凿岩工具龙头，内生外延打造硬质合金产业链一体化平台型公司

新锐股份(688257)

推荐(首次)

核心观点：

新锐股份主要从事硬质合金及工具的研发、生产和销售，拳头产品牙轮钻头市占率国内第一，澳洲、南美市场第三，硬质合金产量国内前十。公司凭借牙轮钻头等产品及服务，成为必和必拓、力拓集团、FMG、巴西淡水河谷、智利国家铜业公司等的供应商，且凭借该主导产品被工信部认定为第三批专精特新“小巨人”企业，是机械制造领域典型的细分领域龙头企业。

凿岩工具年市场空间超 400 亿，公司在凿岩工具领域已具备一定的技术优势和市场地位，未来拓展新产品+新市场+新区域。公司拳头产品牙轮钻头属凿岩工具的一种，凿岩工具年市场空间约为 420 亿，且作为一种工业耗材市场需求稳定。公司作为凿岩工具龙头企业，技术水平已达到与海外巨头山特维克、阿特拉斯等相媲美的程度，有望随着产能扩充提升市占率，拓展新产品、新市场、新区域。预计公司今年牙轮钻头产能 3.4 万套，IPO 募投将新增产能 2 万套，预计未来二期达产后产能达到 7 万套。

硬质合金领域布局全面，内生外延多元发展打造刀具平台。新锐股份 2020 年硬质合金产量 910 吨，产量位列全国前十，IPO 募投项目规划新增产能 1600 吨，随着募投产能的释放，公司硬质合金市占率有望进一步提升。公司硬质合金下游涉及矿用、切削及耐磨，布局全面，未来战略规划在切削工具领域发力，提升棒材产能，参股锑玛进入非标整硬刀具领域，拟收购株洲韦凯进入数控刀片领域，打造刀具平台型企业。

盈利预测及投资建议：随着公司募投产能的释放，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 9.31 亿、12.89 亿、16.41 亿，同比增长 27%、39%、27%，实现归属于母公司净利润 1.58 亿、2.32 亿、3.12 亿，同比增长 27%、47%、34%，对应 EPS 为 1.71、2.50、3.36 元，对应 PE34 倍、23 倍、17 倍，公司作为在细分领域具备全球竞争力的龙头公司，未来 2-3 年随着募投产能释放进入加速增长阶段，给与公司 2022 年 30 倍 PE 的目标估值，对应目标市值 70 亿，目标价 75 元，首次覆盖给与“推荐”的投资评级。

风险提示：疫情反复导致需求不及预期；扩产节奏低于预期；竞争加剧导致盈利能力降低；外延进度低于预期。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	7.30	9.31	12.89	16.41
收入增长率	5.19%	27.47%	38.53%	27.32%
归母净利润（亿元）	1.14	1.58	2.32	3.12
净利润增速	37.36%	26.56%	46.68%	34.39%
毛利率	39.59%	38.96%	38.60%	38.71%
摊薄 EPS(元)	1.66	1.71	2.50	3.36
PE	42	34	23	17

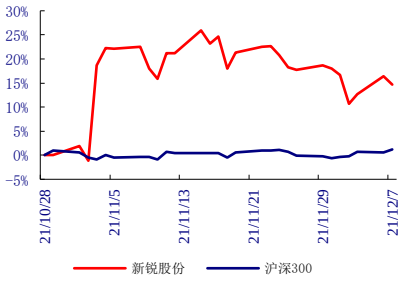
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师
鲁佩
☎：02120257809
✉：lupei_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130521060001

分析师
范想想
☎：010-80927663
✉：fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130518090002

市场数据	2021-12-07
A 股收盘价(元)	57.15
股票代码	688257
A 股一年内最高价(元)	62.77
A 股一年内最低价(元)	49.28
上证指数	3,595.09
市盈率	41.04
总股本（万股）	9,280
实际流通 A 股（万股）	2,006
流通 A 股市值(亿元)	11

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目 录

一、新锐股份：凿岩工具龙头，典型的机械制造领域专精特新小巨人企业 2
（一）公司简介 2
（二）财务情况：业务稳步增长，盈利能力较高 7
（三）战略定位硬质合金产业链一体化平台，募投扩产助力公司战略布局 9
二、凿岩工具：全球 400 亿市场空间，新锐市占率国内第一、海外重点市场第三 11
（一）全球 400 亿市场空间，下游主要为矿山开采、基建及石油钻采 11
（二）新锐牙轮钻头产品国内第一、海外重点市场第三，产品性能媲美山特维克、阿特拉斯，进入全球主流矿企 12
三、硬质合金：产量 top10 企业，布局全面，多元发展打造刀具平台 14
（一）我国是硬质合金大国，但深加工比例低 14
（二）高端化、深加工、国产化、输出服务是产业发展方向，产业链内兼并收购或是路径 18
（三）新锐股份硬质合金产量全国前十，着力发展切削工具产品 19
四、发展配套产品，从产品供应商到解决方案提供商 22
五、盈利预测和投资建议 22
（一）公司收入成本拆分 22
（二）投资建议 23
六、风险提示 25
附：公司财务预测表 26

一、新锐股份：凿岩工具龙头，典型的机械制造领域专精特新小巨人企业

（一）公司简介

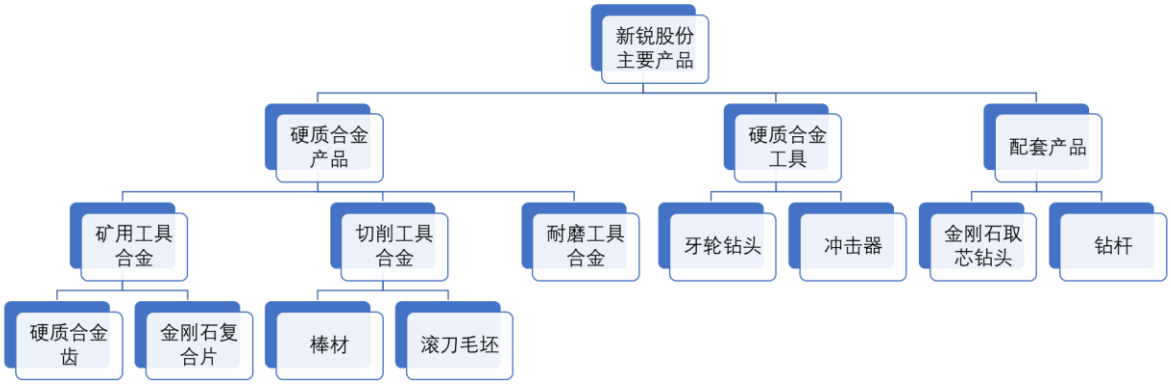
新锐股份主要从事硬质合金及工具的研发、生产和销售，经过多年发展，实现了硬质合金生产、工具制造以及矿山耗材综合服务的产业链贯通，成为必和必拓（BHP）、力拓集团（Rio Tinto）和 FMG 等全球铁矿石巨头的直接供应商，并通过经销商渠道进入巴西淡水河谷（VALE）、智利国家铜业公司（CODELCO）的供应链体系。

2020 年，公司凭借硬质合金、牙轮钻头等主导产品，被江苏省工业和信息化厅认定为江苏省制造业小巨人，2021 年 8 月，公司被工信部认定为**第三批专精特新“小巨人”**。

1、公司产品

公司主要产品包括**硬质合金工具**（2020 年收入 3.04 亿，占比 41.68%）、**硬质合金产品**（2020 年收入 2.38 亿，占比 32.63%）及**配套产品**（2020 年收入 1.73 亿，占比 23.66%）。其中，硬质合金工具以牙轮钻头为主（占硬质合金工具收入比重超过 90%），其他包括冲击器、潜孔钻等；硬质合金产品包括矿用硬质合金（占硬质合金产品收入比重 44.27%）、切削工具合金（占比 34.27%）、耐磨工具合金（占比 20.51%）；配套产品指的是公司向海外大型矿山企业提供开采勘探耗材综合解决方案的同时提供的外购配套产品，主要包括钻杆、金刚石取芯钻头等。

图 1：新锐股份主要产品



资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

图 2：新锐股份部分主要产品列举

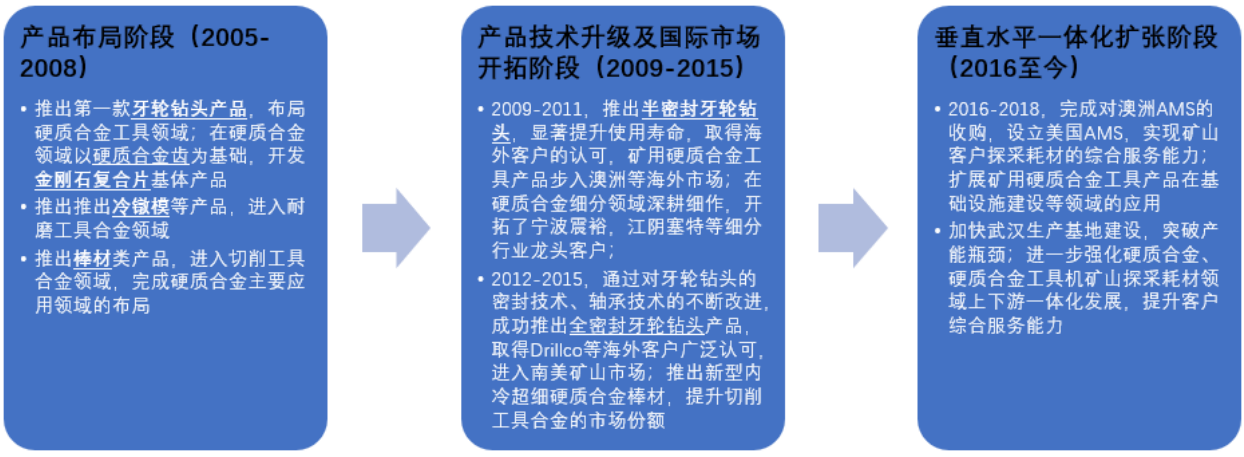
资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

2、历史沿革

公司自设立以来，坚持以硬质合金为基础，以工具制造为突破口，以具备客户整体服务能力为目标，形成了硬质合金和工具制造上、下游产业一体化发展的运营模式，并积极开拓海外市场，已具备与山特维克、阿特拉斯等跨国公司在牙轮钻头等矿用硬质合金工具细分领域竞争的能力。

公司成立于 2005 年，发展经历了产品布局（2005 年-2008 年）阶段、产品技术升级及国际市场开拓（2009 年-2015 年）阶段以及垂直水平一体化扩张阶段（2016 年至今）。

图 3：新锐股份历史沿革



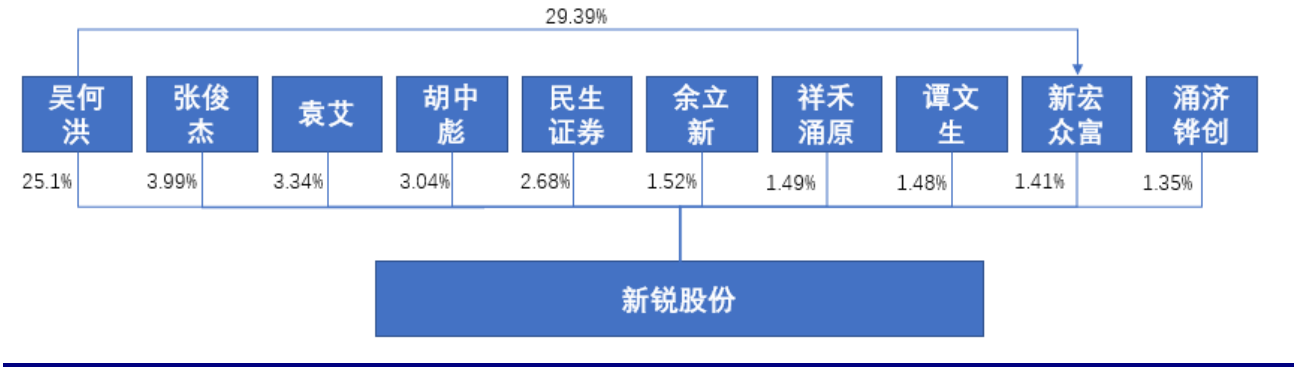
资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

3、公司治理

董事长吴何洪为公司控股股东及实际控制人，直接持有公司 25.1%的股权。吴何洪先生毕业于华中科技大学，硕士研究生，高级工程师。1998 年毕业进入江钻股份，1998-2006 年任江

钻股份（现石化机械）副总裁，主管油用牙轮钻头销售及硬质合金经营管理。2006 年，吴总率领团队创业，成立新锐股份，深耕硬质合金工具及硬质合金制品两大领域，致力于成为世界一流的硬质合金工具制造及服务提供商。前十大股东中，吴何洪、张俊杰、袁艾、余立新、谭文生为公司董监高及核心技术人员，新宏众富为公司持股平台。

图 4：新锐股份股权结构（截至 2021 年 10 月 27 日）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 1：新锐股份董监高简介

姓名	职务	简介
吴何洪	董事长、总裁	华中科技大学硕士研究生，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； 2005 年 3 月至今，历任新锐硬质合金董事长、总经理、总裁等职务，任虹锐咨询执行董事，虹锐投资董事长，新宏众富执行事务合伙人，锑玛工具董事
袁艾	董事、副总裁	硕士研究生学历，高级会计师 1992 年 7 月至 1999 年 8 月，于江钻股份公司牙掌车间先后担任工艺员，技术组长，副主任等职务； 1999 年 9 月至 2000 年 7 月，于华中科技大学攻读财务与金融硕士学位； 2000 年 8 月至 2004 年 6 月，历任江钻股份公司各事业部财务经理； 2004 年 7 月至 2012 年 4 月，历任新锐副总经理，董事，副总裁财务负责人等职务
周玉平	董事、副总裁	硕士研究生学历，高级工程师 1985 年至 2012 年，历任江汉石油管理局钻井处工程师，江钻股份公司任经理、部长，江苏飞达工具有限公司任总经理，江钻股份上海分公司副总总经理，新奥燃气总经理 2012 年 5 月至今，历任苏州新锐副总裁、董事
余立新	副总裁	材料学博士，国家科技进步二等奖获得者 1988 年 8 月至 2005 年 4 月，历任江汉石油管理局钻头厂热工工艺助理工程师，工程师、技术管理主任、材料研究工程师、新材料事业部产品所所长 2004 年 8 月至今，历任苏州新锐副总经理、型材事业部总经理等职务
刘国柱	财务负责人、董事会秘书	本科学历. 曾任江汉石油钻头股份有限公司职员，历任新锐硬质合金财务经理，财务部部长，财务总监，董事会秘书.

资料来源：wind，中国银河证券研究院

核心技术人员激励到位，专业背景强。公司的核心技术人员包括余立新、刘勇、谭文生、杨汉民、陆庆忠、李宁和周伟。综合来看，公司核心技术人员学历背景强，行业从业年限长经验丰富，在所研究领域获得相应学术成果及专利，是公司产品能达到国际领先水平的重要保障。公司针对核心技术人员也制定了积极有效的激励措施，除 2019 年新增核心技术人员周伟外，公司其他核心技术人员均持有公司股份。截至 2020 年 12 月 31 日，公司拥有 89 名研发人员，占员工总数的 12.33%。

表 2：新锐股份核心技术人员简介

姓名	职位	持股	行业从业年限	学历背景	个人学术成果	专利情况	对公司的贡献
余立新	副总裁、技术研发中心主任、金属陶瓷项目组组长	直接持股 140.9 万股	32 年	博士研究生学历，华中科技大学材料学专业	在国内外专业期刊上发表论文 40 余篇；组织承担 3 项国家级研发项目、3 项省部级研发项目、4 项地市级研发项目；获得国家技术发明二等奖 1 次、湖北省技术发明一等奖 1 次	发明专利 13 项，实用新型专利 1 项	从事硬质合金、金属陶瓷、金属热处理等方面的理论研究和技术开发工作
刘勇	监事会主席、事业部总经理	直接持股 113 万股	32 年	硕士研究生学历，武汉理工大学项目管理专业	组织承担省级科技项目 1 项	发明专利 1 项，实用新型专利 17 项	建立了公司的产品开发管理体系，成功开发了矿用牙轮钻头、水井牙轮钻头、旋挖和非开挖等多种凿岩类产品。成功研发密封矿用三牙轮钻头、掌尖保护、特殊掌背设计等专利技术，将矿用牙轮钻头寿命提高 50%以上。组织编写了《牙掌工艺设计手册》《牙轮工艺设计手册》《产品使用手册》等。

谭文生	事业部技术专家	直接持股 137 万股	36 年	本科学历，合肥工业大学粉末冶金专业	发明专利 3 项	参与公司粉末冶金的创建工作，主持了矿用合金、复合片基片等重大产品项目开发，建立了理化检测体系和粉末冶金质量管理体系	参与公司粉末冶金的创建工作，主持了矿用合金、复合片基片等重大产品项目开发，建立了理化检测体系和粉末冶金质量管理体系
杨汉民	事业部技术副总经理	直接持股 37 万股	25 年	硕士研究生学历，武汉理工大学材料科学与工程专业	在国内核心期刊上发表科技论文 3 篇；指导参与完成 3 项地市级研发	发明专利 10 项，实用新型专利 6	主导型材事业部模具产品的材料、工艺、产品设计开发工作及市场开拓，主导棒材工艺优化工作，以及其他新材料、新工艺研究工作
陆庆忠	事业部技术副总经理	通过新宏众富持股 15 万股	28 年	硕士研究生学历，华中科技大学机械工程专业	在国内核心期刊上发表科技论文 3 篇；指导并参与完成 4 项地市级研发项目	发明专利 7 项，实用新型专利 4 项	主持公司矿用硬质合金产品的牌号开发，产品改进，研究方向包括超粗晶粒硬质合金、三相硬质合金、梯度硬质合金、双层复杂基体的研究与开发
李宁	事业部技术副总经理	通过新宏众富持股 10 万股	27 年	硕士研究生学历，华中科技大学工业工程专业	在国内核心期刊发表论文 2 篇	实用新型专利 6	从事以牙轮钻头为主的凿岩工具的产品开发和技术服务、工艺制造、实验研究、设备和科技管理等技术研究和管理工作
周伟	金属陶瓷项目组副组长	2019 年新加入暂未持股	2 年	博士学历，南京航空航天大学材料加工工程专业	在国内外期刊上发表论文 20 余篇，并以第一作者身份在专业顶级期刊 Journal of The American Ceramic Society 上发表金属陶瓷相关的原创性成果；作为主要人员参加过 2	发明专利 4 项，实用新型专利 1 项	主要从事公司金属陶瓷的研发工作，负责新产品的研发以及金属陶瓷产业化

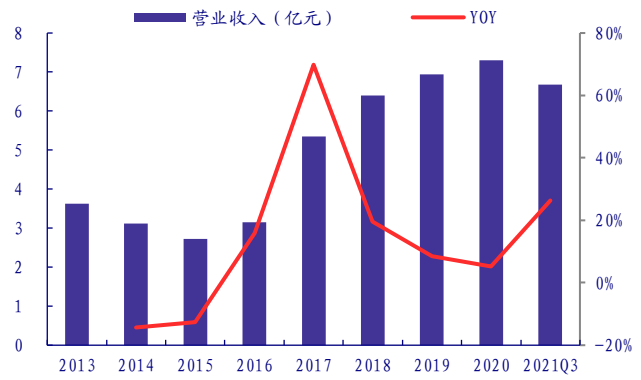
					项国家级研发、1 项省级研发项目和 1 项地市级研发项目；获评苏州工业园区科技领军人才称号		

资料来源：wind，中国银河证券研究院

（二）财务情况：业务稳步增长，盈利能力较高

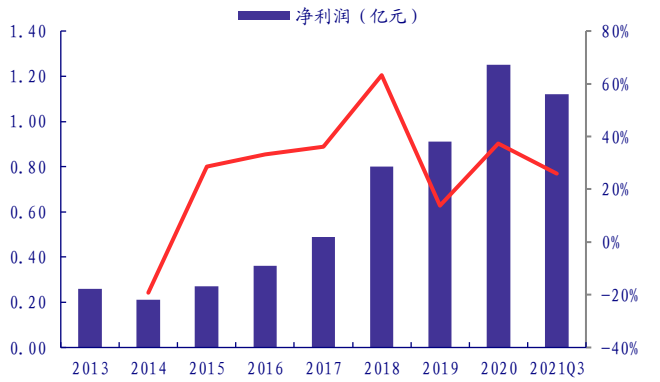
受益于产品开发及市场开拓，2015 年以来，公司收入稳步提升，过去 5 年，公司收入水平从 2005 年的 2.72 亿增长至 2020 年的 7.30 亿，5 年 CAGR 为 21.83%。受益于产能扩张，2021 年前三季度公司营业收入达到 6.67 亿，同比增长 26.39%。净利润方面，过去 5 年公司净利润 CAGR 达到 35.87%，超越收入增速，至 2020 年达到 1.25 亿。2021 年前三季度，公司实现净利润 1.12 亿，同比增长 26.02%。

图 5：新锐股份营业收入及增速



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 6：新锐股份净利润及增速

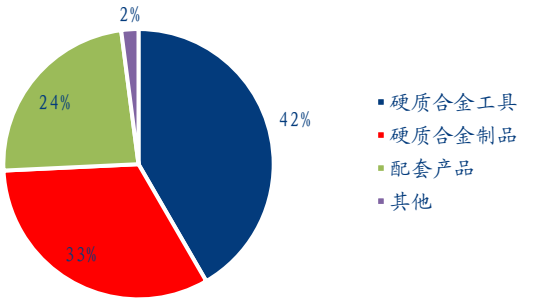


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

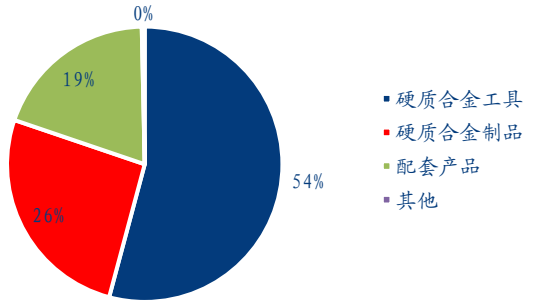
公司业务主要分为硬质合金工具、硬质合金制品及配套产品三大类。其中，硬质合金工具主要包括公司拳头产品牙轮钻头（贡献超过 90%的收入），及冲击器、潜孔钻等，硬质合金制品主要包括矿用硬质合金、切削合金及耐磨合金。2020 年公司收入构成中，硬质合金工具占比 42%，硬质合金制品占比 33%，配套产品占比 24%；毛利率构成中，硬质合金工具占比 54%，硬质合金制品占比 26%，配套产品占比 19%。

图 7：新锐股份 2020 年营业收入构成

图 8：新锐股份 2020 年毛利构成



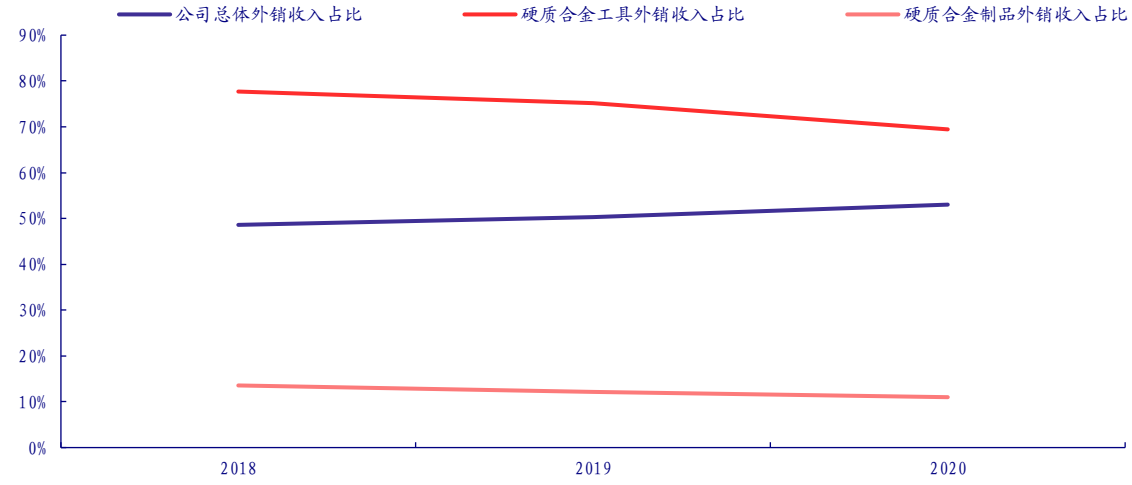
资料来源：WIND，中国银河证券研究院



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

下游矿山领域以境外客户为主，公司外销比例超 50%。公司 2020 年外销收入 3.87 亿，占比 53%，外销比例较高，主要由于公司工具业务外销比例高（2020 年外销收入 1.9 亿，占比 69%）。公司牙轮钻头等硬质合金工具业务主要服务于铁矿、铜矿等矿山企业，由于我国不是铁矿、铜矿等资源大国，因此公司境内硬质合金工具销售收入低于境外。公司工具业务内销主要应用于基建领域的旋挖、非开挖和水井牙轮钻头。公司硬质合金制品业务主要为内销，外销比例较低（2020 年制品外销收入 0.26 亿，占比 11%）。

图 9：新锐股份外销收入占比高

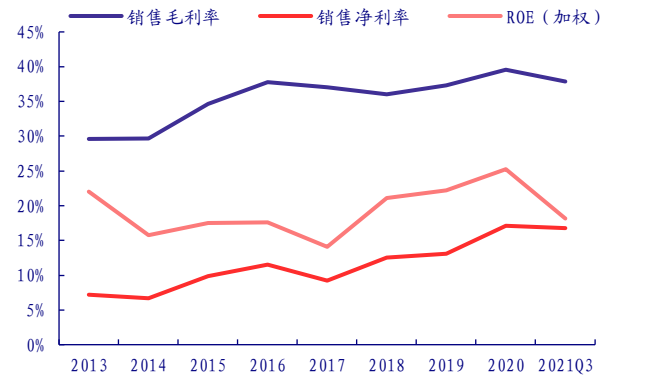


资料来源：wind，新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

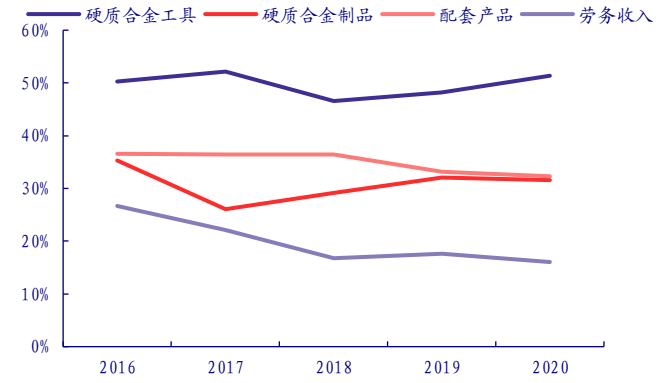
工具业务拉动，公司盈利能力高。公司近 5 年综合毛利率水平位于 35%-40%之间，整体处于较高的水平。分业务来看，硬质合金工具毛利率在 50%上下，是公司毛利率最高的产品，硬质合金制品毛利率水平在 26%-35%之间，配套产品业务毛利率水平在 32%-36%之间。受益于工具业务毛利率的提升，公司近三年毛利率水平趋势向上。2017 年起，公司净利率及 ROE 水平有所提升，2020 年公司净利率达到 17.11%，ROE（加权）达到 25.25%，整体盈利能力处于机械行业较高水平。

图 10：新锐股份毛利率、净利率、ROE

图 11：新锐股份分业务毛利率



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

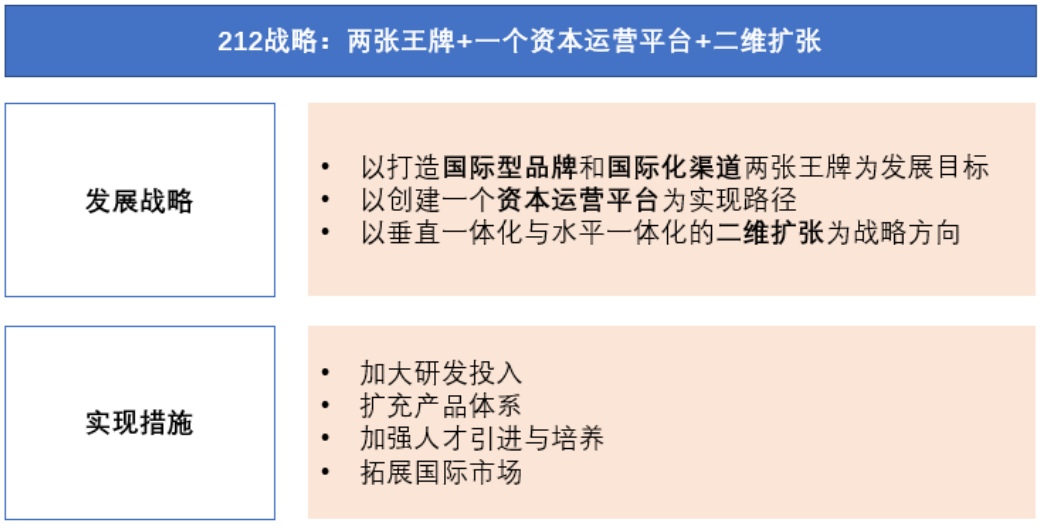


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

（三）战略定位硬质合金产业链一体化平台，募投扩产助力公司战略布局

新锐股份制定了“212 战略”，即“两张王牌+一个资本运营平台+二维扩张”。公司以打造国际型品牌和国际化渠道两张王牌为发展目标，以创建一个资本运营平台为实现路径，以垂直一体化与水平一体化的二维扩张为战略方向，以创新为客户提升价值、为社会作出贡献。公司 2021 年 10 月 27 日完成 IPO 首发上市，共募资资金 13.5 亿元，超募 6 亿元。充沛的募集资金将进一步助力公司战略布局。

图 12：新锐股份“212 战略”



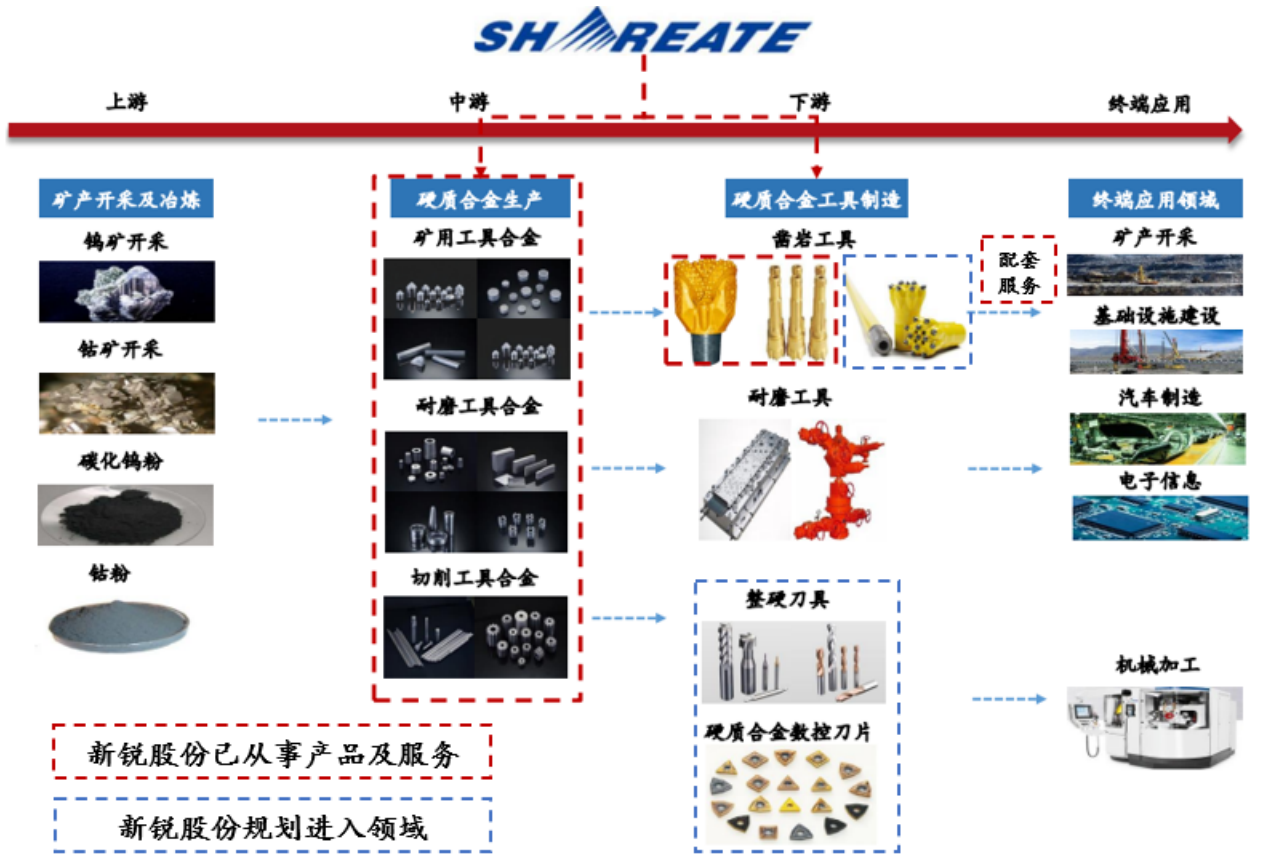
资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

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，硬质合金工具制造，以及硬质合金工具的应用场景，具体包括机械加工、石油和地矿挖掘、汽车制造和航空航天等行业。

目前，新锐股份涉及硬质合金制品生产的三个主要领域（矿用、耐磨及切削）以及凿岩工

具领域，未来公司将进一步拓展硬质合金工具领域，在凿岩工具领域进一步丰富产品布局，进入切削工具领域，发展整硬刀具及数控刀片等产品，打造硬质合金产业链一体化平台。

图 13：新锐股份所涉及硬质合金产业链



资料来源：新锐股份，中国银河证券研究院

公司 IPO 募集资金主要投资于硬质合金制品建设、牙轮钻头制品建设等项目中去，均为目前已有业务的产能扩张，有助于解决公司产能瓶颈，提升市占率，进一步巩固和提升市场地位。

表 3：IPO 募投项目

项目名称	项目总投资额（亿元）	项目概况	计划建设期
硬质合金制品建设项目	2.33	实施主体为子公司武汉新锐，完成后新增产能 1600 吨/年	18 个月
牙轮钻头建设项目	1.88	实施主体为子公司武汉新锐，完成后新增产能 2 万只/年	18 个月
研发中心建设项目	0.84	实施主体为子公司武汉新锐，完成后进一步增强公司研发实力	2 年
补充流动资金	2.3	缓解公司的资金压力，降低资产负债 率，提高公司偿债能力，增强公司盈利能力，使公司财务结构更为优化	
合计	7.35	-	-

资料来源：wind，中国银河证券研究院

二、凿岩工具：全球 400 亿市场空间，新锐市占率国内第一、海外重点市场前三

全球凿岩工具年市场空间约为 420 亿，下游主要为矿山开采、基建、石油钻采等领域，凿岩工具是这些领域的关键工作部件及耗材，市场需求稳定。新锐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及南美洲等地区的市场占有率位列前三。

（一）全球 400 亿市场空间，下游主要为矿山开采、基建及石油钻采

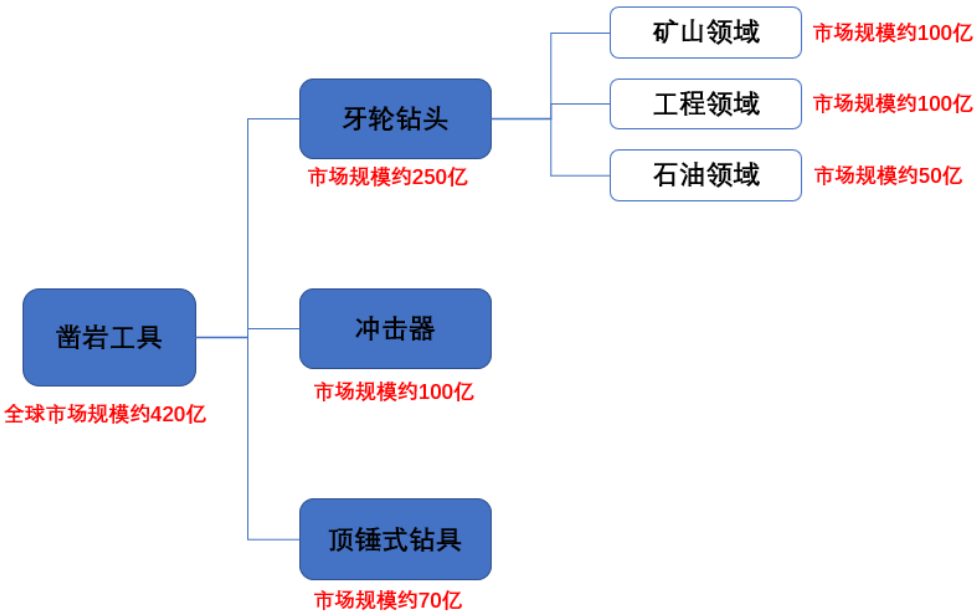
凿岩工具，是一种矿山地质工具，主要是指与矿山机械配套，可用于在岩石（或矿石）上进行钻凿炮的工具，主要包括**牙轮钻具**、**潜孔钻具**、**顶锤钻具**、**天井钻进钻具**等，下游主要应用于**矿山开采**、**基础设施建设**、**石油钻采**等领域。全球规模以上的凿岩工具生产商约 200 家，全球年市场规模约 420 亿元（QY Research）。

图 14：凿岩工具典型产品列举

资料来源：山特维克官网，中国银河证券研究院

牙轮钻头是凿岩工具代表产品之一，普遍应用在矿山开采、石油钻采、基础设施建设等领域。根据 QY Research 统计的数据，2019 年全球三牙轮钻头市场规模达到了 211 亿元，预计 2026 年将达到 256 亿元，年复合增长率(CAGR)为 2.8%。

图 15：凿岩工具各类产品市场空间



资料来源：QY Research，新锐股份，中国银河证券研究院

凿岩工具先进企业主要分布在美国、欧洲、加拿大等工业发达国家及地区，全球领先企业为山特维克、阿特拉斯等具备硬质合金、凿岩工具、凿岩机械和凿岩技术服务全产业链能力的硬质合金工模具制造大型企业。国内凿岩工具企业普遍是以凿岩工具生产为主的独立生产商，目前规模较小。

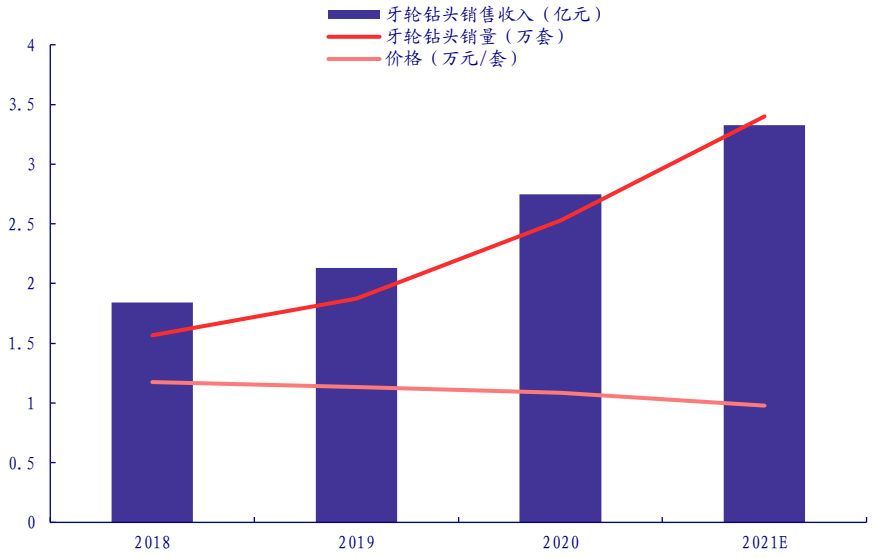
国际巨头山特维克 2020 年在采矿与岩石处理领域（Mining and rock solutions）营收达到 318.75 亿元。山特维克集团为具备全产业链服务能力的公司，该部分业务包括矿山机械设备、凿岩工具及服务，其中其凿岩工具方面能够为下游客户提供岩石钻探、岩石切割、采石和破碎等高性能的全系列凿岩工具，包括潜孔钻头，钉锤钻头，牙轮钻头等。

（二）新锐牙轮钻头产品国内第一、海外重点市场第三，产品性能媲美山特维克、阿特拉斯，进入全球主流矿企

新锐股份是国内凿岩工具领域龙头企业，2020 年凿岩工具收入达到 3.04 亿元，其中牙轮钻头收入 2.75 亿。2020 年公司牙轮钻头销售 2 万套，预计今年达到 3.4 万套（包括外协）。根据中国钢结构协会钎钢钎具分会统计信息，新锐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及南美洲等地区的市场占有率位列前三。

技术水平上来看，公司的牙轮钻头产品在多家矿山的试用过程中，在国内矿山与国内竞争对手相比处于领先水平，在海外矿山与其他国际供应商的产品对比互有高低，且总体差异较小。公司生产的矿用牙轮钻头在全球最大的铁矿石生产商巴西淡水河谷的某矿山开采中，创下单个牙轮钻头米道数 12814 米的历史最好成绩，超越了山特维克保持的记录，获得了矿山客户颁发的奖杯。

图 16：新锐牙轮钻头收入、销量及单价



资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

公司牙轮钻头产品主要用于矿山开采和基建领域，近年来矿用牙轮钻头稳步增长，基建领域高速成长。矿山开采领域，公司产品主要为外销，客户主要以海外矿山企业为主，客户包括 FMG、力拓集团等海外矿山企业及智利 Drillco 等服务于当地矿山企业的经销商，境内客户包括江西铜业、包钢集团、太钢集团等国内矿山企业。基建领域是公司近年来新开发的领域，近两年收入翻番增长。基建领域牙轮钻头主要用于国内基础设施建设，客户主要包括河北金特尔钻头有限公司、阳谷昊泉机械有限公司等经销商以及天津博为中天钻具有限公司、华元重型工程机械有限公司和北京三一智造科技有限公司等直销客户。

图 17：新锐牙轮钻头主要应用于矿山及基建领域

资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

矿山用牙轮钻头单价及毛利率高于基建。海外矿山企业对产品性能和稳定性要求较高，同时产品定价和毛利率较高，基建领域牙轮钻头的性能要求低于矿用牙轮钻头，且基建领域对成本更加敏感，因此单价和毛利率低于矿用牙轮钻头。

表 4：新锐牙轮钻头矿用及基建领域销量、价格、收入、毛利率对比

	2018	2019	2020
矿用牙轮钻头			
销量（套）	12320	12316	13193
价格（元/套）	12919	13443	14004
收入（亿元）	1.59	1.66	1.85
毛利率	51.98%	53.79%	58.60%
基建领域牙轮钻头			
销量（套）	3345	6441	12069
价格（元/套）	7448	7359	7455
收入（亿元）	0.25	0.47	0.90
毛利率	28.19%	34.29%	40.29%

资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

IPO 项目扩产牙轮钻头两万只，未来拓展新产品+新市场+新区域。本次 IPO 募投包括牙轮钻头建设项目，投资 1.88 亿在武汉扩产，完成后将新增产能 2 万套/年，预计未来二期项目达产后产能达到 7 万套。公司在凿岩工具领域已具备一定的技术优势和市场地位，未来三个发展方向：（1）提升牙轮钻头产能，提升在原有矿山开采、基建工程领域的市占率；（2）发展新市场新区域，新市场包括石油钻采、水井等，新区域包括欧洲、加拿大、非洲、印度等国际市场；（3）开发新产品，包括冲击器、顶锤式钻具等。公司冲击器产品现已有部分产能，实现一定销售，未来随着产能扩充有望进一步提升销售收入；顶锤式钻具借助代工、贴牌等方式，今年已实现销售。

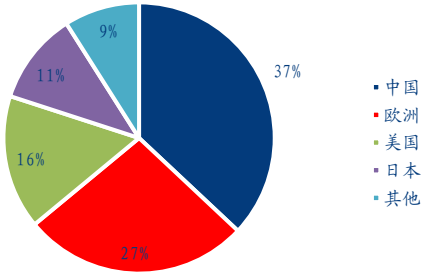
三、硬质合金：产量 top10 企业，布局全面，多元发展打造刀具平台

新锐股份 2020 年硬质合金产量 910 吨，产量位列全国前十，IPO 募投项目规划新增产能 1600 吨，随着募投产能的释放，公司硬质合金市占率有望进一步提升。公司硬质合金下游涉及矿用、切削及耐磨，布局全面，未来战略规划在切削工具领域发力，提升棒材产能，参股锑玛进入非标整硬刀具，拟收购韦凯进入数控刀片领域，打造刀具平台型企业。

（一）我国是硬质合金大，但深加工比例低

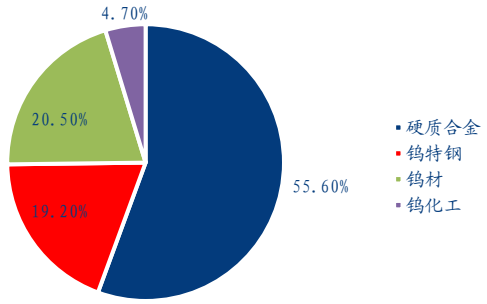
中国是世界最大钨资源储藏国，保有钨储量占全球钨资源的 58%，位居世界首位。湖南、江西两省是我国钨资源储量最丰富的省份，储量合计占到全国的 50%。钨的下游以硬质合金为主，得益于我国钨资源禀赋，我国硬质合金产量位居世界第一。根据中国钨业协会数据统计，2020 年中国硬质合金产能为 5.5 万吨，产量为 4.1 万吨，同比增长 12.33%，约占全球产量的 40%。

图 18：全球硬质合金产量分布



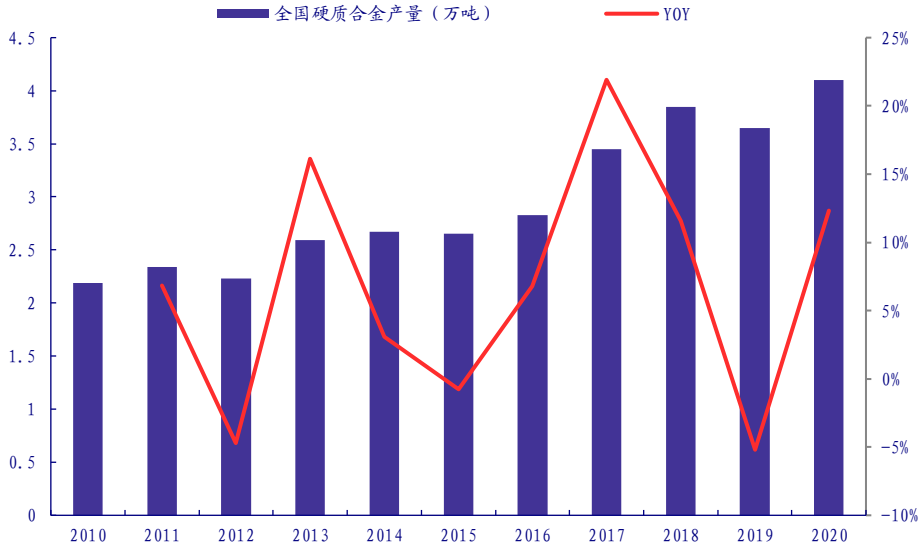
资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图 19：钨下游以硬质合金为主



资料来源：安泰科，中国银河证券研究院

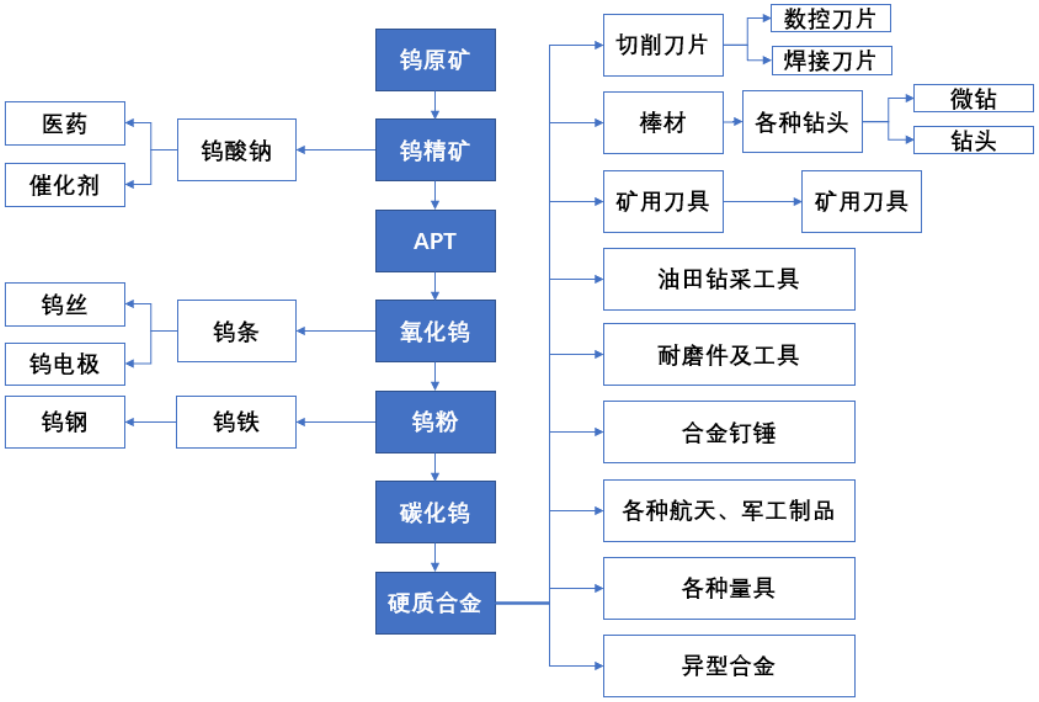
图 20：中国硬质合金产量



资料来源：中国钨业协会，中国银河证券研究院

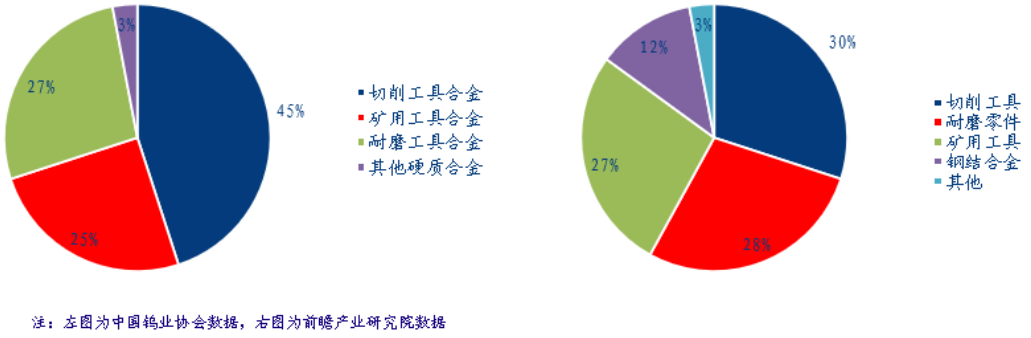
硬质合金是以高硬度难熔金属的碳化钨粉末（硬化相）为主要成分，以钴、镍等金属（粘结相）为粘结剂，经球磨、压制、烧结而成的具备极高硬度和良好耐磨性的合金材料。在硬质合金产业链中，上游主要为钨矿、钴矿开采，碳化钨，钴粉等，下游主要为切削工具、矿用工具及耐磨工具等。

图 21：硬质合金产业链



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

图 22：我国硬质合金下游需求结构

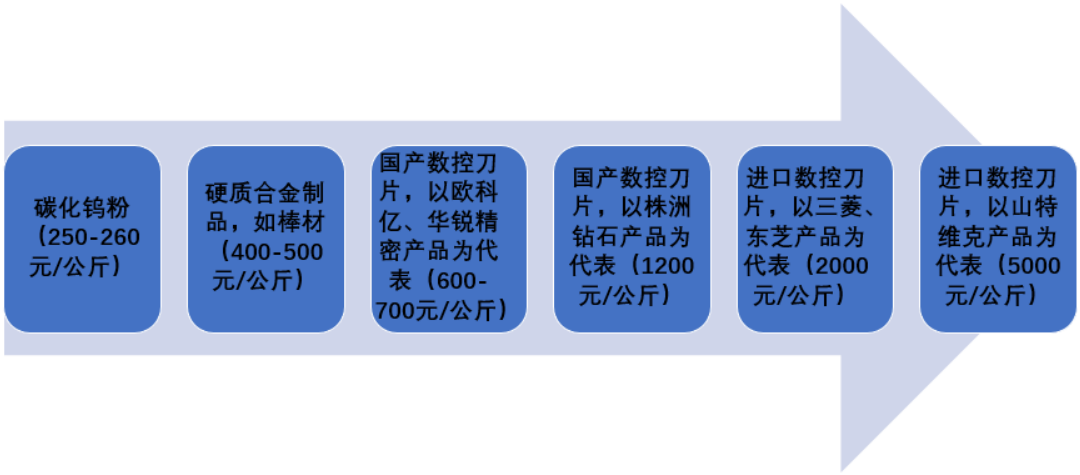


注：左图为中国钨业协会数据，右图为前瞻产业研究院数据

资料来源：中国钨业协会硬质合金分会，前瞻产业研究院，新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

硬质合金作为工业生产的中间品及耗材，广泛应用于矿山采掘、石油钻井、工程机械、金属切削机床、汽车制造、电子信息和航天军工等行业领域，被誉为“工业的牙齿”。近年来我国的硬质合金行业取得了快速的发展，但**国内产品主要以中低档为主**，无法满足国内高端制造业的需求，行业研发水平和能力、工艺水平和装备水平相较于发达国家仍有差距。**我国的硬质合金产品深加工的比例在 18%至 27%之间波动**，距西方发达国家硬质合金深加工比例仍有较大差距。

图 23：硬质合金产业链的价值量



资料来源：硬质合金商务网，中国银河证券研究院

目前全球有规模以上硬质合金生产厂商约 600-700 家。国际著名硬质合金生产厂商包括瑞典山特维克集团（Sandvik）、美国肯纳金属公司（Kennametal）、以色列伊斯卡公司（ISCAR）、卢森堡森拉天时（ceratizit）、日本三菱综合材料株式会社（Mitsubishi Matetials）与日本东芝泰珂洛株式会社（Toshiba Tungalloy）等。我国硬质合金头部公司包括中钨高新（旗下包括株洲硬质合金、自贡硬质合金、南昌硬质合金）、厦门钨业、章源钨业等，头部三家硬质合金产量市占率合计约 70%（2019 年数据），行业集中度较高。

表 5：国际主要硬质合金厂商

公司名称	简介
山特维克	山特维克集团是全球领先的先进产品制造商，其优势业务包括金属切削工具、建筑及采矿业设备设施、不锈钢材料、特种合金、金属及陶瓷电阻材料以及传动系统等。
肯纳金属	世界领先的金属切削刀具制造商，是粉末冶金和刀具装置制造业的领袖，是集科研、制造及营销为一体的跨国公司
以色列伊斯卡	世界上最大的金属切削刀具生产厂家之一，是伯克希尔哈撒韦的主要子公司之一，集研发、生产、销售为一体，从事切槽、车、铣、镗、钻、铰、刀柄系统等全系列刀具，主要经营车削、钻头、铣削、刀柄，在为航空、汽轮机、汽车、模具、机床、机床配刀提供全套解决方案上具有丰富经验。
卢森堡森拉天时	三大硬质合金生产商之一，为 Plansee 四大分公司之一
日本三菱综合材料	为一家多元化的材料生产商，以铜、水泥等基础材料为中心，同时从事用于汽车、家电等的机械零部件、电子材料与零部件、以及制造上述产品所需的道具（工具）的制造和销售，同时进行再生利用
日本东芝泰珂洛	IMC 旗下企业，致力于开发新的金属切削刀具材料和新型工业产品

资料来源：中国银河证券研究院

表 6：国内主要硬质合金厂商

序号	公司名称	简介
1	株洲硬质合金集团有限公司	均为中钨高新（000657）子公司，实控人为五矿集团
	自贡硬质合金有限责任公司	
	南昌硬质合金有限责任公司	
	株洲钻石切削刀具股份有限公司	
2	厦门金鹭特种合金有限公司	厦门钨业（600549）子公司
3	崇义章源钨业股份有限公司	章源钨业（002378）
4	株洲欧科亿数控精密刀具股份有限公司	欧科亿（688308）
5	济南市冶金科学研究所有限责任公司	通裕重工（300185）子公司
6	蓬莱市超硬复合材料有限公司	实控人为孙浩斌
7	昆山长鹰硬质合金有限公司	实控人为黄启君
8	江西江钨硬质合金有限公司	实控人为江西国资委
9	苏州新锐合金工具股份有限公司	实控人为吴何洪
10	浙江德威硬质合金制造有限公司	格林美（002340）子公司

资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

（二）高端化、深加工、国产化、输出服务是产业发展方向，产业链内兼并收购或是路径

国外硬质合金龙头企业往往也是工具生产大厂，有利于硬质合金工具产品的研发。但我国由于历史计划经济体制的原因，硬质合金生产与工具制造分由冶金和机械两个系统管理，导致合金材料和工具的生产脱节，严重影响硬质合金工具及深加工配套产品的发展。近年来我国硬质合金产品出口规模逐年扩大，企业参与国际分工程度日益加深，但由于硬质合金生产和下游工具制造的长期分割，国内至今仍未形成具备全产业链能力的硬质合金工模具制造大型企业。未来，硬质合金的开发生产和工具 研发制造将进一步整合，有利于形成产业链上下游协同发展的竞争格局，增强国内企业与国际巨头的市场竞争能力。

目前国内部分硬质合金品类产品仍以中低档为主，无法满足国内高端制造业的需求，高档硬质合金数控刀片等高技术含量、高附加值的硬质合金产品仍需从国外进口。未来产品高端化、深加工、国产化是硬质合金产业发展方向。

由于硬质合金细分产品数量众多，下游应用领域广泛，长期以来各细分市场间存在一定的壁垒，行业内企业普遍通过**新产品的持续开发**以及**产业链内的收购兼并**提升企业市场规模，增强企业竞争力。

国外硬质合金及工具制造行业龙头企业的发展过程往往伴随着行业内多次兼并收购，以山特维克为例，2018 年以来已完成对美国 Dura-Mill 公司、昆山欧思克精密工具有限公司及美国 Wetmore 公司等多家行业内企业的收购，进一步扩大了业务覆盖领域，增强了对细分领域的控制力，提升了客户的整体服务能力。

近年来，我国的硬质合金企业也逐渐加快产业整合步伐，如中钨高新收购 PCB 行业微型

刀具企业德国 HPTec，翔鹭钨业收购隆鑫泰等。

从产品输出到服务输出是行业另一发展方向。以矿用硬质合金工具为例，下游客户主要为大型能源及矿产开采企业，由于地质结构、工作环境差异较大，客户通常对各类凿岩工具产品及配套产品存在不同需求，因此能够为其提供矿山开采、勘探耗材综合解决方案的供应商通常可以成为其长期合作伙伴，亦能获得更高的附加值。

（三）新锐股份硬质合金产量全国前十，着力发展切削工具产品

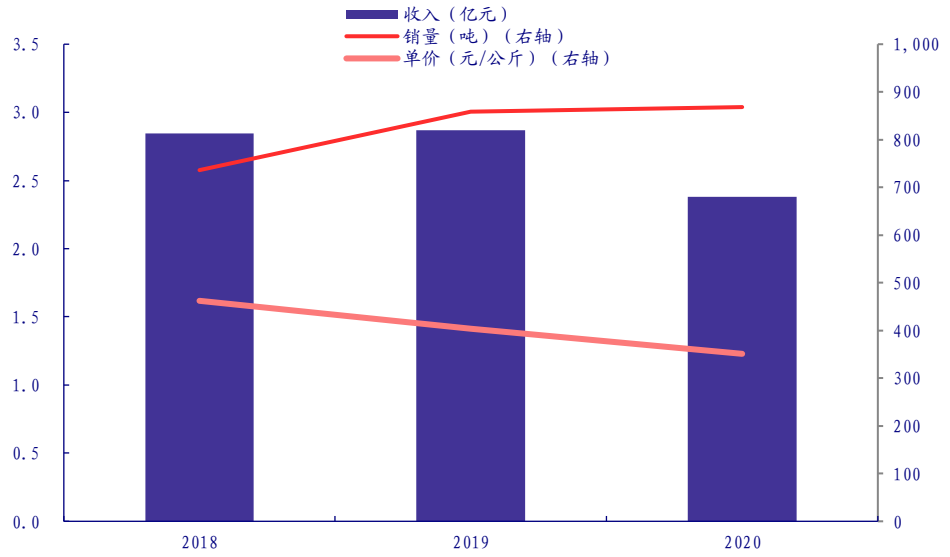
1、掌握 75 个牌号 2 万余种产品，新锐硬质合金产量全国前十

经过十余年的技术积累和创新发展，新锐股份已拥有 75 个牌号、两万余种规格的硬质合金产品，同时公司“Shareate®”品牌的矿用硬质合金工具在国内外市场取得了广泛认可，产品销售区域覆盖亚洲、欧洲、大洋洲、非洲和美洲等五大洲的 40 多个国家或地区。2020 年公司硬质合金产能为 910 吨，产量为 848 吨，销量达到 868 吨，产量位列全国前十。公司 IPO 募投项目规划新增产能 1600 吨，随着募投产能的释放，公司硬质合金市占率有望进一步提升。

2018-2020 年公司硬质合金销售收入分别为 2.84 亿、2.87 亿、2.38 亿，2020 年有所下滑的主要原因为硬质合金产品市场单价下跌，公司硬质合金销量依然保持增长。2021 年硬质合金价格呈现上涨趋势，叠加公司产能的提升，预计 2021 年公司硬质合金收入保持快速增长。

IPO 项目扩产硬质合金 1600 吨（厂房建设对应产能 3000 吨），未来有望提升市场份额。本次 IPO 募投包括硬质合金制品建设项目，投资 2.33 亿在武汉扩产，完成后新增产能 1600 吨/年，新厂房按照 3000 吨产能设计。公司硬质合金产品现有市场份额低，未来随着产能的提升有望提升市占率。

图 24：新锐硬质合金收入、销量及单价



资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院（注：公司硬质合金部分用于内销，该收入统计为外部销售收入）

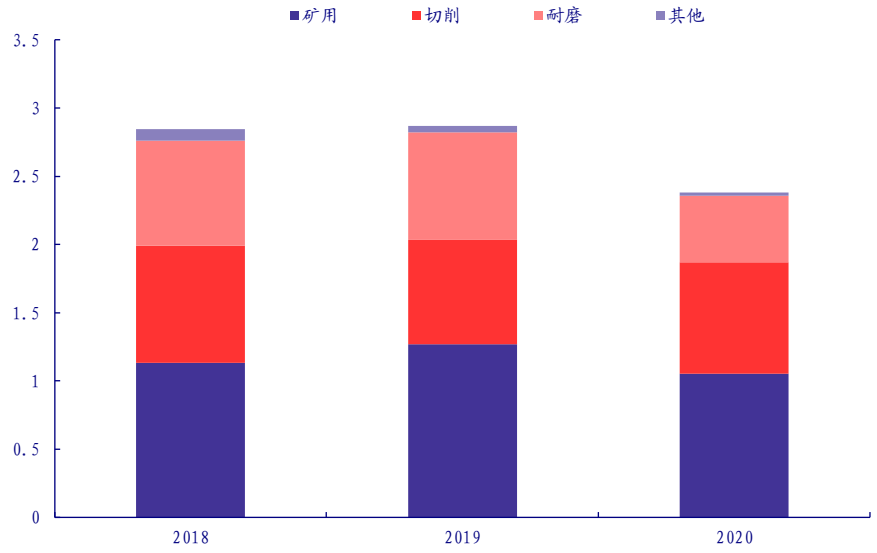
2、下游涉及矿用、切削及耐磨，布局全面，未来随产能扩充提升市占率

硬质合金下游应用主要分为切削、矿用及耐磨，公司在三大领域均有所布局，为行业内为数不多的布局全面的公司之一。公司硬质合金产品定位中高端，在矿用硬质合金领域，生产硬质合金齿、金刚石复合片基体，客户包括中国石化、四方达、哈尔滨海明润超硬材料有限公司等；在切削工具领域，生产棒材、滚刀毛坯，客户包括苏州阿诺精密、江阴塞特精密等；在耐磨工具领域，生产冲压模具合金，客户包括震裕科技等。

图 25：新锐硬质合金典型产品及客户

资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

图 26：新锐硬质合金产品按下游领域分类收入结构（亿元）



资料来源：新锐股份招股说明书，中国银河证券研究院

3、切削工具领域从制品延伸到刀具

切削工具是硬质合金应用领域最大的下游，也是深加工下价值量可提升空间巨大的领域（因此对应的市场规模大）。公司作为硬质合金产业链一体化平台型公司，未来从切削工具合金向切削工具领域拓展是必然路径，目前，公司在该领域已有布局，在非标类刀具领域，公司参股锑玛工具 20%股份（锑玛工具 2020 年营收 1.21 亿，净利润 2000 万），数控刀片领域公司拟收购株洲韦凯切入（韦凯 2021 年预计营收 5000 万级别，净利润千万级别），金属陶瓷领域公司已成立项目组研发并小批量生产。

锑玛工具主营非标准制式的硬质合金刀具设计、生产和销售，以及提供刀具整体项目解决方案。公司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。2020 年锑玛实现营业收入 1.21 亿，同比增长 23.58%，实现净利润 2035 万，同比增长 109.2%，毛利率为 40.77%，净利率为 16.84%。2021 年前三季度锑玛实现营业收入 6676 万，同比增长 25.98%，实现净利润 938 万，同比增长 41.16%。

2021 年 11 月 3 日，新锐股份发布公告，拟以不超过 1.12 亿元收购株洲韦凯切削刀具，取得不低于 66%的股份。株洲韦凯创始人刘昌斌先生曾为江钨硬质合金总经理，在江硬公司生产出有完全自主知识产权的高端数控涂层刀片，从研发到实现 1000 万片产能仅用两年时间。目前，株洲韦凯具备 800 万片/年数控刀片的生产能力，若收购完成未来有望借助上市公司力量进行进一步产能扩张。

切削刀具为典型的工业耗材，主要用于金属切削机床的加工。机床刀具全球市场规模在 2000 亿级别，每年稳定增长，中国市场规模在 400 亿级别，与制造业发展密切相关。数控化率提升、硬质合金占比提升，未来我国硬质合金数控刀具发展前景广阔。竞争格局上来说，我国刀具市场格局较为分散，制造升级大背景下高端占比提升，疫情受阻导致进口产品供应不足叠加国产进步，进口替代正当时。

四、发展配套产品，从产品供应商到解决方案提供商

公司矿用硬质合金工具的下游客户主要为大型能源及矿产开采企业，由于地质结构、 工作环境差异较大，客户通常对各类凿岩工具产品及配套产品存在不同需求，因此能够为其提供综合解决方案的供应商通常可以成为其长期合作伙伴，亦能获得更高的附加值。目前行业内龙头企业山特维克、阿特拉斯等跨国公司已明确将矿山客户服务作为其未来重点发展方向，为客户提供系统完整的解决方案。

对于矿山企业而言，矿山开采所用的牙轮钻头及其配套的钻杆、钻探配件，以及矿山勘探所用的金刚石取芯钻头及其配套的连接杆、取芯筒配件和勘探配件等均为耗材，其中钻探配件、取芯筒配件和勘探配件等配套产品种类多达几百种。矿产资源较为丰富的澳洲等地区工业能力相对较弱，当地缺乏质量优异、性价比高的耗材产品，主要依赖进口。矿山企业面对多达数百种且主要依赖进口的耗材产品，针对每一耗材品种单独选择供应商并进行采购的管理效率较低，因此通常需要耗材综合解决方案，即矿山企业只向少数耗材综合解决方案提供商提出需求，由该类耗材综合解决方案提供商给与“一站式”的服务。

公司的境外子公司澳洲 AMS 和美国 AMS 即上述耗材综合解决方案提供商，为海外矿山客户提供耗材选型咨询、耗材供应商选择和供应链管理服务，以及质量保证和售后服务，同时基于配套产品种类繁多的特点，公司外购并对海外矿山企业销售配套产品。2020 年，公司该部分配套服务产品销售收入为 1.73 亿，同比增长 10%，毛利率水平为 32.3%。

公司以矿用牙轮钻头作为突破口，“以点带面”地带动矿山服务和配套产品销售，在提高公司业绩的同时，扩大了公司产品覆盖面和对客户的影响力，也为公司未来增加产品种类，进一步提高业务规模奠定了基础。

五、盈利预测和投资建议

（一）公司收入成本拆分

假设一：硬质合金工具随着牙轮钻头等产品的产能扩张带动营业收入的增长，假设牙轮钻头产能 2021-2023 年扩充到 3.4 万套、4.4 万套、5.6 万套，下游基建领域增速高于矿用领域，各应用领域毛利率稳定；冲击器产品 2021-2023 年实现 5000 万、8000 万、1 亿级别收入，40%毛利率。

假设二：硬质合金制品随着产能扩张营收提升，假设 2021-2023 年硬质合金产能达到 1000 吨、1500 吨、2000 吨，下游切削领域增速快，毛利率假设保持稳定。

假设三：配套产品业务假设保持 20%的收入增长，毛利率稳定。

表 7：新锐股份收入成本预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
硬质合金工具				
收入	3.04	3.82	5.12	6.57
收入增速	28%	26%	34%	28%

成本	1.48	1.92	2.58	3.31
毛利	1.56	1.91	2.54	3.26
毛利率(%)	51%	50%	50%	50%
硬质合金制品				
收入	2.38	3.20	5.02	6.53
收入增速	-17%	34%	57%	30%
成本	1.63	2.19	3.44	4.47
毛利	0.75	1.01	1.58	2.06
毛利率(%)	32%	32%	32%	32%
配套产品				
收入	1.73	2.08	2.49	2.99
收入增速	10%	20%	20%	20%
成本	1.17	1.41	1.69	2.02
毛利	0.56	0.67	0.80	0.97
毛利率(%)	32%	32%	32%	32%
其他				
收入	0.15	0.21	0.26	0.32
收入增速	15%	40%	24%	24%
成本	0.13	0.17	0.21	0.26
毛利	0.02	0.04	0.05	0.06
毛利率(%)	13%	20%	20%	20%
合计				
收入	7.30	9.31	12.89	16.41
收入增速	5%	27%	39%	27%
成本	4.41	5.68	7.91	10.06
毛利	2.89	3.63	4.98	6.35
毛利率(%)	40%	39%	39%	39%

资料来源：wind，新锐股份，中国银河证券

随着公司募投产能的市场，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 9.31 亿、12.89 亿、16.41 亿，同比增长 27%、39%、27%，实现归属于母公司净利润 1.58 亿、2.32 亿、3.12 亿，同比增长 27%、47%、34%，对应 EPS 为 1.71、2.50、3.36 元，对应 PE 为 34 倍、23 倍、17 倍。

（二）投资建议

公司作为在细分领域具备全球竞争力的龙头公司，未来 2-3 年随着募投产能释放进入加速增长阶段，参考 A 股硬质合金刀具企业及机械行业专精特新企业估值，结合公司成长，给与新锐股份 2022 年 30 倍 PE 的目标估值，对应目标市值 70 亿，目标价 75 元，首次覆盖给与“推荐”的投资评级。

我们选取硬质合金数控刀片领先的三家企业中钨高新、欧科亿、华锐精密作为可比公司，

三家公司当前时点平均估值为 2022 年 PE28 倍。

表 8：A 股硬质合金刀具企业估值对比

公司代码	公司简称	市值（亿元）	PE（2022E）
000657.SZ	中钨高新	189	27
688308.SH	欧科亿	65	22
688059.SH	华锐精密	75	35
平均值		**110**	**28**

资料来源：wind，工信部，中国银河证券

我们选取机械行业 A 股有业绩预期的 35 家专精特新小巨人企业，当前平均市值 88 亿，平均估值为 2022 年 PE31 倍。

表 9：A 股典型机械行业专精特新小巨人企业估值对比

公司代码	公司简称	市值（亿元）	PE（2022E）
002833.SZ	弘亚数控	97	14
603666.SH	亿嘉和	152	25
688301.SH	奕瑞科技	397	69
603956.SH	威派格	70	19
300470.SZ	中密控股	84	23
603203.SH	快克股份	72	20
300604.SZ	长川科技	360	105
605305.SH	中际联合	113	35
301006.SZ	迈拓股份	35	11
603131.SH	上海沪工	79	25
688155.SH	先惠技术	93	29
603757.SH	大元泵业	28	10
688308.SH	欧科亿	65	22
300853.SZ	申昊科技	60	20
688633.SH	星球石墨	47	17
688017.SH	绿的谐波	191	73
688003.SH	天准科技	75	30
300833.SZ	浩洋股份	75	30
300503.SZ	昊志机电	47	19
300648.SZ	星云股份	86	37
688090.SH	瑞松科技	21	10
688059.SH	华锐精密	75	35
300786.SZ	国林科技	44	21
603912.SH	佳力图	33	17
300499.SZ	高澜股份	49	27
688022.SH	瀚川智能	62	35
688360.SH	德马科技	27	16

688025.SH	杰普特	62	37
300371.SZ	汇中股份	25	15
003025.SZ	思进智能	39	24
300946.SZ	恒而达	53	34
300823.SZ	建科机械	21	14
688113.SH	联测科技	41	31
688310.SH	迈得医疗	34	29
688305.SH	科德数控	100	107
平均值		**83**	**31**

资料来源：wind，工信部，中国银河证券

六、风险提示

疫情反复导致需求不及预期；

扩产节奏低于预期；

竞争加剧导致盈利能力降低；

外延进度低于预期。

附：公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	687.94	2047.74	2204.23	2544.52
现金	110.08	1324.90	1480.72	1606.87
应收账款	215.39	269.17	377.79	484.41
其它应收款	0.55	1.11	1.53	1.24
预付账款	4.55	5.87	8.17	10.39
存货	191.79	236.70	331.87	437.45
其他	165.57	209.99	4.15	4.15
非流动资产	298.95	519.62	753.66	918.75
长期投资	37.68	37.68	37.68	37.68
固定资产	69.52	135.19	469.23	634.32
无形资产	34.43	34.43	34.43	34.43
其他	157.33	312.33	212.33	212.33
资产总计	986.89	2567.36	2957.89	3463.26
流动负债	375.09	336.54	472.87	635.86
短期借款	59.68	0.00	0.00	0.00
应付账款	97.33	125.35	174.67	222.00
其他	218.07	211.19	298.21	413.86
非流动负债	58.78	58.78	58.78	58.78
长期借款	34.58	34.58	34.58	34.58
其他	24.20	24.20	24.20	24.20
负债合计	433.87	395.32	531.65	694.64
少数股东权益	38.36	53.63	75.99	106.11
归属母公司股东权益	514.67	2118.41	2350.25	2662.51
负债和股东权益	986.89	2567.36	2957.89	3463.26

现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	92.40	79.26	450.00	355.86
净利润	124.84	173.66	254.20	342.38
折旧摊销	13.96	29.33	65.96	84.91
财务费用	3.02	4.46	2.07	2.07
投资损失	-3.31	-4.22	-7.73	-22.16
营运资金变动	-48.44	-123.85	135.66	-51.15
其它	2.33	-0.12	-0.16	-0.21
投资活动现金流	-64.36	-245.66	-292.10	-227.64
资本支出	-29.05	-249.88	-299.84	-249.79
长期投资	-35.96	0.00	0.00	0.00
其他	0.65	4.22	7.73	22.16
筹资活动现金流	-46.77	1381.21	-2.07	-2.07
短期借款	-78.49	-59.68	0.00	0.00
长期借款	0.65	0.00	0.00	0.00
其他	31.07	1440.90	-2.07	-2.07
现金净增加额	-18.54	1214.82	155.82	126.15

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	729.76	930.56	1289.08	1641.21
营业成本	441.05	568.00	791.46	1005.97
营业税金及附加	3.66	4.66	6.46	8.22
营业费用	29.00	37.26	50.97	59.97
管理费用	61.63	78.58	102.41	122.18
财务费用	8.82	-9.89	-25.98	-28.80
资产减值损失	-1.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.31	4.22	7.73	22.16
营业利润	153.44	211.77	309.99	417.53
营业外收入	0.03	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	152.24	211.77	309.99	417.53
所得税	27.40	38.12	55.79	75.15
净利润	124.84	173.66	254.20	342.38
少数股东损益	10.98	15.28	22.36	30.12
归属母公司净利润	113.86	158.38	231.84	312.27
EBITDA	170.27	215.94	327.61	443.53
EPS（元）	1.66	1.71	2.50	3.36

主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5.15%	27.52%	38.53%	27.32%
营业利润	37.51%	38.01%	46.38%	34.69%
归属母公司净利润	49.19%	39.10%	46.38%	34.69%
毛利率	39.56%	38.96%	38.60%	38.71%
净利率	15.60%	17.02%	17.98%	19.03%
ROE	22.12%	7.48%	9.86%	11.73%
ROIC	19.67%	6.92%	8.70%	10.47%
资产负债率	43.96%	15.40%	17.97%	20.06%
净负债比率	78.45%	18.20%	21.91%	25.09%
流动比率	1.83	6.08	4.66	4.00
速动比率	1.31	5.36	3.94	3.30
总资产周转率	0.74	0.36	0.44	0.47
应收帐款周转率	3.39	3.46	3.41	3.39
应付帐款周转率	7.50	7.42	7.38	7.39
每股收益	1.66	1.71	2.50	3.36
每股经营现金	1.00	0.85	4.85	3.83
每股净资产	5.55	22.83	25.33	28.69
P/E	35.85	34.81	23.78	17.66
P/B	10.71	2.60	2.35	2.07
EV/EBITDA	24.22	19.58	12.43	8.90
P/S	5.67	5.92	4.28	3.36

数据来源：公司数据　中国银河证券研究

插 图 目 录

图 1：新锐股份主要产品.....2
图 2：新锐股份部分主要产品列举.....2
图 3：新锐股份历史沿革.....3
图 4：新锐股份股权结构（截至 2021 年 10 月 27 日）.....4
图 5：新锐股份营业收入及增速.....7
图 6：新锐股份净利润及增速.....7
图 7：新锐股份 2020 年营业收入构成.....7
图 8：新锐股份 2020 年毛利构成.....7
图 9：新锐股份外销收入占比高.....8
图 10：新锐股份毛利率、净利率、ROE.....8
图 11：新锐股份分业务毛利率.....8
图 12：新锐股份“212 战略”.....9
图 13：新锐股份所涉及硬质合金产业链.....10
图 14：凿岩工具典型产品列举.....11
图 15：凿岩工具各类产品市场空间.....11
图 16：新锐牙轮钻头收入、销量及单价.....12
图 17：新锐牙轮钻头主要应用于矿山及基建领域.....13
图 18：全球硬质合金产量分布.....15
图 19：钨下游以硬质合金为主.....15
图 20：中国硬质合金产量.....15
图 21：硬质合金产业链.....15
图 22：我国硬质合金下游需求结构.....16
图 23：硬质合金产业链的价值量.....16
图 24：新锐硬质合金收入、销量及单价.....19
图 25：新锐硬质合金典型产品及客户.....20
图 26：新锐硬质合金产品按下游领域分类收入结构（亿元）.....20

表 格 目 录

表 1：新锐股份董监高简介.....4
表 2：新锐股份核心技术人员简介.....5
表 3：IPO 募投项目.....10
表 4：新锐牙轮钻头矿用及基建领域销量、价格、收入、毛利率对比.....14
表 5：国际主要硬质合金厂商.....17
表 6：国内主要硬质合金厂商.....17
表 7：新锐股份收入成本预测.....22
表 8：A 股硬质合金刀具企业估值对比.....24
表 9：A 股典型机械行业专精特新小巨人企业估值对比.....24

分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩 机械组组长

伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 7 年，曾供职于华创证券，2021 年加入中国银河证券研究院。2016 年新财富最佳分析师第五名，IAMAC 中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师第三名，2017 年新财富最佳分析师第六名，首届中国证券分析师金翼奖机械设备行业第一名，2019 年 WIND 金牌分析师第五名，2020 年中证报最佳分析师第五名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队成员。

范想想 机械行业分析师

日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018 年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第 14 届机器人大赛团体第一名，FPM 学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系人

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn