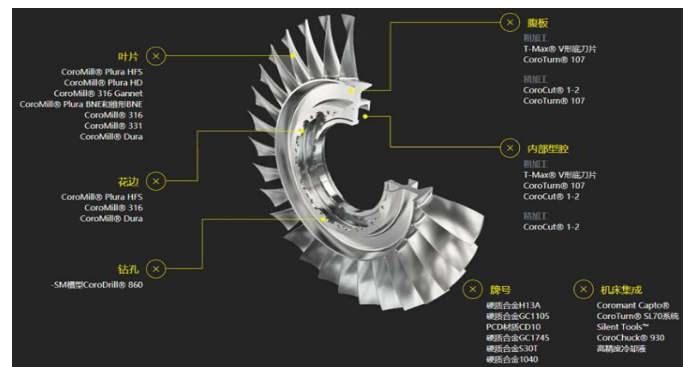
整体解决方案模式是国产刀具迈入高端的重要途径。传统销售模式具有产品结构单一、同质化较严重、价格竞争较激烈、客户粘性较低、航空航天等高端应用场景难以切入等特点。我们认为该销售模式在行业发展初期阶段有利于快速抢占中低端市场，但是随着竞争者越来越多，产品越来越同质化，刀具企业将面临较大的竞争压力。整体解决方案指将数控刀具与配套设备、软件系统以及技术支持综合应用的一种集成方案，因其具有个性化、毛利率高、客户粘性强等特点，是刀具制造企业发展的战略方向。

图表 39 汽车差速器壳体整体解决方案



资料来源：厦门金鹭官网

图表 40 航空发动机整体叶盘整体解决方案

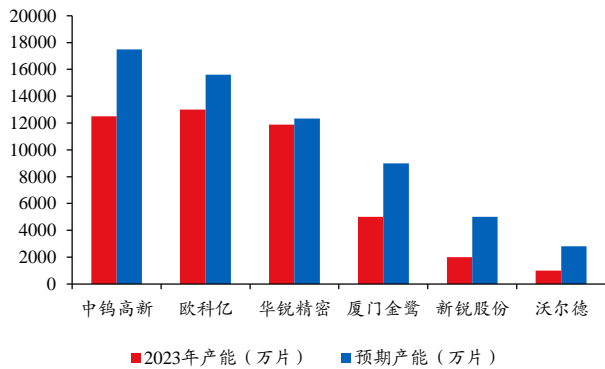


资料来源：山特维克官网

(二) 公司积极布局数控刀具，国产替代需求依旧

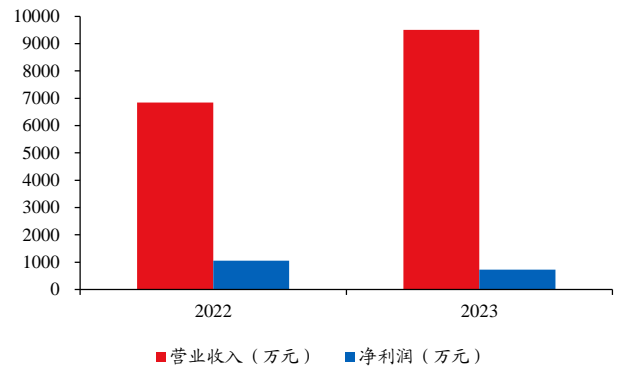
数控刀片：收购株洲韦凯切入数控刀片。并购株洲韦凯后，增强了公司在硬质合金切削刀具领域技术积累和实力，完善硬质合金产业布局，提升公司的经营效益与持续发力。

图表 41 数控刀片企业产能预期



资料来源: 各公司公告, 华创证券整理; 注: 华锐精密 2023 年数控刀片产能为 23 年产量, 预期产能为 22 年产量+IPO 产能。

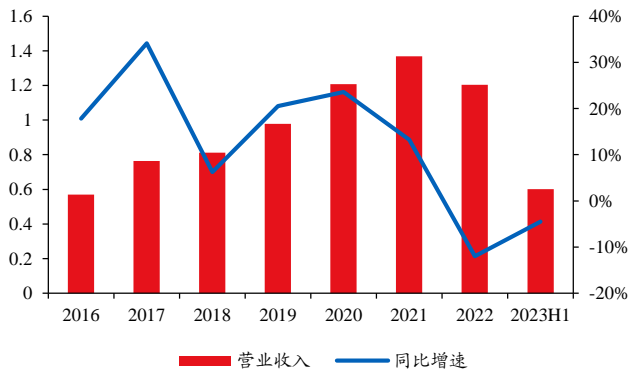
图表 42 株洲韦凯收入及净利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

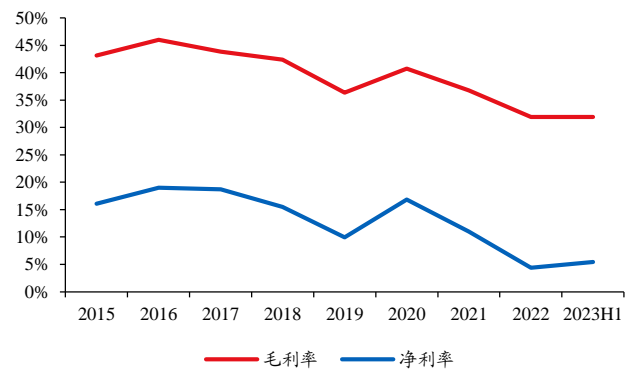
整体刀具: 收购錡玛工具切入整刀。 錡玛工具致力于高端非标硬质合金刀具的研发、生产和销售, 拥有国内领先的硬质合金刀具生产线, 为汽车零部件、航空航天、能源、军工、医疗、石油开采、矿山机械等高端制造业提供精密硬质合金刀具、修磨及技术服务, 随着錡玛工具并表, 公司在数控刀具领域布局基本完成。

图表 43 錡玛工具营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 錡玛工具毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华创证券

四、并购整合：产业链增长补短，种已播待花开

（一）以史为鉴，复盘山特维克收购之路

山特维克并购之路有助于自身保持市场领先地位。通过一系列战略性收购，不断整合行业内优质资源，强化自身在工具制造、矿山设备、材料加工等关键领域的优势，并购不仅有助于山特维克优化业务布局，提升运营效率，还为其在全球市场的拓展提供了有力支撑，进一步巩固了其在全球工业制造领域的领先地位，推动企业实现长期可持续发展。

图表 45 近些年山特维克重要并购事件

被收购公司	年份	事项
Svedala（芬兰）	2001	收购芬兰的 Svedala 公司，山特维克通过其采矿和建筑业务领域与芬兰美卓公司达成协议，收购 Svedala Industri AB 的各个部门。此次收购提高了岩石和矿物的钻孔、装载和输送，以及破碎、筛分和破碎的能力。
Valenite（美国）	2002	Valenite 是北美市场高度工程化金属切削工具解决方案的领先供应商。此次收购助于巩固山特维克在北美市场金属切削行业的地位。
SDS Corporation（澳大利亚）	2006	收购澳大利亚公司 SDS Corporation Ltd，该公司在矿产勘探钻探设备的设计和制造方面处于世界领先地位。通过此次收购，扩展了在澳大利亚的矿山服务市场。
Diamond Innovations Inc（美国）	2007	收购美国 Diamond Innovations Inc，该公司致力于开发和生产人造金刚石和立方氮化硼产品，为改善山特维克的金刚石和用于金属加工的立方氮化硼切削工具的市场产品奠定基础。
WBH（奥地利）	2009	WBH 提供碳化钨和钨金属粉末，具有世界一流的碳化钨生产、回收等专业技术和能力。此次收购有助于加强原材料供应能力。
Precorp Inc（美国）	2013	收购美国的 Precorp Inc，该公司提供全系列的聚晶金刚石（PCD）和硬质合金工具，通过此次收购，进一步拓展基于特种金刚石和硬质合金的特种切削刀具的全球业务。
Inrock（美国）	2018	收购美国的 Inrock 公司，这是一家北美水平定向钻进（HDD）凿岩工具和服务的领先供应商。这将使业务扩展到中型钻机系统领域，同时在生产中实现协同效应。
Wetmore Tool & Engineering（美国） Melin Tool Company（美国）	2019	（1）收购美国的 Wetmore Tool & Engineering 企业。此次收购不仅扩大了山特维克的圆刀范围，还有助于提高在美国、英国等主要航空航天市场的地位。 （2）收购美国 Melin Tool Company。该公司是一家整体硬质合金刀具制造商。此次收购进一步加强了山特维克的圆刀产品，特别是针对航空航天业和美国渠道合作伙伴市场。
DSI Underground	2021	收购 DSI Underground，该公司是地下采矿和隧道行业地基支护和加固产品、系统和解决方案的全球领导者。推动山特维克成为地下硬岩采矿领域的全方位服务供应商
Frezite（葡萄牙）	2022	收购葡萄牙 Frezite，公司产品主要包括用于金属和木材应用的定制聚晶金刚石（PCD）工具，涉及汽车、通用工程和航空航天领域。
ESCO（德国） Sphinx Tools（瑞典） Buffalo Tungsten（美国）	2023	（1）收购 ESCO，ESCO 成立于 1993 年，总部位于德国亚琛，其软件解决方案主要用于支持齿轮制造领域的设计、生产和质量检查等，此次收购让山特维克在齿轮制造软件领域有了新的发展。 （2）收购 Sphinx Tools 及其子公司 P.Rieger Werkzeugfabrik AG，让山特维克在汽车、航空航天和医疗市场站稳了脚跟，还获得了微型工具和外科切割工具的专业技能。 （3）2023 年 10 月 26 日，山特维克签署协议收购美国领先的粉末冶金金属和钨碳化物粉末制造商 Buffalo Tungsten，其主要业务在北美运营。通过此次收购，山特维克进一步扩大了在北美市场的业务网络，提升了集团的影响力。
苏州阿诺（中国） Alm üPr äzisions-Werkzeug（德国） Cimquest（美国）	2024	（1）收购苏州阿诺精密切削技术有限公司：山特维克从宁波鲍斯能源装备股份有限公司及相关方手中收购苏州阿诺精密切削技术有限公司的多数股权，交易完成后持股比例从 12.4% 升至 72.4%，进一步巩固了在圆柄刀具领域的领先地位。 （2）收购 Alm üPr äzisions-Werkzeug 公司：山特维克签署协议收购高精度钻孔、铰孔、铣削和刀具

		系统的切削工具和解决方案提供商 AlmuPr äzisions-Werkzeug 公司，加强了在汽车轻量化零部件领域的市场地位。 （3）收购 Cimquest: 山特维克收购了总部位于美国的计算机辅助制造（CAM）解决方案经销商 Cimquest，有助于提升在 CAM 市场的影响力。 （4）收购 Universal Field Robots (UFR): 山特维克正式签署协议，收购澳大利亚的 UFR，有助于加速开发潜力市场，进一步加强采矿自动化平台 Sandvik AutoMine®的市场地位。 （5）山特维克通过并购 3dcs，将公差分析技术整合到其工业精密制造解决方案中，提升了在多行业场景中的仿真能力。
FASTech（美国）	2025	收购 FASTech: 2025 年 1 月 2 日，山特维克宣布完成对 FASTech 公司的收购，进一步提升了 Mastercam 在美国市场的竞争力。

资料来源：山特维克官网、山特维克中国公众号、华创证券整理

（二）以往鉴来，新锐股份增长补短收购之路

产品整合：牙轮钻头作为公司拳头产品，是公司开拓海外市场的核心基点；收购惠洋众一（新锐惠洋）拓展顶锤式钻具；拟收购南美智利 Drillco，进一步拓展潜孔钻具；至此，新锐股份已集齐矿山凿岩工具三大核心产品，综合解决方案提供能力显著加强，区域拓展及各产品市占率有望协同提升。

图表 46 公司产品并购整合

类别		拟或已收购标的	被收购或并表年份	详释
凿岩工具	顶锤式钻具	惠洋众一	2022 年 8 月	完善公司在顶锤式钻具业务的布局，丰富公司凿岩工具品类，为公司打造具有全球竞争力的国际化品牌筑牢根基。
	潜孔钻具	Drillco（拟收购）		2024 年 12 月公告拟收购。该标的拥有潜孔钻具产品自主品牌“PUMA”，在全球特别是南美市场中建立了广泛的认可度。
数控刀具	数控刀片	株洲韦凯	2022 年 1 月	数控刀片等切削工具以及配套工具的研发、生产和销售
	整体刀具	锦玛工具	2024 年 5 月	从事精密数控工具、高硬度铣刀、高硬度钻头、铰刀的研发、生产与销售
仪器仪表		江仪股份	2022 年 12 月	江仪股份是一家石油钻采仪器仪表制造商和石油设备服务提供商；将新锐产品延展产业链至石油领域，丰富公司石油领域产品品类，与现有石油用硬质合金产品形成协同效应。2023 年实现收入 1.38 亿元，实现归母净利润 0.2 亿元；2024H1，江仪股份营收 0.75 亿元，同比增长 4.85%；归母净利润 1426 万元，同比增长 18.5%。

资料来源：公司公告，华创证券整理

渠道商并购整合：1) **扩大市场覆盖范围。**拟收购 Drillco，可借助其在智利、巴西、秘鲁等多国的销售网络，进一步拓展南美等国际市场和北美市场。收购澳洲 AMS，有助于拓展澳洲市场；助力实现生产端、渠道端一体化。2) **丰富技术与产品矩阵。**Drillco 在潜孔钻具领域拥有较深沉淀，收购后可实现技术互补。3) **降本增效。**通过整合供应链，将降低采购成本、生产成本和运营成本；拟收购 Drillco，依托国内的生产优势，形成公司潜孔钻具高端品牌 PUMA 和中端品牌 Shareate 的产品组合，打造生产与品牌双重竞争优势

势，同时借助渠道推广，有望进一步提升市场占有率。

图表 47 公司渠道商并购整合

被收购标的	已或拟收购年份	详释
AMS	2016	2016 年，公司收购澳洲 AMS，切入矿山开采、勘探耗材综合服务领域，借此加强与澳洲矿山企业的合作。随后在 2018 年投资控股美国 AMS，在强化现有市场布局的基础上，进一步完善国内和国际的销售渠道布局，加快拓展国际市场。公司以澳洲 AMS 和美国 AMS 为支点，凭借与南美等地区经销商良好的合作关系，增设海外销售服务公司，缩短对客户的供货周期，加强现有及潜在市场的辐射能力。
Drillco Tools S.A	2024（拟收购）	位于智利，是一家专业从事凿岩工具的研发、生产及销售的企业，成立于 1982 年，其前身可追溯到 1966 年，当时主要为当地的采矿和钻井行业提供设备分销服务。经过多年的发展，标的公司已成长为全球高品质凿岩工具的供应商，产品组合包括潜孔钻具、牙轮钻头、顶锤式钻具和钻杆等钻探工具。标的公司是新锐股份的第一大客户，其独家代理新锐股份牙轮钻头产品在智利、秘鲁、巴西等地的销售。标的公司在全球拥有 7 家控股子公司和 1 家联营企业，产品销售至智利、巴西、秘鲁、美国、英国等多个国家，广泛应用于采矿、土木工程、水井、采石场及地热等多个行业。

资料来源：公司公告，华创证券整理

五、关键假设、估值与盈利预测

盈利预测关键假设：1) 全球铜矿、铁矿等采掘景气度向好，公司作为全球矿用工具重要企业，需求相应上行。2) 制造业资本开支进入新一轮景气上行周期，公司作为刀具及制品核心厂商，刀具作为制造业中的重要耗材，需求相应上行。

凿岩工具：已形成牙轮钻头、顶锤式钻具、潜孔钻具等三大矿用工具产品体系，矿用工具综合解决方案能力进一步提升；形成澳洲、南美、中国等海外销售区域基本盘，逐步拓展北美、非洲、中东等区域。预计 2024-2026 年收入 6.30 亿元、8.48 亿元、11.35 亿元，毛利率分别为 41.00%、41.56%、41.36%。

切削工具：刀具作为制造业中重要耗材，制造业景气度对刀具需求量影响较大；国家政策发力，制造业景气度复苏可期，刀具需求有望上升。预计 2024-2026 年收入分别为 2.42 亿元、2.99 亿元、3.62 亿元，毛利率分别为 33.36%、35.08%、35.28%。

合金制品：预计 2024-2026 年收入分别为 4.83 亿元、5.31 亿元、5.84 亿元，毛利率分别为 18.00%、20.00%、20.00%。

配套产品：预计 2024-2026 年收入分别为 2.68 亿元、2.95 亿元、3.24 亿元，毛利率分别为 34.00%、34.00%、34.00%。

石油仪器：预计 2024-2026 年收入分别为 1.57 亿元、1.92 亿元、2.30 亿元，毛利率分别为 44.00%、44.00%、44.00%。

其他收入：预计 2024-2026 年收入分别为 0.82 亿元、0.86 亿元、1.91 亿元，毛利率分别为 16.00%、16.00%、16.00%。

费用率假设：预计 2024-2026 年，销售费用率分别为 5.2%、4.8%、4.8%；管理费用率分别为 8.7%、8.7%、8.7%；研发费用率分别为 4.8%、4.8%、4.8%。

图表 48 公司业务拆分与预测（亿元）

		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
硬质合金工具	营业收入	3.37	5.10	6.27	8.72	11.47	14.98
	增长率	10.74%	51.42%	22.92%	39.08%	31.57%	30.53%
	营业成本	1.79	3.17	3.83	5.33	6.90	9.00
	毛利率	46.97%	37.77%	38.88%	38.88%	39.87%	39.89%
凿岩工具	营业收入				6.30	8.48	11.35
	增长率					34.60%	33.87%
	营业成本				3.72	4.96	6.66
	毛利率				41.00%	41.56%	41.36%
切削工具	营业收入				2.42	2.99	3.62
	增长率					23.68%	21.08%
	营业成本				1.61	1.94	2.35
	毛利率				33.36%	35.08%	35.28%
合金制品	营业收入	3.08	3.78	4.60	4.83	5.31	5.84
	增长率	29.18%	22.97%	21.62%	5.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	2.15	3.00	3.58	3.96	4.25	4.67

	毛利率	30.15%	20.72%	22.18%	18.00%	20.00%	20.00%
配套产品	营业收入	2.25	2.51	2.48	2.68	2.95	3.24
	增长率	30.04%	11.92%	-1.32%	8.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	1.49	1.73	1.63	1.77	1.94	2.14
	毛利率	33.50%	31.10%	34.43%	34.00%	34.00%	34.00%
石油仪器	营业收入			1.35	1.57	1.92	2.30
	增长率				16.00%	22.00%	20.00%
	营业成本			0.76	0.88	1.07	1.29
	毛利率			43.75%	44.00%	44.00%	44.00%
其他收入	营业收入	0.25	0.44	0.79	0.82	0.86	0.91
	增长率	71.90%	73.35%	78.89%	4.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	0.23	0.40	0.66	0.69	0.72	0.76
	毛利率	10.80%	10.56%	16.93%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	营业收入	8.94	11.84	15.49	18.62	22.51	27.27
	增长率	22.56%	32.35%	30.89%	20.18%	20.89%	21.12%
	营业成本	5.66	8.30	10.46	12.63	14.89	17.86
	毛利率	36.77%	29.89%	32.52%	32.18%	33.85%	34.48%

资料来源：Wind，华创证券预测；注释：2024-2026 年，硬质合金工具=凿岩工具+切削工具

估值与盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年实现营收分别为 18.62、22.51、27.27 亿元，实现归母净利润分别为 1.79、2.50、3.16 亿元，对应 EPS 分别为 0.99、1.38、1.75 元。我们以与公司业务相似性和相关性为依据，选取耐普矿机（凿岩业务相似）、华锐精密（切削刀具产品相似）、石化机械（凿岩工具业务相似）作为可比公司，参考可比公司估值水平，基于公司为国内矿用凿岩工具领先企业，具有产业链协同优势，给予 2025 年 22 倍 PE，目标价为 30.36 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 49 可比公司估值对比

可比公司	代码	市值（亿元）	股价	PE(2024E)	PE(2025E)	PE(2026E)
耐普矿机	300818.SZ	38	23.50	25	18	14
华锐精密	688059.SH	40	64.89	36	21	16
石化机械	000852.SZ	63	6.61	44	27	20
可比公司均值				35	22	17
新锐股份	688257.SH	38	20.89	21	15	12

资料来源：Wind，华创证券预测（耐普矿机、石化机械采用 wind 一致预期，最新市值及股价为 2025 年 2 月 27 日盘后）

六、风险提示

制造业景气度不及预期：公司生产的切削刀具广泛应用于汽车、消费电子、航空航天等领域，受制造业景气度影响较大，如果下游需求不及预期，对公司业绩将产生影响。

行业竞争加剧风险：硬质合金及凿岩工具产品存在一定的竞争，若行业竞争加剧，公司经营或面临市场竞争压力加大。

出口不及预期：公司凿岩工具业务较大部分收入来自海外，同时也在开拓海外市场，若市场开拓进度不及预期，将对公司业绩产生影响。

原材料波动风险：公司硬质合金、切削刀具等原材料较多为钨材，若原材料波动，对公司业绩将产生影响。

收购不及预期风险：收购南美智利 Drillco 进度不及预期，以及内部整合以往收购标的不及预期，将对公司业绩产生影响。

汇率波动风险：公司海外出口收入占比较高，若汇率波动较大，将对公司业绩产生影响。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	254	179	285	467
应收票据	179	223	248	300
应收账款	537	576	512	620
预付账款	14	38	35	42
存货	648	620	731	877
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	799	984	1,050	1,147
流动资产合计	2,431	2,620	2,861	3,453
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	528	610	643	672
在建工程	142	142	132	112
无形资产	68	69	72	76
其他非流动资产	272	274	274	276
非流动资产合计	1,049	1,134	1,160	1,175
资产合计	3,480	3,754	4,021	4,628
短期借款	316	326	336	346
应付票据	341	568	521	625
应付账款	227	480	447	536
预收款项	0	0	0	0
合同负债	15	37	45	55
其他应付款	2	2	2	2
一年内到期的非流动负债	9	9	9	9
其他流动负债	122	150	181	220
流动负债合计	1,032	1,572	1,541	1,793
长期借款	55	107	142	174
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	91	90	90	90
非流动负债合计	146	197	232	264
负债合计	1,178	1,769	1,773	2,057
归属母公司所有者权益	2,105	1,740	1,935	2,172
少数股东权益	197	245	313	399
所有者权益合计	2,302	1,985	2,248	2,571
负债和股东权益	3,480	3,754	4,021	4,628

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	45	649	182	269
现金收益	252	288	380	463
存货影响	-152	28	-111	-146
经营性应收影响	-86	-98	52	-158
经营性应付影响	93	480	-80	193
其他影响	-63	-50	-59	-83
投资活动现金流	32	-249	-73	-59
资本支出	-201	-149	-101	-93
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	233	-100	28	34
融资活动现金流	-16	-475	-3	-28
借款增加	175	62	45	42
股利及利息支付	-67	-71	-97	-122
股东融资	5	5	5	5
其他影响	-129	-471	44	47

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,549	1,862	2,251	2,727
营业成本	1,046	1,263	1,489	1,786
税金及附加	7	15	18	22
销售费用	82	97	108	131
管理费用	133	162	196	236
研发费用	73	89	108	130
财务费用	2	7	7	7
信用减值损失	-18	-12	-12	-12
资产减值损失	-8	-9	-9	-9
公允价值变动收益	10	12	12	12
投资收益	16	12	12	12
其他收益	14	16	16	16
营业利润	222	249	344	434
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	221	249	344	434
所得税	34	34	46	58
净利润	187	215	298	376
少数股东损益	24	36	48	60
归属母公司净利润	163	179	250	316
NOPLAT	189	221	304	382
EPS(摊薄) (元)	0.90	0.99	1.38	1.75

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	30.9%	20.2%	20.9%	21.1%
EBIT 增长率	21.3%	14.5%	37.4%	25.7%
归母净利润增长率	10.9%	10.0%	39.7%	26.2%
获利能力				
毛利率	32.5%	32.2%	33.9%	34.5%
净利率	12.1%	11.5%	13.2%	13.8%
ROE	7.7%	10.3%	12.9%	14.5%
ROIC	11.2%	15.8%	18.3%	19.3%
偿债能力				
资产负债率	33.9%	47.1%	44.1%	44.4%
债务权益比	20.4%	26.8%	25.7%	24.1%
流动比率	2.4	1.7	1.9	1.9
速动比率	1.7	1.3	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	112	108	87	75
应付账款周转天数	71	101	112	99
存货周转天数	197	181	163	162
每股指标(元)				
每股收益	0.90	0.99	1.38	1.75
每股经营现金流	0.25	3.59	1.01	1.49
每股净资产	11.63	9.62	10.69	12.00
估值比率				
P/E	23	21	15	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	15	14	10	8

机械组团队介绍

组长、首席分析师：范益民

上海交通大学机械硕士，CFA，5年工控产业经历，8年机械行业研究经验，2023年加入华创证券研究所。2019年金牛奖机械行业最佳分析团队；2019、2022、2024年Choice最佳分析师及团队。

分析师：丁祎

新南威尔士大学金融硕士，上海财经大学本科，曾任职于国海证券，华鑫证券，2023年加入华创证券研究所。

分析师：胡明柱

哈尔滨工业大学金融工程博士，国信证券应用经济学博士后。具有机械本硕及金融博士复合学历背景。2023年加入华创证券研究所。

助理分析师：陈宏洋

上海交通大学机械工程博士，曾就职于中泰证券研究所，2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：於尔东

南京大学工学硕士。2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536
官逸超		上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
黄畅		上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
吴俊		资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
张佳妮		资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
郭静怡		高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
蒋瑜		高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
吴菲阳		高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
朱涨雨		高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
李凯月		高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
张豫蜀		销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
张玉恒		销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
张晨奕		销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来6个月内超越基准指数20%以上；
推荐：预期未来6个月内超越基准指数10% - 20%；
中性：预期未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
回避：预期未来6个月内相对基准指数跌幅在10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街26号 恒奥中心C座3A	地址：深圳市福田区香梅路1061号中投国际商务中心A座19楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路33号 花旗大厦12层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522