

其他专用机械

鼎泰高科 (301377.SZ)

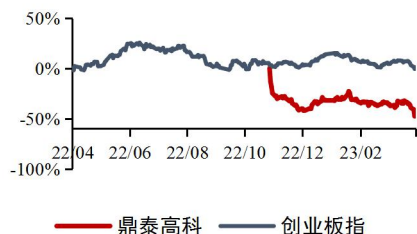
买入-B(首次)

PCB 钻针领域龙头企业，多业务布局发展可期

2023 年 4 月 27 日

公司研究/深度分析

公司上市以来股价表现



投资要点:

➤ 鼎泰高科是 PCB 钻针领域龙头企业，致力于提供一体化解决方案。公司主要从事微钻、铣刀及其他刀具等产品的设计制造，拥有丰富的生产工艺和质量管理经验，具备全系列产品的研发设计、制造能力，可以为广大客户提供全方位的产品解决方案。公司是目前国内 PCB 刀具生产规模最大的企业之一，2020 年 PCB 钻针销量全球第一，并与健鼎科技、方正科技等国内外知名 PCB 生产厂商建立了长期稳定的合作关系。2022 全年公司实现营业收入 12.19 亿元，同比减少 0.31%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比减少 6.25%；实现扣非归母净利润 2.08 亿元，同比减少 6.45%；基本每股收益为 0.61 元，同比减少 7.58%；2023Q1 公司实现营业收入 2.76 亿元，同比减少 5.90%；实现归母净利润 6825.80 万元，同比增长 17.52%；实现扣非归母净利润 4151.99 万元，同比减少 25.88%；基本每股收益为 0.17 元，同比增长 6.25%。总体看来，全球消费电子行业需求放缓、PCB 行业景气度下滑、细分市场竞争激烈对公司经营业绩产生了一定的不利影响，在此情况下，公司持续推动成本优化和产品升级、加大研发投入、开拓新市场和新客户，保持公司平稳运行。

➤ 公司加快布局高端钻针及涂层钻针，进一步巩固钻针领域市场地位。在白刀钻针上，公司将逐步提升 0.2mm 及以下钻针占比，以适应 HDI 板、封装基板、柔性板等占比逐步提升及 PCB 行业向高密度化、高性能化方向发展的现实需要。在涂层钻针上，公司依托自主研发的涂层技术和涂层设备，开发了 PVD 硬质涂层钻针、CVD 金刚石涂层钻针、Ta-C 润滑涂层钻针，从而更好地满足客户不同基板类型的钻针需求。

➤ 公司重点布局标刀及丝锥产品，数控刀具有望实现快速增长。公司的刀具产品主要有铣刀、数控刀具和 PCB 特殊刀具三大类，其中铣刀、PCB 特殊刀具主要用于 PCB 生产加工领域，数控刀具主要用于 3C、玻璃及金属精密机件加工领域。相较于非标产品，通用型号的数控刀具市场需求更加稳定，基于此公司进行了产品结构优化调整，未来将积极拓展应用于模具、汽车、航空航天等领域的标刀和丝锥产品。

➤ 公司材料研发布局多年，刷磨轮相对成熟、膜产品放量可期。一方面，公司依托子公司鼎泰鑫开展刷磨轮产品的研发、生产和销售，通过生产加工经验总结和产品持续创新，公司积累了与主要型号产品相关的诸多核心技术及相关专利，并且推出了不织布刷轮、陶瓷轮、尼龙磨刷、放射轮、卷紧轮等中高端产品，未来有望逐步替代进口产品。另一方面，公司通过子公司超智新材料开展功能性膜产品业务，除用于外观保护的基础膜外，公司也在积

市场数据：2023 年 4 月 26 日

收盘价（元）：	17.97
总股本（亿股）：	4.10
流通股本（亿股）：	0.47
流通市值（亿元）：	8.44

基础数据：2023 年 3 月 31 日

每股净资产（元）：	5.51
每股资本公积（元）：	2.60
每股未分配利润（元）：	1.87

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

研究助理：

冯瑞

邮箱：fengrui@sxzq.com



极推进手机防窥膜、车载光控膜、MiniLED膜等新产品的研发，目前手机防窥膜已经实现批量产销并成为膜产品的主要收入来源之一。

➤ **公司具备设备自主研发能力，设备外销有望成为潜在增长点。**公司的设备研发业务由子公司鼎泰机器人开展，公司用于钻针、铣刀产品生产的设备大部分为鼎泰机器人自产，用于标准化数控刀具产品批量化生产的设备也为鼎泰机器人自主生产。相较于进口设备，公司自研自产的设备生产周期更短、成本更低、效率更高。目前公司已逐步将部分设备由内需转向外销，未来有望成为推动公司业绩增长的重要力量。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.98、20.75、26.11 亿元，增速分别为 22.9%、38.5%、25.8%，净利润分别为 2.86、3.74、4.58 亿元，增速分别为 28.5%、30.8%、22.3%，对应 EPS 分别为 0.70、0.91、1.12 元，以 4 月 26 日收盘价 17.97 元计算，对应 PE 分别为 25.7X、19.7X、16.1X。考虑到 1) 公司是钻针领域龙头企业，高端钻针和涂层钻针占比逐步提升有望进一步巩固公司的全球领先地位；2) 公司积极布局数控刀具、自动化设备及功能性膜产品等新业务，业绩增长有望加速；3) 公司于 2022 年 11 月上市，目前仍处于估值消化期，估值偏高相对合理；综上所述我们看好公司未来的发展，但考虑到 PCB 行业及消费电子市场的恢复节奏仍有一定不确定性，对公司首次覆盖，给予公司“买入-B”评级。

**风险提示：**消费电子及 PCB 行业恢复不及预期的风险；技术工艺变革影响公司竞争力的风险；原材料价格波动及供应风险；市场竞争加剧风险；海外市场拓展风险。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,222	1,219	1,498	2,075	2,611
YoY(%)	26.4	-0.3	22.9	38.5	25.8
净利润(百万元)	238	223	286	374	458
YoY(%)	34.9	-6.3	28.5	30.8	22.3
毛利率(%)	38.6	38.7	38.5	37.7	37.5
EPS(摊薄/元)	0.58	0.54	0.70	0.91	1.12
ROE(%)	25.8	10.2	11.6	13.1	13.8
P/E(倍)	31.0	33.1	25.7	19.7	16.1
P/B(倍)	8.0	3.4	3.0	2.6	2.2
净利率(%)	19.4	18.3	19.1	18.0	17.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 公司是 PCB 钻针领域龙头企业，致力于提供一体化解决方案.....	5
2. 高端及涂层钻针有望快速发展，公司在钻针领域竞争力持续提升.....	7
2.1 白刀钻针：极小径是行业趋势，公司将持续提升 0.2mm 及以下占比.....	8
2.2 涂层钻针：公司逐步推出多种涂层钻针，以提升使用寿命及效果.....	8
3. 公司重点布局标刀及丝锥产品，数控刀具有望实现快速增长.....	10
4. 公司材料研发布局多年，刷磨轮相对成熟、膜产品放量可期.....	11
4.1 刷磨轮：产品相对成熟且以中高端为主.....	11
4.2 功能性膜产品：新产品研发进展顺利，手机防窥膜放量可期.....	13
5. 公司具备设备自主研发能力，设备外销有望成为潜在增长点.....	15
6. 盈利预测及估值对比.....	16
7. 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1： 2010-2024 年全球 PCB 产值区域分布情况.....	6
图 2： 2019 年硬质合金刀具产品销售结构.....	6
图 3： 公司业绩表现.....	7
图 4： 公司营业收入构成（%） .....	7
图 5： PCB 工艺流程图.....	7
图 6： PCB 钻孔示意图.....	7
图 7： 全球 PCB 市场规模（产值）预测（亿美元） .....	8
图 8： 全球 PCB 细分领域市场规模占比（%） .....	8
图 9： CVD 金刚石涂层钻针寿命更长.....	10

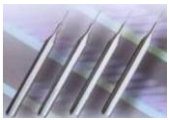
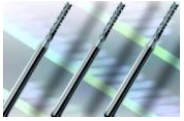


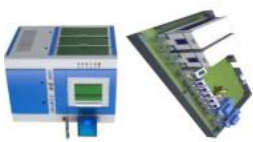



图 10: CVD 金刚石涂层钻针磨损更小.....	10
图 11: 非晶碳的三元相图.....	10
图 12: 磁过滤电弧系统示意图.....	10
图 13: 全球切削刀具市场规模预测 (亿美元) .....	11
图 14: 中国切削刀具市场规模预测 (亿元) .....	11
图 15: 鼎泰高科智能化设备产品图示.....	15
图 16: 鼎泰高科智能钻针仓储系统图示.....	16
表 1: 公司主要产品概况.....	5
表 2: 典型 PVD 刀具涂层的特性.....	9
表 3: 鼎泰高科刷磨轮相关专利.....	12
表 4: 主要厂家陶瓷轮产品技术指标对比.....	13
表 5: 鼎泰高科功能性膜产品核心技术及相关专利.....	13
表 6: 鼎泰高科新款功能性膜产品研发进展.....	14
表 7: 2023-2025 年公司主营业务收入预测 (百万元) .....	18
表 8: 2022-2025 年可比公司估值对比.....	19

## 1. 公司是 PCB 钻针领域龙头企业，致力于提供一体化解决方案

鼎泰高科是 PCB 钻针领域龙头企业，能够为 PCB、数控精密机件等领域提供工具、材料、装备的一体化解决方案。公司主要从事微钻、铣刀及其他刀具等产品的设计制造，拥有丰富的生产工艺和质量管理经验，具备全系列的研发设计、制造能力，可以为广大客户提供全方位的产品解决方案。公司目前是国内 PCB 刀具生产规模最大的企业之一，与健鼎科技、方正科技、华通电脑、瀚宇博德、胜宏科技、深南电路、景旺电子、崇达技术等国内外知名 PCB 生产厂商建立了长期稳定的合作关系。公司在中国电子电路行业协会 2021 年刀具类专用材料企业中营收排名第 1 位；根据 Prismark 数据，2020 年公司在全球 PCB 钻针销量市场占有率约为 19%（排名第一），而后为金洲精工、日本佑能、尖点科技，市占率分别约为 18%、14%和 9%。

表 1：公司主要产品概况

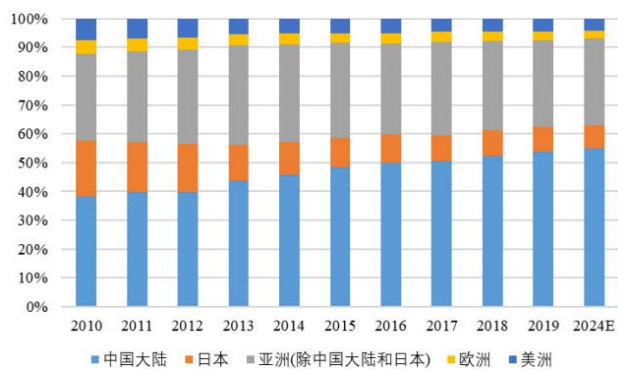
产品名称	图示	产品介绍
钻针		用于印制电路板钻孔的工具，藉由贯穿电路板层与层间的接点，以制作出点对点间的通路，使得电路板上各电子零件得以连通串接
铣刀		用于印制电路板铣削加工的、具有一个或多个刀齿的旋转刀具。工作时各刀齿依次间歇地切去工件的余量。铣刀主要用于在铣床上加工平面、台阶、沟槽、成形表面和切断工件等
数控刀具		主要包括成型刀、倒角刀、T 型刀、雕刻刀、斜边刀、铰刀、刀片、刀盘、刀杆、刀柄、夹头等，是机械制造中用于铣削、钻削等加工的主要精密工具，是数控机床不可缺少的一部分，主要面向 3C 行业以及热弯玻璃石墨模具、汽车及金属精密机件加工等行业
PCB 特殊刀具		PCB 非标刀具，包括双刃锣刀、斜边刀金手指、倒角刀、雕刻刀等型号，用于厚铜板及铝基板铣削、印刷电路板的内槽倒角加工或螺丝孔加工、盲槽加工、V 槽加工等
自动化设备		自动化设备包括钻针智能仓储设备、全自动贴补强设备、全自动激光打标机、全自动研磨机、PCB 刀具及钻针加工设备等，主要用于 PCB 钻针和金属加工刀具等产品的生产加工、PCB 产品贴装及激光打标加工等用途
功能性膜产品		膜材料包括 PET/PVC 保护膜、防爆膜、磨砂/硬化膜、曲面手机保护膜、AR 膜等，主要用于 3C 屏幕表面保护、家具及家电等外观件保护、玻璃加工制程保护和智能停车识别码保护等领域
刷磨轮		主要用于 PCB 表面抛光等用途，类型包括放射轮、卷紧轮、陶瓷轮等，公司拥有替代海外进口的陶瓷块自主研发生产能力，已在线路板行业广泛应用，目前已将该陶瓷块的研磨应用向金属表面抛光行业延伸

资料来源：鼎泰高科招股书，山西证券研究所



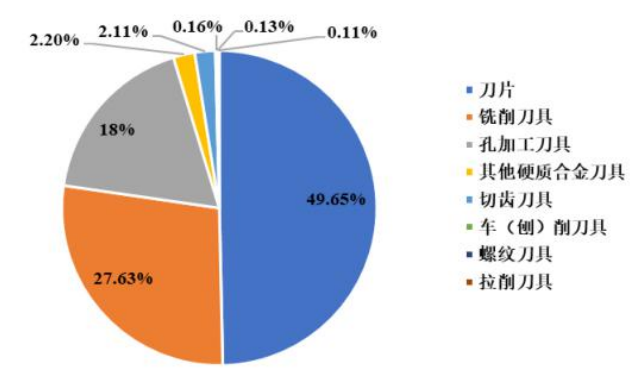
全球 PCB 产业逐步转移至亚洲利好公司发展，铣削刀具、孔加工刀具仍有较大的发展空间。从硬质合金刀具市场规模来看，排名前三的硬质合金刀具类型分别是刀片、铣削刀具和孔加工刀具，2019 年销售占比分别为 49.65%、27.63%、18.00%，总体看来铣削刀具、孔加工刀具也有较大的市场空间。从 PCB 产值情况来看，全球 PCB 产业主要集中于亚洲、欧洲和北美区域，并且中国已逐步成为全球最大的 PCB 生产国。在 2000 年以前，全球 PCB 产值 70%以上分布在美洲（主要是北美）、欧洲及日本等地区，进入 21 世纪以来，PCB 产业重心不断向亚洲地区转移，2013 年以来，亚洲 PCB 产值占全球 PCB 产值的比例已超过了 90%。2019 年，中国大陆 PCB 产值达到 329.18 亿美元，占全球 PCB 产值的比重为 53.70%。全球 PCB 行业已形成以亚洲为主导、中国为核心的产业格局，预计未来我国 PCB 产值占比将会进一步提升，利好公司发展。

图 1：2010-2024 年全球 PCB 产值区域分布情况



资料来源：鼎泰高科招股书，山西证券研究所

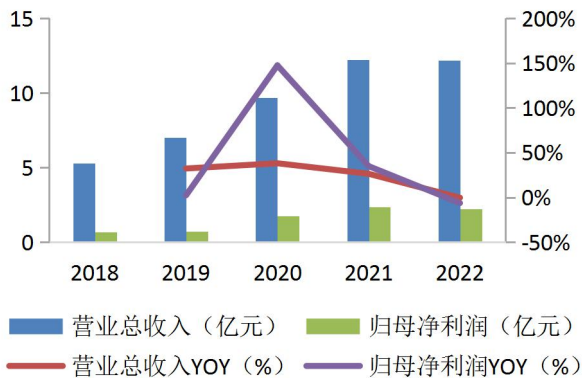
图 2：2019 年硬质合金刀具产品销售结构



资料来源：鼎泰高科招股书，山西证券研究所

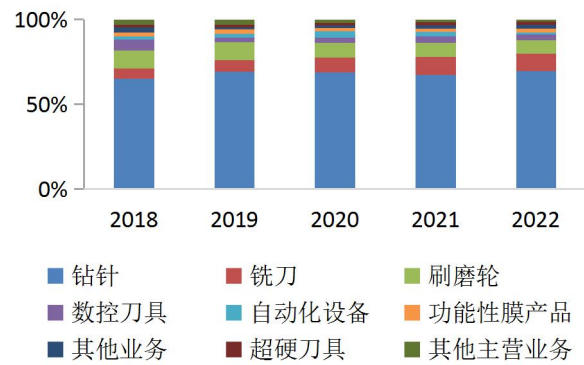
公司业绩与电子产业景气度密切相关，并且钻针是公司的主要营收来源。公司主要产品钻针、数控刀具等为 PCB 加工制造专用耗材，而 PCB 是“电子产品之母”且位于电子产业链上游，电子产业的景气度对公司业绩有重要影响。2018-2020 年公司业绩保持较快增长：营业收入由 5.29 亿元增至 9.67 亿元，CAGR 为 35.20%；归母净利润由 0.70 亿元增至 1.76 亿元，CAGR 为 58.56%。但受 2021 年以来消费电子景气度下行影响，公司业绩增速明显回落，2022 年公司营业收入和归母净利润同比增速分别回落至-0.31%和-6.25%。若消费电子领域景气度回升，公司业绩也有望迎来快速发展。目前公司的主要收入来源是钻针产品，2018-2022 年钻针收入占比始终维持在 65%以上；除钻针以外，公司也在数控刀具、自动化设备、功能性膜产品、刷磨轮等领域深耕多年，随着客户验证及产品研发稳步推进，未来有望成为新的增长点进而推动公司业绩快速增长。

图 3：公司业绩表现



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：公司营业收入构成 (%)

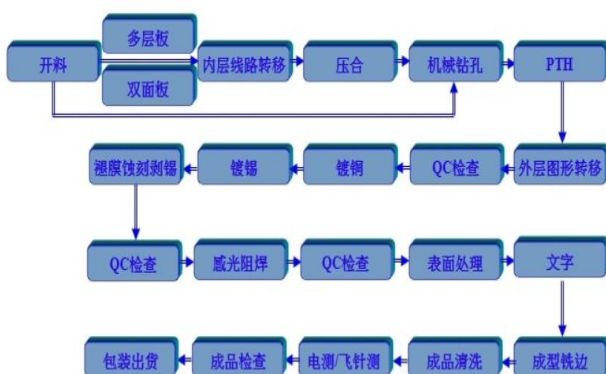


资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. 高端及涂层钻针有望快速发展，公司在钻针领域竞争力持续提升

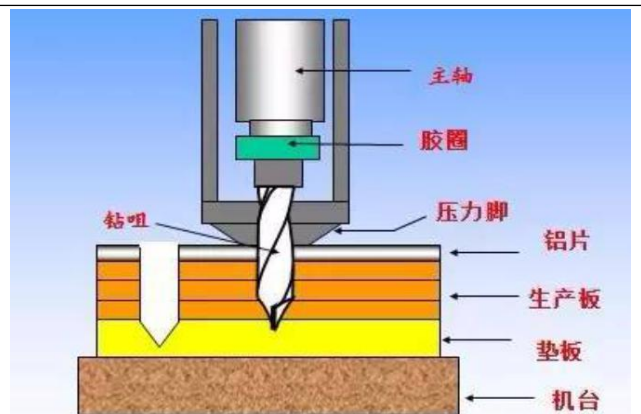
钻孔是 PCB 制造过程中的关键工序之一，伴随 PCB 行业技术升级，下游客户对钻针的品质要求也越来越高。钻孔位于 PCB 工艺流程的前端，也是 PCB 制造过程中的一道关键工序，钻孔的目的主要是为了在板面上钻出层与层之间线路连接的导通孔。PCB 钻孔用到的原物料主要有钻头、盖板和垫板，其中：①钻头：主要由碳化钨、钴及有机粘着剂组合而成；②盖板：主要为铝片，在制程中起钻头定位、散热、减少毛头、防压力角压伤等作用；③垫板：主要为复合板，在制程中起保护钻机台面、防出口性毛头、降低钻针温度及清洁钻针沟槽胶渣等作用。作为 PCB 钻孔工艺的关键消耗品，钻针的制造技术及品质与 PCB 制造行业的发展高度相关：①按照种类划分，钻针大致可以分为 MD 型（Micro Drill）、ST 型（Straight Tool）、UC 型（Under Cut Drill）、SD 型（Slotting Drill）、ID 型（Inverse Drill）；②按照是否有涂层，钻针可以分为白刀钻针和涂层钻针。伴随 PCB 行业技术升级，MD 型微小钻以及涂层钻针的市场需求持续扩张。

图 5：PCB 工艺流程图



资料来源：珠海捷讯精密公司，山西证券研究所

图 6：PCB 钻孔示意图

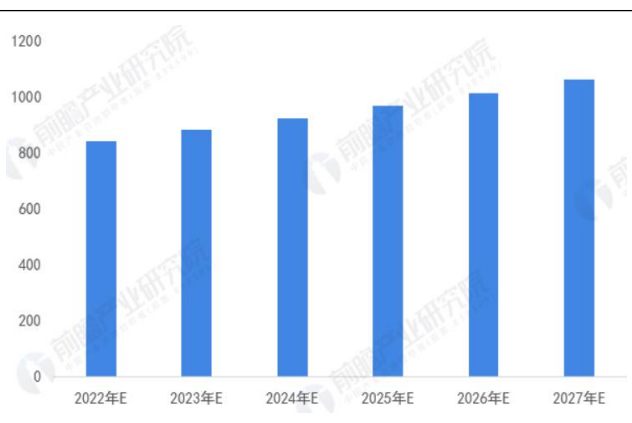


资料来源：深圳宏宇辉科技公司，山西证券研究所

## 2.1 白刀钻针：极小径是行业趋势，公司将持续提升 0.2mm 及以下占比

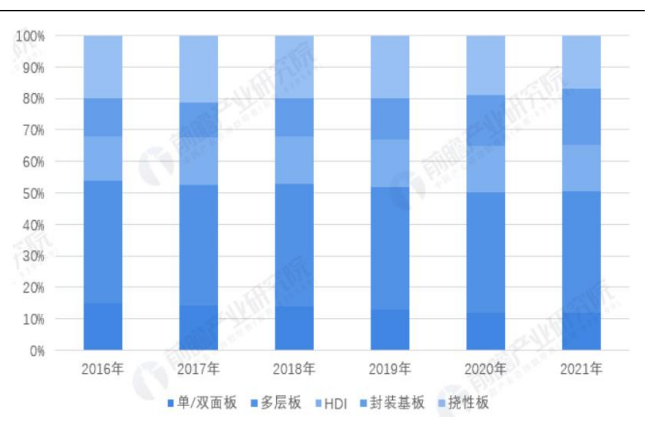
伴随 PCB 行业向高密度化、高性能化方向发展，0.2mm 及以下钻针的应用占比有望逐步扩大。作为电子信息产业重要的配套，PCB 行业的技术通常需要适应下游电子终端设备的需求并向高密度化、高性能化方向发展，多层板、HDI 板、高频高速板、封装基板等产品占比将逐步提升。下游行业的应用需求对 PCB 刀具的精密度和稳定性也提出了更高的要求，精细度较高的微钻（规格在 0.2mm 及以下的钻针）在未来 PCB 刀具产品中的应用占比将会呈现逐渐扩大的趋势。根据 Prismark 研究报告，目前 HDI 多层板孔径主要集中在 0.20-0.25mm，高附加值的 FPC 和 IC 载板孔径主要集中在 0.10-0.15mm。考虑到未来五年全球 PCB 市场仍将保持温和增长并且 HDI 板、封装基板、柔性板等占比逐步提升，0.2mm 及以下钻针的市场需求还将进一步扩张。

图 7：全球 PCB 市场规模（产值）预测（亿美元）



资料来源：前瞻经济学人，山西证券研究所

图 8：全球 PCB 细分领域市场规模占比 (%)



资料来源：前瞻经济学人，山西证券研究所

鼎泰高科钻针品类较为齐全，公司将逐步提升 0.2mm 及以下钻针占比。公司钻针产品直径规格覆盖 0.10mm 到 6.5mm，2022 年 1-6 月微小钻（规格在 0.45mm 及以下的钻针）销量占比超过 86%，其中精细度较高的微钻（规格在 0.2mm 及以下的钻针）销量占比超过 13%。公司可实现 0.10mm 直径微钻的批量稳定生产，并能够满足 0.05mm 直径微钻的打样需求。目前市场可实现量产的钻针最小直径为 0.10mm，以公司为代表的行业主要 PCB 刀具企业已针对 0.05-0.10mm 直径钻针已做好技术储备。但是由于生产微小钻对于生产商工艺及技术的要求较高，目前国内可以规模化生产微小钻的企业较少，集中于少数龙头企业身上。未来公司在稳固现有市场的基础上，将进一步加大新客户开发力度，提升微钻的市场占比，持续开拓海外各区域市场，以提升产品的全球市占率。

## 2.2 涂层钻针：公司逐步推出多种涂层钻针，以提升使用寿命及效果

相较于白刀钻针，涂层钻针通常硬度更高、寿命更长，能够满足某些特定场景下的钻孔需求。鼎泰高



科可提供 PVD 硬质涂层钻针、CVD 金刚石涂层钻针、Ta-C 润滑涂层钻针，能够满足客户不同基板类型的钻针需求。公司拥有自主研发的涂层技术和涂层设备，并且对内部涂层工艺进行了改进，涂层产能已得到改善提升，预计随着涂层钻针应用场景持续拓展，公司的涂层钻针收入占比还将有所提升。

**PVD 涂层技术可以增加硬度和抗磨力，可以延长钻针的使用寿命。**1969 年瑞典研制成功了碳化钛涂层（PVD 涂层，即物理气相沉积涂层）刀具，刀具的基体是钨钛钴硬质合金或钨钴硬质合金，表面碳化钛涂层的厚度只有几微米，但是与同牌号的合金刀具相比，使用寿命延长了 3 倍，切削速度提高了 25%~50%。并且由于 PVD 技术的沉积温度一般低于 600℃，适合在高温回火温度以下进行表面处理，在变形较小的同时提升了硬度及抗磨力、降低了摩擦系数。目前主要的 PVD 涂层有 TiN、TiCN、TiAlN 等。

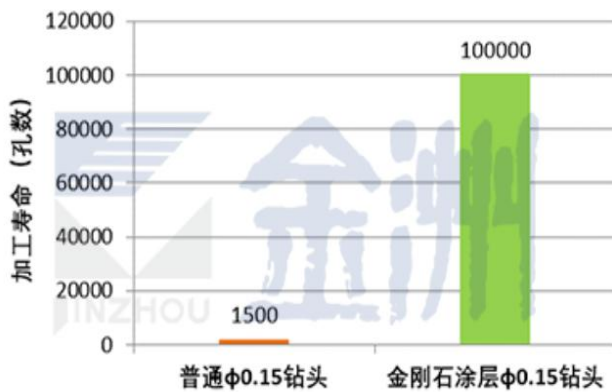
表 2：典型 PVD 刀具涂层的特性

涂层种类	维氏硬度 (HV0.05)	摩擦系数	涂层厚度 (um)	内应力 (Gpa)	适用工作温度(℃)	涂层生成温度(℃)	涂层颜色	应用范围
TiN	2300	0.40	3-5	-2.0	600	400-450	金黄色	塑料模具，冲压模具，医疗器械等
CrN	2000	0.40	3-5	-3.0	550	400-450	银灰色	防腐要求零件，海洋和化工石油行业等，医疗器械
TiCN	3000	0.30	2-6	-3.5	600	450-480	蓝灰色	拉伸模具，冲压模具，注塑模具，丝锥等
AlTiN	3300	0.50	3-5	-3.0	900	450-480	紫黑色	高红硬性和抗氧化性，高速冲模，铣刀和钻头刀具等
AlCrN	3300	0.35	3-5	-2.5	1100	450-480	蓝灰色	高红硬性和抗氧化性，高速切削刀具，压铸模具，滚齿刀等
DLC	2500	0.10	1-3	-2.0	300	<250	黑色	汽车行业零部件，石油天然气泵阀，医疗器械等

资料来源：陕西省表面工程与再制造重点实验室，山西证券研究所

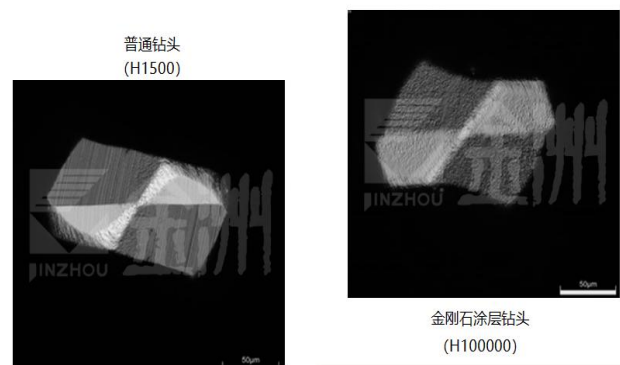
**CVD 金刚石涂层钻针**隶属于金刚石类刀具，其在稳定性、使用寿命、效率等方面都更有优势。CVD 金刚石涂层刀具是采用化学气相沉积（CVD）的方法在硬质合金刀具表面沉积 CVD 金刚石涂层的刀具，充分利用了金刚石高硬度、高弹性模量、高热导率、低摩擦系数、低热膨胀系数和化学稳定性好等优异性能，具备超高的硬度和耐磨性，广泛应用于高硅铝合金、铝基复合材料、玻璃纤维增强复合材料等非铁系材料的加工，其在稳定性、加工寿命和效率等方面具有显著优势。与 PVD 涂层钻针相比，CVD 金刚石涂层钻针的硬度更高、耐磨性能更好、加工寿命更长，特别是对于陶瓷填充比例较高的难加工板材而言，可提升几十甚至上百倍。

图 9：CVD 金刚石涂层钻针寿命更长



资料来源：金洲精工科技，山西证券研究所

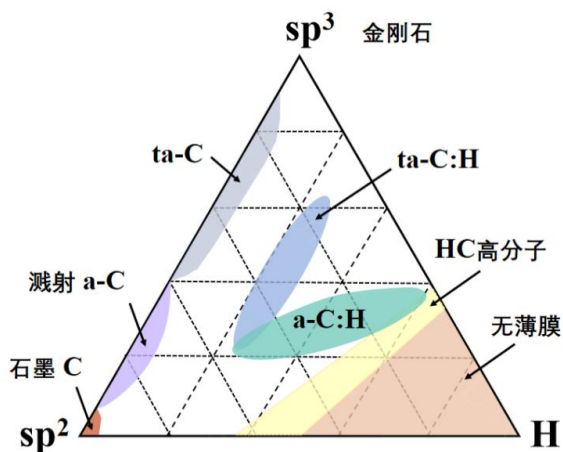
图 10：CVD 金刚石涂层钻针磨损更小



资料来源：金洲精工科技，山西证券研究所

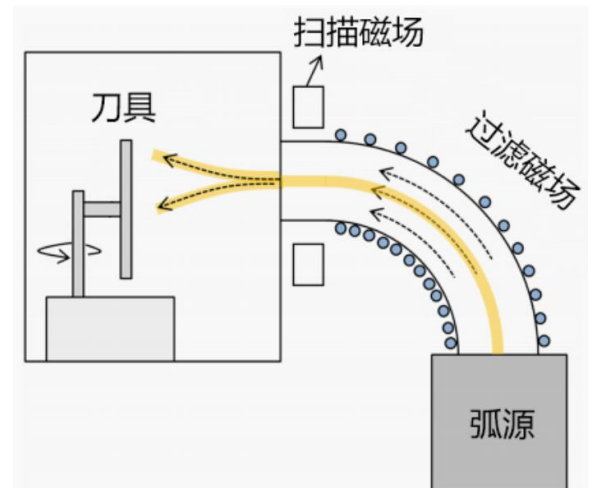
**Ta-C 涂层钻针具有极高的硬度和强润滑性，能够提升孔位精度和加工品质。** Ta-C 是一种无氢 DLC 涂层，其  $sp^3$  与  $sp^2$  键比值高，具有极高硬度和强润滑性。鼎泰高科采用先进的磁过滤电弧技术制备，赋予了涂层光滑致密的显微结构，显著提升了孔位精度和加工品质，在有效降低断针发生几率、防止涂层钻针粘着、改善排尘等方面发挥重要作用。公司生产的 Ta-C 涂层钻针可应用于加工有色金属复合材料、中高 TG、无卤素高速板、软板、铝基板、封装板等。

图 11：非晶碳的三元相图



资料来源：鼎泰高科公众号，山西证券研究所

图 12：磁过滤电弧系统示意图



资料来源：鼎泰高科公众号，山西证券研究所

### 3. 公司重点布局标刀及丝锥产品，数控刀具有望实现快速增长

数控刀具是数控机床用于切削加工的易耗部件，伴随机床数控化率不断提升，数控刀具有望迎来快速增长。相较传统机床，数控机床具有精度高、柔性好、工作高效化、功能复合化、控制智能化等优点，已经成为现代机床的主流发展方向。近几年我国机床数控化率保持稳定增长，中国机床工具工业协会数据显

示 2020 年金属切削数控机床产量占比已达到 43.2%，同比增长 23.3%。作为数控机床加工的消耗品，数控刀具有望迎来可观的消费需求增速。根据观研报告网数据，2020 年全球切削刀具消费金额达 370 亿美元，2016-2020 复合增长率为 2.82%，预计到 2022 年全球刀具消费额将达到 390 亿美元；伴随疫情后我国经济快速复苏，2020 年我国刀具行业消费额达到 421 亿元，2021 年市场规模进一步提升到 477 亿元。

图 13：全球切削刀具市场规模预测（亿美元）



资料来源：观研报告网，山西证券研究所

图 14：中国切削刀具市场规模预测（亿元）



资料来源：观研报告网，山西证券研究所

考虑到通用型数控刀具需求更加稳定，公司将重点布局标刀及丝锥等产品。公司的刀具产品主要有铣刀、数控刀具和 PCB 特殊刀具三大类，其中铣刀、PCB 特殊刀具主要用于 PCB 生产加工领域，数控刀具主要用于 3C、玻璃及金属精密机件加工领域。公司之前生产的数控刀具主要为非标型号产品，当市场需求旺盛时毛利率较高，但是其固定成本较高，一旦市场需求不足会导致售价无法覆盖成本。因此，公司进行了经营策略调整并逐步改善产品结构，大力开发通用型号的数控刀具，虽然其毛利率有限，但是市场需求较好。目前公司的金属切削刀具产品上仍以铣刀为主，2021 年铣刀、数控刀具、超硬刀具的收入占比分别为 10.81%、3.91%、1.86%，考虑到公司未来会积极拓展应用于模具、汽车、航空航天等领域的标刀和丝锥产品，预计数控刀具的收入占比还将持续提升。

## 4. 公司材料研发布局多年，刷磨轮相对成熟、膜产品放量可期

### 4.1 刷磨轮：产品相对成熟且以中高端为主

公司拥有刷磨轮自主研发能力，可提供不织布刷轮、陶瓷轮、尼龙磨刷、放射轮、卷紧轮等中高端产品。刷磨轮主要用于 PCB 表面研磨、抛光等，由于 PCB 加工制造属于精密制造领域，因此对表面处理材料的品质稳定性要求较高。PCB 加工研磨产品主要包含不织布刷轮、尼龙磨刷、砂带及陶瓷轮等，其中高端不织布刷轮和陶瓷轮的研磨效果较好，更适用于 5G 领域板材、HDI 板、封装基板等代表 PCB 未来趋势的

高端产品，对其他研磨产品逐步形成取代。高端不织布刷轮、陶瓷轮的技术难度相对较高，目前国产化进程尚有提升空间。公司依托子公司鼎泰鑫开展刷磨轮产品的研发、生产和销售，通过生产加工经验总结和产品持续创新，目前公司积累了与主要型号产品相关的诸多核心技术及相关专利，并且推出了不织布刷轮、陶瓷轮、尼龙磨刷、放射轮、卷紧轮等中高端产品。

表 3：鼎泰高科刷磨轮相关专利

技术名称	关键技术与功能特点	应用阶段	成果转化情况
无卤阻燃型陶瓷刷开发	一种无卤阻燃型陶瓷刷的开发，专用于 PCB 无卤制程，并通过引入反应型无卤素阻燃环氧树脂，与添加型无卤阻燃剂协同作用，实现 UL94-V0 级别阻燃	量产	发明专利：一种有机陶瓷磨刷及其制备方法（目前处于实审阶段）
液体法陶瓷技术研究	一种陶瓷刷的全新制备工艺，使用液体发泡的方式制备有机陶瓷研磨块，该方法由于提前将矿砂通过分散盘高速分散在液体树脂中，矿砂基本是单颗粒状态分散，研磨效果可以达到日本进口的效果，并且该方法相对热压法成型简单，生产效率更高	量产	发明专利：一种环氧微球发泡砥石及其制备方法（目前处于初审公开阶段）
尼龙无纺布基热叠合研磨片技术开发	基于该技术平台，生产一种寿命长、研磨效率高、塞孔率低的磨刷产品。该磨刷可替代 PCB 磨板制程中传统的尼龙针刷、火山灰毛刷、砂带等，提升研磨效率。基于技术平台可以衍生出高切削不织布磨刷、发泡不织布磨刷、低塞孔不织布磨刷等相关产品	量产	发明专利：一种不织布磨刷及其制备方法（目前处于实审阶段） 实用新型专利：一种不织布磨刷
封装用高端细粒度陶瓷刷技术研究	采用纯环保材料制备，不产生 VOC，生产过程对环境无影响。常规 PVA 研磨轮虽研磨效果极好，但是制备过程中需大量使用甲醛及盐酸等环境危害物。该技术推广后不仅可以打破 PCB 线路精抛材料的国外垄断现状，更能实现环境友好型作业标准	技术储备	非专利技术
常温环氧发泡技术开发	常温发泡环氧技术是处于前沿的发泡技术，该技术具有较强的环境友好性，发泡过程中无需高温加热和额外添加有害的化学发泡剂，不产生 VOC 废气及废水。该技术主要用于改善现有产品性能，相对聚氨酯发泡，常温环氧发泡操作简单。环氧树脂本身刚性较强，使用环氧发泡体系设计磨刷，可解决研磨力不足的问题，也会进一步提升磨刷寿命	技术储备	发明专利：一种不织布磨刷及其制备方法（目前处于实审阶段）
不塞孔高切削超细纤维磨刷开发	提供辅助研磨的不织布产品，用于 PCB 塞孔树脂去除后的表面平整，线路板层压后表面胶粒的去除，镀铜或钻孔后铜颗粒及毛刺的去除等，具有不堵塞线路板孔洞的特点。不塞孔磨刷开发，属于国内领先水平，成功量产后可使不织布产品更新换代，产品性能大幅度提升	技术储备	非专利技术
弹性陶瓷刷产品开发	本研究提供一种弹性陶瓷研磨材料，专用于 PCB 制程中的塞孔树脂去除，表面平整等制程，通过特殊结构的树脂体系，赋予陶瓷块一定回弹性，在接触板面时降低研磨深度，避免了凹坑及磨痕的出现，同时还保留了无机陶瓷的固有特点，在去树脂能力上优于不织布磨刷，同时也不会出现塞孔问题	量产	发明专利：一种有机结合剂磨具及其制备方法；一种橡胶基底有机陶瓷磨块及其制备方法（目前处于实审阶段） 实用新型专利：一种用于印刷电路板表面处理的陶瓷磨具

资料来源：鼎泰高科问询函，山西证券研究所



公司刷磨轮产品在核心性能指标上已与进口产品较为接近，未来有望逐步替代进口产品。公司陶瓷轮产品在塞孔树脂去除能力、硬度、孔隙率等技术指标上与进口产品接近，在此基础上，由于运用了常温环氧发泡、无卤阻燃型陶瓷刷等核心技术，公司刷磨轮产品生产成本低、节能环保性好，并且作为 PCB 研磨材料的刷磨轮可与公司 PCB 刀具搭配销售，为客户提供 PCB 耗材综合解决方案，具备较强的产品竞争优势，未来有望逐步替代进口刷磨轮产品，具有良好的市场前景。

表 4：主要厂家陶瓷轮产品技术指标对比

技术指标	鼎泰高科	日本皇冠	日本角田
孔隙率	35-55%	35-55%	35-55%
粘合剂含量	40-45%	30-45%	30-45%
硬度	邵氏 D 硬度 55-80	邵氏 D 硬度 45-75	邵氏 D 硬度 45-75
去铜（600#）	0.5 $\mu$ m（2A，2m/min 线速）	0.5 $\mu$ m（2A，2m/min 线速）	0.46 $\mu$ m（2A，2m/min 线速）
粗糙度（600#）	0.25 $\mu$ m Ra	0.25 $\mu$ m Ra	0.31 $\mu$ m Ra
去树脂能力	单次去除 85%	单次去除 85%	单次去除 85%
寿命（600#）	38000 PCS	40000 PCS	35000 PCS
良率	>99.5%	>99.5%	>99.5%

资料来源：鼎泰高科问询函，山西证券研究所

## 4.2 功能性膜产品：新产品研发进展顺利，手机防窥膜放量可期

公司通过子公司超智新材料开展功能性膜产品业务，通过技术经验积累和自主研发已掌握核心技术和相关专利。公司通过子公司超智新材料开展功能性膜产品业务，目前可提供 AG 防爆膜、硬化膜、光控膜等，主要用于液晶或触控显示、盖板玻璃制程出货 3C 屏幕表面保护、车载屏、家具及家电等外观件保护等领域。目前超智新材料的保护膜、防爆膜产品已与三星、LG 的供应商东莞市银泰丰光学科技有限公司建立了长期稳定的合作关系，防窥膜产品已通过广东品胜电子股份有限公司、深圳市倍思科技有限公司、东方丝路（深圳）科技有限公司等客户的认证，已开始进行小批量生产；此外，公司与国内外知名 PCB 厂商建立了良好稳定的合作关系，为功能性膜产品在 PCB 领域的应用拓展奠定了客户基础。未来功能性膜产品业务有望成为公司新的利润增长点，进一步增强公司核心竞争力。

表 5：鼎泰高科功能性膜产品核心技术及相关专利

技术名称	关键技术与功能特点	应用阶段	成果转化情况
5G 手机前后盖保护复合材料的研究	防指纹高清/磨砂硬化膜适用于 3C 及光学屏幕保护领域。通过特殊硬化层精密涂布制造而成，硬化层具有硬度高、稳定性好、表面抗划伤能力强，水滴角高，防指纹效果好且钢丝绒摩擦后仍具有较好的防指纹效果，依客户需求可实现高清或者磨砂防指纹效果	量产	实用新型专利：一种 UV 膜固化机构及 UV 膜加工系统（ZL201822272927.7）
亮光书写白膜的胶	哑光书写膜适用于学校、家庭、会议、办公等各种需要同时	量产	实用新型专利：一种含 PET

技术名称	关键技术与功能特点	应用阶段	成果转化情况
水配方及涂布技术研究[含哑光书写白膜的胶水配方研究]	满足书写及投影的场合。书写膜通过特殊硬化涂层精密涂布制造而成，并在硬化层表面做消光处理，具有机械强度高、稳定性好、表面抗划伤能力强，光泽度低，在满足消光的同时具有易于书写和擦拭，光泽度低等特点		基材的书写膜 (ZL201921188222.5)； 一种哑光书写膜 (ZL201921185020.5)
高硬度耐磨光学膜的技术研究	高硬度耐磨光学膜适用于印刷、包装、3C及光学屏幕保护领域。通过特殊硬化层精密涂布制造而成，硬化层不仅硬度高而且耐磨性好，具有机械强度高、稳定性好、表面抗划伤能力强，做成磨砂面指刮无痕，表面耐钢丝绒、羊毛毡摩擦性好	量产	实用新型专利：UV灯聚光调节结构及涂布机 (ZL201820165450.X)
3D曲面手机保护膜的研究	该项目旨在开发一种用于曲面玻璃的出货或者使用保护膜，目前市面上曲面保护的热弯玻璃成本高易碎裂且对屏下指纹辨识有影响，热弯PET易回弹，贴合容易翘边，TPU则使用体验差，表面易刮伤。本项目利用特殊的叠层结构及中间自主研发的光固化定型层，可在UV光照时快速达到曲面定型的效果。公司已申请专利，属于国内领先水平	小批量试产阶段	——

资料来源：鼎泰高科问询函，鼎泰高科招股书，山西证券研究所

手机防窥膜、车载光控膜、MiniLED膜是公司研发的新款功能性膜产品，且手机防窥膜放量可期。手机防窥膜和车载光控膜均属于光控膜产品，其核心壁垒在于光学结构的设计和加工稳定性、胶水的配方研发、量产的稳定性等。目前光控膜产品市场的开发情况为：公司的手机防窥膜产品定位于中高端市场，具备国产替代属性，目前已经实现批量产销，成为膜产品的主要收入来源之一；车载光控膜目前行业集中度高，市场份额主要由少数的外资公司掌控，公司将紧抓新能源汽车高速发展的“窗口期”，加速产品研发和市场推广，并积极参与客户的前期开发、打样和认证，力争早日实现批量供货。除此以外，公司也在积极推进MiniLED磨砂防爆膜的研发，目前已逐步进入下游厂商的认证体系，部分已陆续开始小批量供货。

表 6：鼎泰高科新款功能性膜产品研发进展

项目名称	用途	研发进度	研发目标	技术水平
防窥膜的研究	该项目研究一种防隐私泄露的保护膜，不仅具有优异的光学透过率且具备稳定的可视角度，用于手机，平板，电脑等显示器表面，实现防止隐私泄露的效果	批量产销	开发一种可用于手机，平板，电脑，等显示器表面防止隐私泄露的保护膜，可视角度为28-35度，无漏光点，无结构线等外观问题	该技术生产的防窥膜，防窥角度为28-35度，透过率大于62%，无漏光点结构线，高温高湿稳定性高
MiniLED磨砂防爆膜的研究	该项目应用于MiniLED领域，应用于MiniLED板表面，具有特定光学特性并通过特殊设计对MiniLED拼接白边进行改善，推动MiniLED在直显领域的占比提升	小批量试产阶段	通过结构和材料光学设计，完成至少一款磨砂防爆膜应用于MiniLED领域；改善MiniLED色差和拼接白边问题	通过特殊的光学和结构设计，解决MiniLED拼接白边问题，推动MiniLED应用领域拓展

资料来源：鼎泰高科招股书，公司公告，山西证券研究所

## 5. 公司具备设备自主研发能力，设备外销有望成为潜在增长点

公司具备生产设备自主研发能力，可以有效降低成本、提升效率。公司的设备研发由子公司鼎泰机器人开展，鼎泰机器人拥有多位资深设备研发人员，在公司工作年限多在 10 年以上，人员相对稳定、经验丰富；且设备相关软硬件均为鼎泰机器人自主研发，拥有核心技术。基于多年来生产加工形成的相关经验，鼎泰机器人自 2010 年成立以来的即展开对开槽机、研磨机的研发、测试及生产，成功研发出高精密多工位磨削机床并投入生产。目前，公司用于钻针、铣刀产品生产的设备大部分为鼎泰机器人自产，用于标准化数控刀具产品批量化生产的设备也为鼎泰机器人自主生产。相较于进口设备，公司自研设备具有显著的优势：①自研设备的生产周期比进口设备更短，从组装生产设备到生产线正式投入使用仅需约两个月，可以迅速响应客户扩大产能的需要；②自研设备的成本显著低于进口设备，并且通过优化产品生产工艺、修正设备相关参数等措施可以提升生产效率和良品率。目前公司逐步将部分设备由内需转向外销，并已经开始布局相关营销渠道，积极开拓市场份额，建立多层次、广覆盖的客户网络。

图 15：鼎泰高科智能化设备产品图示



资料来源：公司官网，山西证券研究所

除部分生产设备外，鼎泰高科也可以对外销售智能钻针仓储系统等其他产品。鼎泰机器人对外销售的产品包括智能钻针仓储系统、研磨机、等离子清洗机、精密零部件、数控刀具磨床等。其中，智能钻针仓储系统作为优势产品，可以按套销售，同时也可根据客户的场地要求分开单独销售其中的配针机、退机针、激光打标机、研磨机等，它可以为 PCB 客户的钻孔工序提供全自动化的存储、检测、分拣、研磨、配针和退针及下限预警等功能，并可通过二维码实现钻针的全流程可追溯与全生命周期管控，为客户降本增效。

图 16：鼎泰高科智能钻针仓储系统图示



资料来源：鼎泰高科微信公众号，山西证券研究所

## 6. 盈利预测及估值对比

### （一）收入拆分及盈利预测

我们按照产品类型进行拆分来预测公司未来的业绩，具体包括钻针、铣刀及其他刀具（含铣刀、数控刀具、超硬刀具/PCB 特殊刀具）、刷磨轮、功能性膜产品、自动化设备、其他主营业务、其他业务。

#### 一、营业收入预测。

（1）钻针。假定募投项目 2024 年可以投产，则 2023-2025 年钻针产能分别为 84000、132000、132000 万支；假定 2023-2025 年钻针产能利用率分别为 98.00%、80.00%、99.00%（预期 2023 年开工率恢复、2024 年新产能投产 60%左右、2025 年新产能基本满产），产销率分别为 94.00%、95.00%、96.00%，则可以得到 2023-2025 年钻针销量分别为 77380.80、100320.00、125452.80 万支；假定 2023-2025 年钻针平均单价分别为 1.32、1.30、1.29 元/支（PCB 行业竞争激烈，预期价格还会有所回落），则可得到 2023-2025 年钻针销售收入分别为 1025.07、1308.88、1618.34 百万元。

（2）铣刀及其他刀具（含铣刀、数控刀具、超硬刀具/PCB 特殊刀具）。①铣刀：假定募投项目 2024 年可以投产，则 2023-2025 年铣刀产能分别为 8620、26620、26620 万支；假定 2023-2025 年铣刀产能利用率分别为 98.00%、70.00%、99.00%（预期 2023 年开工率恢复、2024 年新产能投产 60%左右、2025 年新产能基本满产），产销率分别为 92.63%、94.22%、93.15%（近三年平均值），则可以得到 2023-2025 年铣刀销量分别为 7824.92、17556.68、24549.80 万支；假定 2023-2025 年铣刀平均单价分别为 1.81、1.75、1.72 元/支（PCB 行业竞争激烈，预期价格还会有所回落），则可得到 2023-2025 年铣刀销售收入分别为 141.99、308.05、422.26 百万元。②数控刀具：假定 2023-2025 年数控刀具销量分别为 201.33、309.33、372.33 万支（预期 2024



年新产能投产 60%左右、2025 年新产能基本满产），平均单价分别为 27.61、26.61、26.11 元/支（PCB 行业竞争激烈，预期价格还会有所回落），则可得到 2023-2025 年数控刀具销售收入分别为 55.59、82.31、97.21 百万元。③超硬刀具/PCB 特殊刀具：假定 2023-2025 年 PCB 特殊刀具销量分别为 557.68、917.68、1127.68 万支（预期 2024 年新产能投产 60%左右、2025 年新产能基本满产），平均单价分别为 5.35、5.05、4.85 元/支（PCB 行业竞争激烈，预期价格还会有所回落），则可得到 2023-2025 年 PCB 特殊刀具销售收入分别为 29.82、46.31、54.65 百万元。

（3）刷磨轮。公司募投项目未新增刷磨轮产能，假定 2023-2025 年钻针产能为 5.88 万支；假定 2023-2025 年刷磨轮产能利用率分别为 72.00%、74.00%、76.00%（预期随着 PCB 行业发展公司刷磨轮产能利用率不断提高），产销率分别为 106.14%、105.48%、105.84%（近三年平均值），则可以得到 2023-2025 年刷磨轮销量分别为 5.46、5.55、5.69 万支；假定 2023-2025 年刷磨轮平均单价分别为 1858.09、1853.09、1848.09 元/支（PCB 行业竞争激烈，预期价格还会有所回落），则可得到 2023-2025 年刷磨轮销售收入分别为 101.45、102.85、105.15 百万元。

（4）功能性膜产品。考虑到手机防窥膜等产品放量可期，我们认为未来功能性膜产品业务有望迎来快速发展，故假定 2023-2025 年功能性膜产品营收同比增速为 179.20%、90.00%、50.00%，则可得到 2023-2025 年功能性膜产品销售收入分别为 76.00、144.40、216.60 百万元。

（5）自动化设备。考虑到公司可供销售的设备种类和价值量有望提升，我们认为未来自动化设备业务也有望迎来快速发展，故假定 2023-2025 年自动化设备销量同比增速为 20.00%、15.00%、10.00%，平均单价分别为 19.23、24.23、29.23 万元/台，则可得到 2023-2025 年自动化设备销售收入分别为 20.35、29.49、39.13 百万元。

（6）其他。假设 2023-2025 年其他主营业务销售收入分别为 18.29、20.12、22.13 百万元，假设 2023-2025 年其他业务销售收入分别为 29.42、32.36、35.59 百万元。

## 二、毛利率预测。

考虑到公司将持续提升高端钻针及涂层钻针占比，功能性膜产品、自动化设备、数控刀具放量可期，我们认为未来钻针、功能性膜产品、自动化设备、铣刀及其他刀具等的毛利率均有望提升。具体而言，我们假设：①钻针 2023-2025 年毛利率分别为 40.32%、40.92%、41.62%；②铣刀及其他刀具 2023-2025 年毛利率分别为 27.20%、27.40%、27.60%；③刷磨轮 2023-2025 年毛利率分别为 70.00%、71.00%、72.00%；④功能性膜产品 2023-2025 年毛利率分别为 18.00%、22.00%、20.00%；⑤自动化设备 2023-2025 年毛利率分别为 40.00%、42.00%、44.00%；⑥其他主营业务 2023-2025 年毛利率分别为 30.00%、30.00%、30.00%；⑦其他业务 2023-2025 年毛利率分别为 10.00%、10.00%、10.00%。

基于上述假设,我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.98、20.75、26.11 亿元,增速分别为 22.9%、38.5%、25.8%,净利润分别为 2.86、3.74、4.58 亿元,增速分别为 28.5%、30.8%、22.3%,对应 EPS 分别为 0.70、0.91、1.12 元,以 4 月 26 日收盘价 17.97 元计算,对应 PE 分别为 25.7X、19.7X、16.1X。

表 7: 2023-2025 年公司主营业务收入预测 (百万元)

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总收入</b>	<b>967.30</b>	<b>1,222.45</b>	<b>1218.65</b>	<b>1497.97</b>	<b>2074.78</b>	<b>2611.07</b>
yoy	38.13%	26.38%	-0.31%	22.92%	38.51%	25.85%
<b>一、钻针</b>	<b>665.80</b>	<b>822.29</b>	<b>848.79</b>	<b>1025.07</b>	<b>1308.88</b>	<b>1618.34</b>
yoy	37.57%	23.50%	3.22%	20.77%	27.69%	23.64%
<b>二、铣刀及其他刀具</b>	<b>127.78</b>	<b>202.70</b>	<b>187.76</b>	<b>227.40</b>	<b>436.68</b>	<b>574.12</b>
yoy	70.83%	58.63%	-7.37%	21.11%	92.03%	31.48%
<b>1. 铣刀</b>	<b>84.37</b>	<b>132.16</b>	<b>122.28</b>	<b>141.99</b>	<b>308.05</b>	<b>422.26</b>
yoy	76.99%	56.64%	-7.47%	16.12%	116.95%	37.07%
<b>2. 数控刀具</b>	<b>30.74</b>	<b>47.85</b>	<b>42.58</b>	<b>55.59</b>	<b>82.31</b>	<b>97.21</b>
yoy	66.25%	55.66%	-11.01%	30.54%	48.08%	18.10%
<b>3. 超硬刀具/PCB 特殊刀具</b>	<b>12.67</b>	<b>22.69</b>	<b>22.89</b>	<b>29.82</b>	<b>46.31</b>	<b>54.65</b>
yoy	46.81%	79.08%	0.89%	30.26%	55.32%	18.01%
<b>三、刷磨轮</b>	<b>83.12</b>	<b>98.76</b>	<b>98.96</b>	<b>101.45</b>	<b>102.85</b>	<b>105.15</b>
yoy	12.28%	18.82%	0.20%	2.52%	1.38%	2.24%
<b>四、功能性膜产品</b>	<b>19.32</b>	<b>24.69</b>	<b>27.22</b>	<b>76.00</b>	<b>144.40</b>	<b>216.60</b>
yoy	9.28%	27.80%	10.25%	179.20%	90.00%	50.00%
<b>五、自动化设备</b>	<b>34.20</b>	<b>29.49</b>	<b>12.55</b>	<b>20.35</b>	<b>29.49</b>	<b>39.13</b>
yoy	100.47%	-13.77%	-57.45%	62.17%	44.90%	32.70%
<b>六、其他主营业务</b>	<b>21.68</b>	<b>20.14</b>	<b>16.63</b>	<b>18.29</b>	<b>20.12</b>	<b>22.13</b>
yoy	-8.75%	-7.10%	-17.43%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>七、其他业务</b>	<b>15.40</b>	<b>24.37</b>	<b>26.74</b>	<b>29.42</b>	<b>32.36</b>	<b>35.59</b>
yoy	70.73%	58.25%	9.73%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: Wind, 山西证券研究所

## (二) 可比公司估值对比

目前国内从事与公司类似业务的公司主要包括中钨高新(000657.SZ, 主要由子公司金洲精工承担)、欧科亿(688308.SH)、新锐股份(688257.SH)、华锐精密(688059.SH), 可作为同行业可比上市公司, 考虑到中钨高新 2025 年尚未有 Wind 一致预期, 故从中剔除。

表 8：2022-2025 年可比公司估值对比

代码	名称	股价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688308.SH	欧科亿	56.35	2.35	3.01	3.84	4.67	24.02	18.74	14.66	12.06
688257.SH	新锐股份	35.70	1.64	2.25	2.97	3.67	21.73	15.85	12.02	9.73
688059.SH	华锐精密	127.60	3.95	5.53	7.66	9.73	32.30	23.06	16.66	13.12
	可比公司平均						26.02	19.22	14.45	11.64
301377.SZ	鼎泰高科	17.97	0.54	0.70	0.91	1.12	33.07	25.74	19.68	16.09

注：鼎泰高科 EPS 及 PE 值为自行测算，其余均为 Wind 一致预期

资料来源：Wind 一致预期（截至 4 月 26 日），山西证券研究所

我们预测 2023-2025 年公司的估值分别为 25.74X、19.68X、16.09X，高于可比公司平均估值 19.22X、14.45X、11.64X。考虑到 1) 公司是钻针领域龙头企业，高端钻针和涂层钻针占比逐步提升有望进一步巩固公司的全球领先地位；2) 公司积极布局数控刀具、自动化设备及功能性膜产品等新业务，业绩增长有望加速；3) 公司于 2022 年 11 月上市，目前仍处于估值消化期，估值偏高相对合理；综上所述我们看好公司未来的发展，但考虑到 PCB 行业及消费电子市场的恢复节奏仍有一定不确定性，对公司首次覆盖，给予公司“买入-B”评级。

## 7. 风险提示

消费电子及 PCB 行业恢复不及预期的风险；技术工艺变革影响公司竞争力的风险；原材料价格波动及供应风险；市场竞争加剧风险；海外市场拓展风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	990	1782	1941	2162	2904
现金	68	862	612	430	825
应收票据及应收账款	577	574	852	1096	1333
预付账款	4	6	7	11	11
存货	293	314	431	584	696
其他流动资产	48	26	40	41	39
<b>非流动资产</b>	846	1154	1506	1770	1691
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	546	584	905	1166	1228
无形资产	71	93	97	102	111
其他非流动资产	228	477	504	501	351
<b>资产总计</b>	1836	2936	3447	3931	4595
<b>流动负债</b>	689	499	728	842	1066
短期借款	209	69	69	69	69
应付票据及应付账款	392	294	544	631	853
其他流动负债	87	136	115	142	144
<b>非流动负债</b>	226	248	240	237	218
长期借款	118	136	132	128	110
其他非流动负债	108	111	108	110	109
<b>负债合计</b>	915	746	968	1080	1284
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	360	410	410	410	410
资本公积	68	1065	1065	1065	1065
留存收益	491	714	1000	1375	1832
归属母公司股东权益	920	2189	2479	2851	3310
<b>负债和股东权益</b>	1836	2936	3447	3931	4595

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	237	156	219	231	517
净利润	237	223	286	374	458
折旧摊销	75	80	85	125	156
财务费用	15	13	16	27	32
投资损失	0	-0	0	0	0
营运资金变动	-91	-169	-167	-295	-129
其他经营现金流	1	9	0	-0	0
<b>投资活动现金流</b>	-212	-343	-437	-389	-77
<b>筹资活动现金流</b>	-10	1010	-33	-24	-45
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.54	0.70	0.91	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.38	0.53	0.56	1.26
每股净资产(最新摊薄)	2.24	5.34	6.04	6.95	8.07

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1222	1219	1498	2075	2611
营业成本	751	747	922	1293	1633
营业税金及附加	8	9	9	13	17
营业费用	30	37	40	57	74
管理费用	72	89	102	136	173
研发费用	74	80	93	128	162
财务费用	15	13	16	27	32
资产减值损失	-15	-14	-18	-25	-31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	275	246	317	414	506
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	275	246	316	414	506
所得税	38	23	30	39	48
<b>税后利润</b>	237	223	286	374	458
少数股东损益	-0	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	238	223	286	374	458
EBITDA	364	323	396	537	658

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	26.4	-0.3	22.9	38.5	25.8
营业利润(%)	31.0	-10.5	28.5	30.7	22.3
归属于母公司净利润(%)	34.9	-6.3	28.5	30.8	22.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.6	38.7	38.5	37.7	37.5
净利率(%)	19.4	18.3	19.1	18.0	17.5
ROE(%)	25.8	10.2	11.6	13.1	13.8
ROIC(%)	19.8	9.0	10.4	12.1	12.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.9	25.4	28.1	27.5	28.0
流动比率	1.4	3.6	2.7	2.6	2.7
速动比率	0.9	2.9	2.0	1.8	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.4	2.1	2.1	2.1	2.2
应付账款周转率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>估值比率</b>					
P/E	31.0	33.1	25.7	19.7	16.1
P/B	8.0	3.4	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	21.0	20.9	17.7	13.4	10.3

资料来源：最闻、山西证券研究所



### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话: 010-83496336

