

2025 年 08 月 05 日

志高机械（920101.BJ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 本周二（8 月 5 日）有一只北交所新股“志高机械”申购，发行价格为 17.41 元/股、发行市盈率为 15.05 倍（每股收益按照 2024 年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以全额行使超额配售选择权时本次发行后总股本计算）。

◆ **志高机械（920101）**：公司专注于提供钻机、螺杆机产品，主要产品为“志高掘进”、“ZEGA”系列钻机、螺杆机及相关配件。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 7.95 亿元/8.40 亿元/8.88 亿元，YOY 依次为-9.75%/5.70%/5.72%；实现归母净利润 0.89 亿元/1.04 亿元/1.05 亿元，YOY 依次为 32.93%/16.31%/1.49%。根据公司管理层初步预测，公司 2025 年 1-9 月营业收入较上年同期增长 0.80%至 10.25%，归母净利润较上年同期增长 11.50%至 23.23%。

① **投资亮点**：1、公司是我国钻机、螺杆机行业的龙头企业之一，也是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，具备较强的核心竞争力。钻机、螺杆机尤其高端品类如一体式钻机等因存在较高的技术壁垒与品牌壁垒，全球范围内的高端市场份额由外资品牌主导。公司长期深耕钻机、螺杆机领域，一方面已发展为国内少数同时掌握地下钻机核心部件液压凿岩机、螺杆机核心部件螺杆主机自产能力的生产厂商，具备显著的竞争优势；另一方面，公司钻机核心技术发展方向为具备自动化程度高、施工安全性高、工作效率高等优势的一体式钻机，螺杆机核心技术的发展方向为具有效率高、噪音低、可靠性高等优势的高端节能螺杆机，均符合行业绿色环保升级迭代要求及发展趋势，拥有良好的产业化前景。据招股书披露，公司多款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 2009 年推出的 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。目前，公司相关产品已在郑万高铁、高黎贡山隧道、川藏铁路等国家重点工程项目中成功应用，逐步实现了对国际知名品牌的替代；根据中国通用机械工业协会压缩机分会出具的证明，2021 年至 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、为国内第一梯队。2、**公司积极布局俄罗斯等海外市场**；报告期间，开发的一体式钻机等优势产品在海外市场收入规模实现稳步增长。依托核心产品所树立的较强竞争优势，公司积极开发“一带一路”沿线国家的优质经销商客户网络资源，促进销售渠道网络覆盖区域的多元化；2019-2023 年拓展了俄罗斯、沙特、哈萨克斯坦等海外市场，2024 年又将业务延伸至越南、伊朗、蒙古国、南非、土耳其等其他国家及地区。同时，随着与主要外销客户的合作程度加深，公司主要外销地区出口产品档次和复杂程度有所提升，开发的一体式钻机等优势产品逐步向更高端机型发展；报告期内露天一体潜孔钻机产品由 D440 等产品陆续转换为 D460、D480 等型号产品，并实现了 D490 系列产品以及 R8100L 露天一体式牙轮钻机产品的销售。2022 年至 2024 年，公司海外业务收入规模由 1.01 亿元增至 2.27 亿元，海外业务毛利率亦由 2022 年的 38.41%增至 2024 年的 42.13%，助力公司整体经营向好。

② **同行业上市公司对比**：选取山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械为志

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	64.44
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001

lihui1@huajinsc.cn

报告联系人

戴箴箴

daizhengzheng@huajinsc.cn

相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（西立智能）-2025 年 56 期-总第 582 期 2025.8.1
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（广东建科）-2025 年 55 期-总第 581 期 2025.7.26
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（鼎佳精密）-2025 年第 54 期-总第 580 期 2025.7.24
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（天富龙）-2025 年 53 期-总第 579 期 2025.7.20
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（汉桑科技）-2025 年 52 期-总第 578 期 2025.7.19



高机械的可比上市公司；但上述可比公司均为沪深 A 股，与志高机械在估值基准等方面存在较大差异，可比性或相对有限。从可比公司情况来看，2024 年可比公司的平均营业收入为 33.55 亿元，平均 PE 值为 24.39X，平均销售毛利率为 29.76%；相较而言，公司营收规模及毛利率未及可比公司平均。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2022A	2023A	2024A
主营收入(百万元)	795.0	840.4	888.4
同比增长(%)	-9.75	5.70	5.72
营业利润(百万元)	97.2	117.4	120.6
同比增长(%)	33.90	20.82	2.73
归母净利润(百万元)	89.0	103.5	105.0
同比增长(%)	32.93	16.31	1.49
每股收益(元)	1.38	1.61	1.63

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、志高机械	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	6
（四）募投项目投入	7
（五）同行业上市公司指标对比	7
（六）风险提示	8

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
表 1：公司 IPO 募投项目概况	7
表 2：同行业上市公司指标对比	8

一、志高机械

公司专业从事凿岩设备和空气压缩机的研发、生产、销售和服务，主要提供钻机、螺杆机产品，致力于为下游客户提供凿岩工程与空气动力的专业性综合解决方案，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。

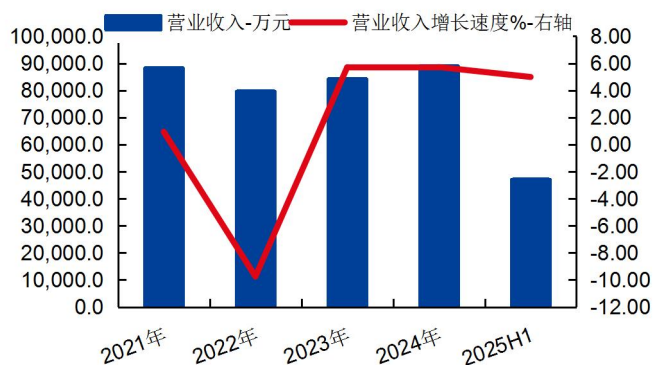
截至目前，公司已具有高端制造水平和完整的生产体系，是浙江省先进制造业基地并拥有规模化生产能力；同时，公司是履带式露天钻车、轮胎式液压掘进钻车、履带式一体化潜孔钻机的行业标准起草单位之一，为中国通用机械工业协会会员单位。

（一）基本财务状况

公司 2022-2024 年分别实现营业收入 7.95 亿元/8.40 亿元/8.88 亿元，YOY 依次为 -9.75%/5.70%/5.72%；实现归母净利润 0.89 亿元/1.04 亿元/1.05 亿元，YOY 依次为 32.93%/16.31%/1.49%。根据最新财务情况，公司 2025H1 实现营业收入 4.69 亿元，较上年同期增长 4.99%；实现归母净利润 0.60 亿元，较上年同期增长 25.15%。

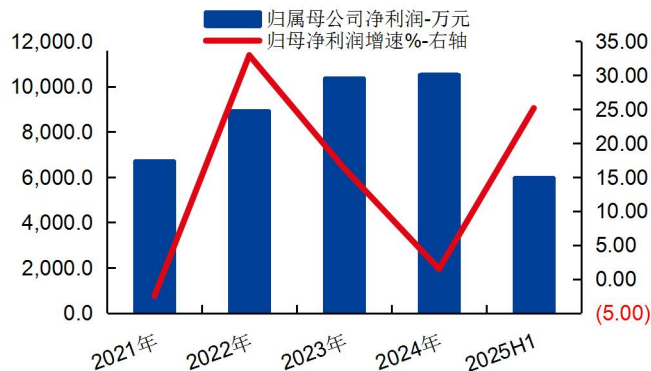
2024 年，公司主营收入按产品类型可分为三大板块，分别为钻机(4.73 亿元，53.74%)、螺杆机(3.28 亿元，37.20%)、配件及其他(0.80 亿元、9.06%)。2022 至 2024 报告期内，钻机产品始终是公司最为主要的收入来源及产品，其收入占比稳定在 50%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



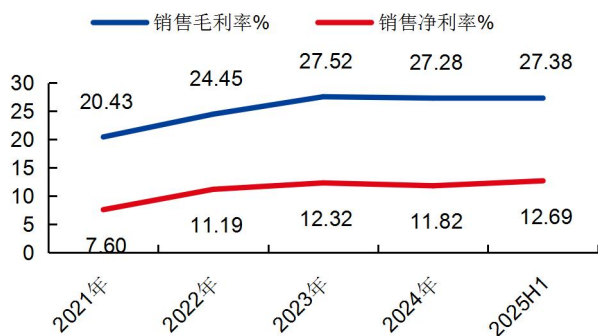
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



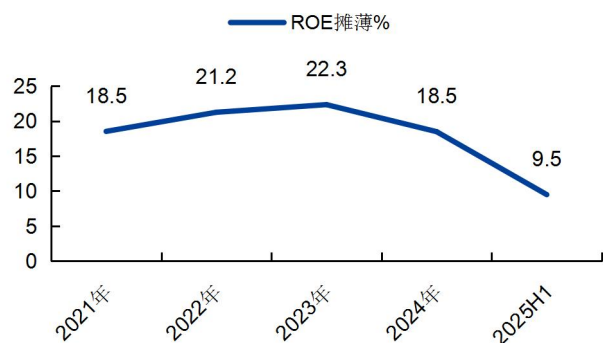
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司产品以钻机、螺杆机为主。

1、钻机行业

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几乎是唯一有效的凿岩方法，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。

凿岩设备主要包括手风钻、分体式钻机、一体式钻机。在钻机市场得到迅速发展前，国内主要的凿岩钻孔设备是手风钻。由于手风钻作业条件恶劣、钻孔能效低、环境污染严重，随着我国人工成本的上升和劳动保护要求的提升，手风钻市场占有率逐年下降。根据《矿业装备》杂志统计，2004 年以前国内 82%的矿山使用的凿岩机械为手风钻，仅 10%的矿山使用简易架子钻，5%的露天矿山使用分体式钻机，3%的矿山使用全液压一体式钻机；而全液压一体式钻机以及大部分分体式钻机依靠进口、价格高昂，钻机的市场占有率较低。随着全社会能耗、环保、作业效率、劳动保护等要求的提高，钻机的市场份额逐渐提升。随着其国产化的实现和使用成本的下降，钻机在矿山市场份额逐渐提升。根据《矿业装备》杂志统计，2015 年分体式钻机在露天矿山基本取代了手风钻，其在露天矿山领域的市场份额已经达到 70%，全液压一体式钻机市场份额也已经达到 5%。

自动化和智能化是钻机市场未来的发展方向。随着液压控制和电子信息等新兴技术的发展和运用，钻机已经具备了自动开孔、防卡钎、自动停机、自动退钎、台车和钻臂自动移位与定位、故障及时报警以及遥控操作系统等功能及技术，可以大幅度提高钻机的作业精度和凿岩效率，并改善作业人员的劳动条件。自动化钻机通过配置岩孔、巷道设计及分析软件等在内的智能化软件，可实现巷道工程管理、凿岩报告生成及凿岩数据分析功能，并实现液压钻凿设备工况信息和数据跟踪，同时通过智能矿山、智能建设系统的数据连接，大幅提高矿山开采和工程施工中作业效率和协同性。

竞争格局方面，以山特维克、安百拓等为代表的国际大型企业进入国内市场较早、产品技术积累深厚，与国内多数企业相比占较大优势，其中高端市场的市场占有率相对较高；然而随着

国内制造业转型升级，国内钻机企业的技术工艺水平迅速发展，一批具备技术、设计、工艺、上下游整合能力的厂商已逐渐具有较强的竞争力，逐渐突破高端领域外资厂商垄断局面，同时还不断拓展国际市场，积极参与国际分工合作。

2、螺杆机行业

由于螺杆式空压机具有效率更高、噪音较低、可靠性高、稳定、维护简单等优势，其市场规模不断扩大。经过多年发展，发达国家已多采用螺杆式空压机作为工业气源和空气动力设备，根据中研普华研究院的数据显示，发达国家的空压机市场中，螺杆式空压机的市场份额已达 80% 以上。随着下游行业对设备节能减排的要求不断提升以及螺杆机生产成本和整机价格的持续下降，其在下游行业中的应用逐步得到持续推广，市场份额不断提升并对活塞式空压机形成了有效替代。

竞争格局来看，我国螺杆机中低端市场仍存在较多设计能力薄弱、工艺技术落后的生产企业。高端螺杆机对结构工艺设计、生产技术等要求较高，目前行业内生产企业相对较少。阿特拉斯、英格索兰等大型国际企业已凭借其长期技术和市场积累等竞争优势占据了大部分高端市场，长期建立的品牌形象与完善的管理体系使其拥有较高的客户忠诚度，形成了自身的竞争优势。近年来国内螺杆机生产企业已通过技术引进、合作生产等方式对工艺技术进行消化吸收，目前国内螺杆机产业已趋于成熟。国内同类型产品与国际知名品牌在性能、质量上已经日趋接近，并且具有较高的性价比优势。

（三）公司亮点

1、公司是我国钻机、螺杆机行业的龙头企业之一，也是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，具备较强的核心竞争力。钻机、螺杆机尤其高端品类如一体式钻机等因存在较高的技术壁垒与品牌壁垒，全球范围内的高端市场份额由外资品牌主导。公司长期深耕钻机、螺杆机领域，一方面已发展为国内少数同时掌握地下钻机核心部件液压凿岩机、螺杆机核心部件螺杆主机自产能力的生产厂商，具备显著的竞争优势；另一方面，公司钻机核心技术发展方向为具备自动化程度高、施工安全性高、工作效率高等优势的一体式钻机，螺杆机核心技术的发展方向为具有效率高、噪音低、可靠性高等优势的高端节能螺杆机，均符合行业绿色环保升级迭代要求及发展趋势，拥有良好的产业化前景。据招股书披露，公司多款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 2009 年推出的 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。目前，公司相关产品已在郑万高铁、高黎贡山隧道、川藏铁路等国家重点工程项目中成功应用，逐步实现了对国际知名品牌的替代；根据中国通用机械工业协会压缩机分会出具的证明，2021 年至 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、为国内第一梯队。

2、公司积极布局俄罗斯等海外市场；报告期间，开发的一体式钻机等优势产品在海外市场收入规模实现稳步增长。依托核心产品所树立的较强竞争优势，公司积极开发“一带一路”沿线国家的优质经销商客户网络资源，促进销售渠道网络覆盖区域的多元化；2019-2023 年拓展了俄罗斯、沙特、哈萨克斯坦等海外市场，2024 年又将业务延伸至越南、伊朗、蒙古国、南非、土耳其等其他国家及地区。同时，随着与主要外销客户的合作程度加深，公司主要外销地区出口产品

档次和复杂程度有所提升，开发的一体式钻机等优势产品逐步向更高端机型发展；报告期内露天一体潜孔钻机产品由 D440 等产品陆续转换为 D460、D480 等型号产品，并实现了 D490 系列产品以及 R8100L 露天一体式牙轮钻机产品的销售。2022 年至 2024 年，公司海外业务收入规模由 1.01 亿元增至 2.27 亿元，海外业务毛利率亦由 2022 年的 38.41% 增至 2024 年的 42.13%，助力公司整体经营向好。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目，以及补充流动资金。

- 1、年产 300 台智能化钻机生产线建设项目：**本项目实施地点位于浙江省衢江经济开发区，项目实施内容包括新建 45,000.00 m² 的生产厂房和辅助设施，组建智能化钻机生产线。项目建设期为 2 年，达产后将形成年产 300 台智能化钻机的产能；同时，项目的实施将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。
- 2、工程技术研发中心建设项目：**项目将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；根据公司的发展战略和市场开拓计划，研发中心将根据市场需求的变化情况，适时发展大功率高端钻机设备和离心式空气压缩机等高效能空压机新产品，丰富和完善产品线。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	年产 300 台智能化钻机生产线建设项目	37,766.81	30,728.00	2 年
2	工程技术研发中心建设项目	5,772.00	5,772.00	2 年
3	补充流动资金项目	3,000.00	3,000.00	-
	总计	46,538.81	39,500.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司专注于凿岩工程与空气动力专业性综合解决方案；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，截至 2025 年 7 月 31 日，公司所属的“专用设备制造业（C35）”最近一个月静态平均市盈率为 31.38 倍。2024 年度，公司实现营业收入 8.88 亿元，同比增长 5.72%；实现归属于母公司净利润 1.05 亿元，同比增长 1.49%。根据管理层初步预测，2025 年 1-9 月公司营业收入为 66,028.80 万元至 72,219.00 万元，同比增长约 0.80%至 10.25%；归母净利润为 8,095.90 万元至 8,948.10 万元，同比增长约 11.50%至 23.23%；扣非归母净利润为 7,809.00 万元至 8,631.00 万元，同比增长约 10.08%至 21.67%。

根据业务的相似性，选取山河智能、开山股份、鑫磊股份、东亚机械为志高机械的可比上市公司；但上述可比公司均为沪深 A 股，与志高机械在估值基准等方面存在较大差异，可比性或相对有限。从可比公司情况来看，2024 年可比公司的平均营业收入为 33.55 亿元，平均 PE 值（剔

除异常值/算数平均)为 24.39X, 平均销售毛利率为 29.76%; 相较而言, 公司营收规模及毛利率未及可比公司平均。

表 2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-2024 年	2024 年营业收入(亿元)	2024 年 营收增速	2024 年归 母净利润 (亿元)	2024 年归 母净利润 增速	2024 年 销售毛利 率	2024 年 ROE(摊 薄)
002097.SZ	山河智能	184.51	212.02	71.19	-1.53%	0.73	46.03%	28.67%	1.58%
300257.SZ	开山股份	140.00	29.58	42.35	1.64%	3.20	-26.05%	33.61%	4.91%
301317.SZ	鑫磊股份	60.02	50.70	9.27	19.12%	0.52	-15.43%	26.17%	5.00%
301028.SZ	东亚机械	50.43	19.19	11.40	18.91%	2.17	33.23%	30.60%	14.70%
	平均值	108.74	24.39	33.55	9.54%	1.66	9.45%	29.76%	6.55%
920101.BJ	志高机械	14.96	15.05	8.88	5.72%	1.05	1.49%	27.28%	18.47%

资料来源: Wind (数据截至日期: 2025 年 8 月 5 日), 华金证券研究所

备注: (1) 志高机械总市值=发行后总股本 0.8593 亿股*发行价格 17.41 元=14.96 亿元; (2) 志高机械发行市盈率为 15.05 倍, 每股收益按照 2024 年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以全额行使超额配售选择权时本次发行后总股本计算。(3) 平均 PE 值计算剔除 PE 值异常的山河智能、鑫磊股份。

(六) 风险提示

螺杆机业务下滑的风险、内销业务收入下滑风险、外销客户业务合作稳定性风险、主要外销区域的市场环境或贸易政策变化的风险、原材料价格波动的风险、应收账款增加及坏账风险、毛利率波动的风险、汇率变动风险、经销商管理风险、实际控制人不当控制风险、市场竞争加剧风险等风险。

投资评级说明

公司投资评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；
- 增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；
- 中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；
- 减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；
- 卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

- 领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；
- 同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；
- 落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn