

恒立钻具 (836942.BJ)

2025年08月15日

投资评级：增持（首次）
技术领先盾构刀具龙头，卡位雅江水电掘进，并购协同释放新空间
——北交所首次覆盖报告
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

| | |
|------------|------------|
| 日期 | 2025/8/14 |
| 当前股价(元) | 48.19 |
| 一年最高最低(元) | 80.10/7.58 |
| 总市值(亿元) | 29.55 |
| 流通市值(亿元) | 19.88 |
| 总股本(亿股) | 0.61 |
| 流通股本(亿股) | 0.41 |
| 近3个月换手率(%) | 637.36 |

北交所研究团队

● 技术领先的盾构刀具龙头，受益雅江等工程，并购协同打开新空间

国家级“专精特新”小巨人、国内知名的破岩工具供应商恒立钻具专业从事各类工程破岩钻具。广泛应用于国内外地铁、公路铁路隧道、引水隧洞、城市综合管廊、油气管线、桩基开挖、矿山开采等各类工程。股权激励 2025 年的业绩考核目标约为扣非归母净利润 3792 万元。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.44/0.52/0.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.71/0.84/1.26 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 68.6/57.9/38.8 倍，看好恒立钻具凭借“川藏水电经验+盾构刀具技术+并购艾盾协同”三重优势，深度卡位雅江水电工程需求，叠加产能扩张与新业务拓展，首次覆盖给予“增持”评级。

● 具备川藏及水利双经验、受益雅江工程等基建催化及盾构/TBM 渗透率提升

西南地区具备需求增量，随着“截弯取直、隧洞引水”为技术路线的雅江水电工程带动，公司具备克服川藏地形难点的能力及多项水电项目的经验，盾构/TBM 隧道施工法有望受益。工程破岩工具生产基地建设项目（潜江基地）已于 2024 年 12 月 17 日完工并投入使用，引进先进生产设备，扩大公司生产规模。2025 年国内基建投资预计达 24.5 万亿元，水利、能源、新基建（如数据中心、特高压）增速较快。发展规划提升盾构和 TBM 刀具业务增量，同时加快顶管施工领域的渗入。全球盾构刀片年需求旺盛，公司与客户一起响应国家“一带一路”的号召，共船出海。产品主要销往印度、新加坡、马来西亚、斯里兰卡、菲律宾、韩国、日本等国家或地区。

● 借势新能源，并购艾盾合金向上游延伸的“协同”新曲线

2023 年以自有资金 2101.694 万元收购苏州艾盾合金 70% 股权后成功战略布局延伸到盾构刀具行业上游，进入材料领域形成企业规模效益及协同效应。其在双螺杆挤出机高端应用市场具有一定的知名度，广泛应用在新能源（电动车电池正负极浆料装备）等领域。2023 年并表营收 1125.66 万元，净利润 140.95 万元；2024 年营收 2955.59 万元，净利润 241.86 万元助力企业增长。全球和中国双螺杆挤出机市场规模在 2024 年分别达到 74.12 与 22.9 亿元。

● 风险提示：重组整合风险、业务区域集中与业务类型单一、宏观经济波动风险

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 174 | 196 | 221 | 254 | 363 |
| YOY(%) | -14.7 | 12.5 | 12.8 | 15.2 | 42.7 |
| 归母净利润(百万元) | 44 | 38 | 44 | 52 | 77 |
| YOY(%) | 40.5 | -14.5 | 15.9 | 18.6 | 49.3 |
| 毛利率(%) | 41.1 | 39.9 | 40.6 | 41.3 | 41.0 |
| 净利率(%) | 25.2 | 19.2 | 19.7 | 20.3 | 21.2 |
| ROE(%) | 9.5 | 7.7 | 8.3 | 9.1 | 12.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.72 | 0.61 | 0.71 | 0.84 | 1.26 |
| P/E(倍) | 68.0 | 79.6 | 68.6 | 57.9 | 38.8 |
| P/B(倍) | 6.5 | 6.1 | 5.7 | 5.3 | 4.8 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

| | |
|----------------------------------------------------|----|
| 1、 恒立钻具，恒者永立—中国岩土掘进专家..... | 4 |
| 1.1、 财务情况在 2024 年已逐步好转，股权激励设定 2025 年业绩目标..... | 6 |
| 1.2、 西南地区有望为公司带来较大的需求增量..... | 7 |
| 1.2.1、“截弯取直、隧洞引水”—雅江水电工程的技术路线..... | 7 |
| 1.2.2、 恒立钻具具有克服西南地区复杂地形与水电工程建设的丰富经验..... | 9 |
| 1.3、 并购苏州艾盾合金，主要客户为双螺杆挤出机的装备生产厂商..... | 10 |
| 1.4、 上市募投潜江基地产能释放有望于 2025 年完成..... | 11 |
| 1.4.1、 2025Q1 受益坏账计提冲回，潜江基地逐渐完工..... | 11 |
| 1.4.2、 海外市场：毛利率更高，提供增量空间..... | 12 |
| 2、 公司产品为盾构及 TBM 刀具，竞争力强为掘进耗材..... | 12 |
| 2.1、 公司主要产品耐磨性、抗冲击性、使用寿命最为关键..... | 12 |
| 2.1.1、 使用盾构法的隧道掘进机，包括软土盾构机和硬岩隧道掘进机 TBM..... | 12 |
| 2.1.2、 2024 年盾构及 TBM 刀具占半数营收，合金制品及再制造服务贡献增长..... | 14 |
| 2.2、 主要客户情况：代表性客户有中铁十八局集团隧道工程有限公司等..... | 15 |
| 2.3、 科技研发：盾构刀具实现进口替代..... | 16 |
| 2.4、 财务分析：毛利率稳定，回款明显改善..... | 18 |
| 2.4.1、 资产结构分析：应收账款的回收管理取得了明显的成效..... | 18 |
| 2.4.2、 营业情况分析：毛利率保持稳定..... | 18 |
| 2.5、 股权结构：控股股东、实际控制人持有公司 16.19% 股份..... | 19 |
| 3、 岩石破碎行业未来趋势是定向钻进、盾构等方式..... | 20 |
| 3.1、 机械破岩中非开挖技术为趋势，盾构刀具是易损耗的零部件..... | 20 |
| 3.1.1、 工程破岩：机械破岩方法主要有切削、冲凿、碾压、研磨四种方式..... | 20 |
| 3.1.2、 非开挖技术：通过导向、定向钻进、盾构等方式..... | 21 |
| 3.1.3、 盾构机及其配件“再制造”：盾构刀具是盾构机中最容易损耗的零部件之一..... | 22 |
| 3.2、 市场规模：新需求推动市场规模增长..... | 23 |
| 3.2.1、 刀具配套市场：2023 年盾构机市场规模 119.27 亿元..... | 23 |
| 3.2.2、 工程施工市场：城市轨道交通领域盾构刀具 2024 年市场规模约 18.7 亿..... | 24 |
| 3.2.3、 水利、抽水蓄能、城市地下综合管廊、矿山开采等 2024 年出现机遇..... | 25 |
| 4、 可比公司、盈利预测与投资建议..... | 26 |
| 5、 风险提示..... | 26 |
| 附：财务预测摘要..... | 27 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------------------|---|
| 图 1： 恒立钻具产品应用于盾构机、TBM 掘进机等高端装备及其工程施工领域..... | 4 |
| 图 2： 武汉恒立定制的 17 寸中心楔形齿滚刀及 19 寸单刃楔形齿滚刀表现优异获好评..... | 5 |
| 图 3： 恒立钻具 2024 年营收 1.96 亿元（+12.5%），扭转营收下滑趋势..... | 6 |
| 图 4： 三峡水库主要采用“拦坝蓄水”方案..... | 7 |
| 图 5：“截弯取直+隧洞引水”方式建设 5 座梯级电站..... | 7 |
| 图 6： 引水式开发梯级电站案例..... | 8 |
| 图 7： 长隧道引水开发修建隧洞..... | 8 |
| 图 8： 2021 年公司在西南地区的收入规模为 1830.5 万元..... | 9 |

| | |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 9: 2021 年西南地区的收入占比为 8.44% | 9 |
| 图 10: 公司扣非归母净利润在 2024 年也已实现增长 | 11 |
| 图 11: 资产负债率逐年下降 | 11 |
| 图 12: 经营性现金流净额 2024 年 3908.99 万元实现大幅度增长 | 12 |
| 图 13: 恒立钻具海外业务 2024 年扩张明显 | 12 |
| 图 14: TBM 刀具是主要营收来源, 合金制品及再制造服务 2024 年增幅较大 (万元) | 15 |
| 图 15: 恒立钻具荣获中铁十八局集团隧道工程有限公司“2024 年度优秀供应商” | 16 |
| 图 16: 2024 年回款考核机制展现成效 | 18 |
| 图 17: 因并购 2024 年实现营业收入增长 | 18 |
| 图 18: 2024 年营业成本 1.18 亿元 (+14.70%) | 18 |
| 图 19: 营业成本与营收变动同向 | 19 |
| 图 20: 公司毛利率保持稳定 | 19 |
| 图 21: 控股股东、实际控制人余立新持有公司 16.19% 股份 | 19 |
| 图 22: 工程破岩工具产业链完整 | 21 |
| 图 23: 顶管法是中国应用最广泛的非开挖技术之一 | 22 |
| 图 24: 盾构机市场规模 2023 年增长至 119.27 亿元 | 23 |
| 图 25: 我国铁路隧道数量持续增加 | 24 |
| | |
| 表 1: 恒立钻具主要产品类别包括盾构及 TBM 刀具、顶管刀具等 | 5 |
| 表 2: 股权激励第一个解除限售期的业绩目标已达成 | 7 |
| 表 3: 恒立钻具进入水电类客户的合格供应商名录 | 10 |
| 表 4: 公司获得过中国电建下属单位的多笔水电订单 (截至 2022H1) | 10 |
| 表 5: 2023 年仅并表 10-12 月, 2024 年艾盾合金为公司营收利润贡献增量 | 10 |
| 表 6: 公司盾构及 TBM 刀具各类型产品可与国内外多款产品适配 | 13 |
| 表 7: 顶管刀具产生冲击压碎和剪切碾碎的作用 | 14 |
| 表 8: 2024 年盾构及 TBM 刀具毛利率较为稳定, 再制造服务毛利率提升较大 | 15 |
| 表 9: 2023-2024 年中国铁路工程集团有限公司为公司第一大客户 | 15 |
| 表 10: 恒立钻具多种类型产品在早年间已实现进口替代 | 17 |
| 表 11: 与盾构机国产配套, 在国产替代进程中应用, 经历了多项重大工程项目典型案例 | 17 |
| 表 12: 公司高管经验资深, 多年行业经验及长期深耕 | 20 |
| 表 13: 盾构机、顶管机是应用工程破岩工具的代表性装备 | 23 |
| 表 14: 2024 年铁路隧道在建 2521 座, 总长约为 6905 千米 | 25 |
| 表 15: 可比公司市值均值 38.2 亿元, PE 2024 为 69.2X | 26 |

1、恒立钻具，恒者永立—中国岩土掘进专家

国家级“专精特新”小巨人、国内知名的破岩工具供应商。武汉恒立工程钻具股份有限公司前身是由中石化石油机械股份有限公司投资成立的子公司（武汉江钻工程钻具有限责任公司）。公司专业从事各类工程破岩钻具的研发、制造、销售及服务，总部坐落于全国三大高新园区之一的武汉东湖新技术开发区。

恒立钻具主要产品包括各种盾构、TBM、顶管刀具；水平定向穿越钻具(扩孔器、导向钻头、扶正器、短节等)、垂直扩孔钻头；桩基破岩滚刀、钻头、截齿；潜孔钻具（冲击器、钻头、钎头、钻杆等）。广泛应用于国内外地铁、公路铁路隧道、引水隧洞、城市综合管廊、油气管线、桩基开挖、矿山开采等各类工程。

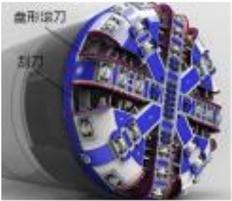
当前公司已经凭借技术实力和卓越的产品性能，形成“深、冷、硬、长、大”的产品优势，成为国内外工程钻具领域的知名品牌，特别是在盾构及水平定向穿越钻具领域，成为引领行业发展的标杆。成立以来参与了北京地铁、广州地铁、深圳地铁、成都地铁、武汉地铁、福州地铁、厦门地铁、贵阳地铁、新加坡地铁、马来西亚地铁、印度地铁、南水北调、川气东输、泰国输气管道、上海过江隧道、武汉东湖隧道、广深高速隧道、广深客运专线隧道、深圳综合地下管廊、新疆引水工程、吉林引水工程、南疆铁路、广州电力隧道、新巨龙煤矿等项目的建设。根据中国地质学会非开挖技术专业委员会出具的说明，公司替代并超越了进口盾构刀具，实现了盾构刀具的国产化，2019年至2021年期间，该公司生产的盾构刀具、顶管刀具在湖北省市场占有率均在20%以上，在湖北省非开挖破岩工具领域排名第一。

图1：恒立钻具产品应用于盾构机、TBM掘进机等高端装备及其工程施工领域



资料来源：公司官网

表1: 恒立钻具主要产品类别包括盾构及 TBM 刀具、顶管刀具等

| 产品类别 | 主要产品及应用领域 | 应用装备图片 |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 盾构及 TBM 刀具 | 主要包括各种类型滚刀、刮刀及刀具部件等，应用于盾构机、TBM 掘进机等高端装备，以及城市轨道交通、公路隧道、铁路隧道、引水隧洞工程等施工领域。 |  |
| 顶管刀具 | 主要包括顶管刀具、水平定向钻具及配套刀具等，用于顶管机、水平定向钻机的高端装备，以及城市地下综合管廊、输油（气）管线、通信管线等小管径的管道掘进施工领域。 |  |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2025 年 5 月 8 日，随着 TBM 刀盘顺利破土而出，由水电三局三公司承建的重庆地铁 27 号线 03 标项目——大学城南站至寨山坪站区间左线隧道正式贯通，标志着该标段成为 27 号线首个实现“两站两区间”全部贯通的施工单元。在施工过程中，公司提供的刀具性能卓越：仅凭初始配备刀具，实现双线区间全程零换刀作业，助力施工单位完成 3 公里隧道贯通。

图2: 武汉恒立定制的 17 寸中心楔形齿滚刀及 19 寸单刃楔形齿滚刀表现优异获好评

三、刀具使用情况：

左线区间长3090.9m，右线区间长3006.7m。两区间滚刀均采用贵公司的产品。其中17寸双联中心楔齿滚刀和19寸单刃楔齿滚刀左右线两盘掘进使用里程均超1800m，目前刀具还在正常使用，外观良好，合金齿完整，有轻微正常磨损，均可以继续使用。

四、总体评价：

我们认为贵公司针对性设计的刀具，在复杂的地质条件下使用效果突出，产品性能稳定，解决了项目部施工的难题，刀具消耗远低于预期。体现了贵公司专业扎实的研发、制造能力和极高的产品性价比。同时为项目部保证该区间双线贯通的节点奠定了坚实基础，感谢贵司一直以来给予的大力支持！贵司提供的刀具质量以及技术服务得到了项目部及我司的一致好评。

资料来源：公司官网

我们认为，公司的看点在于以下方面：

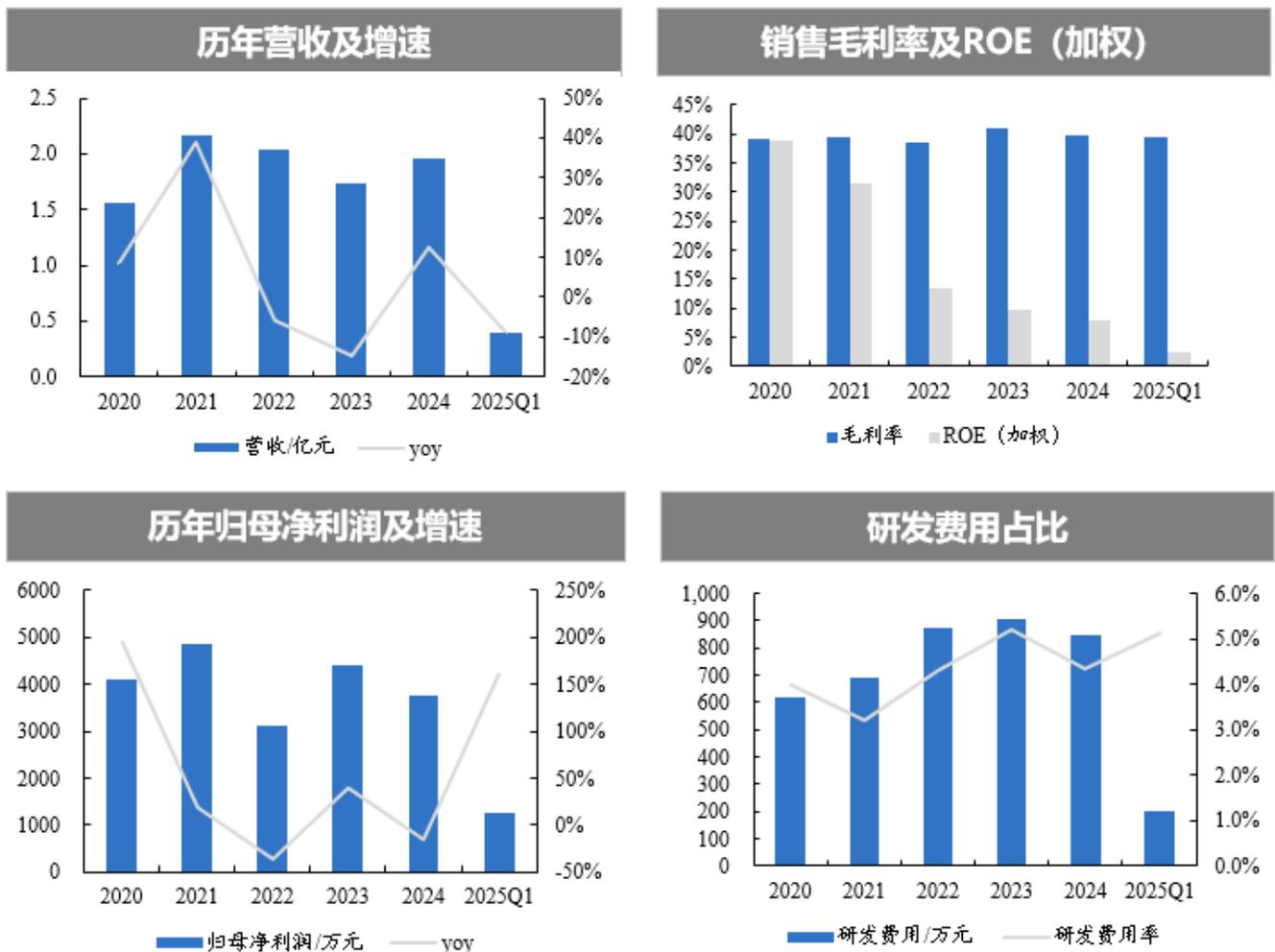
(1) 西南地区的需求增量。随着“截弯取直、隧洞引水”为技术路线的雅江水电工程带动，公司具备克服川藏地形难点的能力及多项水电项目的经验，盾构/TBM 隧道施工法的受益有望带动公司业绩增长。

(2) 借势新能源，并购形成新的增长曲线：2023 年收购艾盾合金成功后战略布局延伸到盾构刀具行业的上游，进入材料领域形成企业规模效益及协同效应。其在双螺杆挤出机高端应用市场具有一定的知名度，新能源电池浆料生产领域也大部分采用此生产方式。

(3) 募投扩产，新基建与城市更新、海外市场开发维持细分市场龙头地位：2025 年国内基建投资预计达 24.5 万亿元，虽传统交通、市政项目增速放缓，但水利、能源、新基建（如数据中心、特高压）增速较快。随着公司工程破岩工具生产基地建设项目投入使用，逐步释放产能，有望进一步实现营业收入的增长，维持现有细分市场的龙头地位，扩大行业细分优势，2025 年公司发展规划提升盾构和 TBM 刀具业务增量，同时加快顶管施工领域的渗入，提高这部分业务在公司整体收入的占比。

1.1、财务情况在 2024 年已逐步好转，股权激励设定 2025 年业绩目标

图3：恒立钻具 2024 年营收 1.96 亿元 (+12.5%)，扭转营收下滑趋势



数据来源 Wind、开源证券研究所

2024 年股权激励计划，向 17 名符合条件的激励对象合计授予 32.5 万股限制性股票。授予价格 7.31 元/股。并规定了 2025 年的业绩考核目标，经过计算后约为扣非归母净利润 3791.63 万元。

表2：股权激励第一个解除限售期的业绩目标已达成

| 解除限售期 | 考核年度 | 对应的扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润增长率目标值 (Am) |
|----------|------|--------------------------------------|
| 第一个解除限售期 | 2024 | 15% |
| 第二个解除限售期 | 2025 | 30% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：目标值以 2023 年为基数）

1.2、西南地区有望为公司带来较大的需求增量

1.2.1、“截弯取直、隧洞引水”——雅江水电工程的技术路线

雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式 7 月 19 日上午在西藏自治区林芝市米林水电站坝址举行。中共中央政治局常委、国务院总理出席开工仪式，并宣布工程正式开工。国家发展改革委、项目业主中国雅江集团、项目参研参试参建单位代表中国电建、西藏自治区主要负责同志先后发言。同日，中国雅江集团有限公司成立大会近日在京举行。

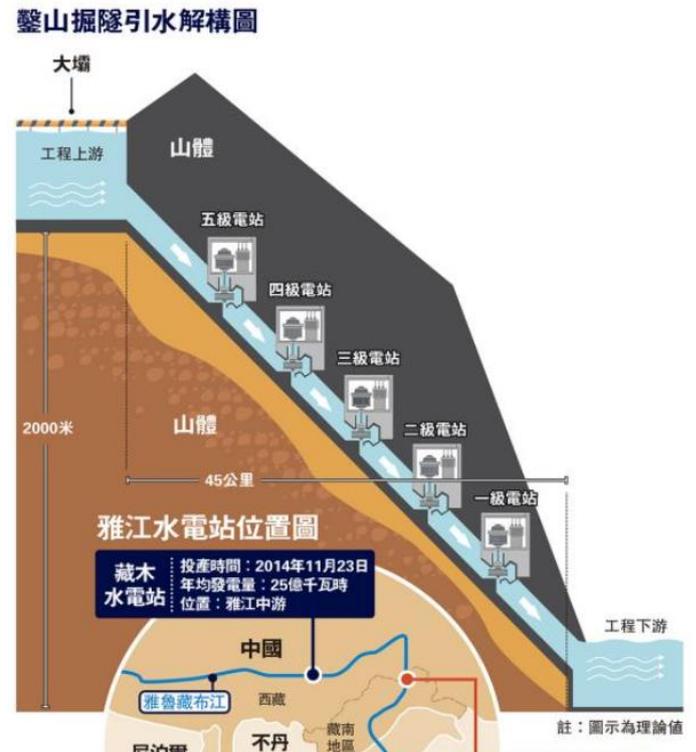
雅鲁藏布江下游水电工程位于西藏自治区林芝市。工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设 5 座梯级电站，总投资约 1.2 万亿元。工程电力以外送消纳为主，兼顾西藏本地自用需求。

图4：三峡水库主要采用“拦坝蓄水”方案



资料来源：新华社

图5：“截弯取直+隧洞引水”方式建设 5 座梯级电站



资料来源：大公报

截至 2025 年 3 月，以我国隧洞直径最大的引水式电站--大渡河硬梁包水电站为例，其引水隧洞实现全线贯通，为 2025 年全部机组投产发电奠定坚实基础。

硬梁包水电站位于四川省甘孜藏族自治州泸定县境内，采用引水式开发，是大渡河干流梯级规划开发中的第 14 级电站，总装机容量 111.6 万千瓦。

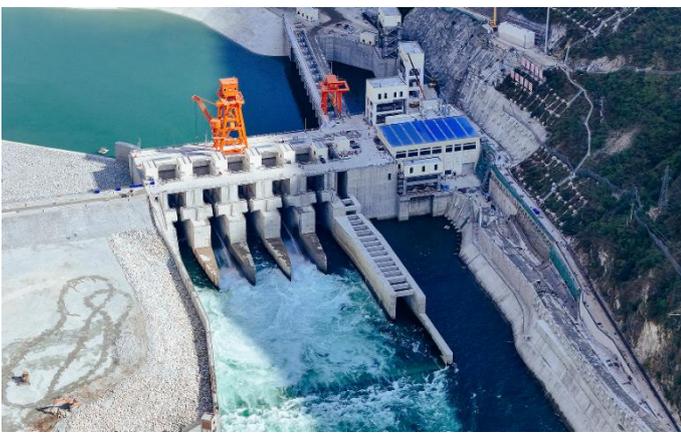
地形特点决定施工难度

根据地形特点，电站采用长隧道引水开发方式，通过修建两条长达 14.4 公里的长引水隧洞，将水位差从 26 米提升至 116 米，借助大水位差，发出清洁绿电。电站长引水隧洞内径 13.1 米，最大开挖洞径达 16.7 米，刷新了国内引水式水电站隧洞开挖直径最大纪录。

工程区处于北东向龙门山断褶带、北西向鲜水河断褶带和南北向大渡河断裂带的交接复合区，具有复杂的地震地质背景，给工程带来极高不确定性。加之引水隧洞线路长、断面大，沿线断层蚀变带发育，部分洞段地下水丰富，施工过程中遭遇了溜渣、塌方、拱架变形、涌水突泥及塌方等诸多难题。

面对重重挑战，专家团队攻克了高地震烈度区深厚覆盖层复杂地基建坝、长大引水隧洞强蚀变围岩开挖支护，以及施工期地震引发的隧洞大规模塌方、突泥涌水地质灾害处理等世界级难题，大大提升了深厚覆盖层建坝及长大引水隧洞设计及地灾治理水平。

图6：引水式开发梯级电站案例



资料来源：中国电建

图7：长隧道引水开发修建隧洞



资料来源：中国电建

盾构/TBM 隧道施工法有望受益

隧道工程是国民经济发展基础设施的重要组成部分，近 5 年来中国年均建成隧道里程超 4000 千米，为铁路、公路、地铁、水利、能源、国防等事业发展提供了强力支撑。盾构/TBM 法作为高度机械化的隧道施工方法，相较其他隧道施工方法具有安全、优质、高效的特点。根据《2024 中国盾构 TBM 隧道智能建造蓝皮书》，近年来国外隧道工程采用盾构/TBM 法修建的占比已超过 50%，而中国相应占比不足 15%，盾构/TBM 隧道在中国具有发展前景。

比传统隧道人工建造工法，盾构/TBM 机械化程度高，隧道施工环境更优、劳动强度更低。据《2024 中国盾构 TBM 隧道智能建造蓝皮书》不完全统计，国内盾构/TBM 法隧道已涉及铁路、公路、地铁、水利水电、能源等领域，已累计建设隧道长度 8708 千米。国内地铁区间隧道建设盾构法施工占比超过 90% 以上，水下隧道盾构法施工

占比超过 70%。同时，盾构/TBM 法隧道建造的工程隐蔽性缺陷更少，成型隧道结构质量更容易保障；施工扰动更小，施工排污更少，施工环境影响更低；从隧道建造全生命周期看，盾构/TBM 法隧道建造的工程综合造价与效用更具优势。

1.2.2、恒立钻具有克服西南地区复杂地形与水电工程建设的丰富经验

在 2025 年 8 月 4 日晚间公布的投资者关系活动记录表中，恒立钻具提到“华中和西南地区是国家政策大力扶持的区域，特别是以武汉、成都两个国家中心城市为龙头的整体发展。华中和西南地区是未来基础设施建设的重点区域，公司作为武汉本土企业，将积极参与湖北武汉的基础设施建设，进一步提升在该地区的市场份额。由于成都地质结构复杂，沙卵石较多，对工程破岩工具的质量、稳定性、掘进效果要求较高，也是公司较为擅长的领域，公司计划加大西南地区市场拓展力度，预计该市场将为公司带来较大的需求增量以消化新增产能。”

2019-2021 年，公司在西南地区的营业收入分别为 433.19、675.51、1830.5 万元，分别占营收的比重为 3.01%、4.32%、8.44%。

图8：2021 年公司在西南地区的收入规模为 1830.5 万元

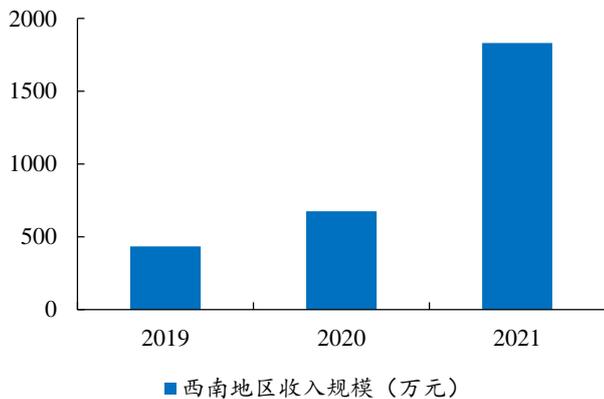
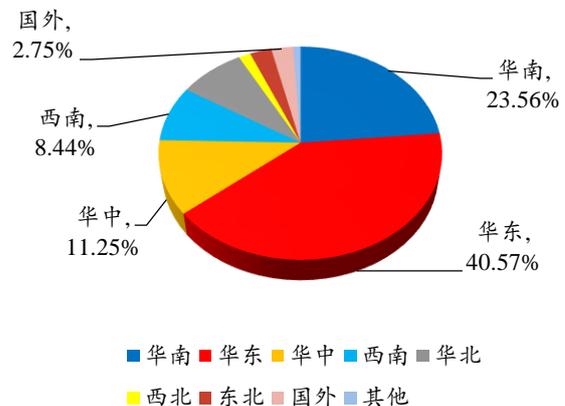


图9：2021 年西南地区的收入占比为 8.44%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

川藏经验

恒立钻具主要工程施工类客户均为国有大型工程总承包商，其新签基础设施建设项目众多，基本垄断了国内的大部分大型基础设施建设项目。

如主要客户中国电建加大高速铁路、城际铁路市场开拓力度，2021 年中标粤港澳大湾区深圳都市圈城际铁路深圳至惠州城际前海保税区至坪地段工程（114.7 亿元）、新建川藏铁路雅安至林芝段中间段站前工程（67.6 亿元），为中国电建提高高铁市场参与度、获取更高占有率提供有力支撑。

募投“研发及试制中心拟研发项目”中的重载轴承技术研究提到，随着地下空间的不断开发，盾构隧道的埋深越来越深，埋深加大会遭遇抗压强度更高的岩石；另外，硬岩隧道建设也在加快应用，如川藏线项目，该类项目大多数是穿山隧道，需要使用硬岩掘进机破碎极硬岩石。根据盾构机刀具破岩机理，盾构刀具在破岩时是通过刀盘推进碾压岩石的方式，形成裂纹扩展，而岩石硬度越高需要的推进力越大，刀具也必然承受更大的推力。研发目标是使公司现有刀具产品承载力提高 20%，实现其在抗压强度 150MPa 的硬岩隧道工程中的应用。

水电经验
表3：恒立钻具进入水电类客户的合格供应商名录

| 集团名称 | 客户名称 | 入选时间 | 入选方式 |
|------|-----------------|---------|------|
| 中国电建 | 中国水利水电第六工程局有限公司 | 2020年8月 | 招投标 |
| | 中国水利水电第四工程局有限公司 | 2021年5月 | 招投标 |

资料来源：公司审核问询函回复、开源证券研究所

表4：公司获得过中国电建下属单位的多笔水电订单（截至2022H1）

| 购货单位 | 订单金额（元） |
|-------------------------------------------|--------------|
| 中国水利水电第七工程局重庆27号线项目部 | 1,486,200.00 |
| 中国水利水电第十四工程局有限公司设备运营中心新疆TBM项目部 | 1,346,216.00 |
| 中电建市政建设集团深圳工程有限公司 | 453,000.00 |
| 中国水利水电第七工程局（城水公司）珠江三角洲水资源配置工程土建施工A7标项目经理部 | 150,000.00 |
| 中国水利水电第四工程局有限公司 | 149,850.00 |
| 中国水利水电第四工程局武汉地铁7号线北延5标项目部 | 112,000.00 |
| 水电六局新疆YE供水KS段VII标项目部 | 104,000.00 |
| 中电建市政建设集团深圳工程有限公司 | 91,286.07 |
| 中国水利水电第四工程局武汉地铁12号线6标项目部 | 14,481.00 |
| 中水五局汇彩数字科技（成都）有限公司 | 2,880.00 |

资料来源：公司审核问询函回复、开源证券研究所

1.3、并购苏州艾盾合金，主要客户为双螺杆挤出机的装备生产厂商

2023年8月1日，恒立钻具公告拟以自有资金2101.694万元收购王新贵先生持有的苏州艾盾合金材料有限公司（简称“艾盾合金”或“苏州艾盾”）70%股权。艾盾合金位于江苏省太仓市双凤镇温州工业园，主要从事各种高性能合金材料及合金制品的研发、生产、销售。2024年该公司营收2955.59万元，净利润241.86万元

表5：2023年仅并表10-12月，2024年艾盾合金为公司营收利润贡献增量

| 期间 | 营业收入（万元） | 净利润（万元） |
|-------------|----------|---------|
| 2022年1-12月 | 4,800.22 | 720.32 |
| 2023年1-4月 | 1,498.76 | 178.77 |
| 2023年10-12月 | 1,125.66 | 140.95 |
| 2024年1-12月 | 2,955.59 | 241.86 |

数据来源：公司公告、公司2023年报、公司2024年报、开源证券研究所

控股子公司艾盾合金主要产品包括筒体、衬套、螺纹元件、啮合块、螺杆头等双螺杆挤出机配件，为客户解决相关产品耐腐蚀、耐磨损、耐高温、高性能需求。创新地将镍基合金及各合金材料应用于双螺杆挤出机筒体、衬套及螺纹元件等配件。双螺杆挤出机广泛应用于**新能源（电动车电池正负极浆料装备）**、橡塑、食品、石油化工等行业。随着技术的不断进步和应用领域的不断拓展，挤出机的未来发展前景也将更加广阔。

其客户主要是双螺杆挤出机的装备生产厂商，以及双螺杆挤出机的终端用户。

据贝哲斯咨询发布的 2025 版双螺杆挤出机市场分析报告，全球和中国双螺杆挤出机市场规模在 2024 年分别达到 74.12 亿元人民币与 22.9 亿元人民币。结合双螺杆挤出机行业发展环境和市场动态，报告对未来几年内双螺杆挤出机市场做出了合理预测。预计至 2030 年全球双螺杆挤出机市场规模将会达到 98.24 亿元。

1.4、上市募投潜江基地产能释放有望于 2025 年完成

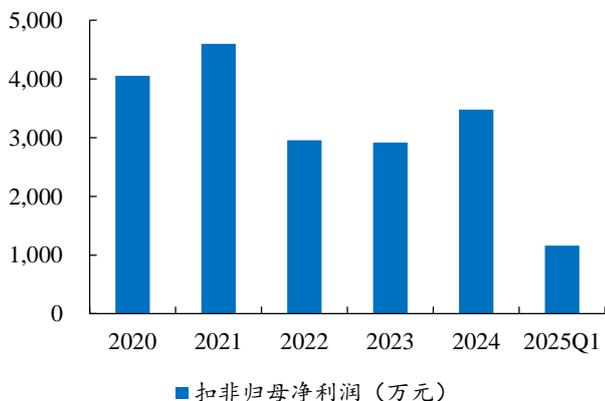
北交所上市募投“工程破岩工具生产基地建设项目”围绕盾构及 TBM 刀具、其它非开挖工具、其它工程破岩工具的生产所需，拟在湖北省潜江市周矶管理区清远路东侧新建生产基地，引进先进生产设备，扩大公司生产规模的同时，提高生产效率，增强公司产品的市场竞争力。项目建成并完全达产后，每年将生产盾构及 TBM 滚刀 8,000 套、刮刀 15,000 套、配件 40,000 套；年产顶管滚刀 5,000 套、刮刀 8,000 套、配件 8,000 套。

公司的工程破岩工具生产基地建设项目已于 2024 年 12 月 17 日完工并投入使用。目前正在逐步释放产能，提高生产效率，增强公司的制造交付能力，实现规模经济效益。同时，将加大其他非开挖刀具的开发力度。

1.4.1、2025Q1 受益坏账计提冲回，潜江基地逐渐完工

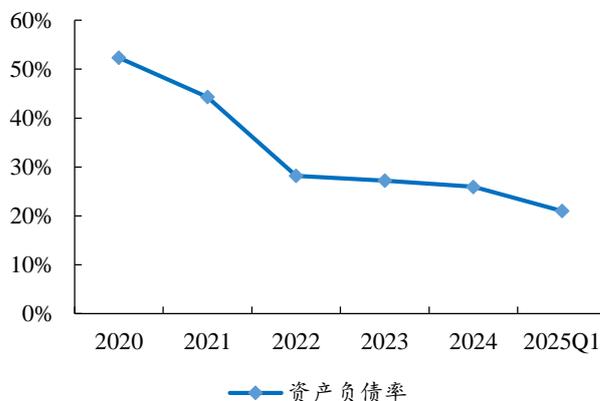
2025 年第一季度，公司实现营收 3941.19 万元 (-9.02%)，归母净利润 1261.37 万元 (+160.00%)，扣非归母净利润 1162.17 万元 (+162.01%)。其中，信用减值损失科目 621.57 万元，同比 2024Q1 该科目数值-132.70 万元增加 568.42%，因前期收到的供应链票据本期到期，终止确认应收账款，同时本期贷款回收效率较好，应收账款降低，坏账计提冲回。支付管理费用 285.88 万元 (+31.97%)，因 2025 年初公司十周年庆典费用，股份支付计提费用，新增固定资产计提折旧增加，潜江分公司搬迁及修理费用。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 819.34 万元，因潜江基地建设项目完工验收后陆续付款。

图10：公司扣非归母净利润在 2024 年也已实现增长

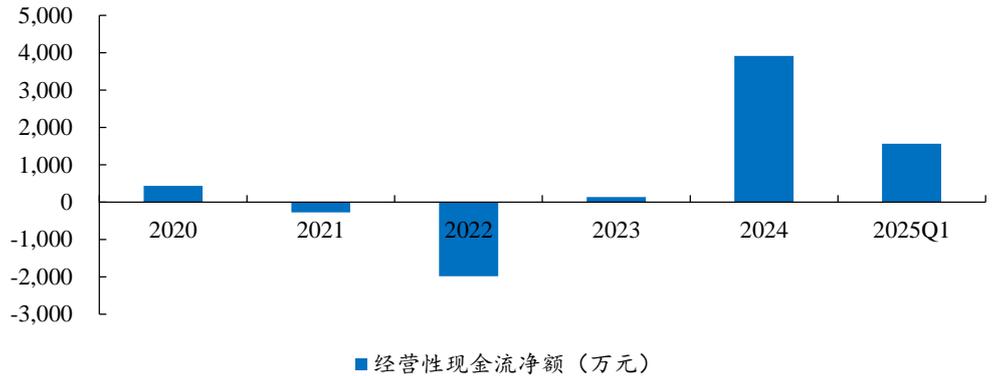


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：资产负债率逐年下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：经营性现金流净额 2024 年 3908.99 万元实现大幅度增长


数据来源 Wind、开源证券研究所

1.4.2、海外市场：毛利率更高，提供增量空间

海外市场提供增量空间，东南亚、中东等地区地铁、隧道建设加速，全球盾构刀片年需求旺盛。公司的产品主要销往印度、新加坡、马来西亚、斯里兰卡、菲律宾、韩国、日本等国家或地区。

2024 年公司海外业务营收 1414.41 万元，同比增长 98.49%。毛利率 41.30%，虽较 2023 年有所下降，仍高于国内业务的 39.79%。

图13：恒立钻具海外业务 2024 年扩张明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、公司产品为盾构及 TBM 刀具，竞争力强为掘进耗材

2.1、公司产品耐磨性、抗冲击性、使用寿命最为关键

2.1.1、使用盾构法的隧道掘进机，包括软土盾构机和硬岩隧道掘进机 TBM

(1) 盾构及 TBM 刀具

盾构机是一种使用盾构法的隧道掘进机，包括软土盾构机和硬岩隧道掘进机，国内一般将软土盾构机统称为盾构机，硬岩掘进机统称为 TBM (Tunnel Boring Machine, 全断面隧道掘进机)。

盾构机的主要组成部分包括盾壳、刀盘及刀具、刀盘驱动、推进系统、管片拼装机、排土机构、后配套装置、电气系统和辅助设备。盾构及 TBM 刀具是盾构机及 TBM 掘进机水平推进破碎岩土的核心关键部件，安装在设备刀盘上，通过刀盘高速旋转带动刀具进行滚压、切削破碎岩土，达到破岩掘进目的。盾构刀盘上安置的各种形式刀具基本上可以分为两类：滚刀和刮刀。滚刀用于破岩，工作时在千斤顶的作用下刀盘上的滚刀紧压在岩面上，并随刀盘的旋转进行着公转和自转，对岩石产生挤压、剪切、拉裂等综合作用，从而达到破岩的目的。刮刀主要适用于软土地层，用于切削、剥离土体，也可配合滚刀破岩，将掌子面上已经被滚刀滚压得裂纹丛生的、尚未脱落的岩土刮削下来。

盾构机施工过程中，盾构及 TBM 刀具的耐磨性、抗冲击性、使用寿命等综合性能对施工进度有较大影响。由于盾构及 TBM 刀具应用于各种型号盾构机、TBM 掘进机等施工装备，不同装备在施工过程中的工作原理不同，且不同的地质环境对刀具的磨损程度也不同。因此，公司需要根据客户的工程项目实际情况、设备类型等因素进行个性化的产品设计和生产，产品大部分为定制化非标准产品。

公司盾构及 TBM 刀具主要包括滚刀、刮刀及各种刀具配件，产品尺寸涵盖 12~20 英寸。刀具的基体由高强度合金结构钢锻造而成，切削元件选用高韧性、高耐磨性的特种材料。公司根据不同的地质条件选用不同特质的基体材料，设计出多种切削形状，与地层适应性进行均衡匹配；刀具的种类、尺寸丰富灵活，可与国内外各个型号盾构机或 TBM 适配，为用户提供了宽广的选择空间。

表6：公司盾构及 TBM 刀具各类型产品可与国内外多款产品适配

| 产品名称 | 产品简介 | 产品图示 |
|------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 滚刀 | 安装于盾构机、TBM 掘进机等装备的头部，主要作用是切割掌子面岩石并将岩石从掌子面上剥落下来，主要针对坚硬岩地质结构。 |  |
| 刮刀 | 布置在刀盘正面及边缘位置，对滚刀辅助保护或在地层抗压强度较低的软土地层中起到切削作用，主要针对软质岩地质结构。 |  |
| 刀具配件(刀圈) | 在破岩的过程中，刀圈与岩石直接接触，地层及剥落的岩石对刀圈有着磨削、冲蚀效应，刀圈的质量直接决定了滚刀的使用寿命。 |  |
| 其他刀具配件(刀箱) | 采用高强度合金钢制造，保证产品具有良好的可焊性和较高的强度，通过焊接工序与夹具的使用，避免基体变形，保证尺寸一致。 |  |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

(2) 顶管刀具

顶管刀具安装于顶管机的刀盘上，当顶管机借助于顶进设备产生的顶力向前顶进时，刀盘高速旋转带动刀具滚动，从而产生冲击压碎和剪切碾碎的作用，最终破

碎岩土形成隧道。

顶管刀具包括盘形滚刀、破岩滚刀、悬臂滚刀、刮刀等，其中**盘形滚刀、刮刀与盾构及TBM刀具中的同类产品**在结构形式、工作原理、制造工艺等方面均相同，但尺寸相对较小。当顶管机直径为1米以上时，使用的刀具与盾构及TBM刀具类似；顶管机直径小于1米时，由于盘形滚刀所需要的安装空间较大，在刀盘上无法布置，因而通常会布置破岩滚刀或悬臂滚刀。

表7：顶管刀具产生冲击压碎和剪切破碎的作用

| 产品名称 | 产品简介 | 产品图片 |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 盘形滚刀 | 安装于顶管机装备的头部，主要作用是切割掌子面岩石并将岩石从掌子面上剥落下来，主要针对坚硬岩地质结构。 |  |
| 破岩滚刀 | 破岩滚刀采用高精度、高承载的非标轴承，轴承密封采用先进的金属面密封技术。镶齿经过科学分析计算后优化排列，最大化切削效率；合金齿的性能根据实际工况选择，适用各种类型岩层掘进；尺寸涵盖6~13英寸，可灵活组合，满足多型面盘的掘进要求。 |  |
| 悬臂滚刀 | 悬臂滚刀采用个性化的刀座及刀轴设计，满足各型顶管设备的安装要求。外形和破岩机理等同于三牙轮钻头，一般采用三牙轮啮合的方式设计，合金齿轨迹均匀，切削齿的包络线平滑，保证刀具受力均匀。适用于800mm以下小尺寸硬岩顶管，在软土和砂石工况下掘进效率较低。 |  |
| 刮刀 | 布置在刀盘正面及边缘位置，对滚刀辅助保护或在地层抗压强度较低的软土地层中起到切削作用，主要针对软质岩地质结构。 |  |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

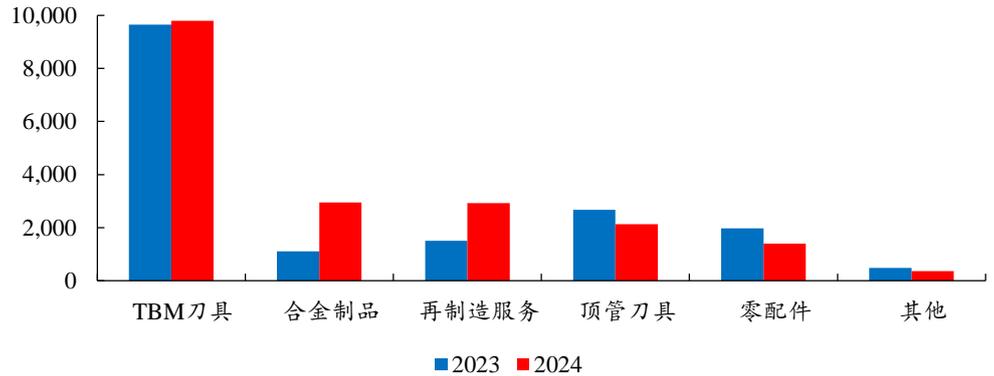
(3) “再制造”服务

“再制造”服务是指公司将客户的**废旧工程破岩工具进行专业化修复的批量化生产**，使“再制造”产品达到与原有新品相同的质量和性能的过程。公司接受客户委托，对其使用过的工程破岩工具进行专业检测、拆解、清洗、修复、更换零配件等，提高其工程破岩工具的重复使用率，降低其使用成本。

2.1.2、2024年盾构及TBM刀具占半数营收，合金制品及再制造服务贡献增长

2023年收购苏州艾盾后拓展了合金制品业务。

2024年公司销售盾构及TBM刀具9789.45万元，占比营收50%。

图14: TBM 刀具是主要营收来源, 合金制品及再制造服务 2024 年增幅较大 (万元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

表8: 2024 年盾构及 TBM 刀具毛利率较为稳定, 再制造服务毛利率提升较大

| 分产品 | 营业收入 (万元) | 营业成本 (万元) | 毛利率% | 营业收入比 2023 年增减% | 营业成本比 2023 年增减% | 毛利率比 2023 年增减 |
|------------|-----------|-----------|--------|--------------------|--------------------|---------------|
| 盾构及 TBM 刀具 | 9,789.45 | 5,702.10 | 41.75% | 1.50% | 0.26% | 增加 0.72 个百分点 |
| 顶管刀具 | 2,127.69 | 1,267.90 | 40.41% | -20.52% | -16.48% | 减少 2.88 个百分点 |
| 刀具零配件 | 1,403.18 | 994.37 | 29.13% | -28.85% | -20.34% | 减少 7.57 个百分点 |
| 再制造服务 | 2,931.97 | 1,413.95 | 51.77% | 93.70% | 66.17% | 增加 7.99 个百分点 |
| 合金制品 | 2,955.59 | 2,184.03 | 26.10% | 164.74% | 200.69% | 减少 8.83 个百分点 |
| 其他 | 370.67 | 204.68 | 44.78% | -23.55% | -10.26% | 减少 8.18 个百分点 |

数据来源: 公司 2024 年年报、开源证券研究所

2.2、主要客户情况: 代表性客户有中铁十八局集团隧道工程有限公司等

公司主要客户包括中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国建筑、广东华隧等工程施工单位; 中交天和、铁建重工、中铁装备、中铁华隧、三三工业等盾构及 TBM 工程装备厂商; 以及唐兴机械、徐工基础等顶管机、水平定向钻机工程设备厂商。

对供应商及部分大客户存在豁免披露情形。公司的主要供应商、客户与公司在长期的业务合作过程中, 知悉了对方的商业秘密, 为了维护双方的合法权利, 均与公司签订了保密协议公司。

表9: 2023-2024 年中国铁路工程集团有限公司为公司第一大客户

| 报告期 | 单位名称(客户) | 销售金额 (万元) | 占营业收入比(%) |
|---------|-----------------|-----------|-----------|
| 2024 年报 | 中国铁路工程集团有限公司 | 4,637.59 | 23.69 |
| | 中国铁道建筑集团有限公司 | 2,984.97 | 15.25 |
| | 中国交通建设集团有限公司 | 1,802.35 | 9.21 |
| | 第四名 | 1,262.59 | 6.45 |
| | 广东省建筑工程集团控股有限公司 | 1,191.24 | 6.08 |
| | 合计 | 11,878.74 | 60.68 |
| 2023 年报 | 中国铁路工程集团有限公司 | 4,894.49 | 29.58 |
| | 中国铁道建筑集团有限公司 | 2,795.25 | 16.89 |

| 报告期 | 单位名称(客户) | 销售金额(万元) | 占营业收入比(%) |
|-----|--------------|-----------|-----------|
| | 中国交通建设股份有限公司 | 2,113.85 | 12.77 |
| | 第四名 | 1,262.56 | 7.63 |
| | 中国电力建设集团有限公司 | 680.34 | 4.11 |
| | 合计 | 11,746.48 | 70.98 |

数据来源: Wind、开源证券研究所

中铁十八局集团隧道工程有限公司坐落于重庆两江新区,是国内规模最大的TBM(全断面岩石隧道掘进机)施工专业化工程公司,注册资本金3亿元。公司年承揽额160亿元以上,年施工能力70亿元以上。公司的前身为首次实现TBM自主施工的中铁十八局西康铁路秦岭隧道TBM掘进队,随后经历工程指挥部、TBM工程公司等发展阶段。其承建有我国西南地区最长高速公路隧道、穿越秦岭最长高铁隧道、国内最长钻爆法施工天然气管网隧道、世界最大直径水下盾构隧道、几内亚最长隧道等。

图15: 恒立钻具荣获中铁十八局集团隧道工程有限公司“2024年度优秀供应商”

公司年度大事记



2025年1月,全国高新技术企业认定管理工作领导小组办公室发布对湖北省认定机构2024年认定报备的第三批高新技术企业进行备案的公告,公司于2024年12月16日认定为高新技术企业,有效期三年,税收优惠期限为2024年至2026年。



2025年3月,在广州召开的中国岩石力学与工程学会工程实例专委会/广州轨道交通盾构技术研究所2024年总结表彰大会暨重大工程创新技术研讨会上,我司凭借在工程破岩工具领域多年的深耕与卓越表现,荣获“工程实例专委会2024年度先进集体”称号。



授予: 武汉恒立工程钻具股份有限公司
2024年度优秀供应商

2025年3月,在重庆举办的中铁十八局集团隧道工程有限公司2025年度分包商、供应商代表座谈会上,我司凭借过硬的产品质量、及时的服务响应,以及良好的合作配合度,荣膺中铁十八局集团隧道工程有限公司“2024年度优秀供应商”。



2024年度,公司获得11项专利授权,对公司专有技术进行保护,满足客户对刀具在不同项目、盾构机型号、地层下使用情况的分析需求,为客户提供更加完善的技术服务,提升客户服务价值,提高客户黏性。

资料来源: 公司2024年报

2.3、科技研发: 盾构刀具实现进口替代

经过多年的研发持续投入,自主研发经验积累,恒立钻具对材料研发、滑动轴承设计、金属密封技术、合金冷镶技术、装配技术等核心技术的深度研发、创新和应用,将产品应用领域从传统的城市轨道交通、公路、铁路、引水过江、地下城市管廊等工程项目施工领域逐步推广至煤矿巷道、桩基孔等领域。

现在国内的盾构刀具基本实现了进口替代。公司自2001年成立起,在立足潜孔钻等传统工程破岩工具的基础上,以实现盾构/TBM刀具国产化为己任,研究分析进口盾构刀具的材料、制造工艺等,实现了从重点研究进口盾构刀具的刀圈、锻盖、

刀毅等零配件起步，进入工程破岩工具制造行业，生产整套盾构刀具，到自主创新根据不同地质环境设计刀具方案，见证了我国地下隧道工程机械化建设发展的全过程。在盾构机设备及部件由全套引进，到消化吸收，再到全面国产化的历史进程中，公司紧随行业发展趋势，积极配合盾构机等高端装备国产化进程中，投身于产品研发与创新，成功研发出多个系列的产品并实现了盾构机及TBM掘进机配套刀具国产化，在此过程中逐步构建了完整的盾构/TBM刀具、顶管刀具等产品体系和深厚的专业技术服务体系。

表10：恒立钻具多种类型产品在早年间已实现进口替代

| 序号 | 客户名称 | 项目名称 | 时间 | 产品名称 | 原刀具品牌 | 对比情况 |
|----|---------------|-----------------------------|-------|----------|-------|-------------------------------------------------|
| 1 | 广州市盾建地下工程有限公司 | 广州地铁二号线赤鹰区间隧道 | 2002年 | 滚刀刀圈 | 庞万力 | 性能与质量与原装刀具比较已经相当接近 |
| 2 | 上海隧道股份 | 深圳地铁一期工程2A标“罗湖-国贸”区间隧道 | 2003年 | 羊角型二刃先行刀 | 庞万力 | 切削性能达到国外（意大利）同类刀具水平 |
| 3 | 广东水电二局 | 广州地铁四号线琶仑盾构功底左线 | 2005年 | 滚刀刀圈 | 三菱 | 与日本原装刀具磨损度相同，已基本达到原装刀具水平 |
| 4 | 广州市盾建地下工程有限公司 | 市番项目部右线 | 2005年 | 特殊刀圈 | 三菱 | 与普通刀圈比较，有较好的耐用性，适合复合地层使用，特别是地层均匀，能提高速度，减小刀具更换次数 |
| 5 | 中铁隧道股份 | 大伙房引水工程 | 2007年 | 滚刀刀圈 | 维尔特 | 满足使用要求，与进口刀圈的耐磨性接近 |
| 6 | 中铁六局 | 深圳地铁二号线2202标段科苑站-红树湾站区间隧道右线 | 2009年 | 镶齿数焊滚刀 | 海瑞克 | 作为新开发的产品，有如此性能是可靠的，其性能与原装刀具比较已经相当接近 |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表11：与盾构机国产配套，在国产替代进程中应用，经历了多项重大工程项目典型案例

| 项目时间 | 项目名称 | 地层结构 | 项目简介 | 产品应用情况 |
|------------|-----------------------|---------|--------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 2000-2004年 | 北京地铁五号线盾构试验段区间隧道 | 软质岩/中硬岩 | 北京第一条盾构法施工的地铁区间 | 公司提供刮刀与进口刀具对比使用，验证了产品设计和制造的可靠性 |
| 2002-2004年 | 广州地铁二号线“赤岗站~鹭江站”区间隧道 | 中硬岩/坚硬岩 | 2002年，国务院批准了广州地铁二号线项目，条件是机电设备的国产化率要达到60%以上 | 公司首次提供17寸滚刀用于城市轨道交通，与进口滚刀对比使用，效果良好，验证了产品设计及质量 |
| 2003年 | 日本Iseki伊势机顶管机刀具配套 | 中硬岩/坚硬岩 | 为日本顶管设备配套提供滚刀 | 公司第一次进行顶管滚刀的设计制造，为项目设备直径为1米的顶管机提供了φ170的桶式破岩滚刀，用于替代德国维尔特滚刀 |
| 2005年 | 长三角国产顶管机刀具配套 | 中硬岩/坚硬岩 | 国产顶管机迈入进口替代的历史阶段的标志项目之一 | 为国产顶管机配套提供顶管滚刀及刮刀，是公司配套的第一台国产顶管机 |
| 2016年 | 新加坡汤申地铁线T305/T310项目隧道 | 软质岩 | 高研磨性 | 第二代焊齿滚刀面世，在该项目OA地层中耐磨性较标准滚刀提升1倍 |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

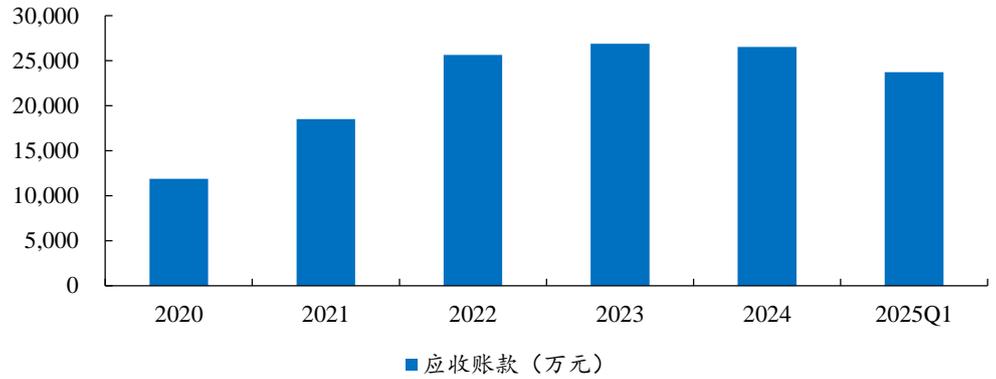
2024年，公司研发支出848.99万元，占营收比例4.34%；研发人员总计33人，占员工比重14.73%。截至2024年末，拥有专利76项，其中发明专利10项。

2.4、财务分析：毛利率稳定，回款明显改善

2.4.1、资产结构分析：应收账款的回收管理取得了明显的成效

2024 年公司采取了各项改进措施，强化了回款考核管理机制，充分调动了市场营销人员的积极性，加强了对应收账款的回收管理，取得了明显的成效。

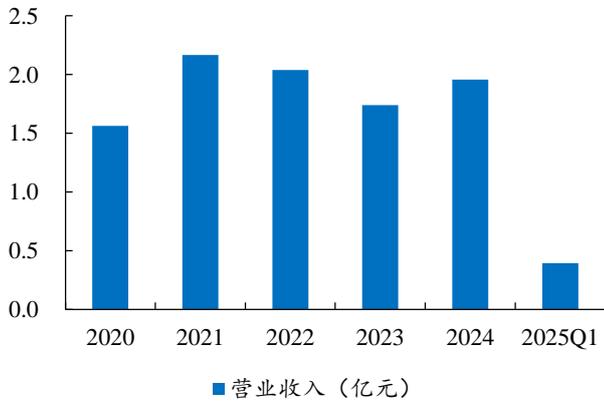
图16：2024 年回款考核机制展现成效



数据来源：Wind、开源证券研究所

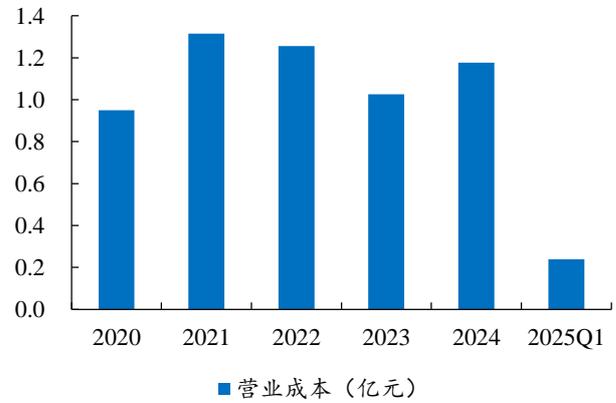
2.4.2、营业情况分析：毛利率保持稳定

图17：因并购 2024 年实现营业收入增长



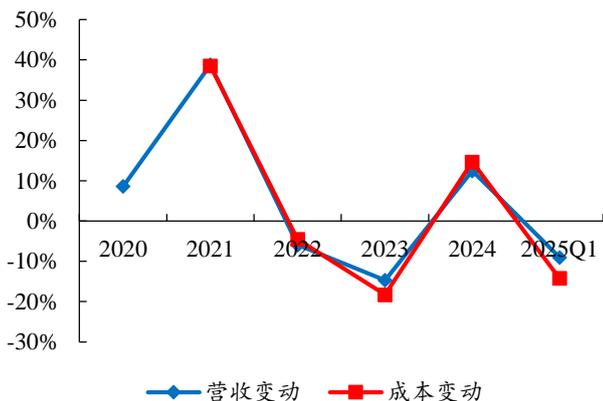
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2024 年营业成本 1.18 亿元 (+14.70%)



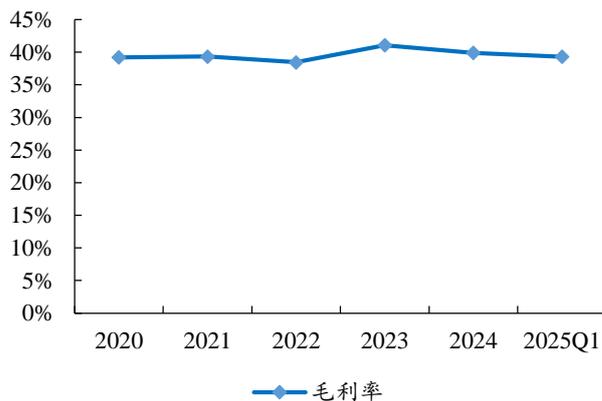
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19: 营业成本与营收变动同向



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 公司毛利率保持稳定



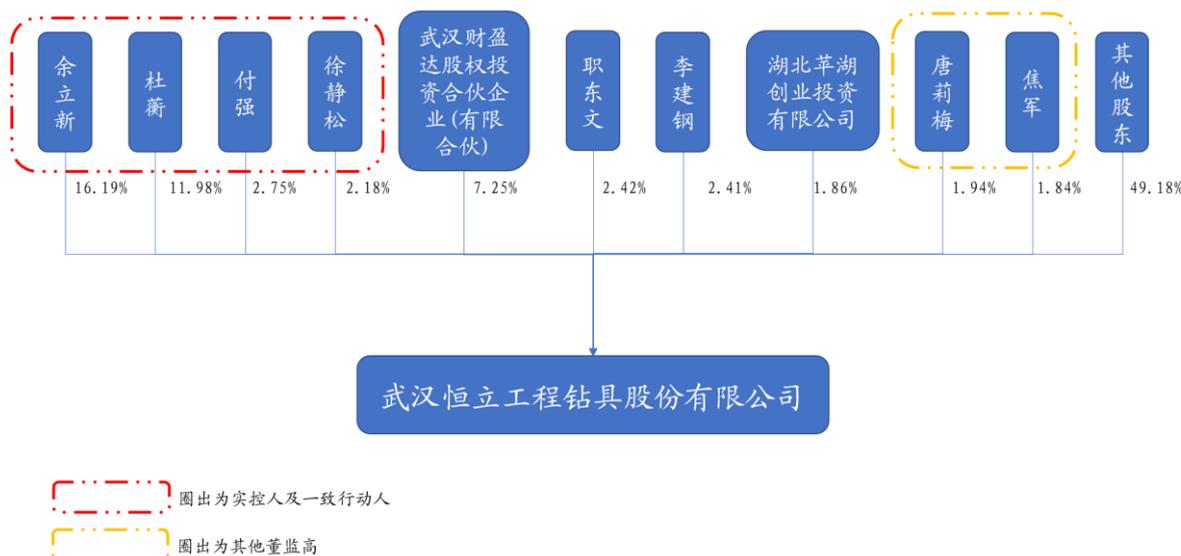
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.5、股权结构: 控股股东、实际控制人持有公司 16.19%股份

截至 2025 年 3 月 31 日, 公司总股本 6132.71 万股, 普通股股东人数 4756 人。控股股东、实际控制人持有无限售条件股份 248.2 万股, 占比 4.05%, 有限售条件股份 744.6 万股, 占比 12.14%, 合计 16.19%。董监高持有无限售条件股份 4.87%, 有限售条件股份 14.62%, 合计 19.49%。核心员工持有有限售条件股份 0.53%。

前十大股东中, 余立新持有武汉财盈达股权投资合伙企业(有限合伙) 99.43% 的股份, 为武汉财盈达股权投资合伙企业(有限合伙)的实际控制人。诸珊梅持有武汉财盈达股权投资合伙企业(有限合伙) 0.57% 的股份、与职东文为夫妻关系。余立新、杜蘅、付强、徐静松系一致行动人。

图21: 控股股东、实际控制人余立新持有公司 16.19%股份



资料来源: Wind、开源证券研究所 (注: 数据截至 2025.3.31)

表12: 公司高管经验资深, 多年行业经验及长期深耕

| 姓名 | 职务 | 简介 |
|-----|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 余立新 | 董事长、 董事 | 1967年11月出生, 中国籍, 无境外永久居住权, 硕士学历, 机械专业背景。1989年7月至1998年11月就职于江汉钻头厂, 历任技术员、助理工程师、工程师; 1998年12月至2003年1月就职于江钻股份, 历任工程处经理、信息资源部部长、总经理办公室主任、潜江制造厂厂长; 2003年2月至2015年10月就职于武汉江钻工程钻具有限责任公司, 历任总经理、董事长; 2015年7月至今担任财盈达执行事务合伙人; 2015年11月至2020年4月担任恒立钻具董事长、总经理; 2020年5月至今担任恒立钻具董事长。 |
| 徐静松 | 总经理 | 1980年10月出生, 中国籍, 无境外永久居住权, 本科学历, 管理专业背景。2002年7月至2002年9月就职于江汉石油钻头股份有限公司市场部, 担任业务员; 2002年9月至2004年11月就职于武汉江钻工程钻具有限责任公司, 担任业务员; 2004年12月至2015年10月就职于武汉江钻工程钻具有限责任公司, 历任广州办事处经理、市场部经理、总经理助理、副总经理、董事; 2015年11月至2017年9月担任恒立钻具董事、副总经理; 2017年10月至2020年4月担任恒立钻具董事、副总经理、董事会秘书; 2020年5月至今担任恒立钻具董事、总经理。 |
| 杜衡 | 副总经理 | 1967年4月出生, 中国籍, 无境外永久居住权, 硕士学历, 机械专业背景。1988年7月至1998年8月就职于江汉钻头厂, 历任工装车间技术员、工艺科工程师; 1998年9月至2001年8月就职于江钻股份, 担任试制测试中心经理; 2001年9月至2015年10月就职于武汉江钻工程钻具有限责任公司, 担任董事、副总经理; 2015年11月至2017年9月担任恒立钻具董事、副总经理; 2017年10月至2020年8月担任恒立钻具董事、副总经理、财务负责人; 2020年9月至今担任恒立钻具董事、副总经理。 |
| 唐莉梅 | 副总经理 | 1979年5月出生, 中国籍, 无境外永久居住权, 本科学历, 机械专业背景, 高级工程师职称。2001年7月至2004年4月, 就职于江钻股份牙轮车间技术组, 担任设备员、工艺员; 2004年5月至2015年5月, 就职于恒立有限, 历任产品设计工程师、技术部经理职务; 2015年6月至2021年7月, 担任恒立有限和恒立钻具技术部经理、董事; 2021年8月至2021年12月, 担任恒立钻具董事、副总经理; 2022年1月至今, 担任恒立钻具副总经理。 |
| 余德锋 | 副总经理、 董事会秘书 | 1977年5月出生, 中国籍, 无境外永久居住权, 本科学历, 高级工程师。2002年7月至2004年10月, 就职于江钻股份热处理车间, 任工艺工程师; 2004年11月至2021年1月, 就职于恒立有限和恒立钻具, 历任技术部高级工程师、质控部经理; 2021年1月至今, 担任恒立钻具董事会秘书; 2022年1月至今, 担任恒立钻具副总经理。 |
| 苏晓静 | 财务负责人 | 1983年2月出生, 中国籍, 无境外永久居住权, 本科学历, 会计专业背景, 中级会计师职称。2007年7月至2008年6月, 就职于湖北车桥股份有限公司, 担任销售财务主管; 2008年7月至2010年7月, 就职于中央储备粮荆州直属库, 担任总账会计; 2010年8月至2014年9月, 就职于恒立有限, 任成本会计; 2014年10月至2020年7月, 担任恒立有限和恒立钻具制造部副经理; 2020年8月至今, 担任恒立钻具财务负责人。 |

资料来源: Wind、公司招股说明书、开源证券研究所

3、岩石破碎行业未来趋势是定向钻进、盾构等方式

3.1、机械破岩中非开挖技术为趋势, 盾构刀具是易损耗的零部件

3.1.1、工程破岩: 机械破岩方法主要有切削、冲凿、碾压、研磨四种方式

根据公司招股说明书, 岩石破碎是采掘作业中使部分岩体脱离母体并破碎成岩块的工艺过程。目前用于破碎岩石的方法主要有**爆破法和机械破岩法**。此外, 随着现代科学技术发展, 还出现了一些其他破岩方法, 如: 超声波法、水射流法、射弹冲击法、水电效应法、火花放电法、等离子体法、电子束法(聚焦电子束、脉冲电子束、高能加速器)、激光法、红外线法、热熔法(电能、核能)、高频法、电热核法、微波法及化学破碎法等。目前, 我国应用最广的破岩方法为**爆破法和机械破岩法**, 其他破岩方法只是作为破岩的一种辅助手段, 技术发展时间短, 还处于试验阶段。

建立在机械钻孔、往孔内装入待爆炸药的常规爆破破岩方式以综合效率高在较长时期内占据着相当重要的地位, 但该方法存在对原岩的扰动性大, 易造成周边岩

石破坏，存在支护困难，破碎岩石块度不均匀，它必须依靠钻孔、装药和爆破等多种工序操作，而且装药和爆破过程实现机械化和自动化难度较大。为了克服常规爆破破岩的缺点，机械破岩得到了快速发展，在采矿、选矿、石材加工、隧道掘进、石油钻进方面已得到了广泛应用。

机械破岩是指通过机械驱动直接接触岩石的刀具进行岩石破碎的技术。依据破岩工具和破岩原理的不同，机械破岩方法主要有**切削、冲凿、碾压、研磨**四种方式。破岩时破岩工具进入岩石，在工具移动前方的岩体内出现密实核，在密实核周围产生较大块的崩碎体。

公司生产的工程破岩工具主要为盾构及TBM刀具、顶管刀具等，均采用机械破岩法，适用于各类隧道及地下工程的非开挖施工。工程破岩工具行业的发展，既与非开挖技术发展相关，又与盾构机、TBM、顶管机等工程装备行业以及城市轨道交通建设、公路铁路隧道建设、城市地下综合管廊、输油气管线等下游应用领域发展息息相关。

图22：工程破岩工具产业链完整



资料来源：公司招股说明书

3.1.2、非开挖技术：通过导向、定向钻进、盾构等方式

非开挖技术是指利用各种岩土钻掘设备和技术手段，通过**导向、定向钻进、盾构**等方式在地表极小部分开挖的情况下（一般指入口和出口小面积开挖），铺设、更换和修复各种地下管线和地下构筑物建设的施工技术。该技术对周边交通与环境影响最小，具有很高的社会经济效果。从20世纪80年代开始非开挖技术获得大规模应用，随着非开挖技术不断完善和应用拓展，非开挖技术已成为一项政府支持、社会提倡企业参与的高新技术，非开挖技术已成为城市现代化进程中一项关键施工技术，是地下管线与城镇地下构筑物建设的一次技术革命。

非开挖技术主要应用于以下几个方面：**地下构筑物建设**：涵洞、地下管廊、地下交通隧道等建设；**地下管线铺设**：各类地下管线（自来水、污水、雨水、石油、天然气等管道，以及通讯、动力和信号等电缆线）的铺设、更新和运维等；**管棚支护**：地下人行过道、地铁和地下车库等暗挖工程的结构性支护；**环境治理**：在受污染的地下水和地层中设置水平环境治理井；**其它**：基础工程（钢管桩、微桩、土钉）、边坡、路基、大坝等工程的排渗、降水和注浆孔等，以及煤层气等资源开采。

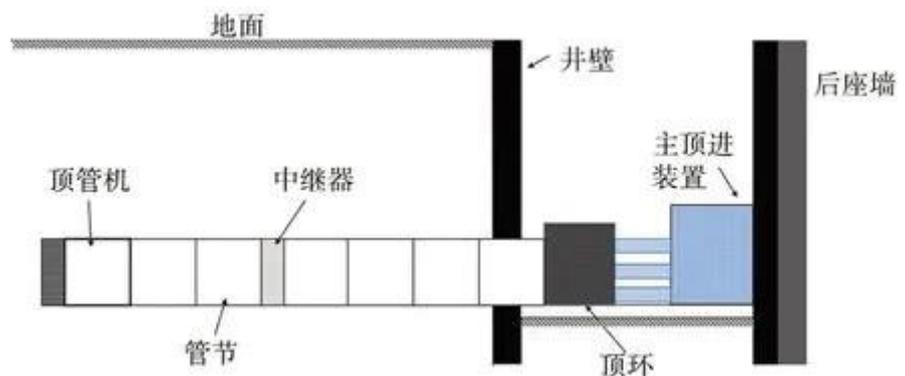
非开挖技术推广应用程度与国家或地区经济发展水平密切相关，经济社会发展

程度越高非开挖技术应用程度越高。非开挖技术主要有以下优点：周边影响小，施工时不影响交通，不破坏环境（绿地、植被、树木），不干扰工厂、商店、医院、学校和居民的正常生活与工作秩序；施工速度快，由于辅助工程（如支护、回填等）少，施工速度大幅度提高，而且，可应用于传统施工方法无法施工或不允许开挖施工的场所（如穿越河流、湖泊、重要交通干线、重要建筑物的地下）；综合成本低，非开挖施工的综合成本均低于传统的开挖法施工，而且管径和埋深越大时越明显；部分施工方法的直接成本甚至低于开挖法施工，具有较好的经济效益和社会效益；绿色环保，由于施工时地面交通拥堵少，施工时间短，而且减少了渣土和回填土的运输量，使碳排放量大大减少。

根据中国地质学会非开挖技术专业委员会发布的《中国非开挖技术行业年鉴》第五部（2020年），在繁华市区或管线埋深较深时，非开挖技术是开挖施工的最佳替代方法；在特殊的条件下，例如穿越公路、铁路、河流、建筑物等，非开挖技术更是唯一经济可行的施工方法。非开挖技术在短短的30余年时间内，以其独特的技术特点，以及安全、环保与高效的技术优势，日益受到各国政府的重视和提倡，联合国环境署（UNEP）也将非开挖技术列为环境友好的施工技术（EST）。

顶管法是中国应用最广泛的非开挖技术之一。顶管法是指利用顶铁和轨道将管道压入土层中，并将同时将管道内的泥土挖出。当第一节管道完全进入土层后，再按照同样的方式将第二根管道压入土层中，并在每一节管道的连接处进行接口处理。应用主要集中在自来水工业、石油和天然气行业、交通隧道等领域。

图23：顶管法是中国应用最广泛的非开挖技术之一



资料来源：张浩《浅析地下管道非开挖施工技术及其发展方向》

3.1.3、盾构机及其配件“再制造”：盾构刀具是盾构机中最容易损耗的零部件之一

根据中国工程机械工业协会掘进机械分会统计数据，我国盾构机保有量已超过3,000台。随着盾构机掘进里程及使用年限的增加，目前大批盾构机设备已开始迈入老龄化阶段。以使用最为普遍的 $\Phi 6m$ 级盾构机为例，采购单价约4,000万元，总重500吨左右，一旦弃之不用或报废将造成极大的资源浪费。盾构机再制造技术，可在充分利用原有设备部件的情况下，使整机性能达到或超过原型新机的水平，从而可以节省大量的成本。根据因素考察后，盾构机再制造主要部件包括刀盘（含刀具、刀具的轴承、密封、刀圈等）、刀盘驱动系统、盾体、螺旋输送机、推进铰链系统、液压及动力系统、电力电气及控制系统、后配套台车、后配套辅助系统等。**盾构刀**

具是盾构机中最容易损耗的零部件之一，其是盾构机“再制造”中的重要一环，市场空间较大。

表13: 盾构机、顶管机是应用工程破岩工具的代表性装备

| 专业名词 | 释义 |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 盾构 | 一种隧道施工法，指掘进机在掘进的同时构建（铺设）隧道之“盾”（指支撑性管片） |
| TBM | TunnelBoringMachine 的英文缩写，全断面硬岩隧道掘进机，国内将用于岩石地层的简称为（狭义）TBM（硬岩 TBM），用于软土地层的称为（狭义）盾构机；硬岩 TBM 是利用旋转刀盘上的滚刀挤压剪切破岩，通过旋转刀盘上的铲斗齿拾起石渣，落入主机皮带上向后输送，再通过牵引矿渣车或隧洞连续皮带机运渣到洞外 |
| 盾构机 | 盾构机，全名叫盾构隧道掘进机，是一种隧道掘进的专用工程机械，现代盾构掘进机集光、机、电、液、传感、信息技术于一体，具有开挖切削土体、输送土渣、拼装隧道衬砌、测量导向纠偏等功能，涉及地质、土木、机械、力学、液压、电气、控制、测量等多门学科技术，而且要按照不同的地质进行“量体裁衣”式的设计制造，可靠性要求极高 |
| 顶管机 | 主要由两个双作用液压油缸组成，液压泵站分别配有柴油机泵站和电动机泵站，支撑板用于固定机器和支撑坑壁，顶杆与拉头用于顶进和回拖扩孔。一般运用于小型隧道、大口径管线穿越工程 |
| 水平定向钻机 | 又被称作 HDD 钻机，是在不开挖地表面的条件下，铺设多种地下公用设施(管道、电缆等)的一种施工机械，它广泛应用于供水、电力、电讯、天然气、煤气、石油等管线铺设施工中，它适用于沙土、粘土、卵石等地况，我国大部分非硬岩地区都可施工。 |

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、市场规模：新需求推动市场规模增长

3.2.1、刀具配套市场：2023 年盾构机市场规模 119.27 亿元

根据中国工程机械工业协会掘进机械分会数据统计显示，2017 年、2018 年、2019 年、2020 年盾构机及 TBM 产量（含再制造）分别达到 617 台、606 台、610 台、655 台，其保有量达 3,000 台以上。

根据智研咨询，2023 年我国盾构机行业市场规模约为 119.27 亿元，产量约为 714 台，需求量约为 445 台。

图24: 盾构机市场规模 2023 年增长至 119.27 亿元



资料来源：智研咨询

自来水行业是顶管机主要的应用领域，根据 QYResearch 统计，2020 年在该应用领域使用的顶管机数量为 498 台，占据顶管机市场的 37.78%。

随着国家对基础建设投资力度的加大，市场对顶管机的需求也在不断增长。根据 QYResearch 统计，2020 年，全球顶管机市场销售额达到了 4.27 亿美元，预计 2027 年将达到 8.87 亿美元，年复合增长率为 10.59%。目前，我国是顶管机最大的生产地区，2020 年我国产量占到全球产量的 58.58%，同时我国也是全球最大的消费市场，2020 年我国顶管机市场规模为 1.9 亿美元，约占全球的 44.58%，预计 2027 年将达到 4.62 亿美元，届时全球占比将达到 52.14%。

3.2.2、工程施工市场：城市轨道交通领域盾构刀具 2024 年市场规模约 18.7 亿

(1) 城市轨道交通领域

根据招股说明书，按照保有量最大的 6.5m 直径盾构机计算，一盘盾构刀具价格为 125 万元左右，一盘刀具（以盾构刀盘满配状态下为一盘）的综合寿命为掘进里程 500m 左右，因此，6.5m 盾构机每公里刀具成本约 250 万元。

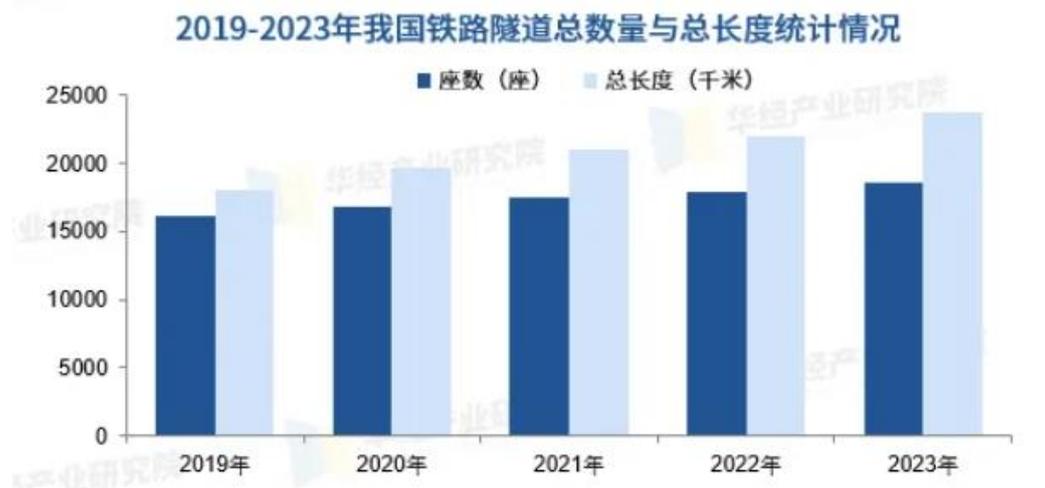
根据交通运输部发布的《2024 年城市轨道交通运营数据》显示，截至 2024 年 12 月 31 日，31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团共有 54 个城市开通运营城市轨道交通线路 325 条，运营里程 10945.6 公里，车站 6324 座。2024 年全年新增城市轨道交通运营线路 18 条，新增运营区段 27 段，新增运营里程 748 公里。

据此测算，我国盾构刀具 2024 年国内市场规模约 18.7 亿元。

(2) 隧道领域

我国铁路隧道数量持续增加，近 10 年我国铁路里程呈现增长趋势。截至 2023 年底，中国铁路营业里程达到 15.9 万公里，其中，投入运营的铁路隧道 18573 座，总长 23508 公里；中国已投入运营的高速铁路总长超过 4.5 万公里，共建成高速铁路隧道 4561 座，总长 7735 公里。

图25：我国铁路隧道数量持续增加



资料来源：华经产业研究院

截至 2024 年底，中国铁路营业里程达到 16.2 万 km。其中，投入运营的铁路隧道 18997 座，总长 24246km。

1) 新增运营。2024 年新增开通运营线路铁路隧道 424 座，总长度为 738km。其中，10km 以上的特长隧道 10 座，总长约 138km。2) 在建。在建铁路隧道 2521 座，总长约 6905km。3) 规划。规划铁路隧道 5634 座，总长约 13742km。

表14：2024年铁路隧道在建 2521 座，总长约为 6905 千米

| 年份 | 铁路隧道数量（座） | | | 铁路隧道长度（千米） | | |
|------|-----------|------|------|------------|------|-------|
| | 新增运营 | 在建 | 规划 | 新增运营 | 在建 | 规划 |
| 2024 | 424 | 2521 | 5634 | 738 | 6905 | 13742 |
| 2023 | 622 | 2668 | 5460 | 1292 | 7110 | 13313 |
| 2022 | 341 | 3025 | 5376 | 923 | 7704 | 13221 |
| 2021 | 734 | 2418 | 6226 | 1425 | 6414 | 15226 |
| 2020 | 714 | 2746 | 6345 | 1589 | 6083 | 16225 |
| 2019 | 967 | 2950 | 6395 | 1710 | 6419 | 16322 |

数据来源：《截至 2024 年底中国铁路隧道情况统计及 2024 年新开通项目隧道情况介绍》巩江峰等、华经产业研究院、开源证券研究所

根据《2024 年交通运输行业发展统计公报》，全国公路隧道 28724 处、3259.66 万延米，增加 1427 处、236.48 万延米，其中特长隧道 2261 处、1032.87 万延米，长隧道 8047 处、1410.18 万延米。

3.2.3、水利、抽水蓄能、城市地下综合管廊、矿山开采等 2024 年出现机遇

水利方面：根据国家水利部数据显示，水利部深入贯彻落实《国家水网建设规划纲要》，全面推动完善水利基础设施体系，2024 年新开工国家水网重大工程 41 项，实施水利工程项目 46967 个，完成水利建设投资 13,529 亿元、同比增长 12.8%，创历史新高，南水北调中线引江补汉、环北部湾水资源配置等一批重大工程加快建设，珠江三角洲水资源配置工程全线通水。预计未来一个时期，水利领域将是隧道掘进机应用的重要增量来源。

抽水蓄能方面：2024 年 4 月发布的《2024—2025 年节能降碳行动方案》，提出积极发展抽水蓄能、新型储能，到 2025 年底全国抽水蓄能装机超过 6200 万千瓦；2024 年 11 月发布的《中华人民共和国能源法》提出，国家合理布局、积极有序开发建设抽水蓄能电站，推进新型储能高质量发展，发挥各类储能在电力系统中的调节作用。根据中国能源研究会统计信息显示，2024 年多地抽水蓄能电站项目获省发改委核准批复，涉及云南、山东等地共 20 余个项目。抽水蓄能电站建设作为盾构机/TBM 新兴应用领域，未来将进一步带动盾构机/TBM 行业的发展。

城市地下综合管廊方面：2024 年在“两重”“两新”政策支持下，建设改造地下管网，全年累计建设改造各类管网 16.3 万公里，新开工综合管廊项目建设 201 公里，更新设备 117 万台。2025 年持续实施完整社区建设、既有建筑改造利用和老旧街区更新改造、地下管网管廊建设改等民生工程、发展工程。

矿山开采方面：根据国家统计局网站显示，2024 年规模以上工业原煤产量 47.6 亿吨，同比增长 1.3%；据中国有色金属工业协会信息显示，2024 年规模以上有色金属完成固定资产投资同比增长 24.7%。2024 年 4 月，国家自然资源部等七部门联合发布《关于进一步加强绿色矿山建设的通知》，提出矿山企业要加强绿色低碳技术工艺装备升级改造，推动矿山绿色低碳转型；加快融合 5G、大数据、互联网、人工智能等信息化技术，推动矿山企业数字化、智能化、绿色化发展，提升资源开发利用与生产管理效率。未来具备高效、环保等优势的 TBM 等隧道掘进机在矿山开采领域将迎来更多的机遇。

4、可比公司、盈利预测与投资建议

从行业竞争格局上看，目前国内能够批量提供工程破岩工具的企业，以武汉恒立工程钻具股份有限公司、洛阳九久科技股份有限公司（833824.NQ）、山东天工岩土工程设备有限公司等民营企业为主导，还包括中铁装备等国企，其中国企性质的企业主要生产制造盾构机及 TBM、其他非开挖施工设备，少量生产其配套的盾构及 TBM 刀具。从地域分布上看，以湖北、山东、河南等区域为主。

公司具备一定稀缺性。除与九久科技较为可比外，招股说明书中选取的对标公司冀凯股份、神开股份、德石股份均有一定产品差异性。公司的上市公司属性有望助力实际业务开展的订单获取。获得考虑到估值因素，我们额外选取同属北交所市场的基建受益概念股五新隧装、交大铁发；盾构产业链的盘古智能进行比较。

当前，盾构/TBM 等设备除了对城市轨道交通工程的渗透率较高外，其他领域的渗透率均不高。未来，如雅鲁藏布江下游水电工程的带动，相关技术的进步、各种异型盾构机的出现以及市场对盾构机认识的深入等，盾构/TBM 等设备在公铁路隧道、城市综合管廊、水利水电、抽水蓄能、矿山建设工程、输油（气）管线等领域将进一步发挥其安全、环保等优势，进而增加市场对盾构/TBM 刀具的需求，推动行业的发展。我国还出台了多项政策，鼓励和支持盾构机及关键零部件的“再制造”，盾构机及关键零部件的生产厂商也将成为受益对象，形成行业新的增长点。

我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.44/0.52/0.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.71/0.84/1.26 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 68.6/57.9/38.8 倍，看好雅江水电工程对盾构产业链的影响带动、并购苏州艾盾后对业绩及估值的提振、细分领域龙头地位及海外增长，考虑到公司的稀缺性，首次覆盖给予“增持”评级。

表15：可比公司市值均值 38.2 亿元，PE 2024 为 69.2X

| 公司名称 | 股票代码 | 最新收盘 价（元/股） | 最新总市值 （亿元） | EPS（最新股本摊薄） | | | | PE | | | | |
|------|-----------|----------------|---------------|-------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | TTM | 2025E | 2026E | 2027E |
| 五新隧装 | 835174.BJ | 59.41 | 53.47 | 1.16 | 1.28 | 1.57 | 1.95 | 51.1 | 56.7 | 46.4 | 37.8 | 30.5 |
| 交大铁发 | 920027.BJ | 28.87 | 22.87 | 0.70 | 0.85 | 0.99 | 1.11 | 41.2 | 47.8 | 34.0 | 29.2 | 26.0 |
| 盘古智能 | 301456.SZ | 26.44 | 39.78 | 0.42 | - | - | - | 63.6 | 64.6 | - | - | - |
| 神开股份 | 002278.SZ | 10.02 | 36.46 | 0.08 | - | - | - | 120.9 | 66.0 | - | - | - |
| 均值 | | | 38.15 | 0.59 | | | | 69.2 | 58.8 | | | |
| 恒立钻具 | 836942.BJ | 49.90 | 30.60 | 0.61 | 0.71 | 0.84 | 1.26 | 79.6 | 65.9 | 68.6 | 57.9 | 38.8 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025.8.12，五新隧装、交大铁发盈利预测选自开源证券研究所）

5、风险提示

重组整合风险、业务区域集中与业务类型单一、宏观经济波动风险

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 576 | 571 | 597 | 665 | 816 |
| 现金 | 145 | 131 | 168 | 217 | 264 |
| 应收票据及应收账款 | 278 | 273 | 266 | 265 | 326 |
| 其他应收款 | 6 | 5 | 8 | 7 | 14 |
| 预付账款 | 2 | 2 | 3 | 3 | 5 |
| 存货 | 93 | 96 | 91 | 108 | 144 |
| 其他流动资产 | 53 | 64 | 61 | 65 | 63 |
| 非流动资产 | 66 | 100 | 116 | 111 | 106 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 26 | 78 | 94 | 90 | 85 |
| 无形资产 | 10 | 10 | 9 | 9 | 9 |
| 其他非流动资产 | 30 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 资产总计 | 643 | 671 | 712 | 775 | 921 |
| 流动负债 | 172 | 173 | 179 | 202 | 285 |
| 短期借款 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 136 | 139 | 138 | 155 | 223 |
| 其他流动负债 | 37 | 33 | 41 | 46 | 62 |
| 非流动负债 | 3 | 1 | 1 | 2 | 1 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 3 | 1 | 1 | 2 | 1 |
| 负债合计 | 175 | 174 | 181 | 203 | 287 |
| 少数股东权益 | 10 | 11 | 11 | 12 | 13 |
| 股本 | 61 | 61 | 61 | 61 | 61 |
| 资本公积 | 222 | 221 | 221 | 221 | 221 |
| 留存收益 | 178 | 206 | 250 | 302 | 381 |
| 归属母公司股东权益 | 458 | 487 | 521 | 560 | 622 |
| 负债和股东权益 | 643 | 671 | 712 | 775 | 921 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1 | 39 | 68 | 58 | 61 |
| 净利润 | 44 | 38 | 44 | 52 | 78 |
| 折旧摊销 | 3 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 财务费用 | -0 | 0 | 0 | -0 | 0 |
| 投资损失 | -3 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 营运资金变动 | -49 | -5 | 21 | 3 | -21 |
| 其他经营现金流 | 7 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -58 | -44 | -18 | 2 | 2 |
| 资本支出 | 17 | 31 | 20 | -0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -41 | -13 | 2 | 2 | 2 |
| 筹资活动现金流 | -10 | -5 | -13 | -12 | -16 |
| 短期借款 | 0 | 2 | -2 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -10 | -6 | -11 | -12 | -16 |
| 现金净增加额 | -67 | -10 | 38 | 48 | 47 |

| 利润表(百万元) | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 174 | 196 | 221 | 254 | 363 |
| 营业成本 | 103 | 118 | 131 | 149 | 214 |
| 营业税金及附加 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 营业费用 | 11 | 12 | 14 | 17 | 22 |
| 管理费用 | 10 | 13 | 15 | 18 | 22 |
| 研发费用 | 9 | 8 | 10 | 11 | 13 |
| 财务费用 | -0 | 0 | 0 | -0 | 0 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 12 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 49 | 44 | 50 | 60 | 92 |
| 营业外收入 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 51 | 44 | 51 | 60 | 92 |
| 所得税 | 6 | 6 | 7 | 8 | 14 |
| 净利润 | 44 | 38 | 44 | 52 | 78 |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 归属母公司净利润 | 44 | 38 | 44 | 52 | 77 |
| EBITDA | 50 | 46 | 52 | 61 | 92 |
| EPS(元) | 0.72 | 0.61 | 0.71 | 0.84 | 1.26 |

| 主要财务比率 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -14.7 | 12.5 | 12.8 | 15.2 | 42.7 |
| 营业利润(%) | 39.6 | -10.3 | 13.8 | 19.0 | 53.0 |
| 归属于母公司净利润(%) | 40.5 | -14.5 | 15.9 | 18.6 | 49.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 41.1 | 39.9 | 40.6 | 41.3 | 41.0 |
| 净利率(%) | 25.2 | 19.2 | 19.7 | 20.3 | 21.2 |
| ROE(%) | 9.5 | 7.7 | 8.3 | 9.1 | 12.3 |
| ROIC(%) | 9.1 | 7.4 | 8.0 | 8.8 | 11.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 27.2 | 26.0 | 25.4 | 26.2 | 31.1 |
| 净负债比率(%) | -30.5 | -25.6 | -31.7 | -37.9 | -41.5 |
| 流动比率 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 2.9 |
| 速动比率 | 2.8 | 2.7 | 2.8 | 2.7 | 2.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.3 |
| 应付账款周转率 | 0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.5 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.72 | 0.61 | 0.71 | 0.84 | 1.26 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.02 | 0.64 | 1.11 | 0.94 | 0.99 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.46 | 7.93 | 8.49 | 9.14 | 10.14 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 68.0 | 79.6 | 68.6 | 57.9 | 38.8 |
| P/B | 6.5 | 6.1 | 5.7 | 5.3 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 56.2 | 61.1 | 53.3 | 44.5 | 29.2 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|----------------|-------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn