

恒而达 (300946.SZ)

买入 (首次评级)

金属切削工具细分龙头，布局滚动功能部件产品再出发

投资要点:

恒而达:深耕金属切削工具领域30载,布局滚动功能部件产品再出发。

公司基于多年对金属材料与热处理的研究积累，主要从事金属切削工具、智能数控装备及滚动功能部件的研发、生产及销售。其中金属切削工具产品有模切工具、锯切工具等，智能数控装备产品有CNC全自动圆锯机、高速数控带锯床、柔性材料智能裁切机、CNC加工中心等，滚动功能部件目前主要为滚珠直线导轨副和滚柱直线导轨副产品。模切工具与锯切工具为公司主要收入来源，模切工具为公司第一大收入来源。2017-2023年，公司营业总收入由3.12亿元提升至5.42亿元，复合增长率9.64%；公司归母净利润由0.61亿元提升至0.87亿元，复合增长率为6.13%，公司经营稳健。

公司已形成切削工具与智能装备一体化产品矩阵

公司基于材料、技术、工艺、装备、渠道的共源性，对金属切削工具进行产品系列化，开发了模切工具、锯切工具和裁切工具。公司基于在自动化专用装备制造领域的长期技术积累，开发了智能数控装备，可与金属切削工具产品配套使用。公司现已形成模切、锯切等金属切削工具产品系列化及配套数控装备一体化产品矩阵。

积极布局滚动功能部件产品，部分产品已实现批量出货

直线导轨副产品作为公司进军滚动功能部件领域的先手，公司进一步加大滚动功能部件业务研发投入强度，先后完成两大系列近80个型号直线导轨副产品的研发工作，其中滚珠型直线导轨副已经实现小规模量产并向市场供货，滚柱型直线导轨副产品已进入小批量试产阶段，产品的营销网络初步建立。随着公司直线导轨副产品产能逐步扩大、生产工艺持续优化及人机效率、产品性能不断提升，直线导轨副产品的毛利率也得到了较大改善。

盈利预测与投资建议

采取泰嘉股份、秦川机床、浙海德曼、贝斯特、五洲新春为可比公司，可比公司2024-2026年去掉最高值与最低值后的平均PE为67.8、39.9、30.9。我们预计恒而达2024-2026年，对应EPS分别为0.82元、0.90元、1.01元，对应PE为34.3、31.0、27.8，2024与2025年低于可比公司平均PE，估值具备性价比，给予“买入”评级。

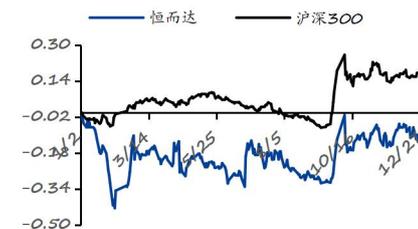
风险提示

下游市场需求波动风险，主要原材料供应波动的风险，投资项目不达预期的风险，新产品推广不及预期的风险。

基本数据

日期	2024-12-30
收盘价:	28.01元
总股本/流通股本(百万股)	120.01/56.96
流通A股市值(百万元)	1,595.48
每股净资产(元)	9.76
资产负债率(%)	22.14
一年内最高/最低价(元)	33.50/17.46

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 俞能飞(S0210524040008)
 ynf30520@hfzq.com.cn
 分析师: 师浩云(S0210524050015)
 shy30560@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	483	542	588	640	698
增长率	6%	12%	8%	9%	9%
净利润(百万元)	95	87	98	109	121
增长率	-12%	-8%	12%	11%	12%
EPS(元/股)	0.79	0.73	0.82	0.90	1.01
市盈率(P/E)	35.3	38.5	34.3	31.0	27.8
市净率(P/B)	3.2	3.0	2.8	2.6	2.5

数据来源:公司公告、华福证券研究所

正文目录

1 公司介绍：重型模切工具细分领域龙头，不断丰富产品布局.....	4
1.1 深耕金属切削工具领域 30 载，布局滚动功能部件产品再出发.....	4
1.2 公司股权结构集中，实际控制人持股比例高.....	5
1.3 经营稳健，模切工具与锯切工具为公司主要收入来源.....	6
2 金属切削：公司传统优势业务，形成切削工具与智能装备一体化产品矩阵.....	9
2.1 金属切削工具行业介绍：.....	9
2.2 恒而达已形成模切、锯切等金属切削工具产品系列化及配套数控装备一体化产品矩阵.....	12
2.2.1 模切工具：“轻重并举”，为公司第一大收入来源.....	12
2.2.2 锯切工具：收入规模与毛利率均保持增长态势.....	13
2.2.3 智能装备：配套公司金属切削工具产品，形成一体化产品矩阵.....	15
3 滚动功能部件：积极布局滚动功能部件产品，部分产品已实现批量出货.....	16
3.1 滚动功能部件：应用广泛，战略意义重大.....	16
3.2 2023 年公司实现直线导轨产品量产，持续加大投入。.....	17
4 盈利预测与投资建议.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 投资建议.....	19
5 风险提示.....	20

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司主营业务与产品.....	5
图表 3：公司主要从事金属切削工具、智能数控装备及滚动功能部件的研发、生产及销售.....	5
图表 4：公司股权结构集中（截至 2024 年三季报）.....	6
图表 5：恒而达营业总收入及同比.....	6
图表 6：恒而达归母净利润及同比.....	6
图表 7：恒而达归母净利润及经营活动现金净流量.....	6
图表 8：恒而达销售毛利率&销售净利率.....	7
图表 9：恒而达期间费用率.....	7
图表 10：恒而达历年研发投入.....	7
图表 11：恒而达研发人员数量.....	7
图表 12：恒而达分业务收入占比.....	8
图表 13：2024H1 恒而达分业务收入占比.....	8
图表 14：恒而达分业务毛利率.....	8
图表 15：2024H1 年恒而达分业务毛利率.....	8
图表 16：恒而达分地区收入.....	9
图表 17：恒而达分地区毛利率.....	9
图表 18：金属切削工具应用广泛.....	9
图表 19：全球切削刀具市场规模.....	10
图表 20：中国刀具消费规模.....	10
图表 21：硬质合金刀具为我国切削工具第一大刀具品类.....	11
图表 22：我国切削工具下游应用分布.....	12
图表 23：恒而达模切工具产品包括重型模切工具及轻型模切工具.....	12
图表 24：重型模切工具.....	13
图表 25：轻型模切工具.....	13
图表 26：恒而达模切业务收入及同比.....	13
图表 27：恒而达模切工具业务毛利率.....	13
图表 28：恒而达锯切工具包括双金属带锯条和冷切金属圆锯片.....	14
图表 29：锯切工具.....	14



图表 30: 恒而达锯切业务收入及同比	15
图表 31: 恒而达锯切业务毛利率	15
图表 32: 恒而达智能数控装备业务主要产品介绍	15
图表 33: 滚珠丝杠副结构图	16
图表 34: 滚动直线导轨副结构图	16
图表 35: 恒而达直线导轨产品	17
图表 36: 公司业绩拆分预测表	18
图表 37: 公司期间费用率预期	19
图表 38: 可比公司估值表	20
图表 39: 财务预测摘要	21

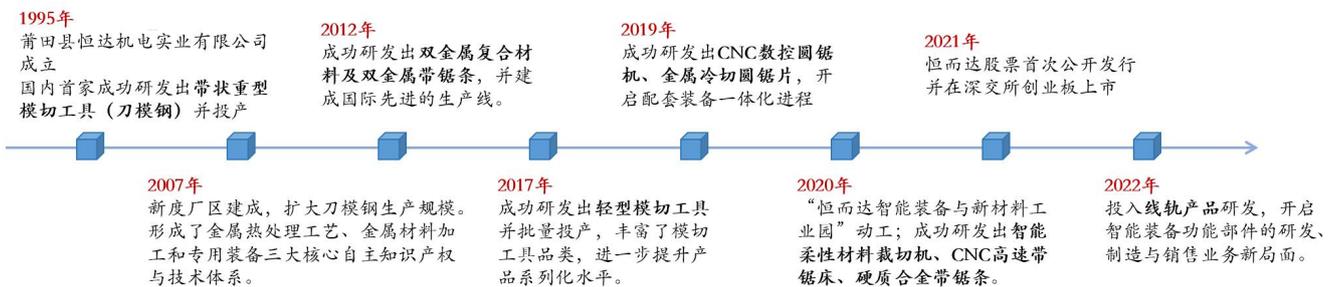


1 公司介绍：重型模切工具细分领域龙头，不断丰富产品布局

1.1 深耕金属切削工具领域 30 载，布局滚动功能部件产品再出发

深耕 30 载，公司形成模切、锯切等金属切削工具产品系列化及配套数控装备一体化产品矩阵，并布局滚动功能部件产品。1995 年，莆田县恒达机电实业有限公司成立，并成为国内首家成功研发带状重型模切工具（刀模钢）的企业。2012 年，公司成功研发出双金属复合材料及双金属带锯条，并建成国际先进的生产线，从此，公司产品终端应用范围从鞋服、箱包等轻工行业扩展到装备制造、建筑建材、航天科工等重工行业，实现“轻重并举”的业务布局，拉开了产品系列化序幕。2017 年，公司成功研发出轻型模切工具并批量投产，丰富了模切工具品类，进一步提升产品系列化水平。2018 年，公司完成企业股份制改制，福建恒而达新材料有限公司成立。2019 年，公司成功研发 CNC 数控圆锯机、金属冷切圆锯片，开启配套装备一体化进程。2020 年，“恒而达智能装备与新材料工业园”动工；公司成功研发出智能柔性材料裁切机、CNC 高速带锯床、硬质合金带锯条，至此，公司形成了模切、锯切等金属切削工具产品系列化及配套数控装备一体化产品矩阵。2021 年，恒而达股票首次公开发行并在深交所创业板上市。2022 年，公司投入线轨产品研发，开启智能装备功能部件的研发、制造与销售业务新局面。

图表 1：公司发展历程



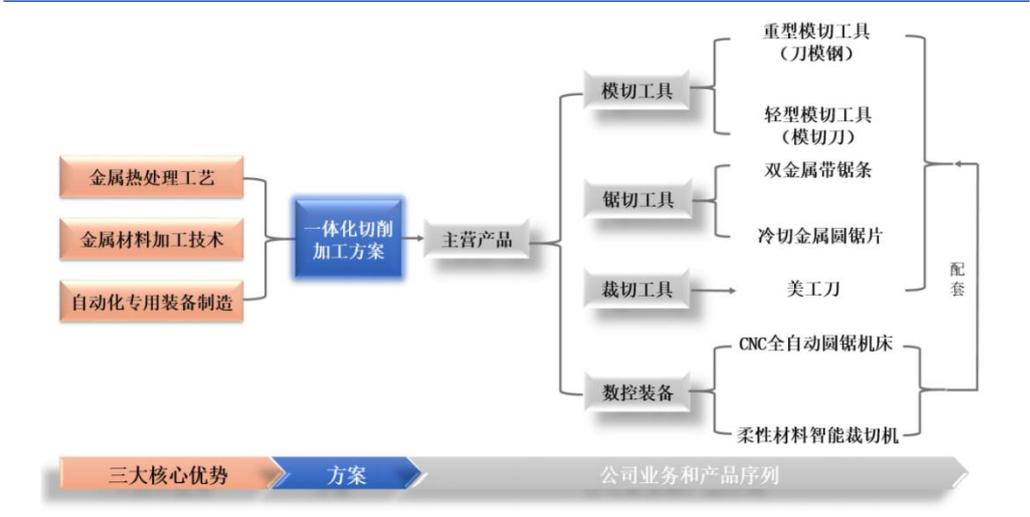
数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司基于多年对金属材料与热处理的研究积累，形成了金属热处理工艺、金属材料加工技术和自动化专用装备制造三大核心自主知识产权与技术优势，主要从事金属切削工具、智能数控装备及滚动功能部件的研发、生产及销售。其中金属切削工具产品有模切工具、锯切工具等，智能数控装备产品有 CNC 全自动圆锯机、高速数控带锯床、柔性材料智能裁切机、CNC 加工中心等，滚动功能部件目前主要为滚珠直线导轨副和滚柱直线导轨副产品。

公司致力于为轻工、装备制造、建筑建材、汽车、电子信息等国民经济基础性产业，提供产品系列化及装备配套一体化的切削加工方案，助力产业升级转型，推动智能制造和工具装备的进口替代。



图表 2: 公司主营业务与产品



数据来源: 恒而达招股说明书, 华福证券研究所

图表 3: 公司主要从事金属切削工具、智能数控装备及滚动功能部件的研发、生产及销售

产品领域	产品名称	具体产品及应用
金属切削工具	模切工具	用于对各类材料的模切、压痕作业, 在工业企业生产过程中, 可将模切工具制成刀模后, 再通过施加一定的压力进行冲切, 便可使工件材料形成特定形状。
	锯切工具	高速钢双金属带锯条与硬质合金双金属带锯条均可用于切割各种钢材和有色金属, 被广泛应用于装备制造、建筑建材、汽车、电子信息等行业。
智能数控装备	CNC全自动圆锯机	与圆锯片配套使用, 适用于对棒材、型材的自动化快速下料, 具有自动化程度高、进给量大、加工效率高、减少加工余料, 以及切削质量高, 工件平整度、一致性高等优点。
	高度数控带锯床	与双金属带锯条配套使用, 采用PLC可编程程序电气控制系统, 并且加入了创新性智能锯切系统, 可根据选择的材料, 系统自动完成调整锯切速度、锯切线速度等锯切参数, 其具有结构紧凑、加工精度高、材料损耗低、噪音小、安全可靠、自动化程度高等优点。
	柔性材料智能裁切机	主要应用于轻工领域, 针对织物、皮革、纸板、塑料等柔性材料的裁切, 通过智能分析、智能排版和自动裁切, 提高原材料利用率, 具有加工效率高、材料利用率高、裁切精度高、自动化程度高等优点。
	CNC加工中心	一种高自动化的数控装备, 带刀库和自动换刀装置, 生产效率和自动化程度较其他装备有较大的提升。按控制轴分类, 可分为三轴、四轴和五轴加工中心; 按结构分类, 可分为立式、卧式、龙门加工中心。
滚动功能部件	直线导轨副	又称线轨、滑轨、线性导轨、线性滑轨, 主要由滑块与导轨两部分组成, 适用于自动化工作部件的高精度或高速直线往复运动场合, 可在高负载的情况下实现高精度的直线运动。

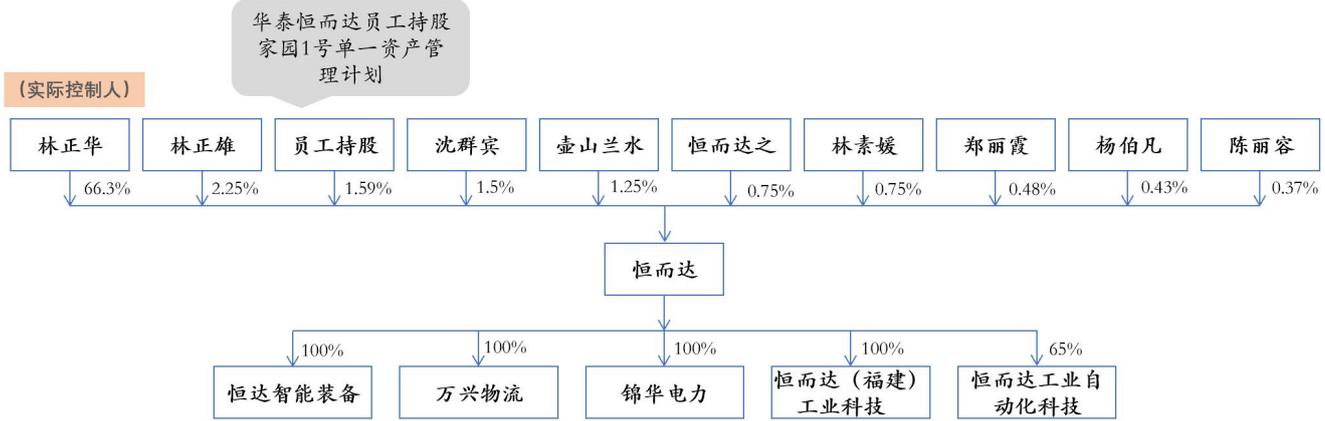
数据来源: 恒而达 2023 年年报, 华福证券研究所

1.2 公司股权结构集中, 实际控制人持股比例高

实际控制人林正华先生任公司董事长兼总经理, 直接持有公司 66.3%的股权, 公司股权结构集中。林正华先生深耕金属切削工具领域二十余年, 在金属切削工具及其配套智能数控装备的研发、制造与销售等方面拥有丰富的企业管理经验。上世纪 90 年代中期, 林正华先生发现国内用于鞋服箱包行业使用的重型模切工具完全依赖进口且价格昂贵, 于 1995 年出资创立公司, 组织并带领技术研发团队攻克了重型模切工具生产过程中热处理工艺与装备的关键技术, 成功研发生产了重型模切工具并逐步实现进口替代。



图表 4: 公司股权结构集中 (截至 2024 年三季报)

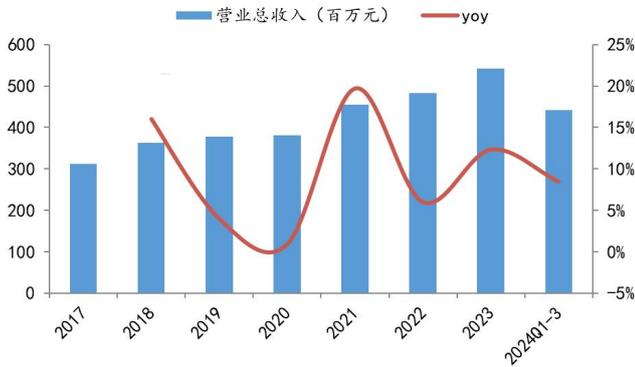


数据来源: iFinD, Wind, 公司招股说明书, 华福证券研究所

1.3 经营稳健, 模切工具与锯切工具为公司主要收入来源

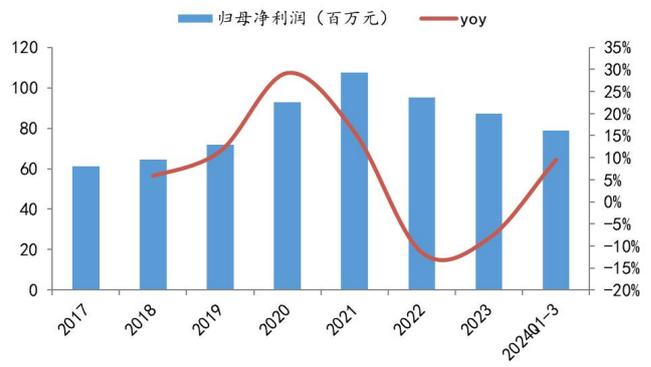
公司经营稳健。2017-2023 年, 公司营业总收入由 3.12 亿元提升至 5.42 亿元, 复合增长率 9.64%; 公司归母净利润由 0.61 亿元提升至 0.87 亿元, 复合增长率为 6.13%。2024 年前三季度公司实现营业收入 4.41 亿元, yoy+8.50%; 实现归母净利润 0.79 亿元, yoy+9.53%。

图表 5: 恒而达营业总收入及同比



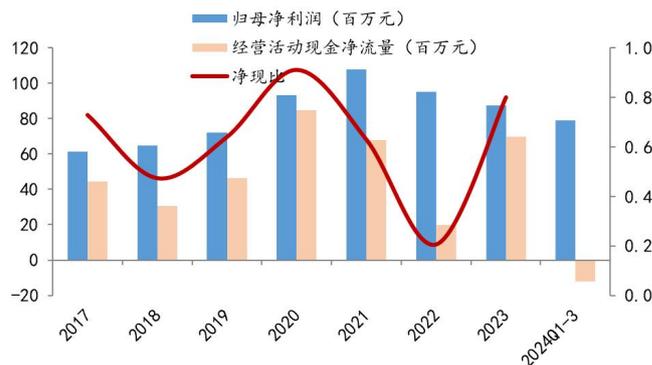
数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 6: 恒而达归母净利润及同比



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 恒而达归母净利润及经营活动现金净流量

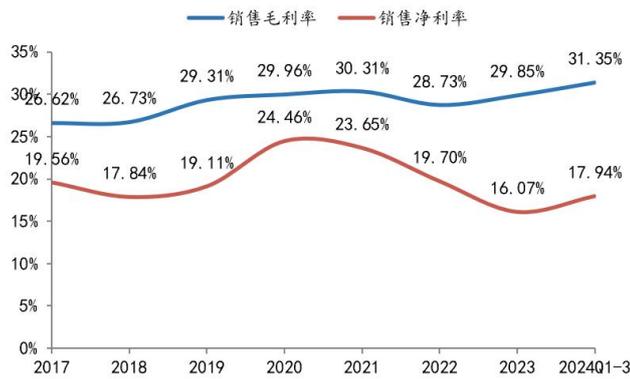


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所



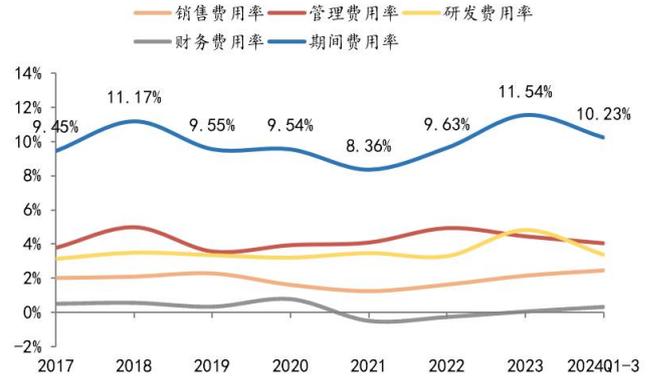
公司销售毛利率保持稳定，销售净利率水平波动较大。2019-2023 年公司销售毛利率维持在 30%左右，保持稳定；销售净利率波动较大。2022、2023 年公司期间费用率连续两年增长。2022、2023 年，公司销售费用增加，主要系公司销售投入增加，人员工资、营销网络建设、展会费用等相应增加所致。2023 年，公司研发费用增加主要系公司直线导轨及滑块等新产品的研发投入增加，研发人员、材料投入及装备调试费等相应增加所致。

图表 8: 恒而达销售毛利率&销售净利率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 恒而达期间费用率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

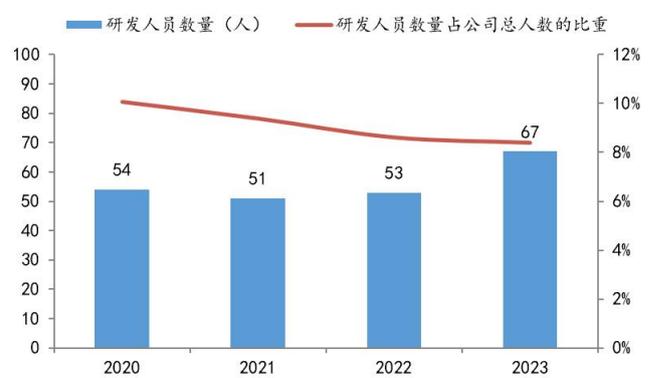
公司加大研发投入。2023 年公司显著加大研发投入强度，共投入研发资金 0.26 亿元 (yoy+65.73%)，占营收比重为 4.84%。2023 年全年公司先后完成了滚柱直线导轨副、不干胶专用模切刀、不锈钢专用双金属带锯条等新品的研发工作，并为境外客户专门开发了适应其应用需求的锯切工具、智能数控装备产品等产品。同时，为优化产品性能、提高设备生产效率，公司对多个产品、生产设备及生产工艺进行了研发提升，缩短研发成果转化周期，进一步提升公司的创新竞争力。

图表 10: 恒而达历年研发投入



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 恒而达研发人员数量

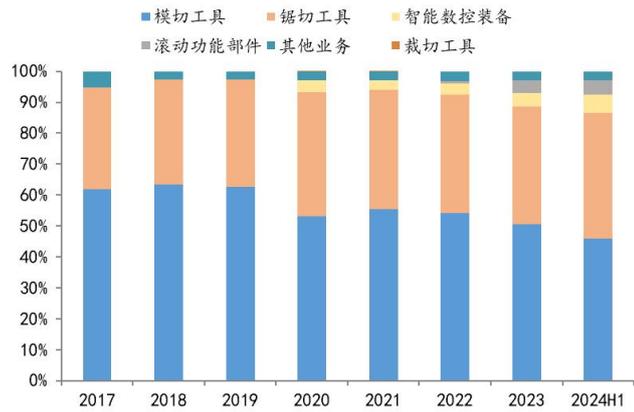


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

模切工具业务与锯切工具业务为公司主要收入来源，其中模切工具业务为公司

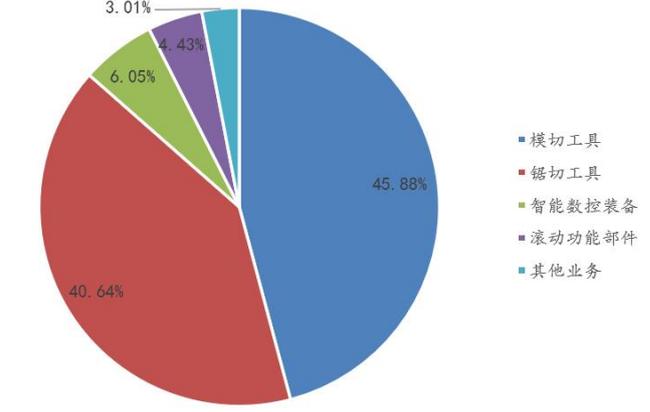
第一大收入来源。2023 年公司模切工具、锯切工具、智能数控装备、滚动功能部件业务分别实现收入 2.74、2.07、0.23、0.22 亿元，占比分别为 50.53%、38.13%、4.26%、4.02%。金属切削业务为公司主要收入来源。2023 年公司实现销售收入 48,101.25 万元，同比增长 7.68%。其模切工具和锯切工具销售收入增长分别为 4.60%和 12.06%。得益于公司产品系列化战略实施成效，除了金属切削工具各系列主要产品销售收入均实现不同幅度的增长外，2023 年公司产品结构得到有效优化升级，其中轻型模切工具销售收入同比增长 16.46%，硬质合金双金属带锯条销售收入同比增长 85.67%。

图表 12: 恒而达分业务收入占比



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

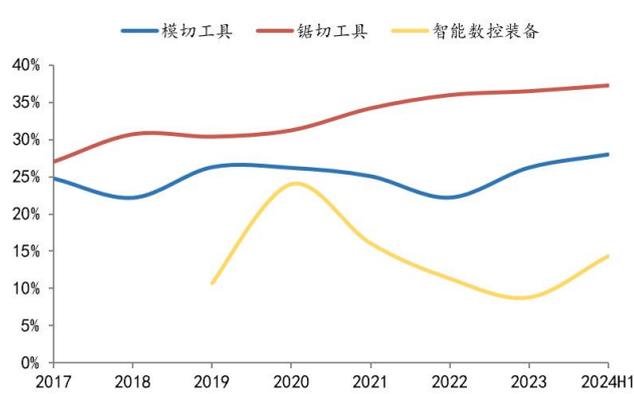
图表 13: 2024H1 恒而达分业务收入占比



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

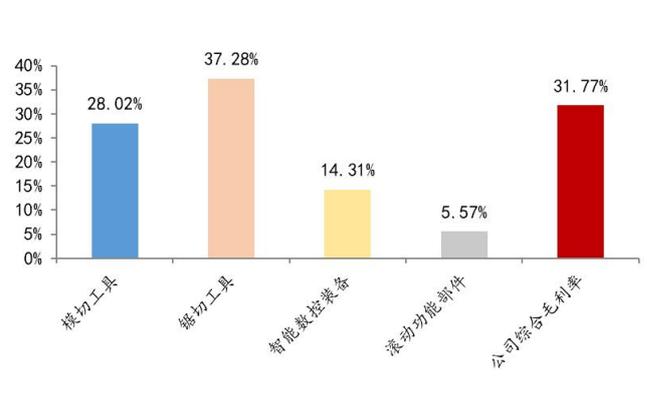
分业务来看，锯切工具业务毛利率较高。2023 年，公司模切工具、锯切工具、智能数控装备、滚动功能部件业务毛利率分别为 26.26%、36.51%、8.80%、-5.41%。锯切工具业务毛利率较高，2019-2023 年，公司锯切业务毛利率由 30.42%提升至 36.51%，连续 4 年保持增长态势。

图表 14: 恒而达分业务毛利率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 2024H1 年恒而达分业务毛利率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

公司发力海外市场，海外市场收入增速高于国内市场，海外市场毛利率高于国内市场。2023 年公司海外市场实现收入 0.54 亿元，yoy+37.58%，实现快速增长；国内市场实现收入 4.89 亿元，yoy+10.12%，海外市场收入增速高于国内市场。2023 年

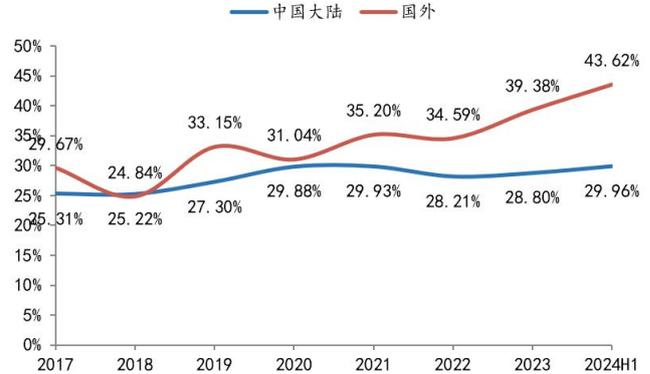
海外市场毛利率为 39.38%，国内市场毛利率为 28.80%。公司境外销售业务已扩展至 46 个国家和地区，随着公司对境外市场的持续深耕，境外客户对公司产品的认可度将得到进一步提升，公司产品出海扩张趋势将进一步凸显。

图表 16: 恒而达分地区收入



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 17: 恒而达分地区毛利率



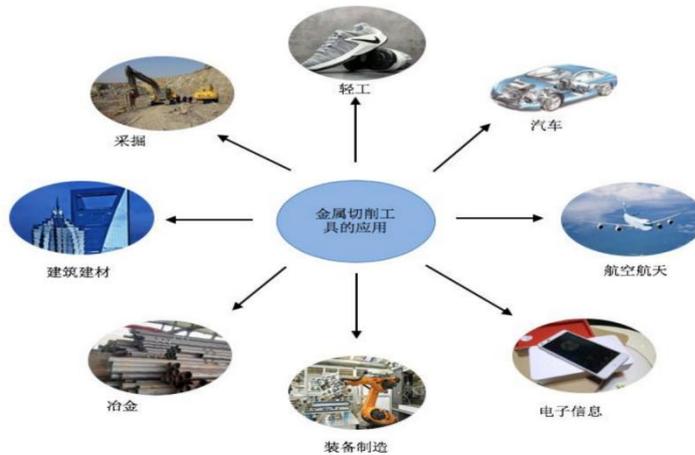
数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

2 金属切削: 公司传统优势业务, 形成切削工具与智能装备一体化产品矩阵

2.1 金属切削工具行业介绍:

金属切削工具应用广泛。金属切削工具作为现代工业关键配套产业, 在国民经济各领域具有基础性和战略性作用。金属切削工具是实现机床功能的核心部件, 被称为工业的“牙齿”, 直接影响工件材料的加工精度、质量和效率。金属切削工具广泛应用于轻工、装备制造、建筑建材、汽车、电子信息等行业, 是国民经济的基础配套产品, 是衡量工业化国家综合技术实力的重要标志, 具有战略性作用。适应高端制造需求的金属切削工具, 是实现我国整体制造向高质量发展转变的重要保障。

图表 18: 金属切削工具应用广泛



数据来源: 恒而达 2020 年年报, 华福证券研究所

全球切削刀具市场规模持续上涨。《华锐精密向特定对象发行股票证券募集说



明书》中提示，根据 QY Research 的调研数据，全球刀具市场规模将从 2016 年的 331 亿美元增长至 2021 年 380 亿美元，复合增长率约 2.80%，预计 2022 年全球市场规模将达到 390 亿美元，总消费量呈现稳定增长趋势。

从消费区域看，中、美、德、韩、日五个刀具消费大国的消费量比重占全球 70% 左右，进入 2010 来，以中国为代表的亚洲刀具市场增长率排在全球刀具规模增长首位，是全球增长率的 2.5 倍。

图表 19: 全球切削刀具市场规模



数据来源：《华锐精密向特定对象发行股票证券募集说明书》，QY Research，华福证券研究所

我国切削刀具市场消费情况与我国制造业发展水平和结构调整息息相关。受国内投资增速放缓和需求结构调整影响，2011 年至 2016 年刀具市场规模主要集中在 312 亿元至 345 亿元的区间。随着“十三五”规划的落地，国内供给侧结构性改革的不断深化，我国制造业朝着自动化和智能化方向快速前进，制造业转型升级推动刀具消费市场恢复性增长，2022 年切削刀具行业市场规模达到 464 亿元，相对于 2016 年增长 44.10%。

图表 20: 中国刀具消费规模



数据来源：《华锐精密向特定对象发行股票证券募集说明书》，中国机床工具工业协会，华福证券研究所

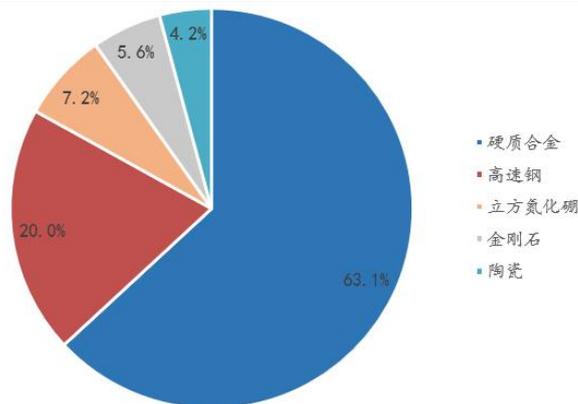
硬质合金刀具为我国切削工具第一大刀具品类。根据韩景春、曹雪雪、李一帆在金属加工杂志社发布的《第五届切削刀具用户调查分析报告》，按照材料分类来



看，硬质合金刀具占比 63.1%，高速钢刀具占比 20.0%，立方氮化硼刀具占比 7.2%，金刚石刀具占比 5.6%，陶瓷刀具占比 4.2%。

从趋势角度分析，硬质合金材料刀具使用量逐年递增，而且随着机床行业的转型升级，数控机床使用量的提升，硬质合金材料刀具的需求还将继续增长。这与硬质合金材料的高硬度、高抗弯强度和韧性、高耐磨性以及高性价比有很大关系。高速钢的使用量呈现明显的逐年下降趋势，这与多年来制造业企业转型升级，数控机床替代普通机床有很大关系。立方氮化硼刀具和金刚石刀具的市场占有率呈现上涨的趋势，陶瓷刀具的变化趋势不明显，而且其市场占有率最低，这可能由于其机加工的局限性和对机床设备的高要求，此外这类刀具的高价位也影响了其大范围推广和使用。据相关研究资料，未来我国刀具材料会向更高生产率和更高切削速度发展，改善现有刀具的切削性能，稀土硬质合金刀具材料、添加强化元素的硬质合金等也是重要的发展方向。

图表 21：硬质合金刀具为我国切削工具第一大刀具品类



数据来源：金属加工杂志社，《第五届切削刀具用户调查分析报告》韩景春、曹雪雪、李一帆，华福证券研究所

我国刀具下游涵盖整个制造业。根据韩景春、曹雪雪、李一帆在金属加工杂志社发布的《第五届切削刀具用户调查分析报告》数据，机床工具、通用机械、传统汽车、摩托车、工程机械、新能源汽车、模具、航空航天等刀具消耗量占比在 5% 以上，为我国刀具主要下游应用。

图表 22: 我国切削工具下游应用分布



数据来源: 金属加工杂志社, 《第五届切削刀具用户调查分析报告》韩景春、曹雪雪、李一帆, 华福证券研究所

2.2 恒而达已形成模切、锯切等金属切削工具产品系列化及配套数控装备一体化产品矩阵

公司金属切削系列产品主要包括金属切削工具及配套智能数控装备。公司基于材料、技术、工艺、装备、渠道的共源性, 对金属切削工具进行产品系列化, 开发了模切工具、锯切工具和裁切工具。公司基于在自动化专用装备制造领域的长期技术积累, 开发了智能数控装备, 可与金属切削工具产品配套使用。公司现已形成模切、锯切等金属切削工具产品系列化及配套数控装备一体化产品矩阵。

2.2.1 模切工具: “轻重并举”, 为公司第一大收入来源

将整个工件材料压切成单个图形产品称为模切, 将在工件材料上压出痕迹或者留下弯折的槽痕称作压痕, 均属于模切作业。

模切工具用于对各类材料的模切、压痕作业, 在工业企业生产过程中, 可将模切工具制成刀模后, 再通过施加一定的压力进行冲切, 便可使工件材料形成特定形状。模切工具可分为重型模切工具和轻型模切工具。

图表 23: 恒而达模切工具产品包括重型模切工具及轻型模切工具

产品类别	具体产品	图示	产品特征及应用
模切工具	轻型模切工具 (刀身厚度2.0mm 以下)		刀体较为轻薄, 制成刀模后, 一般用木板、PVC 等固定, 适用于材料层数少、载荷轻的模切加工, 主要用于包装印刷、电子信息、工艺品等领域
	重型模切工具 (刀身厚度超过2.0mm)		直接冷弯成型制成刀模, 适用于材料层数多、载荷重的模切加工, 主要用于箱包、鞋服、汽车内饰件等领域的皮革、织物多层模切

数据来源: 恒而达招股说明书, 华福证券研究所

重型模切工具适用于材料层数多、载荷重的模切加工, 主要用于箱包、鞋服、

汽车内饰件、玩具、工艺品等领域的皮革、织物的多层模切。重型模切工具冷弯成型、接缝焊接后可直接用于模切。

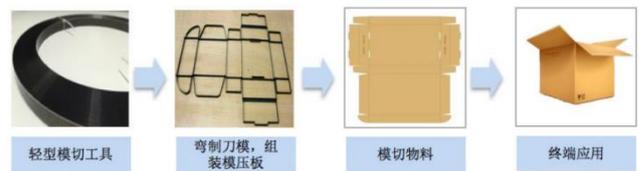
轻型模切工具适用于材料层数少、载荷轻的模切加工，主要用于包装印刷、电子信息、工艺品等领域的模切。与重型模切工具相比，轻型模切工具刀体轻薄，制成刀模后，一般还需使用木板、PVC 等材料固定（二者组装为模压板）。

图表 24: 重型模切工具



数据来源：恒而达招股说明书，华福证券研究所

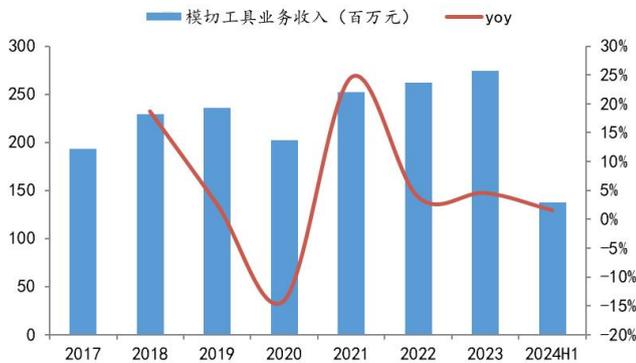
图表 25: 轻型模切工具



数据来源：恒而达招股说明书，华福证券研究所

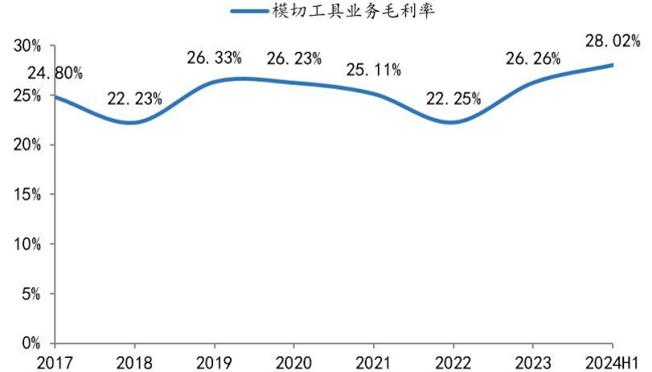
模切工具业务为公司第一大收入来源，收入占比 50% 以上。2021-2023 年，公司模切工具业务分别实现收入 2.52、2.62、2.74 亿元，同比增速分别为 24.63%、3.87%、4.60%，收入占比分别为 55.41%、54.28%、50.53%，毛利率分别为 25.11%、22.25%、26.26%。2023 年，公司轻型模切工具销售收入同比增长 16.46%，模切工具业务结构升级。

图表 26: 恒而达模切业务收入及同比



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

图表 27: 恒而达模切工具业务毛利率



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

2.2.2 锯切工具：收入规模与毛利率均保持增长态势

锯切工具，可根据所用工具种类和锯切方式的不同分为弓锯条、圆锯片和带锯条。弓锯条在锯切时作往复运动，切削效率低、精度低，能耗和材料损耗较高；带锯条和圆锯片锯切时，在切削效率、切削精度、节材等方面具有明显的优势，已成为现代锯切的主流方式。恒而达锯切工具业务主要产品包括双金属锯条和冷切金属圆锯片。

双金属带锯条：绝大多数带锯床使用的锯条为双金属带锯条，其锯齿部分为合金高速钢，基体部分为冷轧合金钢带，在确保锯切质量的同时，有效降低了整体成

本。双金属带锯条可用于切割各种钢材和有色金属，被广泛应用于装备制造、建筑建材、汽车、电子信息等行业金属材料切削领域。

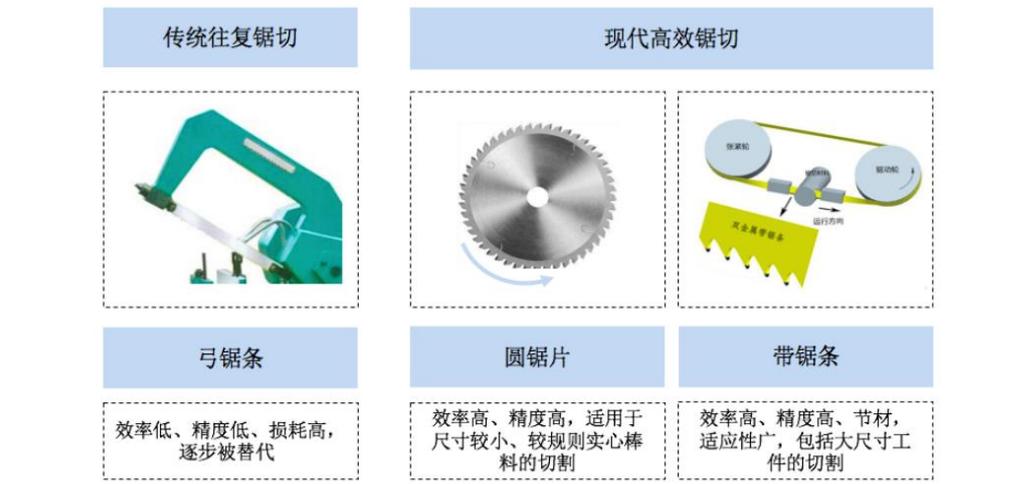
冷切金属圆锯片：恒而达主要生产陶瓷合金圆锯片和硬质合金圆锯片，由锯片基体与合金刀头组成。其中，锯片刀头采用合金材质，具有高耐磨性、高耐热性、高强韧性等特点，使锯切质量和速度显著提高。

图表 28：恒而达锯切工具包括双金属带锯条和冷切金属圆锯片

产品类别	具体产品	图示	产品特征及应用
锯切工具	双金属带锯条		具有柔韧性好、抗疲劳性强、能承受巨大张力、齿部韧度高等诸多机械性能优点，适用于切割截面尺寸2000mm以下碳素钢、合金钢、结构钢、不锈钢、模具钢、有色金属等较难加工的金属材料，广泛应用于建筑建材、装备制造、汽车、电子信息等领域
	冷切金属圆锯片		适用于截面尺寸250mm以下黑色及有色金属的实心棒料及型材的切割，主要应用于装备制造、建筑建材、汽车等领域

数据来源：恒而达招股说明书，华福证券研究所

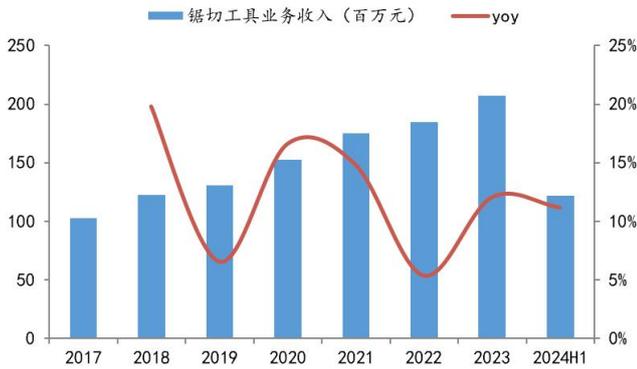
图表 29：锯切工具



数据来源：恒而达招股说明书，华福证券研究所

公司锯切业务收入规模与毛利率均保持增长态势。2021-2023年，公司锯切工具业务分别实现收入 1.75、1.84、2.07 亿元，同比增速分别为 14.82%、5.38%、12.06%，收入占比分别为 38.47%、38.23%、38.13%，毛利率分别为 34.22%、35.99%、36.51%。2023 年公司硬质合金双金属带锯条销售收入同比增长 85.67%。

图表 30: 恒而达锯切业务收入及同比



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 31: 恒而达锯切业务毛利率



数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

2.2.3 智能装备: 配套公司金属切削工具产品, 形成一体化产品矩阵

基于在自动化专用装备制造方面的长期技术积累, 公司开发了可与金属切削工具配套使用的高端装备。智能数控装备装有程序控制系统, 能够按图纸要求的形状和尺寸自动加工。2023年, 公司智能装备业务实现收入 0.23 亿元, yoy+38.06%。2023 年公司通过持续研发创新, 利用自动化专用装备制造核心技术优势为公司滚动功能部件项目研发 CNC 加工中心, 有效降低了滚动功能部件项目的投资成本, 还进一步丰富了公司的智能数控装备产品矩阵, 有效提高公司智能数控装备生产线的利用效率。公司现已形成了 CNC 全自动圆锯机、高速数控带锯床、柔性材料智能裁切机及 CNC 加工中心等 4 个智能数控装备系列产品, 并可根据客户个性化需求进行产品定制开发, 可有效满足客户多领域、多样化及专业化的应用需求。

图表 32: 恒而达智能数控装备业务主要产品介绍

产品类别	具体产品	产品特征及应用
智能数控装备	CNC全自动圆锯机	与圆锯片配套使用, 适用于对棒材、型材的自动化快速下料, 具有自动化程度高、进给量大、加工效率高、减少加工余料, 以及切削质量高, 工件平整度、一致性高等优点。可广泛应用于机电、冶金、汽车、桥梁、船舶等行业锯切各种黑色、有色金属材料。
	高速数控带锯床	与双金属带锯条配套使用, 采用PLC可编程程序电气控制系统, 并且加入了创新性智能锯切系统, 可根据选择的材料, 系统自动完成调整锯切速度、锯切线速度等锯切参数, 其具有结构紧凑、加工精度高、材料损耗低、噪音小、安全可靠、自动化程度高等优点。可广泛应用于机电、冶金、汽车、桥梁、船舶等行业锯切各种黑色、有色金属材料。
	柔性材料智能裁切机	主要应用于轻工领域, 针对织物、皮革、纸板、塑料等柔性材料的裁切, 通过智能分析、智能排版和自动裁切, 提高原材料利用率, 具有加工效率高、材料利用率高、裁切精度高、自动化程度高等优点。
	CNC加工中心	一种高自动化的数控装备, 带刀库和自动换刀装置, 生产效率和自动化程度较其他装备有较大的提升。按控制轴分类, 可分为三轴、四轴和五轴加工中心; 按结构分类, 可分为立式、卧式、龙门加工中心。

数据来源: 恒而达招股说明书, 华福证券研究所

3 滚动功能部件：积极布局滚动功能部件产品，部分产品已实现批量出货

3.1 滚动功能部件：应用广泛，战略意义重大

滚动功能部件是通过滚动体在接触滚道中滚动，将传统的滑动摩擦传动形式转换为滚动摩擦传动，从而大大提高传动效率和运动精度的精密关键部件。滚动功能部件主要包括滚动丝杠副、滚动直线导轨副、滚柱花键、滚动直线运动装置等，其应用广泛，从数控机床行业逐渐拓展到医疗器械、新能源汽车、机器人等智能化行业。

滚动功能部件应用广泛。滚动功能部件作为机电一体化设备中不可或缺的核心传动组件，是提高机械设备工作部件传动效率和运动精度的关键部件，其应用较为广泛，现已从数控机床、自动化装备等行业逐渐拓展到医疗器械、新能源汽车、机器人等智能化行业。滚动功能部件是一种对原材料和加工工艺要求极高的核心部件，全球市场被日本 NSK、THK 等国外企业垄断，日本和欧洲企业的产品占据了全球约 70% 的市场份额。在国内市场，目前中国台湾的上银科技 (HIWIN)、银泰科技 (PMI) 的市场占有率接近 50%，此外 NSK、THK 等日本企业市场占有率约为 15% 左右。根据中国机床协会的统计，高档数控机床中的高端滚动功能部件国产化率仅为 5%，高端机械零部件长期依赖进口，限制国内高档数控机床产业的发展。

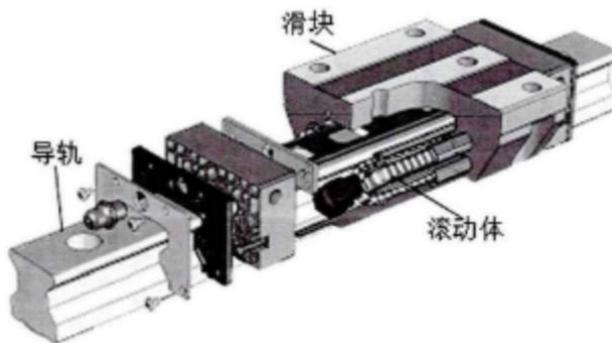
国内企业积极布局滚动功能部件赛道，逐步打破海外行业垄断局面。在国家政策的引导下，我国的产业技术逐步成熟与进步，部分企业主动加大对金属材料、生产工艺、生产装备的研发投入，攻坚“卡脖子”难题，国产滚动功能部件的可靠性、精度、稳定性得到了有效验证，滚动功能部件的自给能力将进一步加强。随着行业技术水平逐渐向境外龙头企业看齐，滚动功能部件的进口依赖度将不断下降，逐渐改变之前经济型装备采用国产比例较大，中高档装备采用进口比例较大的市场局面，滚动功能部件国产化水平将进一步提速。

图表 33：滚珠丝杠副结构图



数据来源：《滚动功能部件预紧力与刚性的关联性研究》汪远远，华福证券研究所

图表 34：滚动直线导轨副结构图



数据来源：《滚动功能部件预紧力与刚性的关联性研究》汪远远，华福证券研究所

3.2 2023 年公司实现直线导轨产品量产，持续加大投入。

2022 年公司滚动功能部件（直线导轨副）产品正式启动产业化。为进一步提升公司在智能数控装备领域的未来竞争优势，并瞄准国内工业机器人、高档数控机床、军工装备、核电装备、航空航天、轨道交通、高端医疗等领域高精度装备的核心功能部件正面临产业与国产化、补短板与强弱项的巨大市场空间，经过充分的市场调研和长期的技术探索，公司将滚动功能部件（直线导轨副）列入产品发展规划并于 2022 年正式启动产业化。

公司滚动功能部件主要产品为直线导轨副。直线导轨副又称线轨、滑轨、线性导轨、线性滑轨，主要由滑块与导轨两部分组成，适用于自动化工作部件的高精度或高速直线往复运动场合，可在高负载的情况下实现高精度的直线运动。广泛运用于工业机器人、高档数控机床、半导体生产线、航空航天、军工装备、核电装备、轨道交通、高端医疗等行业。

2023 年公司实现直线导轨产品量产。直线导轨副产品作为公司进军滚动功能部件领域的先手，2023 年，公司围绕对标业内全球一流企业标准，聚焦进一步提升产品性能、改善固化设备工艺流程、开发丰富产品系列规格型号的目标，公司进一步加大滚动功能部件业务研发投入强度，共投入研发资金 1,321.22 万元，先后完成两大系列近 80 个型号直线导轨副产品的研发工作，其中滚珠型直线导轨副已经实现小规模量产并向市场供货，滚柱型直线导轨副产品已进入小批量试产阶段，产品的营销网络初步建立。随着公司直线导轨副产品产能逐步扩大、生产工艺持续优化及人机效率、产品性能不断提升，直线导轨副产品的毛利率也得到了较大改善。

2024 年公司将继续对标 THK、NSK 及 HIWIN 等国际一线滚动功能部件标杆企业，从产品性能、渠道拓展、口碑建设、市场运营、供应链整合等方面加大资源投入，一方面巩固和提升公司直线导轨副产品的技术优势，另一方面大力度展开产品营销渠道布局，实现滚动功能部件业务产能利用率和产销率的显著提升。

图表 35: 恒而达直线导轨产品



数据来源：公司官网，华福证券研究所



4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 金属制品业：我们预计该项业务 2024-2026 年收入增速分别为 6.48%、6.62%、6.41%，保持相对稳定增长。毛利率分别为 33.70%、34.33%、35.16%。

(2) 智能数控装备：我们预计智能数控装备业务 2024-2026 年收入增速分别为 28.66%、27.48%、28.54%。毛利率分别为 9%、12%、15%。

(3) 滚动功能部件：基于前文对公司滚动功能部件产品的介绍，考虑到公司直线导轨产品尚处于市场开拓阶段，我们判断滚动功能部件业务 2024-2026 年收入增速分别为 30%、30%、30%。毛利率分别为 0%、15%、30%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 8.37%、8.80%、9.08%，毛利率分别为 30.83%、31.89%、33.40%，根据 2024 年公司中报，公司持续优化产能布局，且新业务开始从产能集中建设期逐步进入投资产出期，我们预计公司现有产能可支撑未来 3 年预测收入值。

图表 36：公司业绩拆分预测表

		2023	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入 (百万元)	542.49	587.90	639.64	697.72
	yoy		8.37%	8.80%	9.08%
	营业成本 (百万元)	380.54	406.68	435.67	464.70
	毛利润 (百万元)	161.95	181.22	203.97	233.02
	毛利率	29.85%	30.83%	31.89%	33.40%
金属制品业	营业收入 (百万元)	497.54	529.77	564.83	601.01
	yoy		6.48%	6.62%	6.41%
	营业成本 (百万元)	336.44	351.23	370.95	389.70
	毛利润 (百万元)	161.09	178.54	193.89	211.32
	毛利率	32.38%	33.70%	34.33%	35.16%
智能数控装备	营业收入 (百万元)	23.12	29.75	37.93	48.75
	yoy		28.66%	27.48%	28.54%
	营业成本 (百万元)	21.09	27.07	33.37	41.44
	毛利润 (百万元)	2.03	2.68	4.55	7.31
	毛利率	8.80%	9.00%	12.00%	15.00%
滚动功能部件	营业收入 (百万元)	21.83	28.37	36.89	47.95
	yoy		30.00%	30.00%	30.00%
	营业成本 (百万元)	23.01	28.37	31.35	33.57
	毛利润 (百万元)	-1.18	0.00	5.53	14.39
	毛利率	-5.41%	0.00%	15.00%	30.00%

数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

期间费用率预测：

1) 销售费用率预测：考虑到公司智能数控装备与滚动功能部件仍处于市场开拓期，公司销售费用预计逐年增加，预计公司销售费用率呈上升态势。2) 管理费用率预测：考虑到公司部分业务处于市场开拓期，前期业务管理方面投入较多，预计公司管理费用率将维持在较高水平。3) 研发费用率预测：预计公司将保持较高水平的



研发投入，预计公司研发费用率将呈上升态势。4) 财务费用率预测：假设呈上升态势。

图表 37: 公司期间费用率预期

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.26%	1.65%	2.17%	2.30%	2.40%	2.50%
管理费用率	4.10%	4.96%	4.47%	4.60%	4.60%	4.60%
研发费用率	3.47%	3.28%	4.84%	5.00%	5.20%	5.50%
财务费用率	-0.48%	-0.26%	0.05%	0.55%	0.83%	1.30%

数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

基于上述预测，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润增速分别为 12%、11%、12%。

4.2 投资建议

采用可比公司平均估值法作为估值参考。选用泰嘉股份、秦川机床、浙海德曼、贝斯特、五洲新春为可比公司。1) 泰嘉股份主要产品为双金属带锯条和少量双金属复合材料，与恒而达锯切业务产品有重合。2) 秦川机床主要产品为齿轮磨床、螺纹磨床、外圆磨床、通用数控车床及加工中心等高端数控装备，以及滚动功能部件、机器人关节减速器、精密齿轮、精密仪器仪表、精密铸件等零部件产品，与恒而达智能数控装备、滚动功能部件业务产品有重合。3) 浙海德曼主要产品分为高端数控车床、自动化生产线和普及型数控车床，与恒而达智能数控装备业务产品有重合。4) 贝斯特：专注于精密零部件和智能装备及工装产品的研发、生产及销售，并且，贝斯特还利用在智能装备及工装领域的各类先发优势，将业务延伸至高端航空装备制造、工业自动化装备、工业母机以及人形机器人等领域。公司汽车零部件业务占比较高，同时与恒而达滚动功能部件产品均应可用于机器人领域。5) 五洲新春近年来持续加大滚动功能部件研发投入，与恒而达滚动功能部件业务产品有重合。

可比公司泰嘉股份、秦川机床、浙海德曼、贝斯特、五洲新春盈利预测采用同花顺一致预期，可比公司 2024-2026 年去掉最高值与最低值后的平均 PE 为 67.8、39.9、30.9。我们预计恒而达 2024-2026 年，对应 EPS 分别为 0.82 元、0.90 元、1.01 元，对应 PE 为 34.3、31.0、27.8，2024 与 2025 年低于可比公司平均 PE，估值具备性价比，给予“买入”评级。



图表 38: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)					PE(倍)			
		2024/12/30	2023E	2024E	2025E	2026E	2023E	2024E	2025E	2026E	
002843.SZ	泰嘉股份	23.69	0.60	0.54	1.00	1.38	39.5	43.9	23.7	17.2	
000837.SZ	秦川机床	9.41	0.06	0.08	0.15	0.20	170.2	112.0	64.8	46.1	
688577.SH	浙海德曼	39.20	0.54	0.41	0.83	1.11	72.6	95.6	47.2	35.3	
300580.SZ	贝斯特	23.54	0.83	0.65	0.82	1.01	28.4	36.3	28.9	23.3	
603667.SH	五洲新春	25.86	0.40	0.43	0.56	0.68	64.7	60.7	46.5	38.3	
去掉最高值与最低值后的平均值							58.9	66.7	39.1	30.2	
300946.SZ	恒而达	28.01	0.73	0.82	0.90	1.01	38.5	34.3	31.0	27.8	

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

5 风险提示

① 下游市场需求波动风险。公司产品的下游行业主要集中于轻工制造、装备制造等国民经济基础行业，虽然下游行业运用广泛，需求较为分散，但出现未来经济增长速度放缓甚至停滞、衰退等情况时，公司产品所应用的行业将受到直接影响，可能对公司产品最终销售以及持续经营能力产生不利影响。

② 主要原材料供应波动的风险。公司的主要原材料为热轧钢卷、冷轧合金钢带、高速钢扁丝、金属棒材等金属材料，该等原材料供应商较为集中，采购成本占生产成本比例较高。若公司现有供应商因地缘政治冲突、产品质量无法适应公司新需求、国际市场形势致使原材料价格波动等原因无法保障对公司原材料供应，将对公司原材料的采购、生产经营以及财务状况产生较大不利影响。

③ 投资项目不达预期的风险。项目在实施过程中可能受到不确定性因素的影响，进而存在不能按预期实施或无法继续实施的风险。且实际建成后，新增产能、实现的成果及所产生的经济效益等都有可能与公司的预测产生差异。

④ 新产品推广不及预期的风险。2023年公司直线导轨业务已实现量产，但目前收入体量仍较小，如果后期推广进度不及预期，有可能导致该业务收入增速较慢。



图表 39: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	117	118	128	140	营业收入	542	588	640	698
应收票据及账款	184	198	215	234	营业成本	381	407	436	465
预付账款	21	22	24	26	税金及附加	3	4	4	4
存货	323	294	328	359	销售费用	12	14	15	17
合同资产	0	0	0	0	管理费用	24	27	29	32
其他流动资产	77	80	82	85	研发费用	26	29	33	38
流动资产合计	722	712	778	843	财务费用	0	3	5	9
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	471	566	649	720	资产减值损失	-3	-2	-2	-2
在建工程	196	246	296	346	公允价值变动收益	3	4	5	4
无形资产	50	45	41	37	投资收益	1	3	2	2
商誉	0	0	0	0	其他收益	3	3	3	3
其他非流动资产	15	16	16	17	营业利润	100	112	124	138
非流动资产合计	732	873	1,002	1,121	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	1,454	1,584	1,780	1,964	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	52	27	192	194	利润总额	99	111	123	137
应付票据及账款	170	202	221	234	所得税	12	13	15	17
预收款项	0	0	0	0	净利润	87	98	108	121
合同负债	9	11	12	13	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	2	2	2	2	归属母公司净利润	87	98	109	121
其他流动负债	35	38	40	43	EPS (按最新股本摊薄)	0.73	0.82	0.90	1.01
流动负债合计	269	279	466	485					
长期借款	52	102	32	112					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	12	12	12	12					
非流动负债合计	64	114	44	124					
负债合计	333	393	510	609					
归属母公司所有者权益	1,120	1,191	1,269	1,354					
少数股东权益	1	1	1	0					
所有者权益合计	1,121	1,191	1,270	1,355					
负债和股东权益	1,454	1,584	1,780	1,964					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	70	180	121	141
现金收益	116	142	161	183
存货影响	-61	29	-34	-30
经营性应收影响	-4	-14	-17	-19
经营性应付影响	59	32	19	14
其他影响	-40	-9	-8	-7
投资活动现金流	-134	-174	-170	-166
资本支出	-256	-181	-176	-171
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	122	7	6	5
融资活动现金流	50	-6	59	37
借款增加	81	25	95	82
股利及利息支付	-29	-36	-44	-56
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2	5	9	11

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	12.3%	8.4%	8.8%	9.1%
EBIT 增长率	6.9%	15.3%	12.1%	14.0%
归母公司净利润增长率	-8.4%	12.4%	10.6%	11.6%
获利能力				
毛利率	29.9%	30.8%	31.9%	33.4%
净利率	16.1%	16.7%	16.9%	17.3%
ROE	7.8%	8.2%	8.5%	8.9%
ROIC	8.5%	9.0%	8.9%	9.1%
偿债能力				
资产负债率	22.9%	24.8%	28.7%	31.0%
流动比率	2.7	2.6	1.7	1.7
速动比率	1.5	1.5	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	64	64	64	64
存货周转天数	277	273	257	266
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	0.82	0.90	1.01
每股经营现金流	0.58	1.50	1.01	1.17
每股净资产	9.33	9.92	10.57	11.28
估值比率				
P/E	39	34	31	28
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	51	42	37	33

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn