

恒而达 (300946.SZ)

重型模切刀具龙头企业，收购德国 SMS 强势切入高精磨床国产替代市场

公司主营切削刀具业务，在金属材料加工与热处理领域拥有近三十年的技术积累，并已连续十余年稳居全球重型模切刀具市场的龙头地位。近年来，公司着力研发配套其刀具产品使用的智能数控装备，并相继推出直线导轨副等机床关键滚动功能部件。2025年，公司成功收购全球领先的高精磨床制造商德国 SMS。我们预计，高精磨床国产化及其所带来的滚珠丝杠成本优化与效能提升，将成为公司未来业务的重要增长点。

- **传统主业：**切削工具+智能装备+配套部件产品矩阵，公司经营稳中求进。
 - **金属切削工具：**金属切削工具具有刚性需求和重复消费的特征，其市场空间持续稳定增长，而高品质金属切削工具可增加客户粘性和复购率。公司行业地位稳固，切割刀具业务占总收入比重 80%以上，为公司带来稳定现金流。
 - **智能数控装备：**机床作为制造各类机器的基础设备，在工业制造业中占据着至关重要的地位。国内机床市场大而不强，高端机床国产化替代空间巨大。公司近年多角度深耕智能数控机床领域，提高营收卓有成效。
 - **滚动功能部件：**滚动功能部件应用领域广，是制造业生产中必不可少的关键功能部件。其生产需要较高技术含量，入行门槛高。公司注资大力发展滚动功能部件业务，投入初见成效。
- **潜在期权：**高精磨床国产化带动磨床及行星滚柱丝杠降本增效，打开零部件新市场。
 - **行业：**高端智能装备进口替代空间广阔。我国切削行业竞争格局呈现散而小的特点，针对高端制造业的金属切削刀具及配套设备国产化率还相对较低。我们认为，金属切削工具和配套数控装备的高端国产化会为公司带来更大的利润空间。
 - **公司：**公司收购德国顶尖高精磨床供应商 SMS 公司，实现技术引入。结合中国成熟的生产链条，公司有望快速实现高精磨床的批量化国产。
- **给予“增持”投资评级。**我们看好公司在高精磨床和滚动功能部件业务收入上的增长潜力，预计 2025-2027 年公司总营收分别为 6.9、7.8、9.0 亿元，归母净利润分别为 0.86、1.04、1.20 亿元，对应 PE 分别为 110.3、90.9、79.0 倍。首次覆盖，给予“增持”投资评级。
- **风险提示：**下游市场需求波动风险、主要原材料价格波动风险、技术与产品开发不及预期的风险、新业务盈利兑现不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	542	585	690	779	900
同比增长	12%	8%	18%	13%	16%
营业利润(百万元)	100	100	98	119	137
同比增长	4%	-0%	-1%	21%	15%
归母净利润(百万元)	87	87	86	104	120
同比增长	-8%	0%	-1%	21%	15%
每股收益(元)	0.73	0.73	0.55	0.67	0.77
PE	83.7	83.6	110.3	90.9	79.0
PB	6.5	6.2	7.7	7.2	6.8

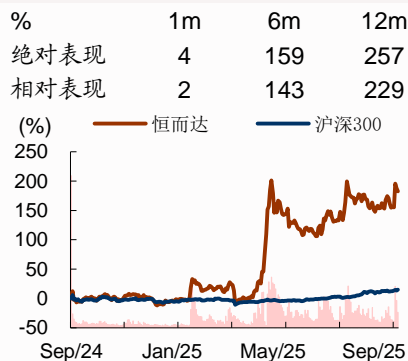
增持 (首次)

中游制造/机械
当前股价：60.85 元

基础数据

总股本(百万股)	156
已上市流通股(百万股)	76
总市值(十亿元)	9.5
流通市值(十亿元)	4.6
每股净资产(MRQ)	7.7
ROE(TTM)	6.2
资产负债率	26.5%
主要股东	林正华
主要股东持股比例	66.3%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

郭倩倩 S1090525060003
 guoqianqian@cmschina.com.cn
 葛小川 研究助理
 gexiaochuan@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据，招商证券

正文目录

一、 公司介绍：切削工具产业龙头，内外兼修降本增效	4
1、 重型模切工具全球领导地位，渗透下游产业开拓新业务	4
2、 公司经营稳健，核心业务优势明显，引领业绩稳中有进	6
3、 实际控制人持股比例高，公司股权结构清晰	7
二、 主营业务：切削工具+智能装备+配套部件，公司经营稳中求进	8
1、 金属切削工具：公司主要收入来源，市场空间持续扩大	8
(1) 模切刀具：细分行业龙头，公司营收第一大板块	10
(2) 锯切工具：业务扩张新动力，公司营收第二大板块	11
2、 智能数控装备：完善公司产品结构，满足一站式采购需求	12
3、 滚动功能部件：发展公司优势，积极拓展新兴业务	14
三、 潜在期权：收购德国 SMS，未来高精磨床及滚动丝杠业务潜力巨大	16
四、 盈利预测与投资建议	18
1、 收入分项拆分	18
五、 风险提示	19

图表目录

图 1 公司优势及业务概况梳理	4
图 2 各产品发展阶段图示	5
图 3 公司 2017-2024 营收情况	6
图 4 公司 2017-2024 毛利率及净利率	6
图 5 公司 2017-2024 期间费用率明细	6
图 6 公司 2017-2024 各业务营收占比	7
图 7 公司 2017-2024 各业务毛利率	7
图 8 恒而达公司发展历程	7
图 9 福建恒而达新材料股份有限公司股权穿透图示	8
图 10 金属切削工具应用场景	9
图 11 中国刀具市场消费额	9

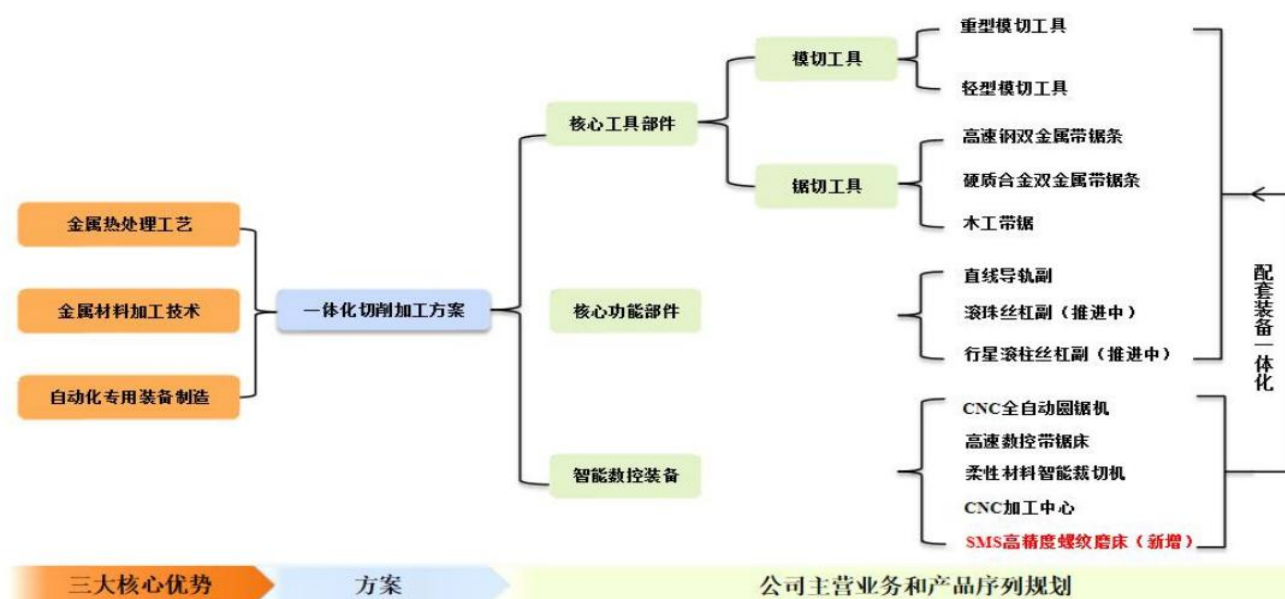
图 12 刀具费用占生产成本比例	10
图 13 购买刀具关注因素	10
图 14 恒而达模切工具	11
图 15 公司模切工具业务营收及毛利率	11
图 16 恒而达锯切工具	12
图 17 公司锯切工具业务营收及毛利率	12
图 18 恒而达智能数控机床	13
图 19 历年世界机床产量	13
图 20 世界机床产量规模占比前五国家	13
图 21 世界机床消费规模占比前五国家	14
图 22 公司智能数控装备业务营收及其同比增量	14
图 23 直线滚动导轨结构示意	15
图 24 采购滚动功能部件应用行业分析	15
图 25 德国 SMS 公司高精机床	16
图 26 行星滚珠丝杠图示	17
图 27 特斯拉 Optimus 人形机器人行星滚柱丝杠使用情况	17
表 1: 恒而达主营产品详细说明	5
表 2: 营收预测	19
附: 财务预测表	20

一、公司介绍：切削工具产业龙头，内外兼修降本增效

1、重型模切工具全球领导地位，渗透下游产业开拓新业务

公司在重型模切工具细分产业中产量、市占率十余年位居全球首位。依托金属材料与热处理、金属材料加工和自动化专用装备制造的研究和产业化应用优势，公司稳定占据重型模切工具细分产业龙头位置，并形成了“横向拓宽”（产品系列化、构建产品矩阵）与“纵向延伸”（发展刀具下游智能数控装备、滚动功能部件及上游高强韧轻量化金属材料）的纵横交错业务布局。

图 1 公司优势及业务概况梳理

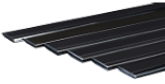




资料来源：恒而达 2025 半年报，招商证券

筑牢基础业务根基之余开拓新方向，业务逐步渗透下游。公司依托深厚的产业经验、完善的产品矩阵以及“工具+装备+功能部件”的协同布局，在持续夯实金属切削刀具基础业务的同时，发挥公司在自动化专用装备制造领域长期积累的技术优势，基于市场需求推出了智能数控装备产品。近年公司结合丰富金属热处理技术与金属加工工艺，将装备核心功能部件——滚动功能部件列入产品发展规划，并于 2022 年正式启动产业化。

- 1) **金属切削工具**：主要分为模切工具和锯切工具。
- 2) **智能数控装备**：主要有 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。
- 3) **滚动功能部件**：滚动功能部件产品，主要为滚珠直线导轨副和滚柱直线导轨副产品等。

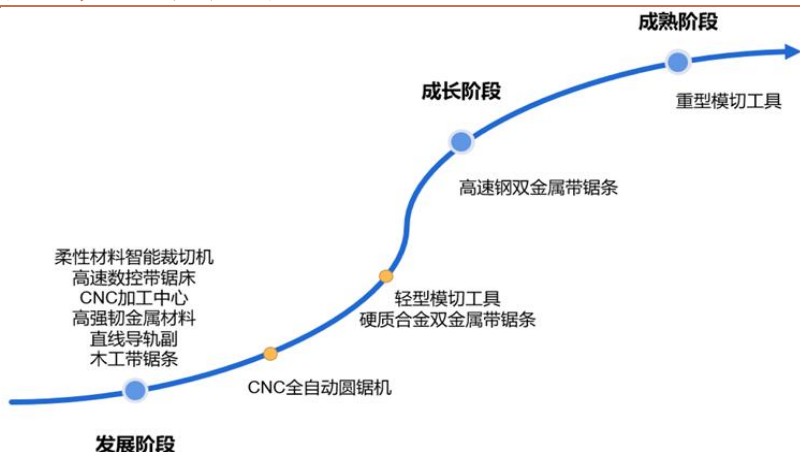
表 1: 恒而达主营产品详细说明

产品领域	产品名称	部分产品图例	产品应用	营收情况
金属切削工具	模切工具		模切工具主要用于对各类材料的模切、压痕作业。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。分为重型模切工具和轻型模切工具。重型模切适用于箱包鞋服、汽车内饰件、玩具等；轻型模切适用于包装印刷、电子信息、工艺品等。	营收 2.68 亿元，占 2024 总营收 45.8%
	锯切工具		公司主要生产高速钢双金属带锯条、硬质合金双金属带锯条，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。	营收 2.26 亿元，占 2024 总营收 38.7%
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。可广泛应用于锯切各种黑色、有色金属材料。	营收 0.36 亿元，占 2024 总营收 6%
	高速数控带锯床		与双金属带锯条配套使用，采用 PLC 可编程序电气控制系统，并且加入了创新性智能锯切系统，可根据选择的材料自动完成调整锯切速度、锯切线速度等参数，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，可有效提高原材料利用率，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		由机械设备与数控系统组成的使用于加工复杂形状工件的高效率自动化机床，带刀库和自动换刀装置，生产效率和自动化程度较其他智能数控装备有较大的提升。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。	营收 0.35 亿元，占 2024 总营收 6%

资料来源：恒而达 2024 年报，招商证券

构建丰富且完整的产品梯队，保证公司发展稳健并持续。目前，公司核心产品线呈现阶梯式发展态势：重型模切工具作为成熟期产品，凭借市场主导领先地位持续贡献稳定收益；高速钢双金属带锯条已步入快速成长期，成为公司业绩增长的重要驱动力；轻型模切工具、硬质合金双金属带锯条及 CNC 全自动圆锯机等产品实现规模化量产，为业务拓展提供新动能。柔性材料智能裁切机、高速数控带锯床、CNC 加工中心、高强韧金属材料、直线导轨副、木工带锯条等产品也相继投入市场。

图 2 各产品发展阶段图示

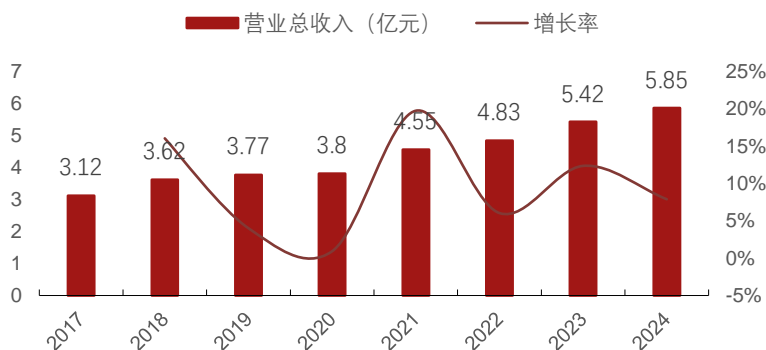


资料来源：恒而达 2024 年报，招商证券

2、公司经营稳健，核心业务优势明显，引领业绩稳中有进

公司近年营收稳步增长。根据公司近年财报，其营业收入从 2017 年的 3.12 亿元增至 2024 年的 5.85 亿元，年复合增长率约为 9.40%。2025 年上半年营收为 3.2 亿元，同比增长 6.85%，在传统业务和新兴业务的共同推动下，公司整体营收保持稳定增长。

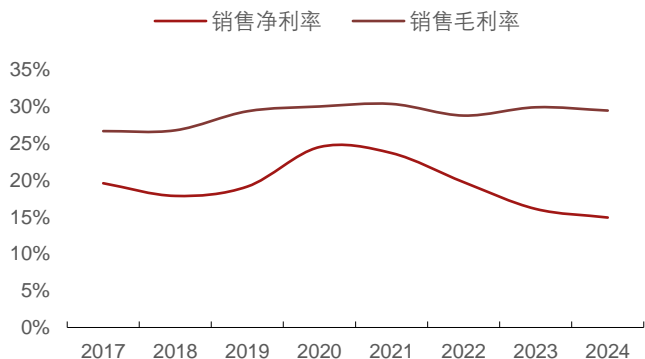
图 3 公司 2017-2024 营收情况



资料来源：Wind，招商证券

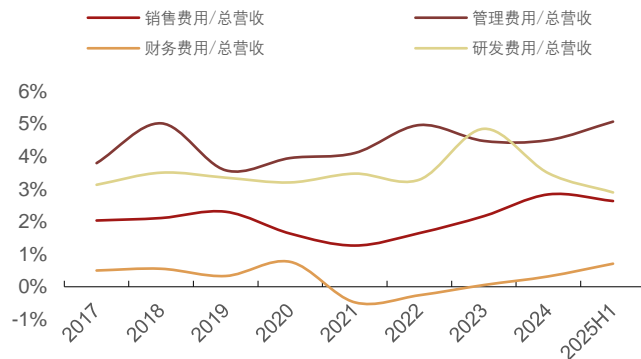
公司销售毛利率常年保持稳定，销售净利率水平变动较大。2017 年至 2024 年，公司毛利率水平一直保持在 30% 左右水平，相对稳定；公司净利率受期间费用率影响，波动较大。2023 年公司研发投入费用率显著增长，主要系直线导轨及滑块等新产品的研发投入增加，研发人员、材料投入及装备调试费等相应增加所致；2023、2024 年公司管理费用率上升，主要系销售投入增加，营销人员费用、参展费用及营销网络建设费用等相应增加所致。变动导致公司 2023 年前后期间费用率提高、销售净利率下降。2025 年受收购 SMS 公司事件影响，上半年公司管理费用率显著提高至 5%，管理费用同比增长 36.1%。2025 年上半年公司净利率下降至 13.5%，净利润同比下降 22.8%。

图 4 公司 2017-2024 毛利率及净利率



资料来源：Wind，招商证券

图 5 公司 2017-2024 期间费用率明细



资料来源：Wind，招商证券

公司主营切割刀具业务，近年智能数控装备和滚动功能部件业务发展迅速。根据恒而达 2024 年报披露，其主要业务构成中，模切工具占比 45.83%，锯切工具

占比 38.70%，切割刀具总占比 84.53%；智能数控装备和滚动功能部件分别占比 6.07%和 5.97%。回顾历史数据，公司切割刀具业务稳定占总收入比重 80% 以上，智能数控装备和滚动功能部件业务 2024 年同比增长分别为 53.66%和 59.96%，2023 年同比增长分别为 38.06%和 391.14%。公司金属切割工具业务毛利率稳中求进，智能数控设备业务毛利率趋于稳定，滚动功能部件业务仍处在战略布局阶段。

图 6 公司 2017-2024 各业务营收占比

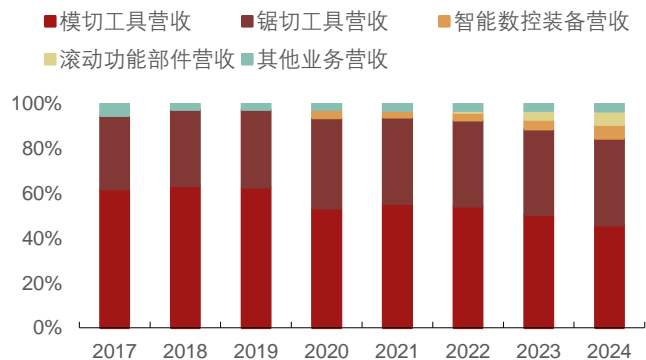
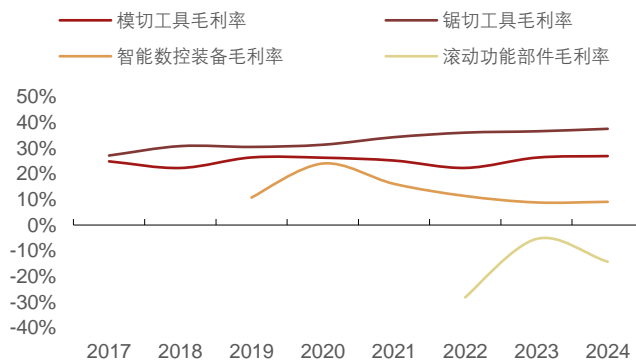


图 7 公司 2017-2024 各业务毛利率



资料来源：Wind，招商证券

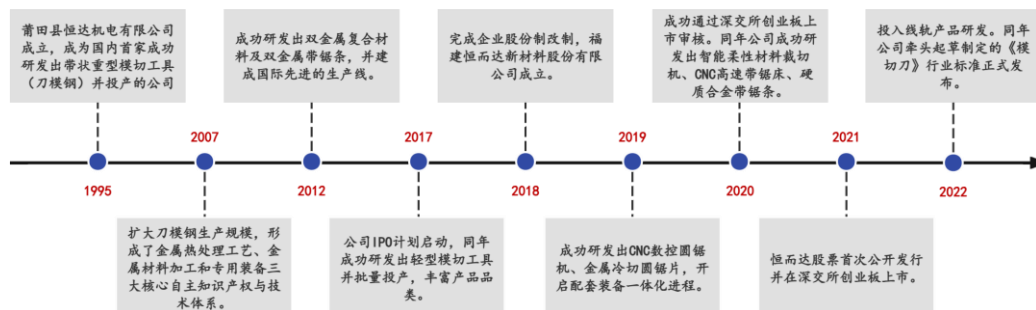
资料来源：Wind，招商证券

3、实际控制人持股比例高，公司股权结构清晰

实际控制人持股近七成，股权结构集中。截至 2025 年中报，林正华直接持有共计 66.30%公司总股份，通过厦门市壶山兰水间接持有公司 1.15%股份，林正华、陈丽钦夫妻通过莆田市恒而达之间接持有公司 0.75%股份，合计直接和间接持有公司共计 68.2%股份，为公司实际控制人。

林正华先生于 1995 年创立公司，凭借二十余年金属切削工具领域的深耕经验，带领企业从十余人的小厂发展为员工超 600 人、年纳税逾 4000 万元、莆田市首家创业板的上市公司。其主导攻克重型模切工具热处理关键技术，实现进口替代，并推动企业在智能数控装备、滚动功能部件等领域的研发与产业化。

图 8 恒而达公司发展历程

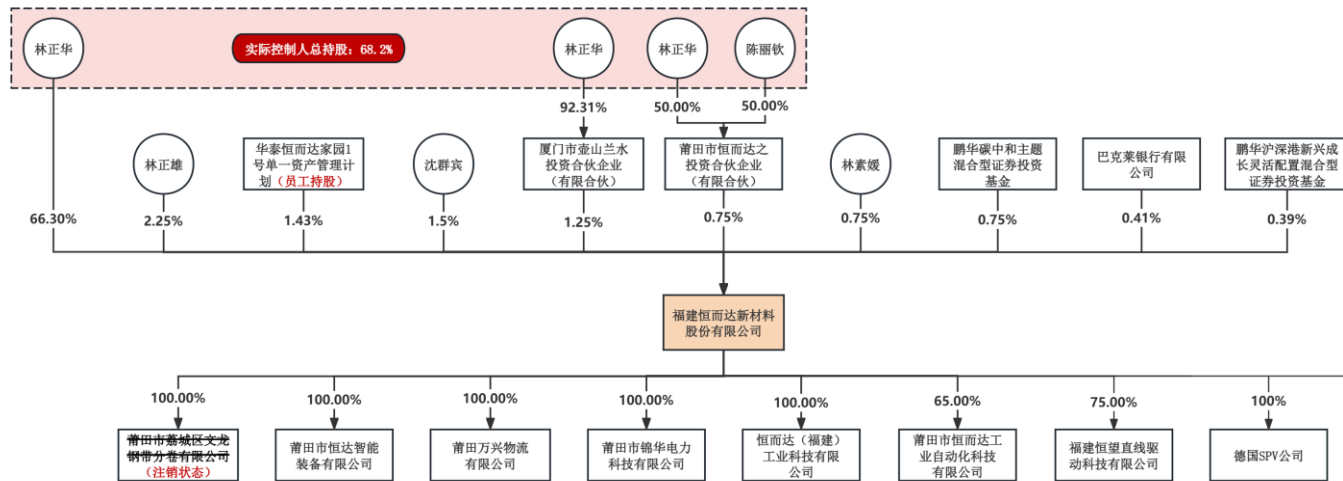


资料来源：恒而达官网，招商证券

子公司业务结构清晰，体现公司整体战略。截至 2025 中报，公司下辖 7 家子公司，其中恒望系与西安望腾共同设立子公司，负责今后滚动功能部件的研发与生产；德国 SPV 为全资子公司，公司收购德国 SMS 事宜通过该子公司实施；恒达

智能装备专注于智能装备的研发与制造，业务方向与公司整体战略高度一致；万兴物流主要承担公司内部物流支持职能，有助于保障供应链的稳定运行；恒而达工业科技和锦华电力科技分别承担工业科技研发与电力科技相关业务，注册资金分别为 1000 万元和 684.4 万元，投资金额较高，表明公司对技术研发和基础设施建设的重视；恒而达工业自动化科技为控股子公司（持股 65%），业务聚焦于工业自动化领域，该子公司在智能制造趋势下具有较大的发展潜力。各子公司业务结构清晰，与公司整体战略高度契合，有助于公司构建完整的智能制造生态系统。

图 9 福建恒而达新材料股份有限公司股权穿透图示



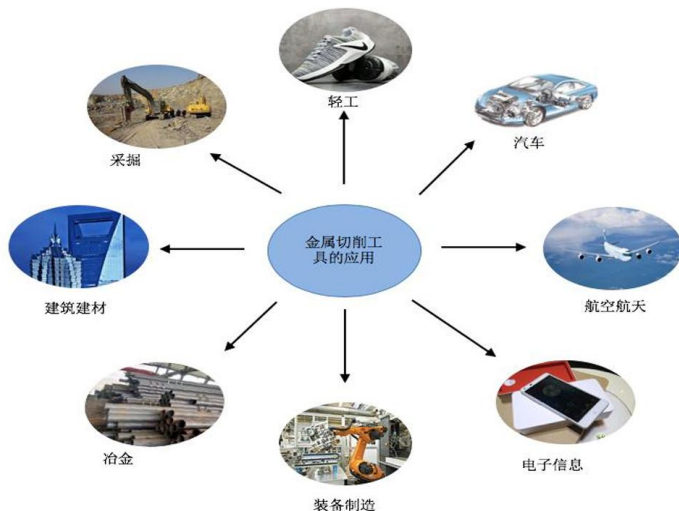
资料来源：公司公告、Wind，招商证券

二、主营业务：切削工具+智能装备+配套部件，公司经营稳中求进

1、金属切削工具：公司主要收入来源，市场空间持续扩大

金属切削工具是现代工业的关键配套产业，具有基础性和战略性地位。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。其被广泛应用于为轻工、装备制造、建筑建材、汽车、电子信息、航天科工等国民基础性产业及国家先进制造业，涉及到国民生活的方方面面。金属切削工具及其配套装备是我国发展高端制造业、战略性新兴产业和实现经济转型升级的基础支撑。

图 10 金属切削工具应用场景

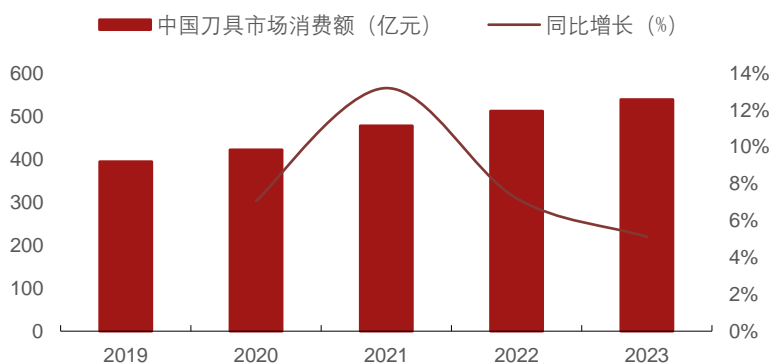


资料来源：恒而达 2021 年度报告，招商证券

金属切削工具市场空间持续稳定增长。根据日商环球有限公司（GII）出版的《Metal Cutting Tools Global Market Report 2025》，2024 年全球金属切削工具市场销售额达到了 295.7 亿美元，预计 2029 年将达到 416.4 亿美元，年复合增长率（CAGR）为 6.9%（2025-2029）。

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 年来，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。根据观研天下数据，2023 年中国刀具市场消费额达 538 亿元，同比增长 5%，2005-2023 年 CAGR 约 7.9%。根据《第五届切削刀具用户调查数据分析报告》统计显示，我国机械加工行业使用硬质合金切削刀具占比达 63%。据此推算，2023 年我国硬质合金刀具市场规模约为 339 亿元左右。

图 11 中国刀具市场消费额



资料来源：观研天下，招商证券

金属切削工具具有刚性需求和重复消费的特征，高品质金属切削工具可增加客户粘性和复购率。金属切削工具属于制造业中机械加工的配套耗材，具有一定使用寿命，随着加工次数的增多会出现磨损或损坏，磨损后工件的加工精度将降低，需要进行更换。因此，金属切削工具具有刚性需求和重复消费的特征。根据金属加工杂志社 2023 年发表的《第五届切削刀具用户调查分析报告》显示，74.30%

的调查用户的刀具费用占生产成本比例在 4%以下。相对于价格，用户在做出采购决策时，会优先考虑金属切削刀具的性能与寿命，而后才是价格。

图 12 刀具费用占生产成本比例

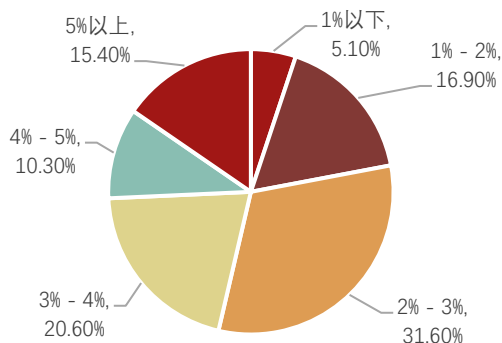
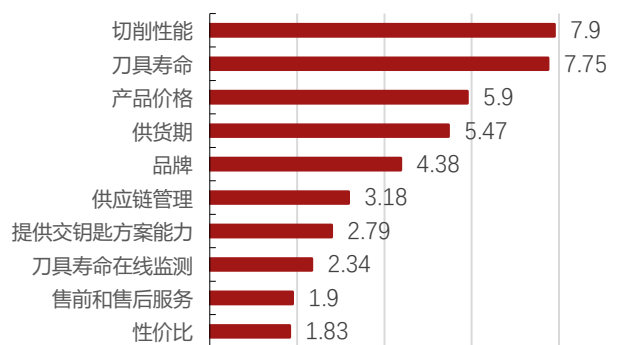


图 13 购买刀具关注因素



资料来源：《第五届切削刀具用户调查分析报告》，招商证券

资料来源：《第五届切削刀具用户调查分析报告》，招商证券

公司在金属材料与热处理方面具备近三十年的技术积累和产业化应用经验，拥有有效授权专利 91 项。其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，优势产品和技术已形成了领先的市场地位。基于自制专用装备优势，公司自主研发了模切工具和锯切工具的自动化生产线。其中，重型模切工具自动化生产线可同时加热 12 条型材，突破了早期模切工具生产单根 2 米长的极限，可不间断制备千米以上的无焊盘带，形成连续作业、品质稳定、完整的自动化规模生产线；双金属带锯条自动化生产线可实现一体化自动生产、控制，使产品具备了强韧性、抗拉疲劳性好以及较强的耐磨性和抗冲击能力等诸多机械性能优点。

(1) 模切刀具：细分行业龙头，公司营收第一大板块

模切工具主要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。

按照刀身厚度的不同分为重型模切工具和轻型模切工具。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；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。根据国家刀具质量监督检验中心检验报告，公司的重型模切工具产品在刀体和刀尖折弯测试时，均呈现“弯角受拉面正常无裂痕”，优于同期国内外产品，综合性能技术达国际领先水平，公司也因此被评为福建省工业质量标杆企业、制造业单项冠军企业(产品)。

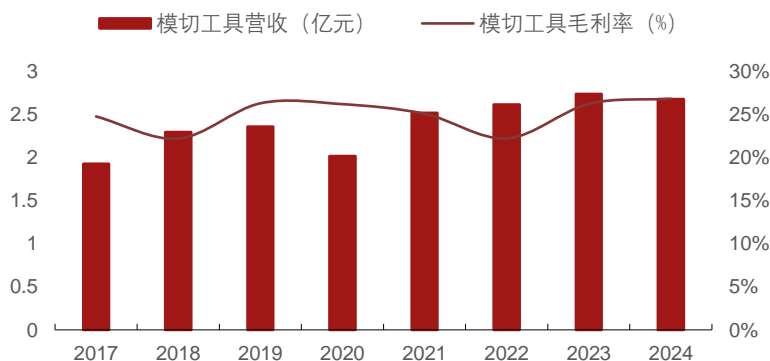
图 14 恒而达模切工具



资料来源：恒而达，招商证券

模切工具为公司占比最大营收来源，公司模切工具业务盈利水平稳定。2020 至 2023 年，公司模切工具营销收入为 2.02 亿元、2.52 亿元、2.62 亿元、2.74 亿元，占总营销收入比重分别为 53%、55%、54%、51%，模切工具业务稳定提供公司过半营收，业务毛利率稳定在 25%左右水平。

图 15 公司模切工具业务营收及毛利率



资料来源：Wind，招商证券

2024 公司模切工具业务实现销售收入为 2.7 亿元，较上年同期下降 2.17%，主要原因系公司阶段性下调了重型模切工具产品的销售单价导致其销售收入下降 4.54%。而受益于原材料单价下降，重型模切工具的毛利率同比增长了 0.04%，销售数量同比增长 1.11%，继续稳居行业全球首位。同期轻型模切工具销售收入同比增长 9.62%，毛利率同比增长 5.15%，同样呈现出稳定增长态势。

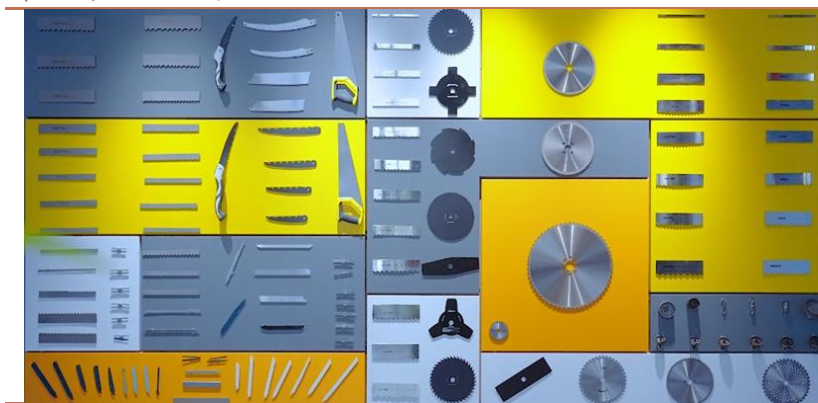
(2) 锯切工具：业务扩张新动力，公司营收第二大板块

锯切工具主要用于各类材料的锯切。目前公司主要生产高速钢双金属带锯条、硬质合金双金属带锯条。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。硬质合金双金属带锯条齿部硬度更高、耐磨性更优，一般用于高速钢双金属带锯条无法切割的高硬度材料的高效锯割。

公司高速钢双金属带锯条的齿部硬度达 67HRC~69HRC，背部硬度达 45HRC~50HRC，达到或高于国际、国家标准(齿部硬度≥62HRC、背部硬度≥45HRC)。2024 年 6 月，中国机床工具工业协会对公司“高性能双金属带锯条”进行产品

鉴定，认为该产品总体技术水平达到国际先进水平。

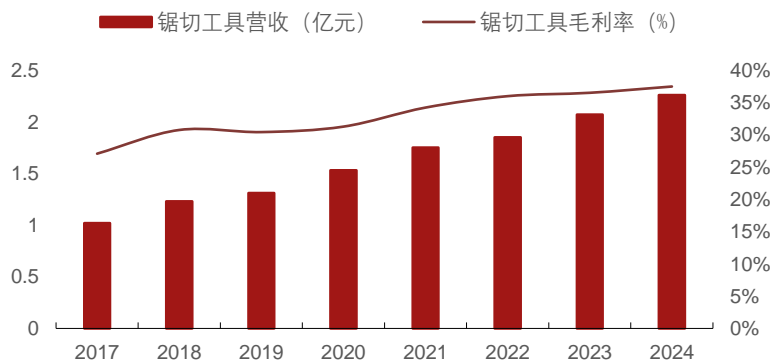
图 16 恒而达锯切工具



资料来源：恒而达，招商证券

锯切工具为公司第二大营收来源，收入规模稳定增长。公司锯切工具业务营收从 2017 年 1.02 亿元到 2024 年 2.26 亿元，逐年显著提升，复合年均增长率(CAGR) 约 12%。其中硬质合金双金属带锯条产品 2024 年销售收入同比增长 36.93%，其在锯切工具的收入占比首次突破 10%。受益于生产成本控制和产品销售结构变化，锯切工具业务综合毛利率水平逐年稳定提高，2024 年达到 37.48%。

图 17 公司锯切工具业务营收及毛利率

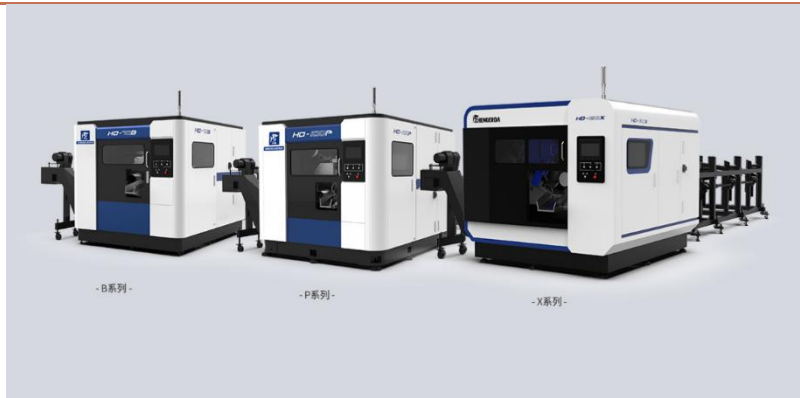


资料来源：Wind，招商证券

2、智能数控装备：完善公司产品结构，满足一站式采购需求

机床作为制造各类机器的基础设备，在工业制造业中占据着至关重要的地位。在数字化浪潮的推动下，机床行业已迈入机电一体化阶段，智能数控机床成为这一时代的标志性产品。公司近年重点深耕金属切削机床这一细分领域，该品类不仅是数控机床中应用最广泛的类别，也是数量占比最大的产品类别。金属切削机床不仅包括车床、铣床、磨床、锯床等单功能性的机床，也涵盖配备刀库和自动换刀装置、能实现多工序加工的加工中心。从产业链应用来看，其下游覆盖领域十分广泛，不仅服务于航天航空、电力能源、船舶制造等传统工业领域，也在新能源、电子制造、汽车工业等新兴行业发挥着关键作用。

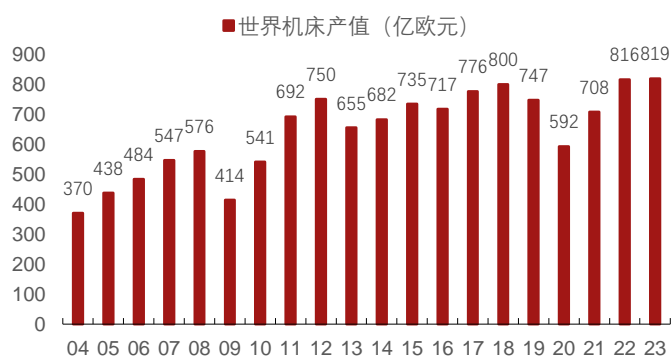
图 18 恒而达智能数控机床



资料来源：恒而达，招商证券

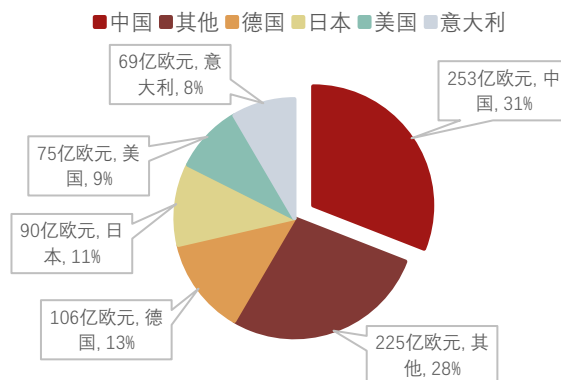
我国机床行业产销量市场均位于全球前列。根据德国机床制造商协会（VDW）的统计数据，2004 年至 2023 年期间，全球机床产业总产值从 370 亿欧元增长至 819 亿欧元，年复合增长率达 4.27%。其中，中国机床产业规模位居全球首位，2023 年产值达到 253 亿欧元，占全球总产值的 31%；同期，中国机床消费规模为 237 亿欧元，占全球消费总量的 29%。

图 19 历年世界机床产量



资料来源：VDW 2023 年度市场报告，招商证券

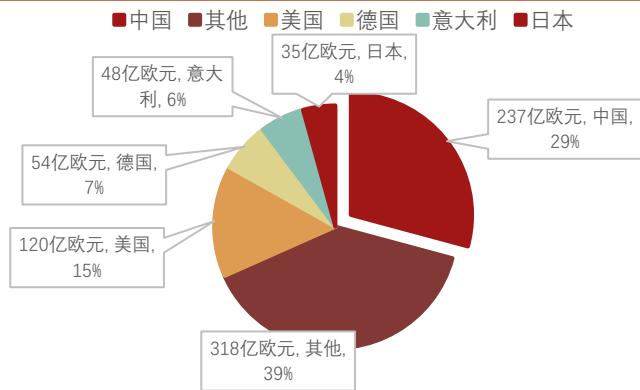
图 20 世界机床产量规模占比前五国家



资料来源：VDW 2023 年度市场报告，招商证券

机床市场大而不强，高端机床国产化替代空间巨大。尽管我国机床消费规模占全球消费总量的 29%，但国产机床行业依然呈现“大而不强”的态势。我国机床企业众多，但普遍规模较小，而且缺乏行业巨头和标杆。从技术发展水平来看，与发达国家相比仍有差距。业内使用的高档数控机床仍以进口为主，而且机床核心部件自主化率较低。根据中国机床工具工业协会及国家统计局数据计算，我国 2019 年生产的金属切削机床平均单价约为 21.46 万元/台。而根据海关总署数据，2019 年我国进口数控机床 1.03 万台，平均单价折合人民币 195.89 万元/台，远高于国产金属切削机床价格。根据中国机床工具工业协会数据，2023 年我国加工中心进口金额为 19.90 亿美元，出口金额为 9.00 亿美元，贸易逆差达 10.90 亿美元。

图 21 世界机床消费规模占比前五国家



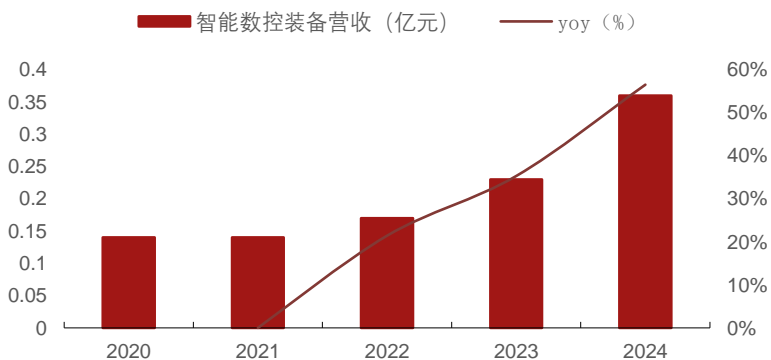
资料来源：VDW 2023 年度市场报告，招商证券

公司近年多角度深耕智能数控机床领域，提高营收卓有成效。公司挖掘在自制专用装备积累的深厚技术底蕴，充分发挥智能数控装备技术研发主体和产品用户的双重身份优势：

- **研发主体**：探索实际应用场景，把握市场需求动向并着力解决用户痛点，持续优化生产设备性能以提升整体运营效率
- **产品用户**：紧贴下游客户多样化加工需求，除为战略大客户量身定制个性化生产线或对原有生产线进行升级改造外，还不断对现有产品矩阵开展技术革新与功能升级以增强市场竞争力。

2020 年以来公司智能数控装备营收迅猛增长，2024 年公司在该业务板块实现销售收入 3,552.84 万元，同比增长 53.66%。

图 22 公司智能数控装备业务营收及其同比增量

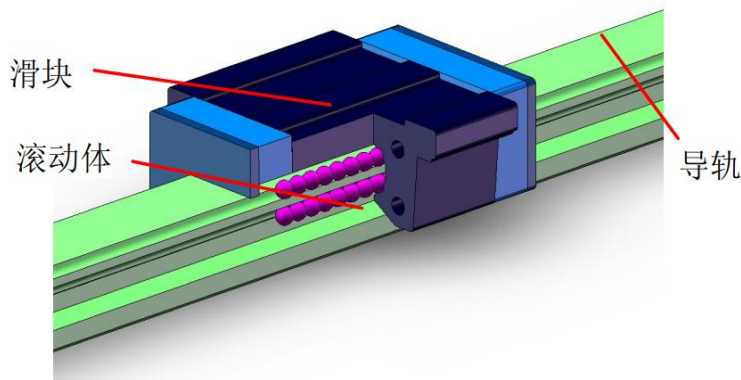


资料来源：Wind，招商证券

3、滚动功能部件：发展公司优势，积极拓展新兴业务

直线滚动导轨是使用旋转运动的轴承，使重物轻松、笔直运动的机械要素部件。直线滚动导轨具有运动灵敏度高、定位精度高、牵引力小、磨损小、润滑维修简便等优点，已逐渐取代了传统的滑动直线导轨（重载机床除外），成为当前数控机床的重要功能部件。其主要由导轨、滑块、滚动体等组成，其中滚动体同滑块及导轨的沟槽紧密接触。

图 23 直线滚动导轨结构示意图



资料来源：《直线滚动导轨的 Hertz 接触建模及接触刚度的理论求解》，招商证券

滚动功能部件应用领域广，是制造业生产中必不可少的关键功能部件。滚动功能部件作为数控机床的基础传动部件，其品质对各类装备的性能与精度有着直接影响。根据金属加工杂志社 2021 年发表的《第三届滚动功能部件用户调查分析报告》显示，数控机床（数控装置）依然是滚动功能部件最主要的用户。随着我国的制造业向高端化、智能化及绿色化的转型升级与深入，滚动功能部件在工业机器人、高档数控机床、半导体生产线、航空航天、军工装备、轨道交通、核电装备、高端医疗等领域的应用比例不断提升。

图 24 采购滚动功能部件应用行业分析



资料来源：金属加工杂志社，招商证券

公司强势切入滚动功能部件市场。2024 年公司滚动功能部件业务实现销售收入 3,491.40 万元，同比增长 59.96%。公司对标 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、供应链整合等方面持续对滚动功能部件业务进行资源投入，在巩固和提升产品性能的同时不断拓展市场营销渠道。目前公司正积极推动直线导轨副产品在行业领先客户的装机验证工作，并通过广告宣传和展会参展等方式提高公司产品的知名度和市场影响力，助力其营销网络拓展。

注资大力发展滚动功能部件业务，公司投入初见成效。2024 年公司滚动功能部件业务共投入研发资金 906.46 万元，占公司同期研发资金总投入的 44.50%。随着公司生产工艺和技术体系逐渐完善，现已形成 SSA/DSA/SGA/SUA 等四大系

列直线导轨副产品，初步满足客户主流需求。2024 年度公司直线导轨业务新客户数量增加 144.83%，且新客户贡献了该业务当年销售收入的 54.92%。随着公司直线导轨副产品的市场知名度和行业渗透率的不断提升，公司滚动功能部件业务发展有望进一步提速。

三、潜在期权：收购德国 SMS，未来高精磨床及滚柱丝杠业务潜力巨大

自 1995 年创立至今，SMS 公司一直从事高精度轮廓磨床和螺纹磨床的研究和制造。工业母机有车床、铣床、镗床、钻床、磨床、刨床、冲床等，其中高精度磨床技术难度最大，是工业母机中的皇冠，螺纹磨床则是皇冠上的明珠，SMS 公司是目前全球螺纹磨床的顶尖制造商。其产品以其优异的加工精度、加工效率、良品率，在全球市场特别是欧洲、亚洲市场具有良好的市场口碑与技术认可度。其客户群体包括瑞典 Sandvik、德国 EMUGE-Werk、德国 Hertweck、意大利 Fratelli Vergnano、美国 Gleason 及瑞士 GZ AG / GSA、德国 Karl Hipp 等行业知名公司。

其下游客户瑞士 GSA 公司是全球第一行星滚柱丝杠制造企业，为舍弗勒子公司。2022 年，GSA(含旗下 Rollvis)公司在中国行星滚柱丝杠市场份额高达 52%。2022 年 12 月，特斯拉发布擎天柱 Optimus，该机器人全身 28 个结构执行器，全部由瑞士 GSA 行星滚柱丝杠作为驱动元件。

图 25 德国 SMS 公司高精机床



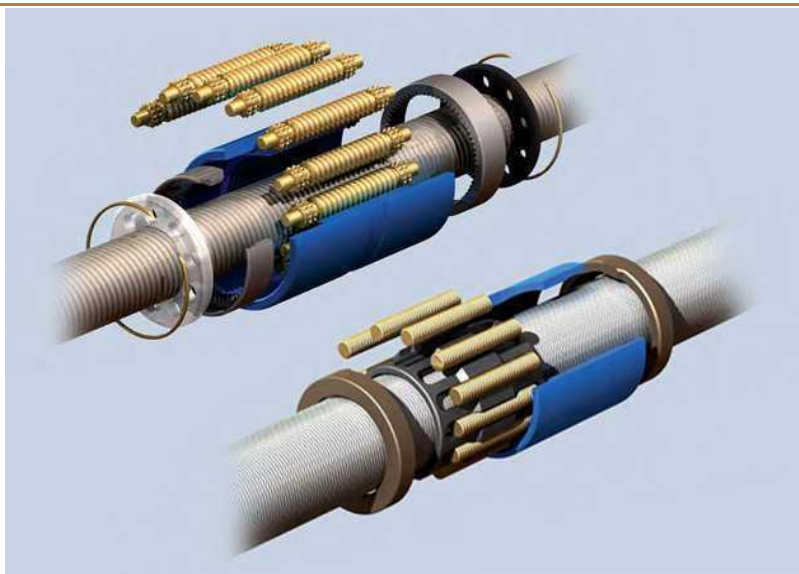
资料来源：恒而达，招商证券

恒而达于 2025 年 5 月，以 850 万欧元价格成功收购 SMS 公司下高精磨床相关资产。截至 2024 年 12 月 31 日，SMS 公司名下与高精度数控磨床相关资产账面价值共计约 840 万欧元。经综合考量相关资产与业务的技术实力、行业影响力、行业前景、战略价值、盈利水平等因素后，恒而达以 SMS 公司资产账面价值为基础，按照市场化原则谈判后，最终确定以 850 万欧元收购 SMS 公司下高精磨床相关资产。收购成功后，恒而达有望实现将国际先进高精磨床技术向国内的引入，促进其滚珠丝杠副及滚柱丝杠副产品的研发与生产，并增强公司在滚动功能部件行业的竞争力。

收购 SMS 公司助力国内高端装备制造业突破技术壁垒，为高精丝杠及机床产业

链自主可控注入新动能。过去，国内使用的高精度磨床设备几乎完全依赖进口。尽管我国重型机床行业在近几年来有了长足进步，但绝大部分中、高档重型数控机床还是依靠进口。通过引入 SMS 公司的高精磨床技术并整合国内业已成熟的原材料供应链与零部件制造体系，恒而达有望在显著降低高精磨床综合生产成本的同时，有效提升相关产品的产能与市场供应能力。结合其近三十年在金属材料加工及热处理工艺方面的深厚技术积累，我们认为公司具备在滚动丝杠产品线及其配套加工机床领域开拓业务增长点的潜力。

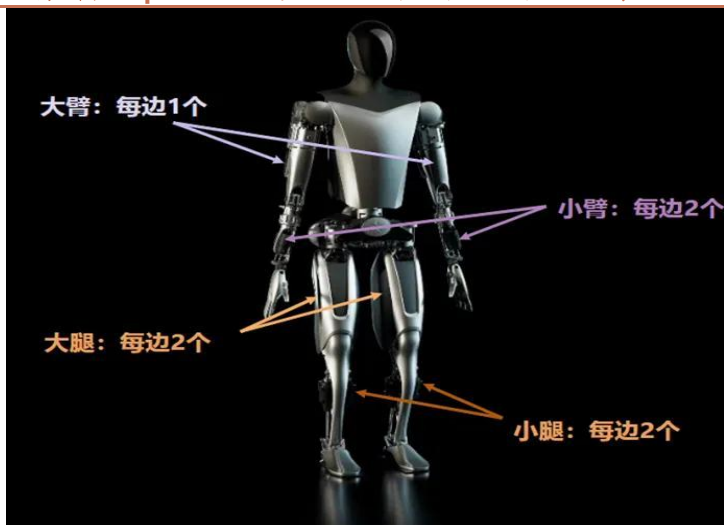
图 26 行星滚柱丝杠图示



资料来源：畅馨精工，招商证券

随着人形机器人、半导体设备等高端制造业的快速发展，滚珠丝杠与行星滚柱丝杠等高精度滚动功能部件的需求呈现几何式增长。以特斯拉 Optimus Gen1 人形机器人为例，单台设备需搭载 14 根行星滚柱丝杠，丝杠部件价值量约占整机总价值量的 20%。

图 27 特斯拉 Optimus 人形机器人行星滚柱丝杠使用情况



资料来源：Tesla AI Day 2，招商证券

当前丝杠赛道进入产能扩张期，高精度磨床设备市场空间放大。以特斯拉 Optimus Gen3 为例，其量产目标在 2026 年已达 5 万台，对应行星滚柱丝杠预

期需求超 70 万根。若远期产量达到预期的百万套级别，对应行星滚柱丝杠预期需求将会达到千万套级别。从技术角度看，丝杠滚动部件的精密加工高度依赖高精度磨床设备。人形机器人丝杠的传动误差需控制在 8-18 微米（C3-C5 级），表面粗糙度要求 0.1-0.4 微米，而半导体设备精度则需达 C0 级（误差 ≤ 3.5 微米），进一步提升了高精度磨床的需求。我们认为公司通过收购 SMS 引入其高精磨床技术，可显著提升公司在行星滚柱丝杠及其加工装备市场的竞争力。

四、盈利预测与投资建议

1、收入分项拆分

我们对公司各项业务的营收及毛利率进行拆分，结果如下：

- **刀具产品：**公司主营模切刀具与锯切刀具，营收合计占公司 80% 以上，且增长水平及毛利水平相对稳定。（1）**模切刀具**方面，公司业务营收增长态势，市场地位及市占率稳定，需求未预见显著增长机会。预计 2025-2027 年模切刀具营收同比增速按照复合年增长率 4.8% 计算，营收分别为 2.8、2.9、3.1 亿元。模切刀具成本基本仅受原材料价格影响，毛利率维持较为稳定水平。根据历史数据趋势，对 2025 年后毛利率取 25% 估算。（2）**锯切刀具**方面，公司营收同样呈现稳定增长趋势。我们对未来三年营收按照 2.5、2.7、3.0 亿元估算，根据历史数据趋势，对 2025 年后毛利率取 37% 估算。
- **智能数控装备：**我们预计德国 SMS 的收购会给公司数控机床业务带来可观增长。SMS 公司技术引进后带动国内工具磨床显著降本增效，我们预测 2025-2027 年，智能数控装备业务将会给公司带来 0.4、0.8、1.5 亿元的营收。毛利率方面按照可比公司水平及历史报表估算，取 11%、11%、13%。
- **滚动功能部件：**公司近年积极布局滚动功能部件，通过推动直线导轨副产品在行业领先客户的装机验证工作、广告宣传、和展会参展等方式提高公司产品的知名度和市场影响力。从 2025 中报来看，公司在滚动功能部件业务增势迅猛，我们预计公司在相关业务营收将获得显著提高，2025-2027 预计分别达到 1.0、1.1、1.2 亿元。公司在该业务毛利率目前仍呈负，我们预计 2026 年业务毛利率转正，按照可比公司水平对 2025-2027 三年分别取 -5%、10%、14%。

刀具相关业务持续为公司提供稳定现金流，在此之上我们看好公司通过引入领先高精丝杠磨床技术，带动高端磨床低成本国产化。同时，高精丝杠磨床的使用能促进公司自身滚动功能部件的降本增效生产，带来业务营收及毛利率的增长潜力。公司有望通过相关业务逐渐渗透机器人相关市场，发展空间可期。预计 2025-2027 年公司总营收分别为 6.9、7.8、9.0 亿元，同比增速分别为 18%、13%、16%，综合毛利率分别为 25.9%、27.2%、26.9%；归母净利润分别为 0.86、1.04、1.20 亿元，对应 PE 分别为 110.3、90.9、79.0 倍。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

表 2: 营收预测

单位: 万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
刀具产品					
收入	48,101.26	49,467.63	53,016.32	56,852.95	61,003.12
yoy (%)	7.68%	2.84%	7.17%	7.24%	7.30%
毛利率(%)	30.67%	31.72%	30.64%	30.78%	30.93%
营收占比 (%)	88.67%	84.53%	76.80%	73.02%	67.77%
其中: 模切					
收入	27,414.17	26,819.71	28103.61	29448.97	30858.74
yoy (%)	4.60%	-2.17%	4.79%	4.79%	4.79%
毛利率(%)	26.26%	26.86%	25%	25%	25%
其中: 锯切					
收入	20,687.09	22,647.92	24912.71	27403.98	30144.38
yoy (%)	12.06%	9.48%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	36.51%	37.48%	37.00%	37.00%	37.00%
智能数控装备					
国内收入部分	2,312.22	3,552.84	2,000.00	3000.00	5000.00
SMS 收入部分	0.00	0.00	2,000.00	5000	10,000.00
综合收入	2,312.22	3,552.84	4,000.00	8000.00	15000.00
yoy (%)	38.06%	53.65%	12.59%	100.00%	87.50%
毛利率(%)	8.80%	9.04%	11%	11%	13%
营收占比 (%)	4.26%	6.07%	5.79%	10.27%	16.66%
滚动功能部件					
收入	2,182.63	3,491.40	10,000.00	11,000.00	12,000.00
yoy (%)	391.14%	59.96%	186.42%	10.00%	9.09%
毛利率(%)	-5.41%	-14.30%	-5%	10%	14%
营收占比 (%)	4.02%	5.97%	14.49%	14.13%	13.33%
其他业务					
收入	1,652.48	2,011.37	2,011.37	2,011.37	2,011.37
yoy (%)	10.29%	21.72%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	82.20%	84.25%	84%	84%	84%
营收占比 (%)	3.05%	3.44%	2.91%	2.58%	2.23%
总营收					
收入	54,248.59	58,523.24	69,027.69	77,864.32	90,014.49
yoy (%)	12.34%	7.88%	17.95%	12.80%	15.60%
毛利率(%)	29.85%	29.41%	25.90%	27.20%	26.88%

资料来源: Wind, 招商证券

五、风险提示

下游市场需求波动风险: 如果人形机器人无法规模化落地, 丝杠需求可能不及预期。

主要原材料价格波动风险: 刀具业务受原材料价格影响较大, 原材料价格走高可能影响相关业务利润率。

技术与产品开发不及预期的风险: 高精磨床国产化进程可能不及预期。

新业务盈利兑现不及预期: 公司部分新业务对净利润贡献有限, 但因与机器人概念关联, 公司估值被市场给予较高溢价。若盈利兑现不及预期, 存在估值与基本面错配的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	722	710	754	838	975
现金	117	116	60	64	77
交易性投资	50	0	0	0	0
应收票据	83	81	95	107	124
应收款项	101	100	118	133	154
其它应收款	0	0	0	0	1
存货	323	375	435	482	559
其他	48	38	46	51	60
非流动资产	732	772	920	894	870
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	471	559	703	683	665
无形资产商誉	50	50	55	50	45
其他	211	163	162	161	161
资产总计	1454	1482	1675	1732	1845
流动负债	269	232	376	351	375
短期借款	52	37	154	107	94
应付账款	170	141	175	194	225
预收账款	9	10	12	13	15
其他	37	44	36	37	40
长期负债	64	69	69	69	69
长期借款	52	57	57	57	57
其他	12	12	12	12	12
负债合计	333	301	445	420	444
股本	120	120	156	156	156
资本公积金	594	594	558	558	558
留存收益	406	465	515	598	686
少数股东权益	1	1	1	1	0
归属于母公司所有者权益	1120	1180	1229	1312	1401
负债及权益合计	1454	1482	1675	1732	1845

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	70	67	87	125	107
净利润	87	87	86	104	120
折旧摊销	28	44	62	76	74
财务费用	1	2	9	11	9
投资收益	(1)	(0)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(57)	(64)	(61)	(58)	(87)
其它	11	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(134)	(32)	(201)	(41)	(41)
资本支出	(188)	(81)	(210)	(50)	(50)
其他投资	54	49	9	9	9
筹资活动现金流	50	(30)	59	(79)	(53)
借款变动	76	(4)	105	(47)	(12)
普通股增加	0	0	36	0	0
资本公积增加	0	0	(36)	0	0
股利分配	(28)	(28)	(37)	(22)	(31)
其他	2	1	(9)	(11)	(9)
现金净增加额	(14)	5	(55)	4	13

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	542	585	690	779	900
营业成本	381	413	511	567	658
营业税金及附加	3	5	6	7	8
营业费用	12	17	20	22	25
管理费用	24	26	31	35	40
研发费用	26	20	24	27	31
财务费用	0	2	9	11	9
资产减值损失	(2)	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
其他收益	3	8	8	8	8
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	100	100	98	119	137
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	99	99	97	118	136
所得税	12	12	12	14	16
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	87	87	86	104	120

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	8%	18%	13%	16%
营业利润	4%	-0%	-1%	21%	15%
归母净利润	-8%	0%	-1%	21%	15%
获利能力					
毛利率	29.9%	29.4%	25.9%	27.2%	26.9%
净利率	16.1%	14.9%	12.5%	13.4%	13.3%
ROE	8.0%	7.6%	7.1%	8.2%	8.9%
ROIC	7.6%	7.1%	6.9%	7.8%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	22.9%	20.3%	26.6%	24.2%	24.0%
净负债比率	7.7%	7.1%	12.6%	9.4%	8.2%
流动比率	2.7	3.1	2.0	2.4	2.6
速动比率	1.5	1.4	0.8	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3
应收账款周转率	3.1	3.2	3.5	3.4	3.5
应付账款周转率	2.7	2.7	3.2	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.73	0.73	0.55	0.67	0.77
每股经营净现金	0.58	0.56	0.56	0.80	0.68
每股净资产	9.33	9.83	7.88	8.41	8.98
每股股利	0.23	0.15	0.14	0.20	0.19
估值比率					
PE	83.7	83.6	110.3	90.9	79.0
PB	6.5	6.2	7.7	7.2	6.8
EV/EBITDA	78.1	69.0	58.6	47.9	45.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。