

2025 年 08 月 03 日

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

志高机械(920101.BJ)

——空压机及凿岩设备“小巨人”，拟募资扩产智能化钻机稳固海内外业务版图

投资要点：

- **发行价格 17.41 元/股，发行市盈率 14.24X，申购日为 2025 年 8 月 5 日。**志高机械本次发行价格 17.41 元/股，发行市盈率 14.24X，申购日为 2025 年 8 月 5 日。本次公开发行股份初始发行股份数量为 2,148.1488 万股，发行后总股本为 8,592.5951 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%（超额配售选择权行使前）；若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 2,470.3711 万股，发行后总股本扩大至 8,914.8174 万股，本次发行数量占超额配售选择权全额行使后发行后总股本的 27.71%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 24.10%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 429.61 万股，占超额配售选择权行使前本次发行数量的 20.00%。有 9 家战略投资者参与公司的战略配售（包括多家机构投资者和产业背景股东如江天电机有限公司）。公司募集资金拟投资于“年产 300 台智能化钻机生产线建设项目”、“工程技术研发中心建设项目”以及“补充流动资金项目”。
- **空压机及凿岩设备国家级“小巨人”，2020-2024 年归母净利润 CAGR 达 11%。**浙江志高机械股份有限公司创立于 2003 年，是一家从事系列空气压缩机、凿岩设备的研究开发、生产和销售和应用服务的国家高新技术企业。公司是**国家第四批专精特新“小巨人”企业**，钻机及螺杆机产品各类型号已达 400 余项，已形成一体式钻机、分体式钻机、工程螺杆机、工业螺杆机等系列产品，产品广泛应用于矿山开采、工程建设、装备制造、石化化工等领域。截至 2024 年 12 月 31 日，公司共拥有 87 项专利，其中发明专利 17 项。公司产品销售以经销模式为主、直销模式为辅，经销收入占比始终较高，2024 年前五大客户包括 OOO AltaiBurMash、嘉德耐特及其关联方等。**2024 年公司实现营收达 8.88 亿元（yoy+5.72%）、归母净利润 10504.62 万元（yoy+1.49%）。**
- **2021-2023 年公司移动系列空气压缩机和配套钻机的市场占有率在国内位列前三名。（1）钻机：**钻机属于工程机械中凿岩机械类的细分品种，广泛应用在工程项目、采矿业的爆破及各类基岩的锚固和水井、地热、探矿工程中。2018 年我国凿岩机械市场规模约为 408.28 亿元，2023 年达到 492.2 亿元，年复合增长率约为 3.81%。**（2）螺杆空压机：**空压机作为常见的提供空气动力的机械，其应用领域涵盖石化化工、纺织服装、食品饮料、医药生产、矿山开采、工程建设等各大国民经济重要行业。螺杆空压机为空压机的重要细分品类，近年来整体市场规模也在稳步上涨，由 2018 年的 123.43 亿元增长至 2023 年的 156.8 亿元，CAGR 约为 4.9%。根据中国通用机械工业协会压缩机分会出具的证明，2021 年度至 2023 年度公司移动系列空气压缩机和配套钻机的市场占有率在国内位列前三名。志高机械主要可比公司包括山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械。
- **申购建议：建议关注。**公司是履带式露天钻车、轮胎式液压掘进钻车、履带式一体化潜孔钻机的行业标准起草单位之一，是履带式露天潜孔钻车浙江制造标准的起草单位之一，为中国通用机械工业协会会员单位。公司具备丰富的钻机和螺杆机设计开发经验，多款产品已获得“浙江制造”认证并受到境内以及俄罗斯、沙特、哈萨克斯坦等一带一路沿线国家客户的认可。可比公司最新 PE TTM 中值达 31.3X，建议关注。
- **风险提示：螺杆机业务下滑风险、内销业务收入下滑风险、外销客户业务合作稳定性风险。**

内容目录

1. 初始发行 2148 万股，申购日为 2025 年 8 月 5 日	4
1.1. 发行信息：发行价格 17.41 元/股，发行市盈率 14.24X	4
1.2. 募投：拟募资近 4 亿元用于扩充年产 300 台智能化钻机的产能	5
2. 空压机及凿岩设备国家级“小巨人”，2020–2024 年归母净利润 CAGR 达 11%	6
2.1. 产品：主营钻机和螺杆机，2024 年分别营收 4.73 亿元、3.28 亿元	6
2.2. 模式：经销为主、直销为辅，2024 年前五大客户合计销售收入占比 30%	8
2.3. 财务：2024 年实现营收 8.88 亿元、归母净利润 10505 万元	9
3. 2021–2023 年公司移动系列空气压缩机和配套钻机的市场占有率在国内位列前三名	11
3.1. 产业：2023 年我国螺杆空压机、凿岩机械市场规模分别为 157 亿元、492 亿元	11
3.2. 可比公司：包括山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械	12
4. 申购建议：建议关注	14
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 志高机械本次发行价格 17.41 元/股	4
图表 2: 战略配售发行数量为 429.61 万股	4
图表 3: 公司募投项目总投资拟达 4.7 亿元（单位：万元）	5
图表 4: 谢存合计持有志高机械 55.62% 股份，为公司的实际控制人	6
图表 5: 公司主营产品钻机可分为分体式钻机和一体式钻机	7
图表 6: 公司主营产品螺杆机可分为工程螺杆机和工业螺杆机	7
图表 7: 2024 年公司钻机收入达 4.73 亿元（万元）	8
图表 8: 2024 年公司钻机毛利率为 34.04%	8
图表 9: 2022-2024 年公司对前五大客户合计销售收入金额及占比持续上升（万元） ..	9
图表 10: 2024 年营收 8.88 亿元、归母净利润 10505 万元（yoy+1.49%）	10
图表 11: 钻机和螺杆机下游应用领域广泛，包括矿山开采等	11
图表 12: 2023 年我国螺杆空压机市场规模达 156.8 亿元	12
图表 13: 2023 年我国凿岩机械市场规模达 492.2 亿元	12
图表 14: 志高机械可比公司包括山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械	12
图表 15: 可比公司 PE TTM 中值达 31.3X（2025.8.1 数据）	14

1. 初始发行 2148 万股，申购日为 2025 年 8 月 5 日

1.1. 发行信息：发行价格 17.41 元/股，发行市盈率 14.24X

志高机械本次发行价格 17.41 元/股，发行市盈率 14.24X，申购日为 2025 年 8 月 5 日。本次公开发行股份初始发行股份数量为 2,148.1488 万股，发行后总股本为 8,592.5951 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%（超额配售选择权行使前）；若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至 2,470.3711 万股，发行后总股本扩大至 8,914.8174 万股，本次发行数量占超额配售选择权全额行使后发行后总股本的 27.71%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 24.10%，老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1：志高机械本次发行价格 17.41 元/股

基本信息	股票代码	920101.BJ	所属国民经济行业	专用设备制造业
	股票简称	志高机械	发行代码	920101
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	17.41
	募集金额(万元)	43,009.16	主承销商	东方证券承销保荐有限公司
	初始发行股份数量(万股)	2,148.15	占发行后总股本比例	25.00%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购限制	路演日	2025-08-04	申购日	2025-08-05
	申购款退回日	2025-08-07	网上最高申购量(万股)	102.03
基本面信息	2024年总营收(亿元)	8.88	2024年归母净利润(万元)	10,504.62
	2024年毛利率	27.28%	2024年加权ROE%	20.35%
	2024年营收增速	5.72%	2024年归母净利润增速	1.49%
股本信息	发行前总股本(万股)	6,444.45	发行前限售股(万股)	6,444.45
	发行后预计可流通比例	24.10%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行PE(LYR)(倍)	14.24	发行后2024EPS(元)	1.22

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

本次发行战略配售发行数量为 429.61 万股，占超额配售选择权行使前本次发行数量的 20.00%。有 9 家战略投资者参与公司的战略配售（包括多家机构投资者和产业背景股东如江天电机有限公司）。

图表 2：战略配售发行数量为 429.61 万股

序号	战略投资者名称	承诺认购股数(万股)	限售期安排
1	东证期货志高机械战略配售集合资产管理计划	214.8148	12 个月
2	上海瑞廷资产管理有限公司（上海瑞廷多策略 6 号私募证券投资基金）	92	6 个月
3	厦门博芮东方投资管理有限公司（博芮东方龙腾策略 1 号私募证券投资基金）	79	6 个月
4	江天电机有限公司	21.3	6 个月
5	浙商证券投资咨询有限公司	10.5	6 个月
6	鼎盛国际投资管理（深圳）有限公司（鼎盛钧诚 1 号私募证券投资基金）	3	6 个月
7	粤开创新投资有限责任公司	3	6 个月
8	上海雁丰投资管理有限公司（雁丰多空进取 1 号私募证券投资基金）	3	6 个月
9	杭州中大君悦投资有限公司（中大君悦 1 号私募证券投资基金）	3	6 个月
合计		429.6148	-

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：拟募资近 4 亿元用于扩充年产 300 台智能化钻机的产能

本次公司拟公开发行不超过 2,148.1488 万股，实际募集资金扣除发行费用，拟投资于“年产 300 台智能化钻机生产线建设项目”、“工程技术研发中心建设项目”以及“补充流动资金项目”。“年产 300 台智能化钻机生产线建设项目”拟投资 37,766.81 万元，建设期为 2 年，通过新建 45,000.00 m² 的生产厂房和辅助设施、组建智能化钻机生产线，进一步丰富和优化公司现有产品结构，实现产品全系列覆盖、逐步实现进口替代。项目达产后，将形成年产 300 台智能化钻机的产能。“工程技术研发中心建设项目”拟投资 5,772.00 万元，建设期为 2 年，通过对现有研发中心进行升级改造，建成一个集科研、开发、检测、信息功能、新产品试制生产于一体的研发中心。研发中心旨在搭建产学研共建平台，进行人才培养和共性技术的研发工作，促进产业转型升级。

图表 3：公司募投项目总投资拟达 4.7 亿元（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资额	募集资金使用金额
1	年产 300 台智能化钻机生产线建设项目	37,766.81	30,728.00
2	工程技术研发中心建设项目	5,772.00	5,772.00
3	补充流动资金项目	3,000.00	3,000.00
	合计	46,538.81	39,500.00

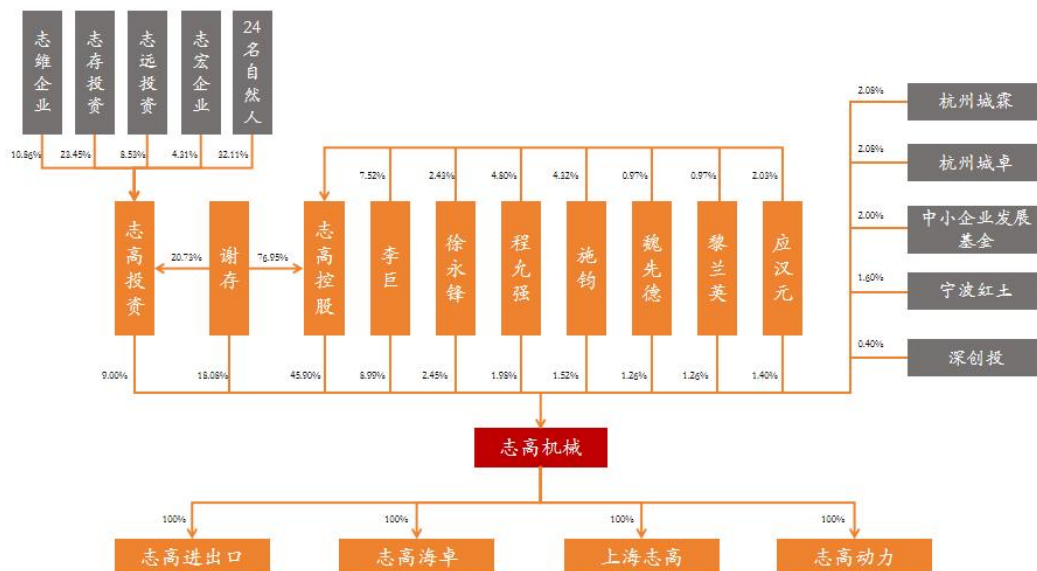
资料来源：志高机械招股说明书、华源证券研究所

2. 空压机及凿岩设备国家级“小巨人”，2020-2024年归母净利润 CAGR 达 11%

浙江志高机械股份有限公司创立于 2003 年，是一家从事系列空气压缩机、凿岩设备的研究开发、生产销售和应用服务的国家高新技术企业。公司是国家第四批专精特新“小巨人”企业，被浙江省经济和信息化厅评为浙江省“隐形冠军”企业，技术中心被认定为“浙江省企业研究院”。

截至 2025 年 5 月 31 日，志高控股直接持有公司 2,958.00 万股股份，占公司总股本的 45.90%，为公司的控股股东。谢存为公司的实际控制人，直接持有志高机械 18.08% 股份，通过志高控股间接持有志高机械 35.32% 股份，通过志高投资间接持有志高机械 2.22% 股份，合计直接和间接持有志高机械 55.62% 股份，同时谢存先生作为志高机械的董事长、总经理，对公司董事会、股东（大）会的决策具有控制力和影响力。

图表 4：谢存合计持有志高机械 55.62% 股份，为公司的实际控制人



资料来源：志高机械招股说明书、华源证券研究所

2.1. 产品：主营钻机和螺杆机，2024 年分别营收 4.73 亿元、3.28 亿元

公司主要产品为钻机和螺杆机。经过多年持续的技术研发，公司钻机及螺杆机产品各类型号已达 400 余项，已形成一体式钻机、分体式钻机、工程螺杆机、工业螺杆机等系列产品，产品广泛应用于矿山开采、工程建设、装备制造、石化化工等领域。公司建立了完善的产品研发体系，掌握了具有自主知识产权的核心技术并取得了一系列技术成果，多种型号钻机和螺杆机被评定为省级工业新产品或浙江省科学技术成果，其中 ZGYX-6500 全液压露天凿岩钻车被评为浙江省装备制造业重点领域首台（套）产品（国内）并被科技部列入国家火炬计划。此外，公司为国内少数同时掌握地下钻机及螺杆机核心部件自主生产能力的本土厂商并

已经在国际市场参与市场竞争。截至 2024 年 12 月 31 日，公司共拥有 87 项专利，其中发明专利 17 项。

➤ **钻机**

图表 5：公司主营产品钻机可分为分体式钻机和一体式钻机

产品类别	具体应用场景	产品图片	主要下游应用场景	性能特点
分体式钻机	露天		露天环境使用，应用于工程岩石的爆破孔、水井开孔、地热开孔、建筑业基础锚固等。	采用液压比例流量调控系统设计，可满足钻机在不同孔径及岩层条件下的凿岩及高效集尘环保要求。
	露天		露天环境使用，应用于大中型有色金属、黑色金属、水泥矿山的爆破孔钻凿等。	配备自动换钎、冷却恒温控制系统及安全舒适的全天候空调驾驶室，可满足钻机在不同工作环境下的单人单机操作。
一体式钻机	地下(采矿系列)		地下环境使用，应用于地下矿山巷道的掘进、采矿及锚固等。	配置组合铰链式底盘及防落物安全认证驾驶室，使钻机在狭窄巷道中能安全灵活地转场和凿岩作业。
	地下(建筑系列)		地下环境使用，应用于公路及铁路隧道、地下厂房、国防洞窟、水电站的掘进、锚固等。	配置重型轮式四驱多档位行走系统及独立操纵自动平行大臂，实现了整机精准定位及高效率运行。

资料来源：志高机械招股说明书、华源证券研究所

➤ **螺杆机**

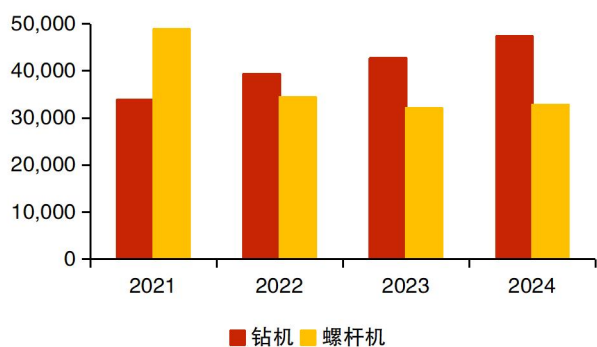
图表 6：公司主营产品螺杆机可分为工程螺杆机和工业螺杆机

产品类别	细分产品	产品图片	主要下游应用场景	性能特点
工程螺杆机	常压工程螺杆机		工程场景使用，为工程、矿山中的喷浆、锚固提供空气动力。	①提供柴动、电动、移动、固定形式以满足工程环境下空气动力需求；②根据压缩空气压力变化控制柴油机功率输出，通过进气阀来控制电动机的功率输出，实现节约能耗；③主要产品均搭载二级压缩主机并可选配联机联网功能，实现机器节能和远程控制。
	中压工程螺杆机		工程场景使用，为工程、矿山中的岩石开凿提供空气动力。	
	高压工程螺杆机		工程场景使用，为基建工程中的桩基、水井、地热的喷浆、锚固提供空气动力。	
工业螺杆机	常压工业螺杆机		多种工业生产场景使用，为工业自动化的基础动力产品。	①工业螺杆机产品主要采用永磁电机和变频技术，实现产品的高效节能；②公司根据工业领域客户的实际需求，开发出不同压力段的螺杆机产品，相比常压螺杆机同等功率下可实现更大出气量。
	低压工业螺杆机		工业场景使用，为纺织行业、颗粒物输送等提供动力。	

资料来源：志高机械招股说明书、华源证券研究所

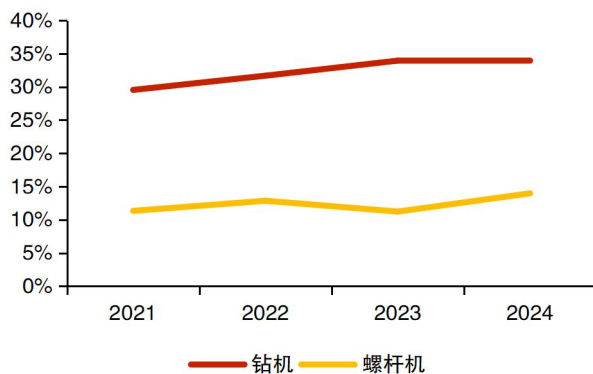
收入情况：2024 年钻机和螺杆机营收分别为 4.73 亿元、3.28 亿元。公司 2023 年和 2024 年钻机的营收分别同比上涨 8.50%和 10.89%、螺杆机的营收分别同比变化-6.82%和 2.16%，该变化主要系：2023 年随着我国“一带一路”政策影响力的扩大以及公司拓展海外市场布局、开发符合境外市场需求的產品，公司钻机产品在海外市场的销量规模不断扩大，导致钻机产品收入金额逐年增长；2023 年受工程螺杆机下游房地产行业深度调整、工业螺杆机下游客户对节能环保、自动化程度较高的新产品投资进度放缓等因素影响，公司螺杆机产品销量及收入金额有所下降；2024 年公司高端一体式钻机的海外认可度持续提升，外销规模持续扩大，导致钻机产品收入金额持续增长；2024 年随着政府陆续出台稳增长经济刺激政策，2024 年下半年以来工程机械下游行业的景气度有所回升，带动一体式钻机的内销收入有所增长。**毛利率情况：**公司 2023 年和 2024 年钻机的毛利率分别为 33.96%和 34.04%、螺杆机的毛利率分别为 11.23%和 13.98%。

图表 7：2024 年公司钻机收入达 4.73 亿元（万元）



资料来源：iFind、华源证券研究所

图表 8：2024 年公司钻机毛利率为 34.04%



资料来源：iFind、华源证券研究所

2.2. 模式：经销为主、直销为辅，2024 年前五大客户合计销售收入占比 30%

公司按照是否签订经销协议将客户区分为经销商客户和直销客户，公司产品销售以经销模式为主、直销模式为辅，经销收入占比始终较高。经销商客户与公司签署经销协议，自行开拓下游客户、发货及收款，其下游客户按采购公司产品用途可分为终端客户和分销商，其中分销商指从公司经销商处采购钻机、螺杆机产品后非自用而是对外销售，公司与其未直接进行交易。直销客户与公司并未签署经销协议，其按照采购产品用途可分为终端客户和贸易客户，前者采购公司产品后用于矿山开采、基础设施建设、房地产建设、工业生产制造等领域，后者采购公司产品后对外销售，其一般在有产品外部订单需求时向公司采购，其与公司签署的相关采购合同或订单的条款形式、权利义务关系、控制权及风险转移时点约定等与终端客户无实质区别，采购合同或订单对产品类型、采购数量、采购金额、交货时间、运输安排、质量检验、付款时间、结算方式和争议解决机制等进行约定且均为买断式销售，与经销商客户在框架性协议、权利义务、管理约束等方面均存在明显差异。

2022–2024 年，公司对前五大客户合计销售收入占公司主营业务收入的比例分别为 20.38%、26.43%和 29.69%，不存在单个客户的销售比例超过总额的百分之五十或严重依赖少数客户的情况。2024 年前五大客户包括 OOO AltaiBurMash、嘉德耐特及其关联方、蒙阴县飞达矿山工程机械有限公司及其关联方、费县正腾工程机械有限公司、成都金旭贸易有限公司。

图表 9：2022–2024 年公司对前五大客户合计销售收入金额及占比持续上升（万元）

时间	序号	客户名称	销售金额	占主营业务收入的比例
2024 年度	1	OOO AltaiBurMash	17,713.85	20.11%
	2	嘉德耐特及其关联方	2,365.52	2.69%
	3	蒙阴县飞达矿山工程机械有限公司及其关联方	2,185.91	2.48%
	4	费县正腾工程机械有限公司	1,989.73	2.26%
	5	成都金旭贸易有限公司	1,888.78	2.14%
		合计	26,143.79	29.69%
2023 年度	1	OOO AltaiBurMash	11,931.18	14.77%
	2	BIN HARKIL CO.LTD	3,191.18	3.95%
	3	成都金旭贸易有限公司	2,401.66	2.97%
	4	中国中铁股份有限公司	2,117.08	2.62%
	5	费县正腾工程机械有限公司	1,706.02	2.11%
		合计	21,347.12	26.43%
2022 年度	1	OOO AltaiBurMash	7,312.40	9.31%
	2	中国中铁股份有限公司	2,866.76	3.65%
	3	成都金旭贸易有限公司	2,284.23	2.91%
	4	BIN HARKIL CO.LTD	2,110.31	2.69%
	5	嘉德耐特及其关联方	1,439.57	1.83%
		合计	16,013.27	20.38%

资料来源：志高机械招股说明书、华源证券研究所

2.3. 财务：2024 年实现营收 8.88 亿元、归母净利润 10505 万元

营收方面：2020–2024 年公司营收保持平稳，2023 年营收达 8.40 亿元（yoy+5.70%），2024 年营收达 8.88 亿元（yoy+5.72%），主要系海外认可度提升和政府出台积极政策导致钻机产品收入增加。

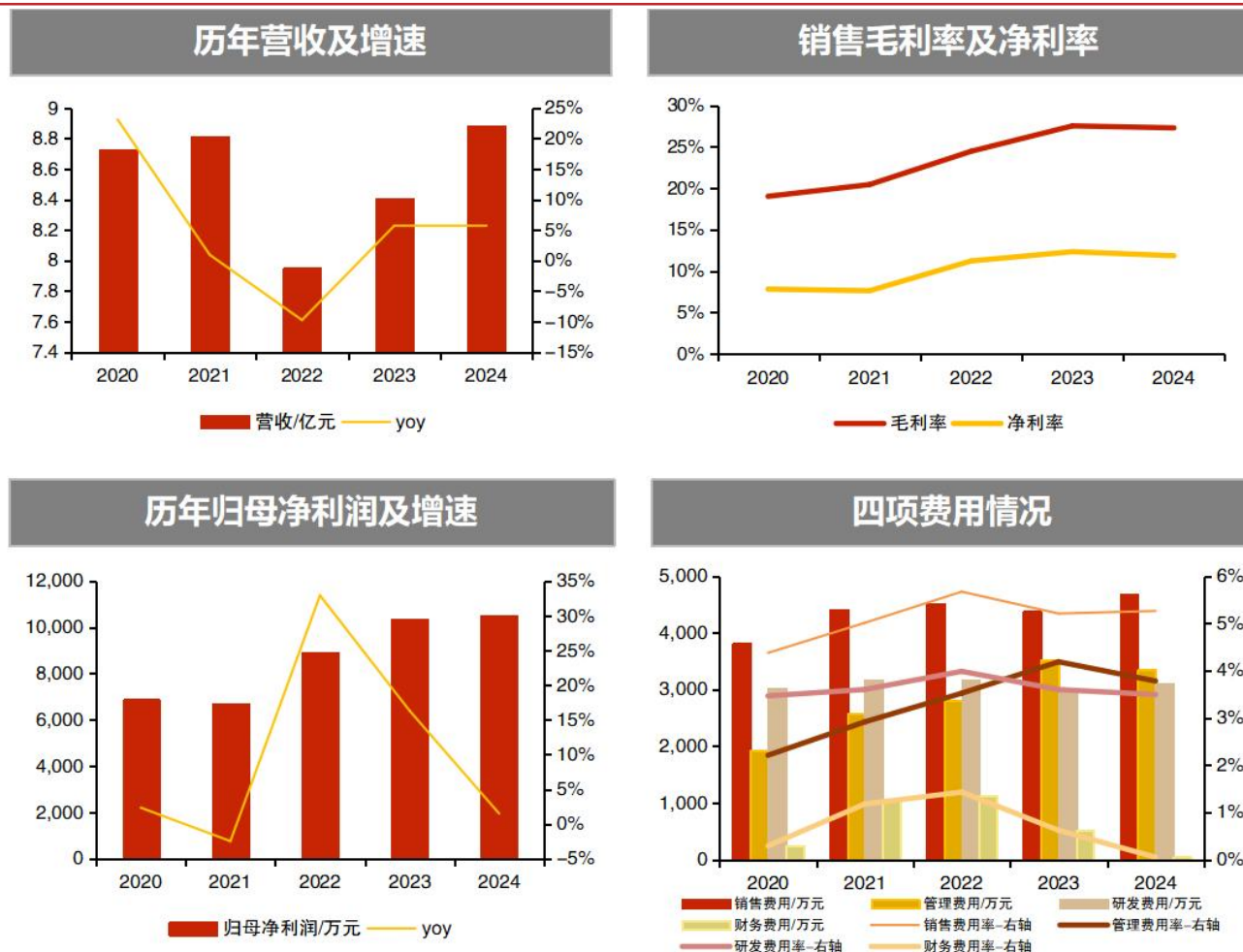
利润方面：公司归母净利润从 2020 年的 6864.72 万元增长至 2024 年的 10504.62 万元（yoy+1.49%），2020–2024 年年均复合增长率为 11.22%。

盈利能力方面：2020–2023 年，公司毛利率和净利率整体上升，净利润增长情况良好主要系毛利率较高的钻机产品收入不断增长所致。2023–2024 年毛利率和净利率小幅下滑，主要原因系主营业务收入结构以及各业务毛利率发生波动。

成本管控方面：2020–2024 年公司期间费用率分别为 10.33%、12.70%、14.37%、13.46%、12.58%，2022 年之后期间费用率逐年下降。

2025Q1 公司实现营收 2.25 亿元(yoy+7.22%)、归母净利润 2858.04 万元(yoy+12.76%), 继续保持增长趋势。

图表 10：2024 年营收 8.88 亿元、归母净利润 10505 万元 (yoy+1.49%)



资料来源：iFind、华源证券研究所

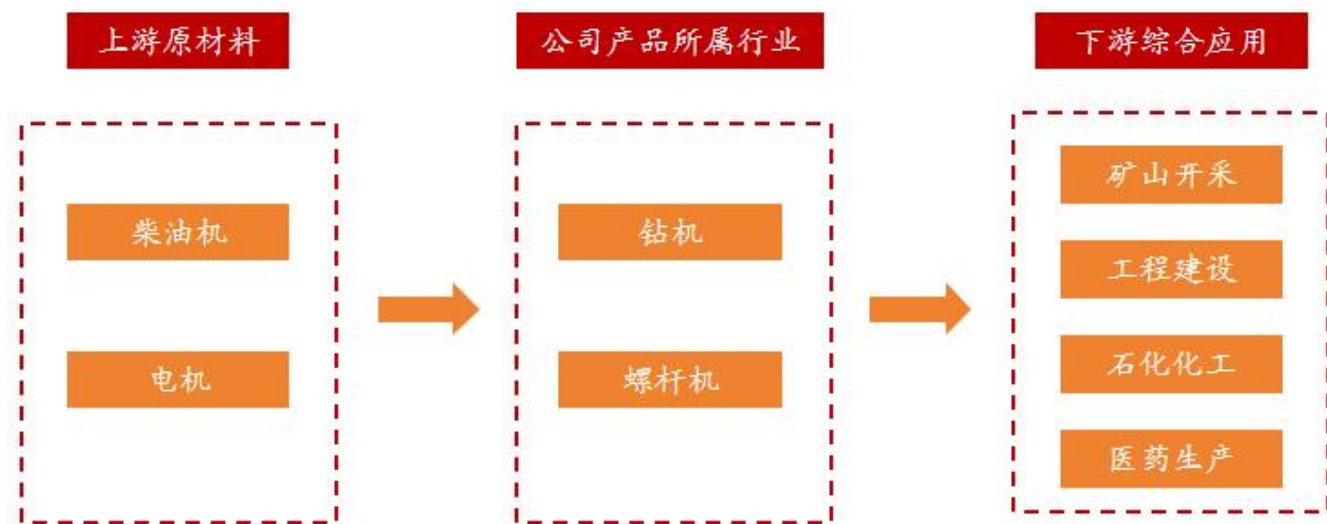
3. 2021-2023 年公司移动系列空气压缩机和配套钻机的市场占有率在国内位列前三名

3.1. 产业：2023 年我国螺杆空压机、凿岩机械市场规模分别为 157 亿元、492 亿元

钻机属于工程机械中凿岩机械类的细分品种。钻机具有定向性好、机动性强、作业效率高和安全可靠等优点，同时在岩石坚固性系数高情形下的钻爆作法是有效的凿岩方法，因此钻机广泛应用在工程项目、采矿业的爆破及各类基岩的锚固和水井、地热、探矿工程中。空压机是工业现代化的基础设备，作为气动系统的核心机电设备以及气源装置中的主体，它将原动机（通常是电动机、柴油机）的机械能转换成气体压力能，具体作用主要包括提供空气动力、气体合成及聚合、气体输送、制冷和气体分离等。空压机作为常见的提供空气动力的机械，其应用领域涵盖石化化工、纺织服装、食品饮料、医药生产、矿山开采、工程建设等各大国民经济重要行业。进入 21 世纪后，空压机各种新技术不断涌现，其加工精度、辅助设备也日趋完善，适用范围也随之扩展。

钻机、螺杆机产业上游为钢材等原材料和柴油机、电机等零部件；下游主要应用于矿山开采、工程建设、石化化工、医药生产等领域。钻机、螺杆机与上下游行业的关联度较高，上游原材料的价格变动直接影响钻机、螺杆机的相关成本，下游则直接影响钻机、螺杆机的需求，国内外稳定的基础设施建设相关需求，为钻机、螺杆机市场发展提供了有力支撑。

图表 11：钻机和螺杆机下游应用领域广泛，包括矿山开采等



资料来源：志高机械招股说明书、华源证券研究所

参考华经产业研究院信息，压缩空气作为工业生产中的三大动力之一，工业生产中的“水电气”即包括压缩空气，其中压缩空气是仅次于电力的第二大动力能源，我国 80%以上的规模工厂配置有压缩空气动力。空气压缩机作为压缩空气的主要生产设备，广泛应用于各个工业领域。螺杆空压机为空压机的重要细分品类，近年来整体市场规模也在稳步上涨，由 2018 年的 123.43 亿元增长至 2023 年的 156.8 亿元，CAGR 约为 4.9%。

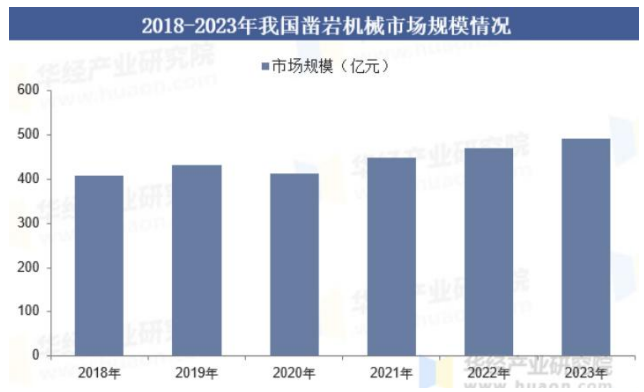
参考华经产业研究院信息，凿岩钻机作为矿山和工程领域的核心设备，其技术演进与市场应用紧密关联。随着近年来矿山机械国产化比例不断提升，国产凿岩机械逐步得到市场的广泛认可。目前我国宏观经济的不断发展，国内庞大的基础设施建设和矿山开采业的凿岩设备需求为凿岩钻机企业发展提供了良好的市场基础，行业规模整体呈现上涨态势。2018 年我国凿岩机械市场规模约为 408.28 亿元，2023 年达到 492.2 亿元，年复合增长率约为 3.81%。

图表 12：2023 年我国螺杆空压机市场规模达 156.8 亿元



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

图表 13：2023 年我国凿岩机械市场规模达 492.2 亿元



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

3.2. 可比公司：包括山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械

根据中国通用机械工业协会压缩机分会出具的证明，2021 年度至 2023 年度公司移动系列空气压缩机和配套钻机的市场占有率在国内位列前三名。志高机械主要可比公司包括山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械。其中，山河智能业务分为工程机械、航空装备与服务、特种装备三大业务领域，其产品包括钻机，2024 年营业收入 71.19 亿元、2024 年扣非归母净利润-1.18 亿元；开山股份主要产品为螺杆式空压机、冷媒压缩机等，2024 年营业收入 42.35 亿元、2024 年扣非归母净利润 2.94 亿元；鑫磊股份主要产品包括螺杆式空压机、小型活塞式空压机、离心式鼓风机等，2024 年营业收入 9.27 亿元、2024 年扣非归母净利润 0.41 亿元；东亚机械主要产品为螺杆式压缩机、真空泵、离心式压缩机、无油式压缩机、活塞式压缩机等系列以及干燥机等相关配套设备及配件，2024 年营业收入 11.40 亿元、2024 年扣非归母净利润 1.98 亿元。

图表 14：志高机械可比公司包括山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械

公司简称	可比性	经营情况/市场地位	技术实力	衡量核心竞争力的关键业务数据、指标
山河智能	业务分为工程机械、航空装备与服务、特种装备三大业务领域，其产品包括钻机	2024 年营业收入 71.19 亿元、2024 年扣非归母净利润-1.18 亿元。	2024 年累计申请专利 233 件，其中发明专利 89 件。	2024 年主营业务毛利率 28.43%；2024 年度研发费用占营业收入比例为 3.51%。
开山股份	主要产品为螺杆式空压机、冷媒压缩机等。2024 年压缩机系列产品业务收入占其营业收入	2024 年营业收入 42.35 亿元、2024 年扣非归母净利润	截至 2024 年 12 月 31 日，具有有效专利 279 项，其中发明专利 33 项。	2024 年主营业务毛利率 33.56%；2024 年度研发费用占营业收入比例为 2.89%。

	的比重为 68.53%	润 2.94 亿元。		
鑫磊股份	主要产品包括螺杆式空压机、小型活塞式空压机、离心式鼓风机等,2024 年空压机产品占营业收入的比重为 55.61%	2024 年营业收入 9.27 亿元、2024 年扣非归母净利润 0.41 亿元。	截至 2024 年 12 月 31 日,具有有效专利 330 项,其中发明专利 57 项。	2024 年主营业务毛利率 25.11%; 2024 年度研发费用占营业收入比例为 6.77%。
东亚机械	主要产品为螺杆式压缩机、真空泵、离心式压缩机、无油式压缩机、活塞式压缩机等系列以及干燥机等相关配套设备及配件,2024 年螺杆机产品占营业收入的比重为 76.78%	2024 年营业收入 11.40 亿元、2024 年扣非归母净利润 1.98 亿元。	截至 2024 年 12 月 31 日,具有有效专利 127 项,其中发明专利 2 项。	2024 年主营业务毛利率 29.51%; 2024 年度研发费用占营业收入比例为 4.36%。
志高机械	钻机及螺杆机产品的研发、生产、销售和服务	2024 年营业收入 8.88 亿元、2024 年扣非归母净利润 1.03 亿元。	截至 2024 年 12 月 31 日,具有有效专利 87 项,其中发明专利 17 项。	2024 年主营业务毛利率 26.75%; 2024 年度研发费用占营业收入比例为 3.49%。

资料来源：志高机械招股说明书、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

公司是履带式露天钻车、轮胎式液压掘进钻车、履带式一体化潜孔钻机的行业标准起草单位之一，是履带式露天潜孔钻车浙江制造标准的起草单位之一，为中国通用机械工业协会会员单位。公司具备丰富的钻机和螺杆机设计开发经验，多款产品已获得“浙江制造”认证并受到境内以及俄罗斯、沙特、哈萨克斯坦等一带一路沿线国家客户的认可。可比公司最新 PE TTM 中值达 31.3X，建议关注。

图表 15：可比公司 PE TTM 中值达 31.3X（2025.8.1 数据）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元	2024 年毛利率	2024 年净利率
山河智能	002097.SZ	152.49	179.8	71.19	7,299.56	28.67%	0.29%
开山股份	300257.SZ	133.45	40.8	42.35	32,042.02	33.61%	7.66%
鑫磊股份	301317.SZ	58.27	13.4	9.27	5,235.62	26.17%	6.09%
东亚机械	301028.SZ	48.39	21.8	11.40	21,722.97	30.60%	19.06%
均值		98.15	63.95				
中值		95.86	31.30				
志高机械	920101.BJ	-	-	8.88	10,504.62	27.28%	11.82%

资料来源：Wind、华源证券研究所

5. 风险提示

螺杆机业务下滑风险：未来因为宏观经济等各项因素影响导致下游市场需求下降或国内市场竞争日趋加剧，则公司螺杆机业务收入存在进一步下降的风险。

内销业务收入下滑风险：公司部分内销客户回款速度较慢，如未来下游行业需求未明显提升、下游客户回款速度未能改善，则公司内销收入存在进一步下滑的风险。

外销客户业务合作稳定性风险：公司开发了俄罗斯、哈萨克斯坦和沙特阿拉伯等区域的主要境外客户，陆续开发了蒙古国、土耳其、南非等境外客户，如外销业务出现不利因素如宏观经济政策发生变动或部分外销客户自身经营情况波动或新竞争对手进入当地市场等，可能对公司与外销客户的业务合作稳定性造成不利影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。