

具备全球竞争力的矿用硬质合金龙头 增持 (首次)

2021 年 12 月 29 日

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	730	919	1,286	1,722
同比 (%)	5.2%	26.0%	39.9%	33.9%
归母净利润 (百万元)	114	148	238	314
同比 (%)	49.2%	30.0%	60.4%	32.0%
每股收益 (元/股)	1.66	1.60	2.56	3.38
P/E (倍)	39.01	40.53	25.26	19.14

投资要点

■ 国内矿用硬质合金龙头，深耕行业十数载

公司产品涵盖硬质合金制品、硬质合金工具和配套服务。其核心产品矿用牙轮钻头已达世界先进水平，国内市场销量份额遥遥领先，在海外南美、澳洲等地区销量份额前三，并进入了头部四大铁矿公司的供应体系，与全球龙头山特维克、阿特拉斯直接竞争。

公司业绩实现较快增长：2016-2020 年营收 CAGR=23.35%，归母净利润 CAGR=36.28%，海外收入占总收入比重基本保持在 50%左右。2021Q1-Q3 公司实现收入 6.67 亿元（同比+26.4%），归母净利润 1.02 亿元（同比+25.3%），在海外疫情影响下仍保持较快增长。同时碳化钨等原材料的大幅涨价也被很好地传导至下游，2021Q1-Q3 毛利率达 37.9%（同比-1.3pct），销售净利率 16.8%（同比持平）。

■ 硬质合金应用广泛，行业市场空间广阔

硬质合金：作为工业的牙齿，被广泛应用于切削、采矿、建筑等多个领域。我国是全球硬质合金产量最大的国家，近些年整体呈现增长趋势，2020 年我国硬质合金产量达到 4.1 万吨。硬质合金工具主要包括矿用硬质合金、切削硬质合金与耐磨硬质合金，新锐股份从矿用硬质合金起家，目前已覆盖切削和耐磨领域，相关核心技术达到国内领先水平，在多个细分应用领域占据较高的销量市场份额。

矿用硬质合金工具：包括牙轮钻头、冲击器等，主要应用于矿山开采、石油钻采、煤炭开采和基建四大领域，受益于全球资源开采整体呈增长趋势，市场空间广阔。根据我们测算，2020 年仅应用于铜、铁矿开采的硬质合金工具市场规模超过 13 亿美元，并且将随着矿产开采量的逐年增长而增长。

■ 技术领先+产业链整合+产能释放，国产硬质合金龙头扬帆出海

1) 技术领先：公司高管深厚的学术&产业背景，奠定了以技术为导向的发展基调。拳头产品牙轮钻头已达国际先进水平，兼具价格优势，综合竞争实力全球领先。

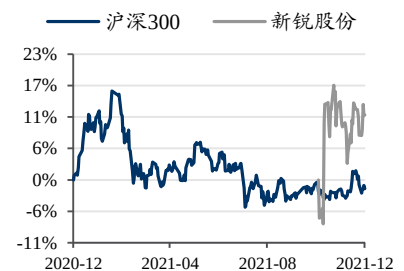
2) 产业链拓展：公司通过产业链垂直水平一体化扩展，逐步完善业务布局。**①垂直拓展：**丰富新产品种类并加强海内外服务能力，致力成为矿用耗材综合解决方案提供商；**②水平拓展：**加速全球化战略，布局石油、基建等领域，逐步扩充公司优势地域和优势领域。**③进军刀具领域：**拟收购株洲伟凯来完成在数控刀具领域的布局。

3) 产能释放：上市募集资金解决公司产能瓶颈，根据公司测算，新建产能预计年均贡献收入 8.2 亿元，净利润 1.1 亿元。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.48 亿元、2.38 亿元和 3.14 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 41/25/19 倍。考虑到公司矿用硬质合金产品竞争力全球领先，以及产能释放后的拓品和跨领域能力，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：下游需求不及预期、海外市场不可控、原材料价格波动风险、并购协同效应不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.66
一年最低/最高价	48.88/64.80
市净率(倍)	7.46
流通 A 股市值(百万元)	1297.01

基础数据

每股净资产(元)	8.67
资产负债率(%)	46.90
总股本(百万股)	92.80
流通 A 股(百万股)	20.06

内容目录

1. 新锐股份：矿用硬质合金龙头，深耕行业十数载	5
1.1. 深耕硬质合金领域十数载，实现垂直水平一体化发展	5
1.2. 股权集中度高，管理团队技术背景深厚	5
1.3. 公司产品种类丰富，结构逐步均衡	7
1.4. 营业收入逐年增长，盈利能力持续向好	9
2. 硬质合金：“大而不强”特征明显，内资龙头逐步崛起	12
2.1. 硬质合金是工业的“牙齿”，综合性能优越	12
2.2. “大而不强”特征明显，高端产品亟待国产化	14
2.3. 行业趋势：产业链整合加速，行业集中度提升下强者恒强	17
3. 矿用硬质合金工具：以牙轮钻头为代表，市场空间广阔	19
3.1. 矿产是工业的命脉，矿用硬质合金工具市场空间广阔	19
3.2. 牙轮钻头：技术壁垒高，已基本实现国产替代	21
4. 技术延展+产能释放，国产矿用硬质合金龙头扬帆出海	24
4.1. 技术领先：公司牙轮钻头性能已达国际先进水平	24
4.2. 产业链整合：垂直水平一体化，完善硬质合金工具业务布局	25
4.2.1. 垂直扩张：提供矿用耗材综合解决方案+丰富产品种类	25
4.2.2. 水平扩张：全球化发展+布局石油、基建等新领域	26
4.2.3. 收购株洲韦凯，向硬质合金数控刀具领域进发	27
4.3. 上市募资突破产能和资金瓶颈，能满足公司长期发展需求	30
5. 盈利预测与投资评级	31
6. 风险提示	33

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权集中度高, 控股子公司多维布局助力公司发展 (截至 2021 年 12 月)	6
图 3: 公司主要产品示意图.....	7
图 4: 公司业务结构愈发均衡.....	8
图 5: 2020 年硬质合金以切削和凿岩工具合金为主.....	8
图 6: 2018-2020 年牙轮钻头销量复合增速达 26.99%.....	8
图 7: 公司 2016-2020 年营业收入 CAGR=23.35%.....	9
图 8: 公司 2016-2020 年归母净利润 CAGR=36.28%.....	9
图 9: 毛利率和销售净利率持续向好.....	10
图 10: 公司毛利率水平高于行业平均.....	10
图 11: 公司分业务毛利率情况.....	10
图 12: 公司期间费用控制能力逐步增强.....	11
图 13: 公司销售费用率高于行业平均.....	11
图 14: 公司管理费用率高于行业平均.....	11
图 15: 公司研发费用率高于行业平均.....	12
图 16: 公司研发支出逐年上涨.....	12
图 17: 硬质合金制备流程.....	12
图 18: 硬质合金分类及其应用领域.....	13
图 19: 2017-2020 年全球硬质合金产量变化	14
图 20: 全球硬质合金产量区域分布 (2019)	14
图 21: 2019 年我国硬质合金产量达到 4.35 万吨.....	14
图 22: 2019 年我国硬质合金出口量增长至 8901.95 吨.....	14
图 23: 2019 年全球钨资源储量分布情况.....	15
图 24: 2019 年全球钨产量占比.....	15
图 25: 进口“其他硬质合金制的金工机械用刀及片”的平均单价约为出口价格的 6-8 倍.....	15
图 26: 国内外主要硬质合金生产企业年产量及收入情况 (图中收入和净利润单位: 亿元)	16
图 27: 硬质合金产业链及公司所处环节.....	17
图 28: 硬质合金产业链呈现出上下游一体化发展趋势.....	18
图 29: 山特维克和中钨高新近年来收购情况.....	18
图 30: 矿用硬质合金工具四大应用领域.....	19
图 31: 全球铁矿石开采量整体呈增长趋势.....	20
图 32: 全球石油行业呈稳定发展态势.....	20
图 33: 全球煤炭产量呈逐年上升趋势.....	20
图 34: 基础设施建设固定资产投资完成额逐年增长.....	20
图 35: 公司牙轮钻头剖析结构图.....	22
图 36: 公司牙轮钻头、特性与其适配岩层.....	23
图 37: 硬质合金牙轮钻头主要竞争对手 (收入与净利润单位: 亿元)	23
图 38: 公司部分核心技术介绍.....	24
图 39: 公司牙轮钻头在不同矿产中与国内外主要竞争对手的米道数对比 (单位: 米)	25
图 40: 牙轮钻头、冲击器和顶锤式钻具介绍.....	26
图 41: 新锐股份产业链垂直水平一体化发展.....	27
图 42: 公司在海外大客户方面取得突破.....	27

图 43: 公司海外营业收入逐年提升.....	27
图 44: 海外市场毛利率显著高于国内市场.....	27
图 45: 全球刀具市场规模达 2000 亿元以上.....	28
图 46: 国内刀具市场消费额稳定在 300-400 亿元.....	28
图 47: 工艺流程示意图.....	28
图 48: 硬质合金理化性能指标及含义.....	29

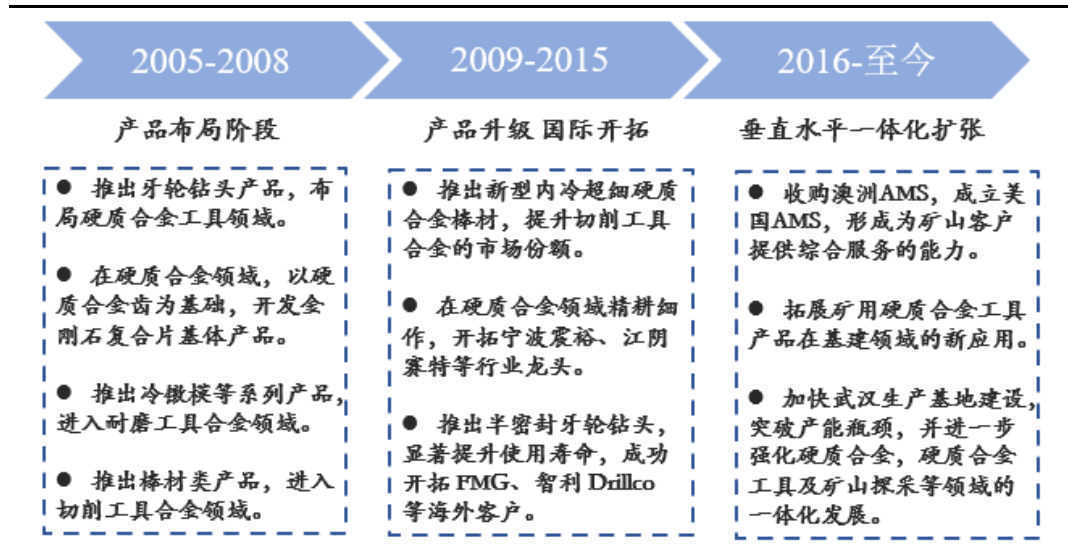
表 1: 公司管理团队技术背景深厚.....	6
表 2: 核心技术人员持股情况 (截至 2021 年 12 月).....	7
表 3: 公司主要产品下游领域分布 (2020 年).....	9
表 4: 硬质合金硬度优于高速钢, 韧性高于陶瓷和超硬材料.....	13
表 5: 测算仅铁矿和铜矿开采用凿岩工具 2020 年度市场规模就超过 13 亿美元.....	21
表 6: 牙轮钻头技术壁垒.....	22
表 7: 全流程生产工艺复杂, 行业具有高技术壁垒特性.....	29
表 8: 公司在硬质合金理化性能主要指标上与国外先进水平相当.....	30
表 9: 2018-2020 年公司主要产品产能利用率和产销率均维持高位。.....	30
表 10: 募投项目详细介绍.....	31
表 11: 公司分业务收入与毛利率情况 (各业务收入单位: 亿元).....	32
表 12: 可比公司估值 (截至 12 月 28 日收盘价, 市值和归母净利润单位均为亿元).....	33

1. 新锐股份：矿用硬质合金龙头，深耕行业十数载

1.1. 深耕硬质合金领域十数载，实现垂直水平一体化发展

新锐股份成立于 2005 年，主要从事硬质合金及工具的研发、生产和销售。经过十数年的专注研发，公司逐步掌握了矿用、切削及耐磨等应用领域的硬质合金核心技术，并将产业延伸至下游的工具制造领域，形成了硬质合金及工具制造上下游产业一体化的发展局面。2016 年后，公司积极开拓海外市场，通过收购澳洲 AMS、建立美国 AMS 来向海外矿山客户供应开采、勘探领域的矿用硬质合金工具及外购配套产品，并为其提供矿山耗材综合解决方案。目前公司已经成为必和必拓（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，公司凭借在硬质合金领域深厚的积累，被工信部认定为第三批专精特新“小巨人”企业。

图 1：公司发展历程



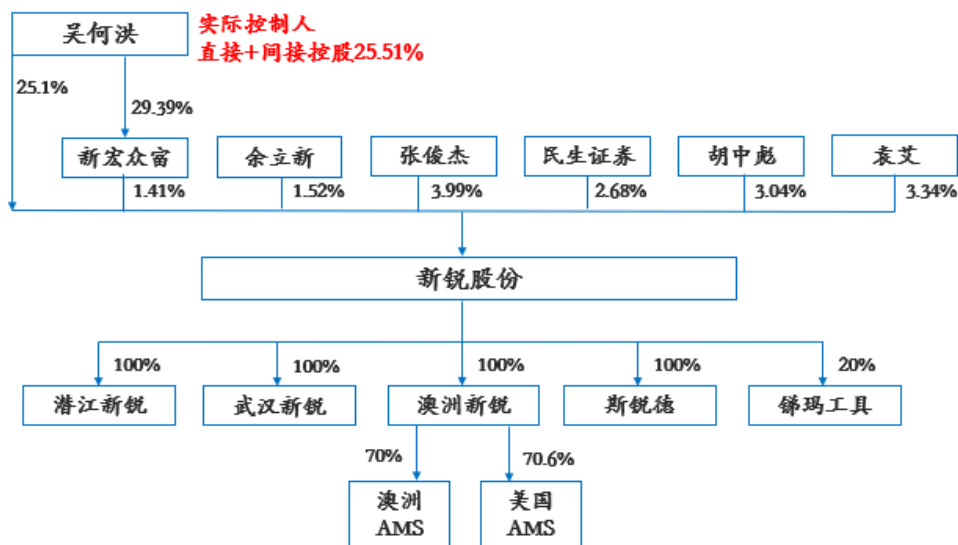
数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权集中度高，管理团队技术背景深厚

股权集中度高，结构清晰。截至 2021 年 12 月，公司实际控制人吴何洪先生直接持有公司 25.10% 的股权，通过持有新宏众富 29.39% 的股权间接持股 0.41%，合计持有公司 25.51% 的股权，股权集中度高，经营风险较小。

公司控股子公司多维布局，助力公司高速发展。截至 2021 年 12 月，公司共拥有四家子公司，其中潜江新锐和武汉新锐主要从事硬质合金的生产、研发与销售；澳洲新锐持有澳洲 AMS 70% 的股权和美国 AMS 70.6% 的股权，助力公司开拓海外市场，为海外矿山客户提供矿山耗材综合解决方案；斯瑞德主要从事矿山探采工具及配件的销售、进出口业务；此外公司还通过参股梯玛工具实现对整硬刀具领域的布局。

图 2：公司股权集中度高，持股子公司多维布局助力公司发展（截至 2021 年 12 月）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

管理团队技术背景深厚。公司管理团队主要脱胎于江钻集团的硬质合金事业部，具有深厚的技术背景，深耕硬质合金领域超过 30 年，对于技术研发十分重视。此外公司有充分的员工持股机制，有利于凝聚团队向心力，提高生产经营效率。

表 1：公司管理团队技术背景深厚

人员名称	公司职务	人员履历
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牙掌车间主任、销售服务部副经理、副总裁，现任新锐股份董事长兼总裁。
余立新	副总裁、技术研发中心主任	材料学博士。曾任江汉石油钻头股份有限公司工程师、新锐硬质合金产品所所长、技术副总经理。现任新锐股份副总裁、技术研发中心主任。
周玉平	副总裁	硕士研究生学历，高级工程师。曾任江汉石油钻头股份有限公司工程师、外贸经理、市场部部长；现任新锐股份董事、副总裁。
袁艾	副总裁	硕士研究生学历，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；现任新锐股份董事、副总裁。
刘勇	事业部总经理	硕士研究生学历，高级工程师，从事硬质合金产品技术开发工作近 30 年。
刘国柱	财务总监、董秘	本科学历，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。现任新锐股份财务总监、董事会秘书。

数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所

表 2: 核心技术人员持股情况 (截至 2021 年 12 月)

人员名称	行业从业年限	担任职务	持股方式	持股比例
余立新	32 年	副总裁, 核心技术人员	直接持股	2.02%
谭文生	36 年	核心技术人员	直接持股	1.97%
刘勇	32 年	监事会主席, 核心技术人员	直接持股	1.62%
杨汉民	25 年	核心技术人员	直接持股	0.53%
陆庆忠	28 年	核心技术人员	通过新宏众富持股	0.22%
李宁	27 年	核心技术人员	通过新宏众富持股	0.14%

数据来源: 新锐股份招股说明书, 东吴证券研究所

1.3. 公司产品种类丰富, 结构逐步均衡

公司产品具体可以分为硬质合金、硬质合金工具及配套产品。其中具体细分来看:

- 1) 硬质合金:** 包括矿用工具合金 (硬质合金齿、金刚石复合片基体、地矿刀块、截齿), 切削工具合金 (棒材、滚刀毛坯) 和耐磨工具合金 (冲压模具合金、锻造模具合金、硬质合金阀、喷嘴)。
- 2) 硬质合金工具:** 以牙轮钻头为主 (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), 包含少量其它工具 (潜孔钻具、天井滚刀)。
- 3) 配套产品:** 公司除向海外大型矿山企业销售牙轮钻头外, 还向其提供开采、勘探耗材的综合解决方案, 耗材包括金刚石取芯钻头和钻杆。

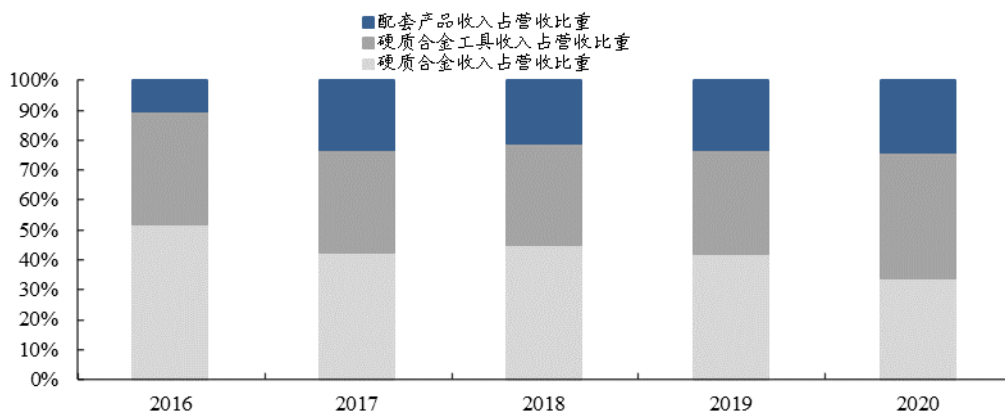
图 3: 公司主要产品示意图



数据来源: 新锐股份招股说明书, 东吴证券研究所

业务结构愈发均衡,以硬质合金与硬质合金工具为主,配套服务收入占比逐年提升。产品结构方面,2020年硬质合金和硬质合金工具业务收入占总收入的比重分别达33.25%和42.48%,然而从变化趋势来看,业务结构愈发均衡,最薄弱的配套服务业务收入占总收入的比重从2016年的10.34%提升至2020年的24.12%,标志着公司从硬质合金制品制造商逐步转型为硬质合金综合服务方案解决商。

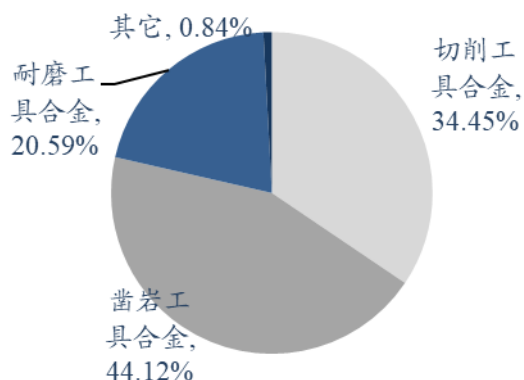
图4: 公司业务结构愈发均衡



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

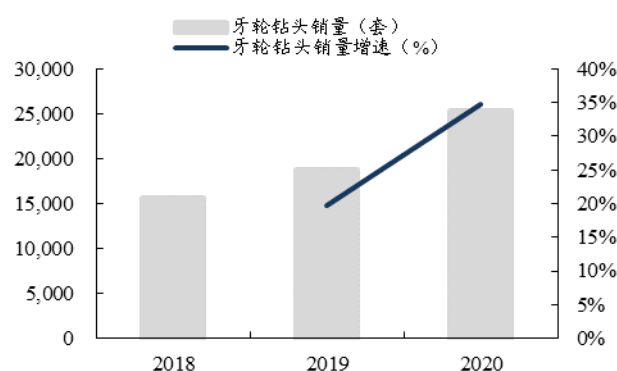
具体细分来看: 1) 硬质合金业务以切削工具合金和凿岩工具合金为主, 2020年切削工具和凿岩工具两项业务收入占到公司硬质合金业务收入的比重分别为34.45%和44.12%。2) 硬质合金工具业务2020年销售收入为3.04亿元, 占公司总收入的41.64%。其中主要产品牙轮钻头经过多年优化打磨, 性能已达到国际顶尖水平, 在国内外均具有较高的知名度。

图5: 2020年硬质合金以切削和凿岩工具合金为主



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2018-2020年牙轮钻头销量复合增速达26.99%



数据来源: 新锐股份招股说明书, 东吴证券研究所

从下游领域分布来看，公司主要产品下游集中于矿山和机械加工领域。以 2020 年数据来看，排名第一的是矿山勘探及开采业务，主要产品包括矿用工具合金和牙轮钻头，共计收入达 4.1 亿元，占总收入的 57%。排名第二位的机械加工业务，主要产品包括棒材、板材等硬质合金产品，合计收入 1.2 亿元，占总收入的 17%。基础设施建设、石油开采和煤炭开采业务目前占总收入比重较低。

表 3：公司主要产品下游领域分布（2020 年）

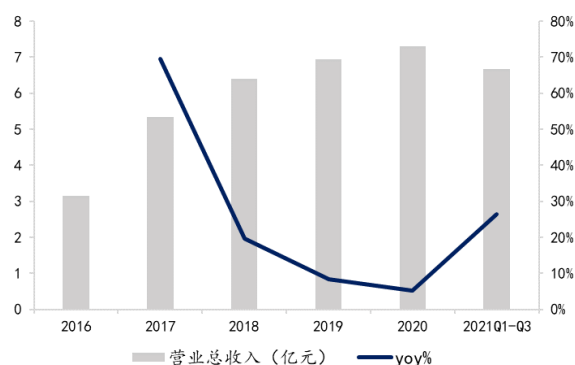
业务领域	主要产品	金额（亿元）	占比
矿山开采及勘探	矿用工具合金和牙轮钻头	4.1	57%
机械加工	棒材、板材等硬质合金产品	1.2	17%
基础设施建设	水井、旋挖、非开挖牙轮钻头	1.0	14%
石油开采	油用硬质合金齿、金刚石复合片基体、耐磨工具合金	0.6	9%
煤炭开采	采煤机械齿	0.2	3%
合计		7.1	100%

数据来源：新锐股份公告，东吴证券研究所

1.4. 营业收入逐年增长，盈利能力持续向好

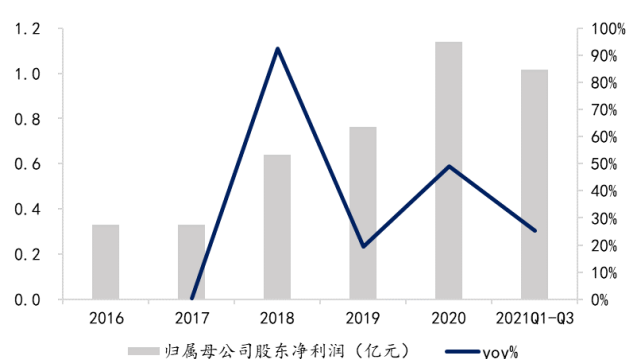
产品竞争力强+海外市场开拓，公司营收逐年增长。2016-2020 年公司营业收入从 3.15 亿元提升至 7.30 亿元，CAGR=23.35%；归母净利润也实现同步增长，从 2016 年的 0.33 亿元提升至 2020 年的 1.14 亿元，CAGR=36.28%。公司营业收入及归母净利润均逐年增长主要得益于：1）公司对现有产品进行不断的迭代升级，采用优化的轴承结构和硬质合金齿，使得现有产品的综合竞争力不断增强；2）持续开发新品，例如旋挖、非开挖和水井牙轮钻头等，并将其拓展至基建工程、石油开采等新领域；3）海外业务发展迅速，2016-2020 年公司海外营业收入从 1.41 亿元提升至 3.87 亿元，CAGR=28.84%。2021Q1-Q3 公司实现营业收入 6.67 亿元，同比+26.39%；实现归母净利润 1.02 亿元，同比+25.3%，已接近 2020 年全年水平。

图 7：公司 2016-2020 年营业收入 CAGR=23.35%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：公司 2016-2020 年归母净利润 CAGR=36.28%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率和销售净利率持续向好，毛利率水平领先于行业均值。2016-2020 年公司毛利率稳中有升，2020 年毛利率达到 39.6%。2021Q1-Q3 受到原材料价格上涨影响，毛利率略微回落至 37.9%，同比-1.3pct。销售净利率方面逐年上升，2020 年销售净利率达到 17.1%，2021Q1-Q3 销售净利率为 16.8%，较 2020 年同期基本持平。综合毛利率持续上升主要系公司生产工艺提高、主营产品成本逐渐下降。且公司综合毛利率水平持续领先于行业平均水平，盈利能力优势明显。分产品来看，2016-2020 年硬质合金工具毛利率水平稳定在 50%上下，硬质合金与配套产品毛利率相当，在 30%以上。

图 9：毛利率和销售净利率持续向好

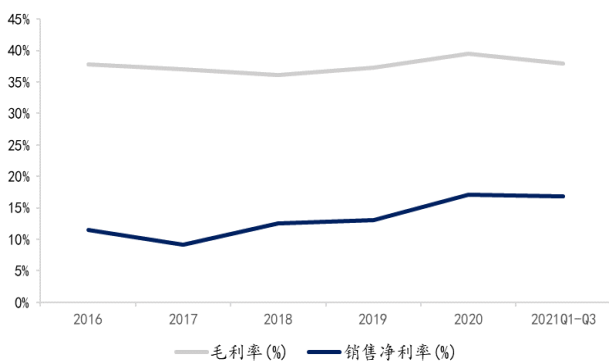
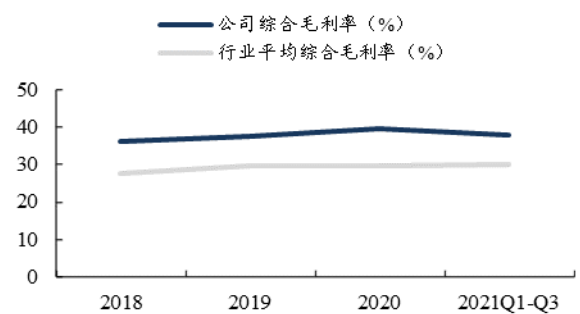


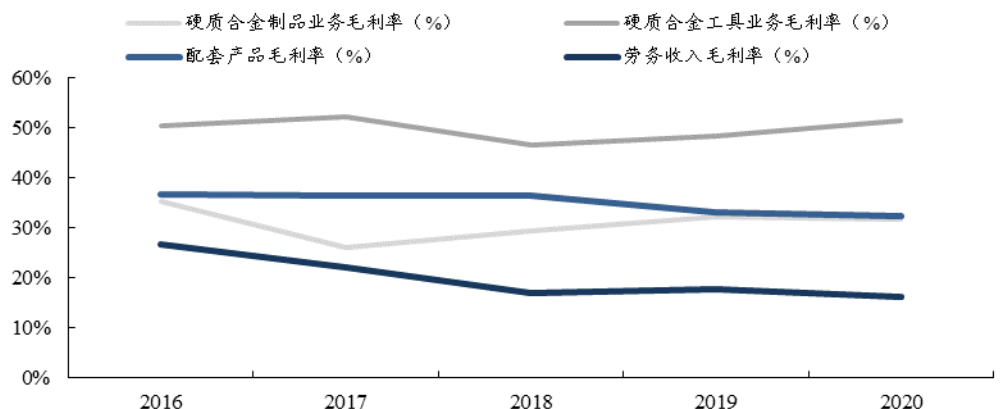
图 10：公司毛利率水平高于行业平均



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所
(可比公司：中钨高新、厦门钨业、欧科亿、华锐精密)

图 11：公司分业务毛利率情况

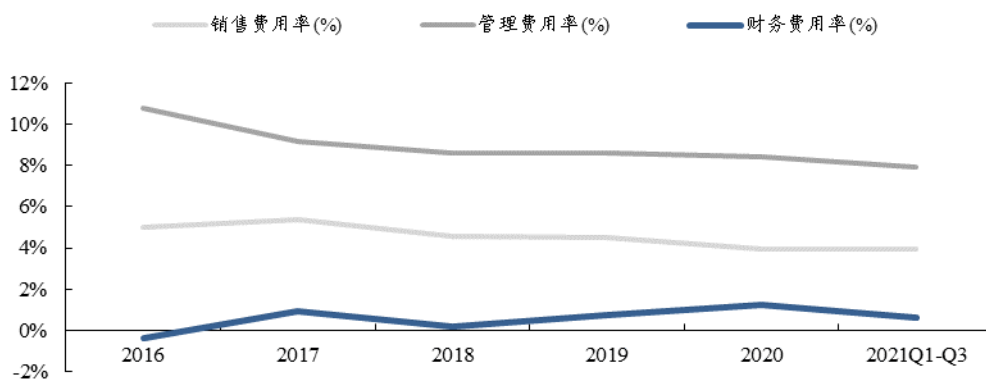


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司期间费用率控制良好，2016-2020 年销售和管理费用率逐年降低，财务费用率

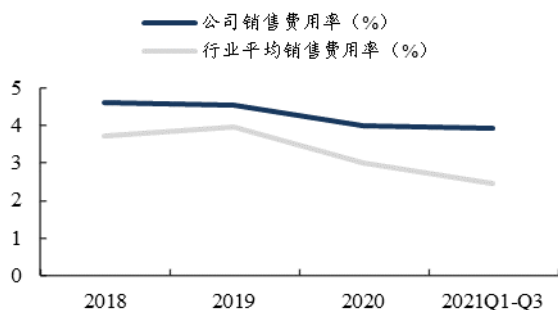
基本保持稳定。2021Q1-Q3 公司销售、管理（不含研发）和财务费用率分别为 3.93%、7.90%和 0.65%。然而和同行相比，公司销售和管理费用率均高于行业平均。主要系一方面，随着公司不断加大海外市场的开拓力度，销售费用逐年增加导致销售费用率高于行业均值；另一方面，公司较高的员工薪酬导致管理费用率高于行业平均。

图 12：公司期间费用控制能力逐步增强



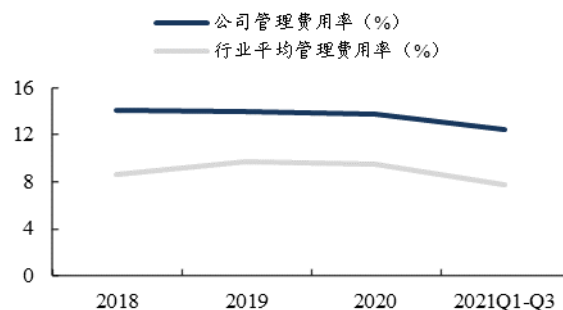
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：公司销售费用率高于行业平均



数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所
(可比公司：中钨高新、厦门钨业、欧科亿、华锐精密)

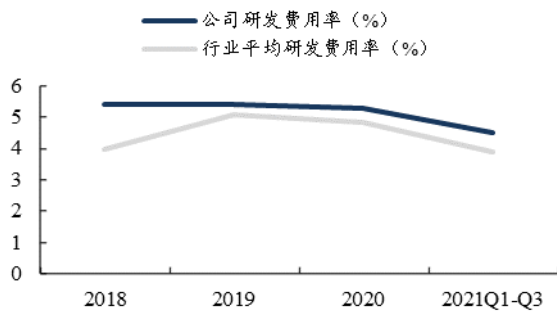
图 14：公司管理费用率高于行业平均



数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所
(可比公司：中钨高新、厦门钨业、欧科亿、华锐精密)

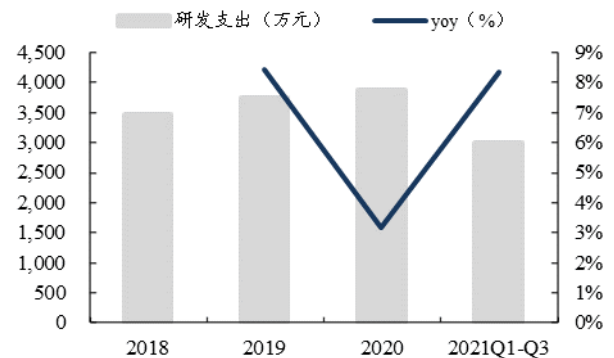
研发支出逐年上涨，竞争优势有望进一步凸显。公司重视研发创新工作，2018-2020 年公司的研发支出分别为 3456/3747/3865 万元，占营业收入的比重分别为 5.4%/5.4%/5.3%，基本保持稳定，且领先于行业均值水平。研发支出的不断增加有助于进一步提高公司产品的生产技术，增强同业竞争力。

图 15: 公司研发费用率高于行业平均



数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所
(可比公司：中钨高新、厦门钨业、欧科亿、华锐精密)

图 16: 公司研发支出逐年上涨



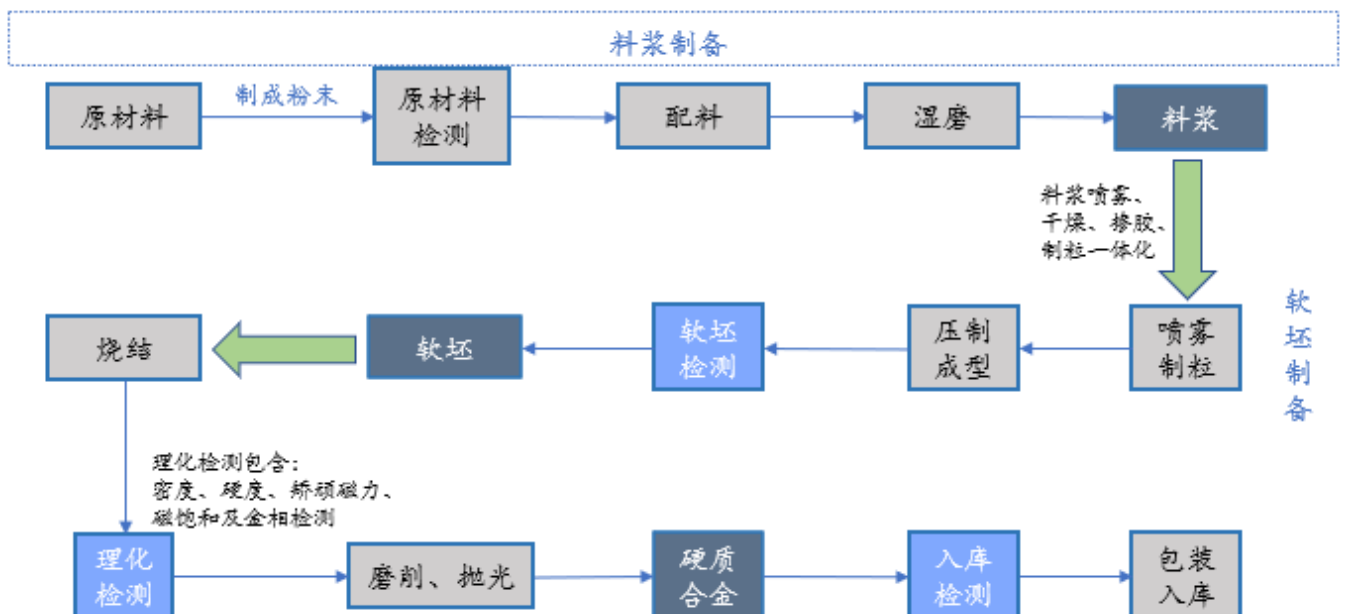
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 硬质合金：“大而不强”特征明显，内资龙头逐步崛起

2.1. 硬质合金是工业的“牙齿”，综合性能优越

硬质合金通常是以高硬度难熔金属的碳化物 (WC、TiC) 微米级粉末为主要成分，以钴 (Co) 或镍 (Ni)、钼 (Mo) 为粘结剂，在真空炉或氢气还原炉中烧结而成的粉末冶金制品。硬质合金号称“工业牙齿”，主要用于切削工具、冲压工具、模具、采矿和筑路工程机械等领域。

图 17: 硬质合金制备流程



数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所

硬质合金通常按照应用领域和碳化钨晶粒大小来进行划分。按照应用领域，主要可以分为矿用工具合金、切削工具合金和耐磨工具合金。而按照晶粒大小，则可以分为纳米晶、超细晶等共七种不同类别。通常来说，晶粒度越小，硬质合金硬度越高、耐磨性能越好，但同时韧性降低，抗冲击性较差。因此纳米晶、超细晶及亚细晶硬质合金，因其硬度高、耐磨和切削刀刃锋利等特点，广泛适用于切削工具等领域；细、中晶硬质合金主要用于对硬度和耐震强度有要求的切削工具、耐磨工具等领域；粗、超粗晶硬质合金，具有较高的抗冲击力和耐磨性，主要用于矿用工具等领域。

硬质合金具有良好的综合性能，兼具较高的硬度和韧性。将硬质合金与高速钢、陶瓷和超硬材料进行比较，相较于高速钢，其具有较高的硬度、耐磨性和红硬性；而与陶瓷和超硬材料相比，又具有较高的韧性。

图 18: 硬质合金分类及其应用领域

工具类型	2019年国内销量占比结构	应用领域	分类	晶粒度(微米)	特点
切削工具	45%	硬质合金可作用于各种各样的切削工具	纳米晶	<0.2	硬度高，耐磨、切削刀刃锋利
			超细晶	0.2-0.5	
			亚细晶	0.5-0.8	
耐磨工具	27%	有拉丝模、冷挤压模、热锻模、成形冲模等，近年各类硬质合金轧辊用量增速很快。	细晶	0.8-1.3	硬度高、耐震强度好
			中晶	1.3-2.5	
矿用工具	25%	主要用于冲击凿岩钻头、地质勘探钻头、矿山油田用潜孔钻、牙轮钻头等	粗晶	2.5-6.0	抗冲击、耐磨
			超粗晶	>6.0	
其它	3%	结构零件、高温用腔体等	-	-	-

数据来源：新锐股份招股说明书，新材料在线，东吴证券研究所

表 4: 硬质合金硬度优于高速钢，韧性高于陶瓷和超硬材料

	性能指标	优点	缺点
高速钢	硬度: HRC63-67, 热硬性: 500℃-1000℃ 切削速度: 40m/min	具有较高的强度和韧性，并具有一定的硬度和耐磨性；制造工艺简单	硬度低，红硬性差
硬质合金	硬度: HRC74-82, 热硬性: 800℃-1000℃ 切削速度: 100-300m/min	硬度、耐磨性、耐热性都很高；切削性能及耐用性远高于高速钢	抗弯强度和韧性低；导热率低，抗热冲击性较差
陶瓷	硬度: HRA91-95, 热硬性: 1200℃ 切削速度: 100-400m/min	很高的硬度及耐磨性；很高的耐热性；高化学稳定性	脆性大，强度和韧性低；导热率低，抗热冲击性较差
超硬材料刀具	人造聚晶金刚石 (PCD) 硬度: HV5000 以上, 热硬性: 700℃-800℃ 切削速度: 2500-5000m/min	极高的硬度和耐磨性；很低的摩擦系数；切削刃非常锋利；很高的导热性能；热膨胀系数比硬质合金小几倍	热硬性差，不能在高温下切削；与铁元素的亲和力很强，不易加工黑色金属

聚晶立方 氮化硼 (PCBN)

硬度: HV8000-10000,
热硬性: 1400℃-1500℃

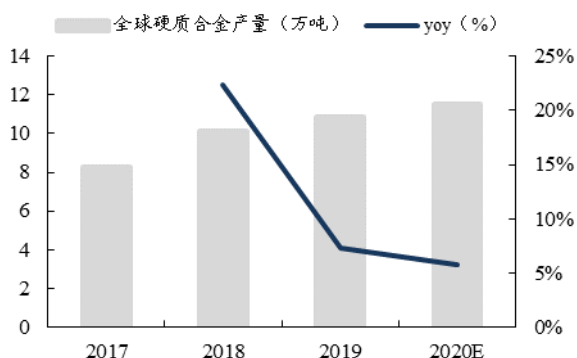
极高的硬度和耐磨性; 很高 抗冲击性能较硬质合金
的热稳定性; 优良的化学稳 差, 使用时应注意提高
定性; 较好的热导性; 较低 工艺系统的刚性, 尽量
的摩擦系数 避免冲击切削

数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

2.2. “大而不强”特征明显, 高端产品亟待国产化

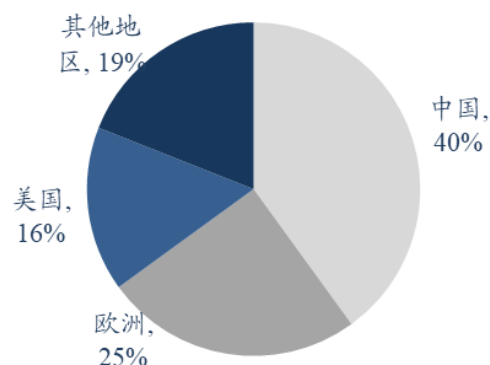
国内硬质合金行业年产值达千亿规模, 是全球最大生产地。我国的硬质合金产业始于 20 世纪 40 年代末, 经过 70 多年来的发展, 已成为硬质合金产量最大的国家。2019 年全球硬质合金产量为 10.87 万吨, 国内硬质合金产量达到 4.35 万吨 (2010-2019 年 CAGR=7.87%), 约占全球产量的 40%。

图 19: 2017-2020 年全球硬质合金产量变化



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图 20: 全球硬质合金产量区域分布 (2019)



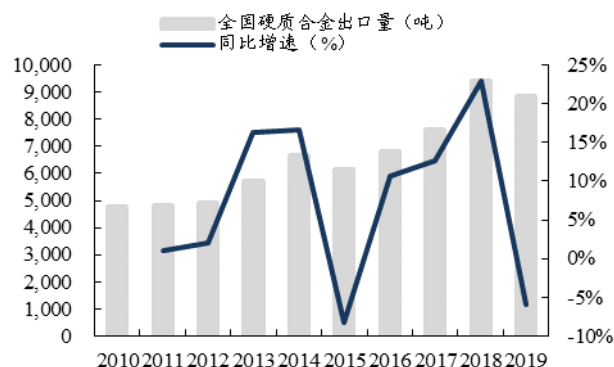
数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图 21: 2019 年我国硬质合金产量达到 4.35 万吨



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

图 22: 2019 年我国硬质合金出口量增长至 8901.95 吨

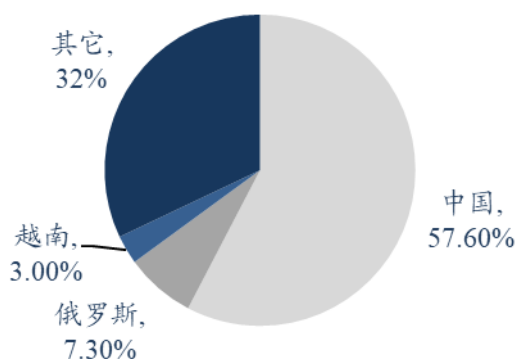


数据来源: 中国钨业协会硬质合金分会, 东吴证券研究所

丰富的钨资源为我国硬质合金行业的发展提供了重要的资源保障。根据赛瑞咨询 2019 年的调查显示, 硬质合金原材料成本约占 90%, 其中钨原料占比约 80%, 钴占比约 10%。而中国是世界上最大的钨储藏国, 根据美国地质局相关数据显示, 截至 2019 年

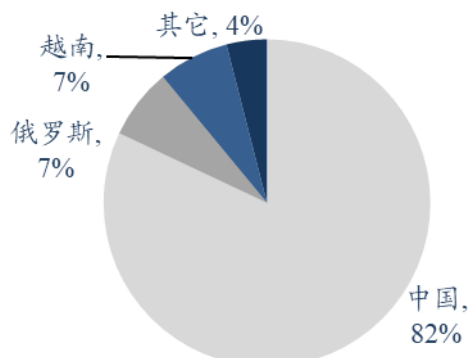
末,全球已探明的钨储量为330万吨,其中中国储量190万吨,占世界钨总储量的57.6%;除中国外,钨资源较为分散,世界钨储量排名第二的俄罗斯也仅占全球7.3%的储量。

图 23: 2019 年全球钨资源储量分布情况



数据来源: 赛瑞咨询, 东吴证券研究所

图 24: 2019 年全球钨产量占比



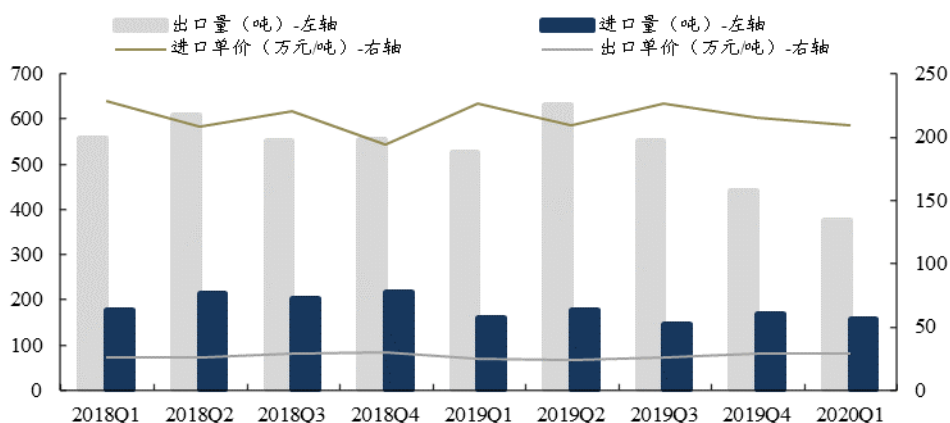
数据来源: 赛瑞咨询, 东吴证券研究所

虽然我国是硬质合金全球最大产地, 但从三个维度来看, “大而不强” 特征明显:

(1) 中小企业扎堆导致竞争激烈。根据科力特 (835792.OC) 招股说明书数据, 2016 年我国硬质合金厂家超 600 家, 而年产量超过 100 吨企业不足 50 家。从产品质量上看, 我国硬质合金工业与发达国家仍旧存在较大差距。低端部分主要是低价无品质管控产品, 国内中小企业扎堆导致低端产品产能过剩严重。

(2) 国内硬质合金制品多为低端同质化产品, 附加值低。截至 2020 年我国硬质合金深加工和精加工比例仍在 18-27% 之间波动, 这就导致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。根据海关总署发布的进出口数据, 2018-2020 年我国进口的“其他硬质合金制的金工机械用刀及片”的平均单价约为出口价格的 6-8 倍, 国内企业深加工程度亟待提升。

图 25: 进口“其他硬质合金制的金工机械用刀及片”的平均单价约为出口价格的 6-8 倍



数据来源: 新锐股份招股说明书, 海关总署, 东吴证券研究所

(3) 服务意识薄弱, 缺乏提供综合性解决方案能力。国内硬质合金企业整体服务能力有待提高, 主要体现在缺乏提供综合解决方案的能力。与国外同行业相比较, 国内

硬质合金企业大部分处于“小、散、多”的状态，产品结构单一且对客户理解度不足，导致其无法为客户提供全生命周期的整体解决方案。

为解决国内硬质合金行业产品深加工程度较低、高端硬质合金自给率不足的现状，在一系列鼓励政策的支持下，我国硬质合金行业通过资源整合、优化重组，企业规模不断壮大。同时，针对一系列“卡脖子”的关键领域，通过引进吸收、自主创新，在原料生产、硬质材料的产品和材质开发、工艺和装备应用、质量检测、废旧合金的循环利用等方面取得了一系列重大进步。随着我国硬质合金产量和质量提升，近十年来我国硬质合金出口快速增长，2019 年出口量已增长至 8901.95 吨，2010-2019 年 CAGR=6.97%（见上图 22）。

竞争格局来看，国内外资仍占据领先地位，内资正逐步崛起。截至 2020 年，全球共有 600-700 家硬质合金生产厂商（不包含国内规模以下的小企业），其中国际著名的硬质合金生产厂商主要有美国肯纳金属公司（Kennametal）、瑞典山特维克集团（Sandvik）等，国内头部参与企业主要有中钨高新、翔鹭钨业、章源钨业、厦门钨业与新锐股份等。

图 26：国内外主要硬质合金生产企业年产量及收入情况（图中收入和净利润单位：亿元）

国内企业	切削	耐磨	矿用	硬质合金年产量（吨）	2020年收入	2020年净利润
中钨高新（000657.SZ）	✓	✓	✓	2017年>9500吨	99.2	4.83
厦门钨业（600549.SH）	✓	✓	✓	2020年4759吨	硬质合金业务收入71.3亿	-
章源钨业（002378.SZ）	✓	✓		2018年1824吨	19.31	0.38
新锐股份（688257.SH）	✓	✓	✓	2020年848吨	7.3	1.25
欧科亿（688308.SH）	✓	✓		2020年1435吨	7.02	1.07
蓬莱市超硬复合材料有限公司		✓		-	-	-
济南市冶金科学研究所有限责任公司	✓		✓	>1000吨	-	-
浙江德威硬质合金制造有限公司		✓	✓	-	2019年7.39亿	2019年0.52亿
昆山长鹰硬质材料科技股份有限公司	✓	✓	✓	2016年1000吨	2016年3亿	
外资企业	切削	耐磨	矿用	硬质合金年产量（吨）	2020年收入	2020年净利润
美国肯纳金属（KMT.N）	✓	✓	✓	-	130.02	-0.39
瑞典山特维克集团（Sandvik）	✓	✓	✓	-	604.57	61.12
以色列伊斯卡公司（ISCAR）	✓			-	-	-
卢森堡森拉天时（Ceratizit）	✓	✓		-	229.17	2.00
日本三菱综合材料株式会社（MitsubishiMaterials）	✓			-	832.86	13.69
日本东芝泰珂洛株式会社（Toshiba Tungaloy）	✓			-	1712.89	63.92

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所（外资企业无法分拆硬质合金业务收入，取企业整体营业收入和净利润）

不同企业的优势领域各有分化，新锐股份在矿用硬质合金领域积累深厚。从上表可以看出，中钨高新、厦门钨业等国内领先的硬质合金集团多以切削领域的布局为主，而新锐股份从矿用硬质合金起家，相关核心技术达到国内领先水平，推动公司在国内多个矿用工具合金的细分应用领域占据较高的市场份额。石化机械、深圳海明润、宁波震裕和江阴塞特等公司硬质合金产品客户分别为油用牙轮钻头、油用金刚石复合片、精密级

进冲压模具和小模数齿轮刀具等细分行业的国内领先企业，公司向其销售硬质合金齿、金刚石复合片基体、冲压模具合金和滚刀毛坯，并在前述客户的采购份额中位列第一。

2.3. 行业趋势：产业链整合加速，行业集中度提升下强者恒强

硬质合金产业链包括上游的矿产开采、中游的硬质合金生产和下游的硬质合金工具制造，具体来看包括：

1) 上游的矿产开采：钨矿开采、钴矿开采、碳化钨粉和钴粉；2) 中游的硬质合金生产：矿用工具合金、切削工具合金和耐磨工具合金，根据中国钨业协会硬质合金分会的统计数据，2019 年我国切削、耐磨和矿用工具合金产量占整体产量的比重分别达 45%、27%和 25%；3) 下游的硬质合金工具制造：凿岩工具、耐磨工具和数控刀具等。

图 27：硬质合金产业链及公司所处环节



数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所

产业整合进程加快，龙头企业收购数量增多。近年来，硬质合金产业链呈现出上下游一体化发展趋势，一方面上游原材料开采及冶炼企业纷纷向硬质合金及工具制造领域延伸，另一方面由于硬质合金行业细分品类众多，下游应用领域广泛，企业往往通过自主研发和产业链收购并举的方式来拓宽自身应用领域，提高综合竞争力。

图 28：硬质合金产业链呈现出上下游一体化发展趋势

	上游原材料开采与冶炼	中游硬质合金生产	下游硬质合金工具制造
中钨高新	✓	✓	✓
厦门钨业	✓	✓	✓
翔鹭钨业	✓	✓	
章源钨业	✓	✓	
新锐股份		✓	✓
华锐精密		✓	✓
欧科亿		✓	✓
山特维克		✓	✓
肯纳金属		✓	✓
石化机械			✓
鸣利来			✓

数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所

以硬质合金国际龙头山特维克为例，自 2018 年来已完成美国 Dura-Mill 公司、昆山欧思克精密工具有限公司及美国 Wetmore 公司等多家产业链内企业的收购，业务涵盖了硬质合金刀具、硬质合金凿岩工具、医用刀具、精密制造软件等领域，极大地提升其提供硬质合金综合解决方案的能力。国内硬质合金龙头也在加快产业链整合步伐，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钨业等。

图 29：山特维克和中钨高新近年来收购情况

公司	被收购公司	国家	时间	收购价格	主营业务	意义
山特维克	Dura-mill	美国	2018.11	-	精密硬质合金铣刀	增强公司在非标铣刀领域的生产管理能力和加强了公司在北美地区以及航空航天领域的强势地位
	Wetmore	美国	2018	-	用于航空航天领域的圆形工具	补充公司现有圆形刀具产品，也促进了其在美国、英国等主要航空航天市场的地位提升
	昆山欧思克精密工具有限公司	中国	2019.4	-	整体硬质合金圆柄刀具	欧思克在国内 3C 行业及模具行业加工中占据着市场领先地位，收购后公司将巩固在中国市场的竞争地位，并能够为 3C 行业用户提供更为优化的解决方案
	CGTech	美国	2020.1	-	用于机床制造商和切削刀具的数控仿真、验证和优化软件	增强公司在智能加工方面的能力，增强软件产品，并促进在客户价值链关键领域的业务发展
	CNC Software Inc	美国	2021.11	-	CAD/CAM 软件	收购 CNC 软件和 Mastercam 组合，再结合公司强大的产品和制造能力，能够使得公司在整个 CAM 市场中处于领先地位，并有望加强公司数字化制造能力
	DSI Underground	德国	2021	9.43 亿欧元	隧道和矿山地面支撑和岩石加固	扩充公司采矿综合解决方案，进一步加强公司在采矿领域的世界领先地位
	DWFrilz Automation Inc	美国	2021.7	-	精密计量、检测和装配解决方案	扩大公司现有的计量产品，并在线计量领域占据领先地位，提升公司在工业软件、工业计量和增材制造解决方案的能力。
	滁州用村合金工具有限公司	中国	2021.7	近 5 亿元	完整的硬质合金刀具产业链，包括坯料、刀具、修复和涂层。	提高中国市场份额，推动公司在中国切削刀具领域的发展
	Accuratech Group	瑞士	2021.1	-	超细线材和微管、半成品线材部件、医疗行业电镀	拓宽公司在医疗用硬质合金工具领域的产品布局
中钨高新	HPTec GmbH	德国	2018.1	1.5 亿欧元	PCB (电子电路板) 用硬质合金微型钻头和铣刀	增强公司在高端硬质合金业务方面的核心竞争力，并进一步强化公司在海外，特别是欧洲的业务布局
	南昌硬质合金有限责任公司	中国	2020.11	2.85 亿元	钨粉末制品、硬质合金管棒材料、硬质合金切削工具	进一步强化公司业务布局，提高产品交付能力，增强公司在高端硬质合金业务方面的核心竞争力。

数据来源：山特维克、中钨高新官网，东吴证券研究所整理

硬质合金龙头强者恒强趋势明显。随着产业链整合加速，国内硬质合金行业集中度不断提升，而国内龙头强者恒强。2019 年前十大大硬质合金生产企业的产量占全国总产量的 59.02%，其中中钨高新硬质合金制品产量占全国 25% 以上份额，硬质合金产量全球第一。我们判断主要原因系：（1）从收购角度来看，龙头企业能够选择优秀的标的进行

整合，来迅速扩大自身规模。(2)从研发角度来看，硬质合金产品具有较高的研发壁垒，而具备领先优势的头部企业能获得较高的利润并投入再研发，从而形成正向循环来巩固技术壁垒。(3)从客户角度来看，更看重品牌和服务能力。客户将更倾向于选择能够提供全生命周期解决方案，品牌认可度更高的龙头企业。随着硬质合金行业产业链整合加速，强者愈强，国内硬质合金企业的技术水平和市场规模也在迅速提升。

3. 矿用硬质合金工具：以牙轮钻头为代表，市场空间广阔

3.1. 矿产是工业的命脉，矿用硬质合金工具市场空间广阔

矿用硬质合金工具包括凿岩工具、采掘工具以及勘探工具，是矿山开采的重要组成部分，其性能与寿命直接影响矿山开采的效率和精度。矿用硬质合金主要应用于矿石资源、石油和煤炭为主的能源开采以及基础设施建设，具体来看：

(1) **矿石资源开采**：主要使用牙轮钻头、顶锤式冲击钎具、潜孔式冲击钻具等凿岩工具。(2) **石油钻采**：主要使用钻头，而钻头的主要组成部件是具有超高硬度的硬质合金或聚晶金刚石复合片。(3) **煤炭开采**：主要通过采煤机来进行，采煤机的截割部分装有截齿，截割部分转动形成截齿对煤体的冲击使煤块脱落，截齿的主要材料为硬质合金。(4) **基础设施建设领域**：矿用硬质合金工具在基建领域的应用十分广泛，如水井牙轮钻头用于水井和地热井开发，旋挖牙轮钻头用于桥梁桩基工程，非开挖牙轮钻头用于水平定向穿越工程等。

图 30：矿用硬质合金工具四大应用领域



数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所整理

矿用硬质合金工具市场空间广阔，主要得益于资源开采整体呈增长趋势。矿用硬质合金工具的市场规模随着矿产资源、能源的开采量以及基础设施建设投入的波动而变动。

而自 2010 年以来，尽管能源与矿产资源的价格频繁经历周期波动，但矿产资源、能源的开采量却整体呈现增长趋势。

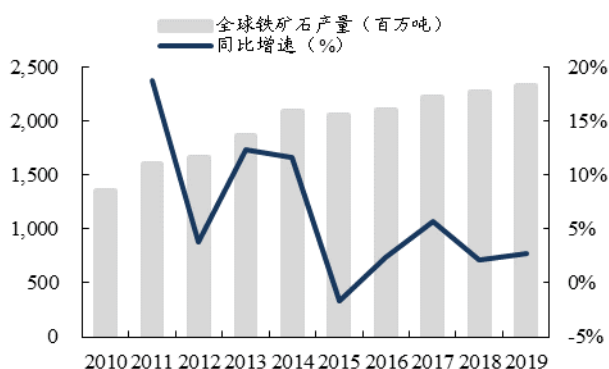
(1) **铁矿石**：根据 USGS 的数据，2010 年以来，全球铁矿石开采量整体呈增长趋势，2010-2019 年复合增长率为 3.28%。

(2) **石油**：根据 BP 世界能源统计年鉴，近年来全球石油行业呈稳定发展态势，2010 年以来全球石油产量保持稳定增长。

(3) **煤炭**：2017 年后，由于落后煤炭产能清理目标的阶段性达成以及新增优质产能的有序投放，我国的煤炭产量呈逐年上升趋势，带动全球煤炭产量的上涨。

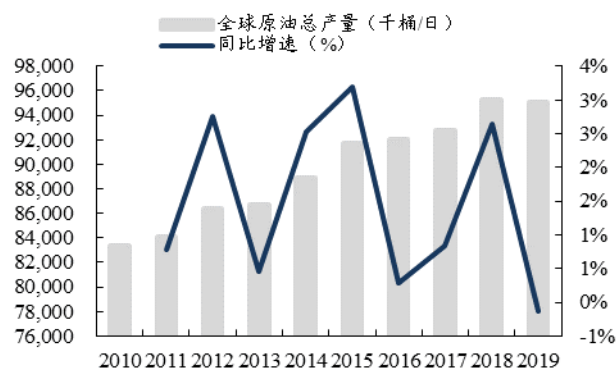
(4) **基建方面**：随着城镇化率的提升和城市人口的增加，我国基础设施建设固定资产投资完成额自 2010 年以来逐年增长，且随着国家“一带一路”建设的推进，基础建设投资的增加为行业发展提供新的契机。

图 31：全球铁矿石开采量整体呈增长趋势



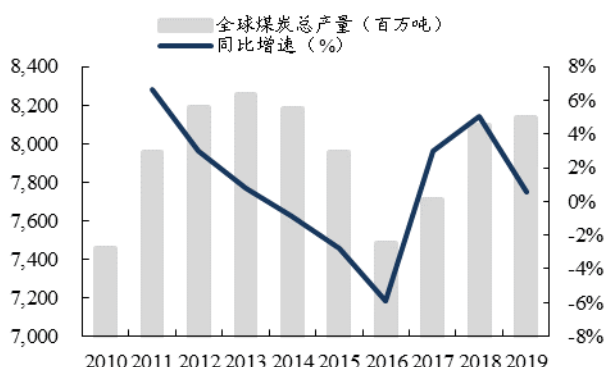
数据来源：USGS，东吴证券研究所

图 32：全球石油行业呈稳定发展态势



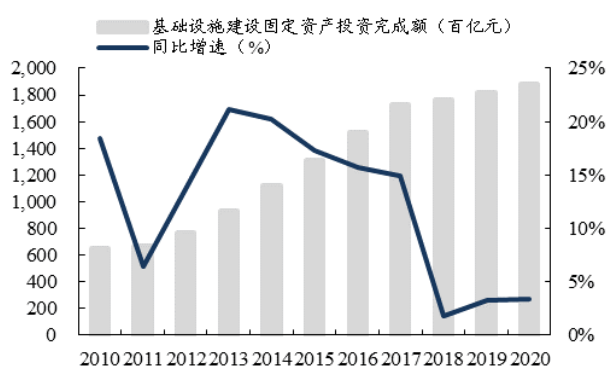
数据来源：BP 世界能源统计年鉴，东吴证券研究所

图 33：全球煤炭产量呈逐年上升趋势



数据来源：BP 世界能源统计年鉴，东吴证券研究所

图 34：基础设施建设固定资产投资完成额逐年增长



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

根据我们测算，仅铁矿和铜矿开采用硬质合金工具 2020 年度市场规模就超过 13 亿美元。测算假设如下：

（1）根据 USGS 的数据，2019 年全球铁矿石开采量达 23.3 亿吨。假设 2019-2025 年全球铁矿产量将以年均 3% 的速度增长。而根据对全球四大矿山铁矿石的主要成本分析，平均每吨成本约为 7-8 美元。

（2）根据惠誉数据，2020 年全球铜矿石开采量达 2020 万吨。假设 2020-2025 年全球铜矿产量将以年均 3.8% 的速度增长。而根据 MEG 矿山检索数据库，平均开采成本约为 1300 美元/吨。

（3）牙轮钻头硬质合金凿岩工具在矿山成本中占比约为 3%。

表 5：测算仅铁矿和铜矿开采用凿岩工具 2020 年度市场规模就超过 13 亿美元

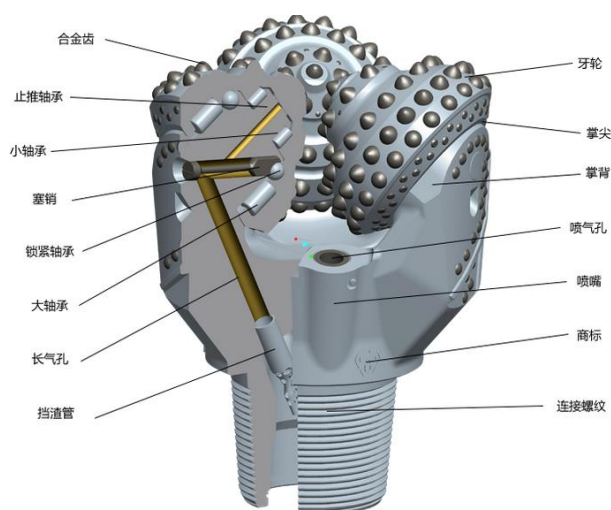
项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
铁矿石产量（百万吨）①	2398.9	2470.8	2545.0	2621.3	2699.9	2780.9
每吨铁矿开采成本（美元）②	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
全球铁矿石开采成本（亿美元）③=①*②	179.9	185.3	190.9	196.6	202.5	208.6
铜矿石产量（万吨）④	2020.0	2096.8	2176.4	2259.1	2345.0	2434.1
每吨铜矿开采成本（美元）⑤	1300.0	1300.0	1300.0	1300.0	1300.0	1300.0
全球铜矿石开采成本（亿美元）⑥=④*⑤	262.6	272.6	282.9	293.7	304.8	316.4
凿岩工具成本占矿山开采成本比重⑦	3%	3%	3%	3%	3%	3%
铜、铁矿石开采用凿岩工具市场规模（亿美元）⑧=⑦*（③+⑥）	13.3	13.7	14.2	14.7	15.2	15.8

数据来源：惠誉评级，东吴证券研究所测算

3.2. 牙轮钻头：技术壁垒高，已基本实现国产替代

牙轮钻头是矿用凿岩工具的代表产品，主要用于大型露天矿山、土石开凿、水井和地热井等工程中垂直穿孔作业。在钻凿过程中，牙轮钻机通过钻杆带动牙轮钻头凿旋转运动，同时施加向下推力用于钻具的穿凿钻孔。牙轮钻在旋转力作用下带动 3 个镶有硬质合金齿或排布钢齿的牙轮分别围绕各自的牙爪轴颈作自转运动，同时在轴向推力作用下将合金齿或钢齿嵌入岩石表层，利用挤压和剪切交变复合作用力对岩石进行破碎，从而达到穿孔的目的。根据 QYResearch，2020 年全球牙轮钻头市场规模达 217 亿元，预计 2026 年将达到 264 亿元，年复合增长率为 2.8%。

图 35：公司牙轮钻头剖析结构图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

牙轮钻头结构复杂，属于高技术壁垒行业。其核心技术主要包括密封材料设计、切削结构设计、轴承设计、热处理、掌背结构技术。1) 密封材料设计使得牙轮钻头能够适应高温和高转速的施工环境；2) 切削结构设计能够提升产品的掘进速度；3) 轴承设计能够提升牙轮钻头的使用寿命；4) 热处理技术能够提升牙掌表面耐磨性和心部抗疲劳强度；5) 采用具有提升力的掌背平面设计，能够加大排渣空间，加快排渣速度，减少岩屑对钻头的磨损。

表 6：牙轮钻头技术壁垒

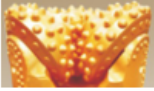
环节	主要技术环节	重要性
密封材料及设计技术	密封后使得轴承压力平衡	使牙轮钻头能够适应高温和高转速的施工环境
切削结构设计	根据不同地层的特性，选择特定的合金齿齿形和齿材	提升牙轮钻头的掘进速度，保证合金齿的耐磨性和韧性达到优化匹配
轴承设计技术	通过轴承各部件的承载分布计算，设计轴承的几何结构	能够提升牙轮钻头的使用寿命
热处理技术	进行适合于牙轮钻头的专用热处理	能够提升牙掌表面耐磨性和心部抗疲劳强度
掌背结构	采用具有提升力的掌背平面设计	能够加大排渣空间，加快排渣速度，减少岩屑对钻头的磨损

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

牙轮钻头的高壁垒还体现于其与钻凿岩石特性的匹配，对用于不同类型岩石的牙轮钻头需要采取不同的设计结构。例如，用于软岩钻凿的钻头通常采用较长的露齿高度，

布齿分布间隔较稀疏，以便于钻头在岩石面进行滚压和刮削共同作用，达到快速破碎岩石的目的；而对硬岩钻头则采用高韧性球型齿合金，布齿相对稠密，钻凿过程中以滚压破岩为主，尽可能减少滑动刮削，以减轻岩石对合金的磨损。牙轮钻头与岩石特性的匹配 Knowhow 往往需要在长时间的实践验证中得出，是硬质合金企业最深最宽的护城河。

图 36：公司牙轮钻头、特性与其适配岩层

钻头型号	图示	适用地层	岩层抗压强度
SA632		适用于高抗压强度、中硬和研磨性高的地层。如：石灰岩、砂岩、白云岩、燧石等	29000-38000Psi/ 200-262MPa
SA435		适用于低抗压强度、高可钻性的软地层。如：页岩、软石灰岩、砾岩、软白云岩、煤层等	6000-9000Psi/ 41-62MPa
SA735		适用于高抗压强度、硬和研磨性高的地层。如：花岗岩、石灰岩、砂质页岩、白云岩、燧石等	43000-52000Psi/ 296-359MPa
TJ835		适用于高抗压强度、高硬度和研磨性高的地层。如：磁铁矿石岩、石英岩、花岗岩等	55000-66000Psi/ 379-455MPa

数据来源：新锐股份官网，东吴证券研究所

竞争格局来看，硬质合金牙轮钻头基本实现国产替代，国内龙头已经跻身世界前列。国内牙轮钻头主要厂家包括新锐股份、南昌鑫泉机械科技有限公司（以下简称鑫泉科技）和湖北鸣利来冶金机械股份有限公司（以下简称鸣利来）等公司。其中新锐股份是国内牙轮钻头领域绝对龙头，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。

图 37：硬质合金牙轮钻头主要竞争对手（收入与净利润单位：亿元）

企业名称	主要产品	竞争优势	2020年收入	2020年净利润
新锐股份	硬质合金制品、凿岩工具及其配套产品	①核心技术优势：拥有专利106项，发明专利30项； ②客户优势：进入PMG、巴西淡水河谷等国际知名大客户供应链体系； ③产业链一体化发展：硬质合金、凿岩工具、切削刀具、配套产品四轮驱动	7.3	1.25
鑫泉科技	矿用、油用牙轮钻头硬质合金工具、配套产品	①产品质量：产品质量达到同行业先进水平； ②大产能：具有矿用牙轮钻头年产1万只的能力	-	-
鸣利来	冶金矿用、油用牙轮钻头、水井牙轮钻头、冲击器、潜孔钻头	①产学研体系：和武汉理工大学、中国地质大学、西安工业大学进行校企合作，技术水平较高； ②产品种类齐全，拥有提供综合服务方案的能力。	2018年0.31亿	2018年0.01亿
石化机械	石油机械装备、油气管道、钻头钻具	①脱胎于江钻股份，国企背景技术积累深厚； ②国内油用牙轮钻头技术第一。	62.13	0.31
山特维克	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	①全球硬质合金龙头，在硬质合金刀具的领先地位尤其突出； ②产品定位高端，拥有为客户定制综合解决方案的能力，并获得超高的服务溢价。	659.39	69.55
阿特拉斯	压缩机、真空解决方案和空气处理系统、建筑与采矿设备、动力工具和装配系统	①世界领先的硬质合金解决方案提供商，在矿用领域独树一帜； ②产品种类丰富，能够满足矿山企业各类生产需求。	-	-

数据来源：新锐股份招股说明书，各公司官网，东吴证券研究所

4. 技术延展+产能释放，国产矿用硬质合金龙头扬帆出海

4.1. 技术领先：公司牙轮钻头性能已达国际先进水平

公司具有深厚的技术研发背景和实力。1) 得天独厚的国企背景：公司脱胎于江汉石油钻头股份有限公司（以下简称“江钻股份”）下属的硬质合金事业部，具有国企背景。而江钻股份原隶属于中国石油天然气总公司，在 20 世纪 70 年代吸收了美国休斯的硬质合金技术；2) 重视研发的高管团队：公司高管团队大多是技术出身，董事长吴何洪是华中科技大学硕士研究生、高级工程师，副总裁余力新是材料学博士，曾获国家科技进步二等奖。公司管理团队深厚的学术&产业背景，奠定了公司以技术为导向的发展基调。截至 2021 年 12 月，公司共掌握了 27 项核心技术，42 项发明专利和 121 项实用新型专利，形成了由 2 名博士、24 名硕士组成的 89 人的研发团队。

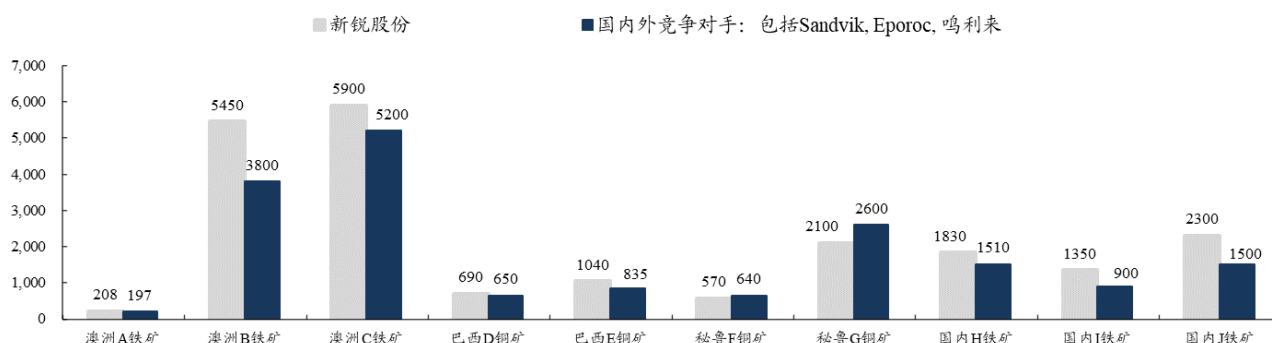
图 38：公司部分核心技术介绍

核心技术	技术描述	公司情况
硬质合金牌号开发技术	硬质合金牌号通常指特定成分、结构及性能不同的原材料配方，硬质合金牌号的数量和开发能力是衡量企业服务能力的重要因素	公司经过数十年积累已经具备 75 种硬质合金牌号，形成了能够应用于不同工况、不同使用方式的完整的牌号体系
硬质合金模具设计技术	硬质合金产品是由碳化钨粉、钴粉等原材料，通过粉末冶金的方法，经粉末制备、压制成型和高温烧结形成，因此模具的设计及选择，决定着产品形态、精度及产品合格率	公司目前已形成两万余种规格的硬质合金产品，可以根据客户对不同形态产品的需求针对性的进行模具设计
双层硬质合金基体技术	通过预成型+二次成型的特殊压制工艺，使基体具有上下双层结构。上层采用中低钴合金，下层采用中高钴合金并具有 U 型结构	双层硬质合金基体可改善产品在合成 PCD 时的钴迁移量，提高 PCD 复合片的质量和使用寿命
超粗晶粒硬质合金制备技术	通过优选粒径合适的碳化钨粉，采用预球磨技术，在钴相分布均匀情况下降低碳化钨的破碎程度，并加入适量的碳化钛、碳化铌等材料，提升了产品耐磨性、抗冲击及抗热变塑性。	通过上述核心技术批量生产的超粗晶粒硬质合金，平均晶粒度可达到 10 μ m（晶粒度超过 6 μ m 为超粗晶粒）。

数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所

主要产品牙轮钻头性能已达国际顶尖水平。公司矿用牙轮钻头国内市场占有率第一，在澳洲及南美等铜矿及铁矿市场占有率仅次于山特维克和阿特拉斯。以牙轮钻头性能和使用寿命的核心指标“单支牙轮钻头钻进米道数”为例，公司在同一矿产中的米道数显著领先于鸣利来等国内竞争对手，在国际上与山特维克、阿特拉斯等国际巨头互有高低。在巴西淡水河谷的矿山中，公司创下单个牙轮钻头米道数 12,814 米的历史最好成绩，获得了矿山客户颁发的奖杯。

图 39：公司牙轮钻头在不同矿产中与国内外主要竞争对手的米道数对比（单位：米）



数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所

此外公司的牙轮钻头产品还具有明显的价格优势。2020 年公司矿山用的牙轮钻头平均单价约为 1.7 万元/套，仍低于山特维克同型号产品的价格。得益于国内完备的产业链配套和劳动力成本优势，2020 年新锐综合毛利率约 39.6%，而山特维克的综合毛利率为 37.3%，一旦未来市场竞争加剧，公司仍有充分的降价空间。

4.2. 产业链整合：垂直水平一体化，完善硬质合金工具业务布局

4.2.1. 垂直扩张：提供矿用耗材综合解决方案+丰富产品种类

公司在日益激烈的竞争中意识到，公司的主要竞争优势在于对客户需求的快速响应和牙轮钻头等产品的性价比，但只有通过深度参与客户的生产过程，满足客户对矿山开采、勘探耗材的整体需求，具备综合服务能力，才能深度挖掘矿用硬质合金工具下游产业链的价值。

公司据此制定了产业链垂直扩张计划，完成对澳洲 AMS 的收购，并设立美国 AMS，加强对 FMG 等澳洲矿山企业销售渠道的掌控力度，并利用其丰富的矿山企业综合服务经验，提升综合服务能力。此外，公司仍致力于不断丰富矿山用硬质合金工具种类，主要包括冲击器和顶锤式钻具。

(1) 冲击器：冲击器是一种压缩空气为动力源，动力部进入岩石孔洞凿岩的工具，与牙轮钻头互为补充。矿山会针对不同的地质、不同的岩层结构，对孔大小深度的要求不同，分别选择使用冲击器或牙轮钻头。根据 QYResearch 数据，2020 年冲击器全球市场规模近百亿元，公司目前以国内冲击器巨头——新金刚和黑金刚为赶超目标。

(2) 顶锤式钻具：顶锤式钻具主要与液压凿岩机配套使用，属于凿岩工具中的高端系列产品，主要在基础设施建设，矿山开采井下使用。（牙轮钻头和冲击器为露天矿使

用)。根据 QYResearch 数据, 2020 年顶锤式钻具市场规模约为 70 亿元, 行业内主要竞争对手为山特维克、安百拓 (Epiroc)、Robit、莲花山钎具等。公司计划通过兼并收购的方式发展顶锤式钻具业务, 并借助现有市场渠道, 进一步完善公司矿山耗材综合解决方案体系。

图 40: 牙轮钻头、冲击器和顶锤式钻具介绍

产品	图例	工作原理	应用场景	2020年市场规模	行业主要竞争对手
牙轮钻头		牙轮钻在旋转力作用下带动3个镶有硬质合金齿的牙轮分别围绕各自的牙爪轴颈作自转运动, 同时在轴向推力作用下将合金齿嵌入岩石表层, 利用挤压和剪切交变复合作用力对岩石进行破碎, 从而达到穿孔的目的。	大型露天矿山、土石开凿、水井和地热井等工程中垂直穿孔作业。一般适用于钻进深度较大, 直径在 310-380mm 的岩孔中。	217亿元	山特维克、阿特拉斯
冲击器		冲击器使用压缩空气作为动力源, 产生连续冲击载荷对岩石孔洞进行凿岩。	在露天和地下矿山、采石场、水电工程、水井钻掘等。一般适用于钻进深度较小, 直径在 150-200mm 的岩孔中。	近100亿元	黑金刚、新金刚、超金刚
顶锤式钻具		顶锤钻具将高频率的冲击能量传递到岩石中, 并最大程度地减少能量损失, 从而提高岩石破碎率和穿孔速率。	基础设施建设, 矿山开采井下使用	约70亿元	山特维克、安百拓、Robit、莲花山钎具

数据来源: 新锐股份招股说明书, 东吴证券研究所整理

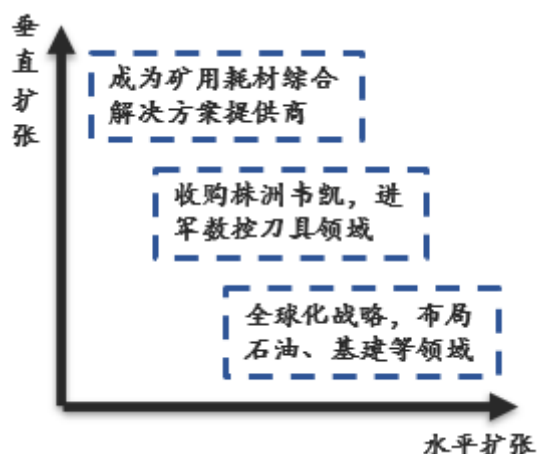
随着 2017-2020 年公司配套服务的收入不断上升, 公司正逐渐由矿用工具提供商向矿用耗材综合解决方案服务商转型。

4.2.2. 水平扩张: 全球化发展+布局石油、基建等新领域

过去受限于产能, 公司将有限的产能优先投放至毛利较高的矿山业务中, 但通过部分工序的外协和募投产能的逐步释放, 将会有计划地扩大公司产品的细分应用领域, 包括石油、煤炭、基建等。

坚定实施全球化战略, 外销占比迅速提升。公司通过收购澳洲 AMS 70%的股权和设立美国 AMS, 并与 Drillco 等海外生产潜孔钻具的当地知名企业合作, 加强对海外矿山的服务能力。2016-2020 年间, 公司的海外收入占整体收入的比重不断提升, 2020 年达到 53.1%。**海外大客户方面, 公司也接连取得突破,**公司是国内唯一一家取得全球四大铁矿石集团所有资质证明并签订长期框架协议供应商, 并成为必和必拓 (BHP)、力拓集团 (Rio Tinto) 和 FMG 等全球铁矿石巨头的直接供应商, 同时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), 全球化战略卓有成效。随着公司产能逐步富余, 公司还计划重点突破必和必拓 (BHP)、力拓集团 (Rio Tinto) 等目前合作量较小的全球矿产龙头, 并向加拿大、印度等新兴市场进发。

图 41：新锐股份产业链垂直水平一体化发展



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

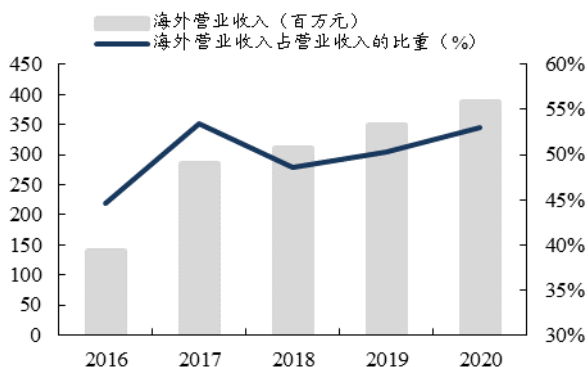
图 42：公司在海外大客户方面取得突破



数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所

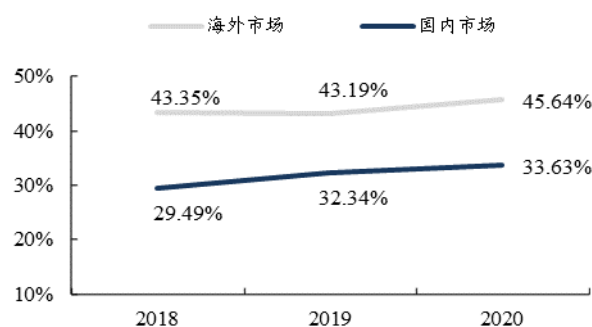
全球化战略显著提升公司盈利能力，原因系海外业务毛利率高于国内。2018-2020 年，公司海外市场的毛利率普遍高于国内市场，原因主要系海内外产品结构不同，海外客户主要为矿山企业，国内客户主要来自硬质合金和基建领域，而硬质合金和基建牙轮钻头的毛利率低于矿山用牙轮钻头。

图 43：公司海外营业收入逐年提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 44：海外市场毛利率显著高于国内市场



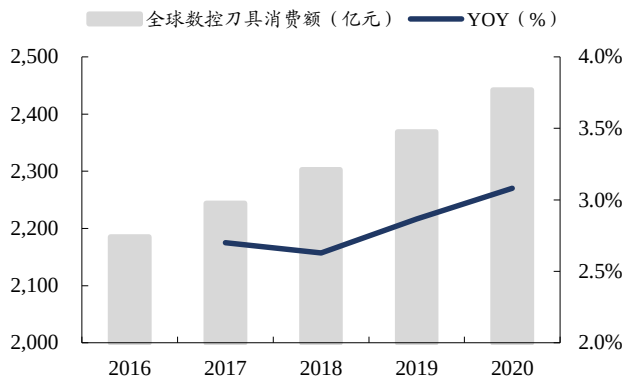
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2.3. 收购株洲伟凯，向硬质合金数控刀具领域进发

2016-2020 年，全球刀具市场规模均在 2000 亿元以上，国内稳定在 300-400 亿元。据 QY Research 统计，全球数控刀具消费额由 2016 年的 2185 亿元增长至 2020 年的 2442 亿元，复合增长率达 2.8%，呈稳步增长态势。其中，国内市场规模稳定在 300-400 亿元，伴随制造业景气度同步波动。2018 年，供给侧结构性改革推动刀具消费市场恢复增长，当年切削刀具行业市场规模达到历史最高水平（421 亿元）。2019 年受中美贸易摩擦以

及汽车行业景气度下行影响，切削刀具消费额下降至 393 亿元。2020 年虽受疫情影响，但随着 2020H2 制造业景气度回升，全年刀具市场消费额增至 421 亿元。

图 45：全球刀具市场规模达 2000 亿元以上



数据来源：QY Research，东吴证券研究所

图 46：国内刀具市场消费额稳定在 300-400 亿元



数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所

2021 年 11 月 2 日公司发布公告，为进一步完善产业链布局，推进战略实施，拟以不超过 1.12 亿元人民币收购株洲韦凯切削工具有限公司（以下简称“株洲韦凯”）并进行增资，取得株洲韦凯不低于 66% 的股权，其中，收购株洲金韦硬质合金有限公司持有株洲韦凯 60% 的股权。株洲韦凯是国内硬质合金数控刀具领先企业，专注于数控刀具基体材料、槽形结构、精密成型、表面涂层四大核心技术。

图 47：工艺流程示意图



数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所

表 7: 全流程生产工艺复杂, 行业具有高技术壁垒特性

环节	主要影响	主要技术环节	重要性
基体材料	硬度、稳定性	合金成分及结构	成分和结构不同会导致合金具有不同的硬度和韧性
		碳含量控制	碳含量不足及过多所导致的脱碳和渗碳现象会导致合金硬度下降
		晶粒度控制	晶粒度波动范围越窄, 硬质合金物理性能越稳定
槽型结构	切削效率	槽型结构设计	不同材料、加工方式以及应用场景需要不同刀具结构, 合理的结构设计能够提高切削效率
精密成型	加工精度	烧结成型	控制刀具烧结过程中的收缩和变形, 保证烧结体的均匀收缩和尺寸的一致性, 从而提升产品精度
表面涂层	使用寿命	物理气相沉积 (PVD) 化学气相沉积 (CVD)	表面涂层能够对刀具起到良好的化学保护和热屏障作用, 可以提高刀片 3-5 倍的使用寿命

数据来源: 华锐精密、欧科亿招股书, 东吴证券研究所

公司与株洲韦凯强强联手, 协同效应明显, 主要体现于: 1) 硬质合金技术的互补: 公司在硬质合金基体材料技术方面积累深厚, 在密度、洛氏硬度、断裂韧性、磁饱和等衡量硬质合金理化性能的指标上与国外先进水平相当; 而株洲韦凯经过多年发展, 在数控刀具的槽型结构、精密成型、表面涂层等公司薄弱环节技术储备深厚, 强强联手后能够提升数控刀具的整体性能; 2) 资金支持: 在数控刀具行业国产替代如火如荼的背景下, 产能是制约公司发展的核心因素, 株洲韦凯在得到公司资金支持后, 能够迅速购买设备扩充产能。3) 企业管理支持: 公司拥有从战略制定到经营计划实施到绩效管理应用的成熟一体化运营管控模式, 且公司的 ERP、CRM、MES 系统运行良好, 使得管理效率大幅提升。

图 48: 硬质合金理化性能指标及含义

理化性能	指标含义
密度	通常碳化钨含量越高, 硬质合金密度越高, 密度接近表明产品组分相似
洛氏硬度	洛氏硬度代表固体材料对外界物体入侵的局部抵抗能力。一般而言, 硬度越高, 其能够加工或对抗的工作件硬度也就越高。
断裂韧性	断裂韧性数值越高, 材料韧性越好
抗弯强度	抗弯强度数值越高, 代表产品抗崩刃的能力越强, 使用过程更稳定
矫顽磁力	矫顽磁力与硬度呈正向变动, 矫顽磁力越高, 硬度越高
磁饱和	一般而言, 同类型磁饱和越高, 矫顽磁力越低, 硬度越低
孔隙度	孔隙度代表硬质合金材料中的孔隙体积之和与样本体积的比值, 孔隙根据大小可以分为 A 类孔隙、B 类孔隙, 其中 A 类孔隙指小于等于 10 微米的孔隙, B 类孔隙指大于 10 微米小于 25 微米的孔隙
非化合碳	非化合碳代表硬质合金中的游离碳, 游离碳聚集后形成的较大孔隙

数据来源: 新锐股份招股说明书, 东吴证券研究所

表 8: 公司在硬质合金理化性能主要指标上与国外先进水平相当

厂家	第一组样本		第二组样本	
	山特维克	新锐股份	株硬集团	新锐股份
牌号名称	9''AVL30 钻头用合金齿	XR10C	YK05	XR06AS
密度 (g/m^3)	14.5	14.51	14.95	14.95
洛氏硬度(HRA)	87.5	88	90.1	90.3
矫顽磁力 (kA/m)	6.2	6.6	12.3	12.1
磁饱和($G_s cm^3/g$)	15.6	15.7	9.1	8.9
孔隙度	A02 B00	A02 B00	A02 B00	A02 B00
非化合碳	C00	C00	C00	C00

数据来源: 新锐股份招股说明书, 东吴证券研究所

4.3. 上市募资突破产能和资金瓶颈, 能满足公司长期发展需求

产能瓶颈严重阻碍公司发展, 2018-2020 年公司主要产品产能利用率和产销率均维持高位。1) 硬质合金: 2018-2020 年公司硬质合金产能始终维持在 910 吨, 产能利用率始终维持在 85%以上, 2019-2020 年产销率突破 100%; 2) 牙轮钻头: 2018-2020 年公司产能从 18000 套提升至 22000 套, 2020 年公司通过部分工序外协新增产能 2000 套, 但仍远远无法满足市场需求, 2020 年公司产能利用率和产销率均突破 100%。

表 9: 2018-2020 年公司主要产品产能利用率和产销率均维持高位。

产品	项目	2018	2019	2020
硬质合金	产能 (吨)	910	910	910
	产量 (吨)	847.55	855.91	847.55
	销量 (吨)	868.19	858.5	868.19
	产能利用率 (%)	85.68%	94.06%	93.14%
	产销率 (%)	94.41%	100.30%	102.44%
牙轮钻头	产能 (吨)	18000	20000	22000
	产量 (吨)	15853	18658	24615
	销量 (吨)	15664	18757	25262
	产能利用率 (%)	88.07%	93.29%	111.89%
	产销率 (%)	96.47%	98.09%	100.28%

数据来源: 新锐股份招股说明书, 东吴证券研究所

上市募资满足公司扩产和资金需求。公司此次上市共募集资金 14.45 亿元，用于项目投资的金额为 5.1 亿元，分别投资于硬质合金制品建设项目、牙轮钻头建设项目、研发中心建设项目。其中硬质合金制品建设项目新增武汉产线，项目达产后将新增硬质合金产能 1600 吨/年；牙轮钻头建设项目新增武汉和苏州两条产线，达产后将新增牙轮钻头 2 万只/年的产能，能够满足公司长期发展需求。

表 10：募投项目详细介绍

项目名称	投资额 (万元)	具体内容	开工 时间	投产 时间	预计收入 (万元/年)	预计利润(万 元/年)
硬质合金制品 建设项目	23318.31	武汉硬质合金生产线，新增 产能 1600 吨/年	2021.1	2022.6	59705	6159.33
牙轮钻头建设 项目	18788.79	武汉牙轮钻头生产线 苏州牙轮钻头生产线	2021.12 -	2023.7 2021.1	21964	4621.51
研发中心建设 项目	8400					
补充流动资金	23000					
合计	73507.1				81669	10780.84

数据来源：新锐股份招股说明书，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

1、核心假设：

公司未来将形成硬质合金凿岩工具、硬质合金制品、硬质合金切削刀具和配套服务四驾马车齐驱的发展模式。

1) 硬质合金制品：公司作为硬质合金龙头企业，产品定位高端，综合竞争力国内领先，随着产能瓶颈逐渐打开，有望迅速放量。假设 2021-2023 年收入同比增速分别为 38.3%/37.5%/14.2%，毛利率稳定于 30.0%。

2) 硬质合金工具：牙轮钻头是公司拳头产品，性能已经达到国际先进水平。随着募投解决产能瓶颈，且公司逐步拓展石油开采、煤炭、基建工程等新领域，牙轮钻头销量有望迅速提升。假设 2021-2023 年收入同比增速分别为 24.9%/32.0%/38.3%，毛利率分别为 48.7%/48.8%/49.0%。

3) 硬质合金刀具：公司收购株洲韦凯进军硬质合金切削工具，融合公司资金优势和株洲韦凯的技术优势，公司有望在硬质合金刀具领域取得迅速突破。假设 2022-2023 年收入同比增速分别为 59.5%/161.7%，毛利率稳定于 45.0%。

4) 配套产品: 公司致力于成为矿山耗材综合解决方案提供商, 通过收购澳洲 AMS 和设立美国 AMS 来加强对国外矿山企业的服务。随着公司服务意识的不断增强, 配套服务业务有望实现快速发展。假设 2021-2023 年收入同比增速分别为 21.6%/20.0%/20.0%, 毛利率稳定于 32.0%。

5) 费用率: 公司产品综合竞争力强, 随着产能逐步释放, 规模效应有望持续显现, 故假设 2021-2023 年管理费用率 (含研发) 稳定于 12.5%, 销售费用率稳定于 4.0%。

2、盈利预测:

基于以上假设, 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 9.19 亿元、12.86 亿元、17.22 亿元, 分别同比增长 25.97%、39.88%和 33.88%, 2021-2023 年归母净利润分别为 1.48 亿元、2.38 亿元和 3.14 亿元, 分别同比增长 30.01%、60.44%和 32.02%

表 11: 公司分业务收入与毛利率情况 (各业务收入单位: 亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
硬质合金制品收入	2.87	2.38	3.29	4.53	5.17
YOY (%)	0.87%	-16.99%	38.31%	37.47%	14.22%
毛利率 (%)	32.08%	31.53%	30.00%	30.00%	30.00%
硬质合金工具收入	2.37	3.04	3.80	5.01	6.93
YOY (%)	13.94%	28.48%	24.93%	31.96%	38.28%
毛利率 (%)	48.21%	51.38%	48.68%	48.80%	48.97%
硬质合金刀具收入			0.50	0.80	2.09
YOY (%)				59.50%	161.72%
毛利率 (%)				45.00%	45.00%
配套产品收入	1.57	1.73	2.10	2.52	3.02
YOY (%)	20.17%	9.79%	21.60%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	33.12%	32.30%	32.00%	32.00%	32.00%
公司营业收入	6.94	7.30	9.19	12.86	17.22
YOY (%)	8.40%	5.16%	25.97%	39.88%	33.88%
毛利率 (%)	37.34%	39.56%	38.18%	38.65%	39.81%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

我们预计公司 2021-2023 年公司归母净利润分别为 1.48 亿元、2.38 亿元和 3.14 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 41/25/19 倍。考虑到公司硬质合金产品竞争力全球领先, 以及产能迅速释放后的拓品和跨领域能力, 首次覆盖给予“增持”评级。

中钨高新、厦门钨业与公司部分业务领域重合, 均涉及硬质合金生产业务。而欧科

亿、华锐精密与公司业务领域基本重合，均涉足硬质合金生产和硬质合金工具制造业务。故我们选择中钨高新、厦门钨业、欧科亿、华锐精密作为可比公司。

表 12：可比公司估值（截至 12 月 28 日收盘价，市值和归母净利润单位均为亿元）

证券代码	公司名称	股价 (元)	市值	2021E 归母净利润	2022E 归母净利润	2023E 归母净利润	2021 PE	2022 PE	2023 PE
000657.SZ	中钨高新	16.1	172.9	5.61	6.88	8.40	31	25	21
600549.SH	厦门钨业	22.5	319.2	15.16	19.27	25.14	21	17	13
688308.SH	欧科亿	71.7	71.7	2.26	2.97	4.00	32	24	18
688059.SH	华锐精密	158.7	69.8	1.63	2.15	2.80	43	32	25
可比公司平均							32	25	19
688257.SH	新锐股份	64.7	60.0	1.48	2.38	3.14	41	25	19

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：中钨高新、厦门钨业、欧科亿盈利预测来自 Wind 一致预期，华锐精密盈利预测来自东吴证券研究所）

6. 风险提示

1、下游需求不及预期风险

受宏观经济影响，硬质合金下游行业需求不及预期，行业规模增速放缓或萎缩，不利于公司产品销售

2、海外市场不可控风险

公司海外市场收入十分可观，如果海外政策或汇率发生不可测变动，将不利于公司整体业绩表现。

3、原材料价格波动风险

受全球宏观经济形势、产业结构调整、全球供需情况和国际进出口政策影响，公司原材料成本存在大幅波动风险，不利于公司经营。

4、公司并购协同效应不及预期

公司并购株洲韦凯进入硬质合金切削刀具领域，若并购协同效应不及预期，或给公司发展造成影响。

新锐股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	688	2,177	2,361	2,666	营业收入	730	919	1,286	1,722
现金	110	1,501	1,420	1,416	减:营业成本	441	568	789	1,036
应收账款	215	252	352	472	营业税金及附加	4	5	6	9
存货	192	234	324	426	营业费用	29	37	51	69
其他流动资产	171	190	265	353	管理费用	62	74	103	138
非流动资产	299	490	676	839	研发费用	39	41	58	77
长期股权投资	38	38	38	38	财务费用	9	0	0	0
固定资产	70	151	227	479	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	42	142	242	142	加:投资净收益	3	3	39	26
无形资产	34	44	54	64	其他收益	4	1	1	2
其他非流动资产	115	115	115	115	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	987	2,667	3,037	3,504	营业利润	153	198	318	420
流动负债	375	398	507	630	加:营业外净收支	-1	0	0	0
短期借款	60	60	60	60	利润总额	152	198	318	420
应付账款	97	109	151	199	减:所得税费用	27	36	57	76
其他流动负债	218	230	296	372	少数股东损益	11	15	23	31
非流动负债	59	108	108	108	归属母公司净利润	114	148	238	314
长期借款	35	70	70	70	EBIT	156	195	278	393
其他非流动负债	24	38	38	38	EBITDA	170	213	302	440
负债合计	434	506	615	738	重要财务与估值指标				
少数股东权益	38	53	76	107	每股收益(元)	1.66	1.60	2.56	3.38
归属母公司股东权益	515	2,108	2,346	2,659	每股净资产(元)	7.39	22.72	25.28	28.65
负债和股东权益	987	2,667	3,037	3,504	发行在外股份(百万股)	70	93	93	93
					ROIC(%)	19.7%	6.9%	8.9%	11.0%
					ROE(%)	22.1%	7.0%	10.1%	11.8%
					毛利率(%)	39.6%	38.2%	38.7%	39.8%
					销售净利率(%)	15.6%	16.1%	18.5%	18.2%
					资产负债率(%)	44.0%	19.0%	20.3%	21.1%
					收入增长率(%)	5.2%	26.0%	39.9%	33.9%
					净利润增长率(%)	49.2%	30.0%	60.4%	32.0%
					P/E	39.01	40.53	25.26	19.14
					P/B	11.66	2.85	2.56	2.25
					EV/EBITDA	26.36	21.77	15.64	10.73
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	92	104	90	180					
投资活动现金流	-64	-207	-171	-184					
筹资活动现金流	-47	1,494	35	45					
现金净增加额	-19	1,391	-46	41					
折旧和摊销	14	19	24	48					
资本开支	-29	-210	-210	-210					
营运资本变动	-48	-75	-156	-187					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>