

机械设备

2025 年 12 月 09 日

恒而达

(300946)

——收购德国顶级磨床企业，助力丝杠导轨产业化加速

报告原因：首次覆盖

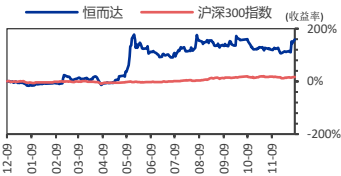
增持（首次评级）

市场数据： 2025 年 12 月 08 日
收盘价（元） 60.29
一年内最高/最低（元） 91.97/23.70
市净率 7.8
股息率%（分红/股价） 0.45
流通 A 股市值（百万元） 4,570
上证指数/深证成指 3,924.08/13,329.99

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元） 7.74
资产负债率% 29.40
总股本/流通 A 股（百万） 156/76
流通 B 股/H 股（百万） -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com
刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com
苏萌 A0230524080011
sumeng@swsresearch.com

联系人

苏萌 A0230524080011
sumeng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **起步于切削工具，通过“横向拓宽+纵向延伸”完善布局。**公司业务最早起步于 1995 年，深耕行业 30 年，主营金属切削工具、智能数控装备、滚动功能部件三大类业务。受益于切削工具的需求稳健增长及国产替代持续推进，2017-2024 年公司营收从 3.12 亿元增长至 5.85 亿元，CAGR 达 9.38%；归母净利润从 0.61 亿元增长至 0.87 亿元，CAGR 达 5.24%
- **主业收入稳增，引领模切及锯切工具国产化进程。**公司金属切削工具主要包括模切工具和锯切工具，主要应用于轻工、包装、装备制造、电子信息等行业。在技术、装备、产品、品牌、区位和渠道等多重优势赋能下，规模稳步扩张：2017-2024 年公司模切工具业务收入从 1.93 亿元增长至 2.68 亿元，规模稳中有升，市占率保持领先；受益于双金属带锯条产品的需求增长，2017-2024 年公司锯切工具业务收入从 1.02 亿元增长至 2.26 亿元，保持较快增速。
- **技术协同+战略收购并举，智能数控装备向高端化转型。**公司基于多年对材料与热处理、自动化装备制造方面的技术积累，为客户提供可与工具配套的智能数控装备，相继推出 CNC 全自动圆锯机、带锯床、智能裁切机、CNC 加工中心等装备，发挥与主业的协同效应。2025 年 5 月公司并购德国 SMS，实现覆盖超高精度内/外螺纹磨削、沟槽磨削及齿轮刀具铲磨等螺纹磨床全产品线布局，补齐了国内超高精度螺纹磨床领域的技术短板。
- **直线导轨业务进展顺利。**2022 年正式启动直线导轨副的产业化，一年内完成了直线导轨副产品的生产工艺验证、专用生产设备研发、生产线设计建设及小批量试产工作。根据公司公告，公司滚动功能部件（主要为直线导轨副产品）收入从 2022 年的 444.40 万元增长至 2024 年的 3491.40 万元，业务规模迅速扩张。
- **收购德国顶级磨床公司，积极布局丝杠业务。**当前丝杠量产难点仍在于螺纹加工工艺和设备，全球螺纹磨床行业由欧洲及日本公司主导。SMS 自 2024 年起关注到行星滚柱丝杠规模量产带来的螺纹磨床需求，并启动专机研发工作，相关研发工作在积极推进中。此次收购德国顶级磨床企业 SMS，一方面可以引入优质数控磨床产业资源强化自身装备，另一方面能有效打通丝杠产品量产的设备和技術瓶颈，实现中国产业效率与欧洲顶尖技术双向赋能、服务全球。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**预计 2025-2027 年公司归母净利润为 0.61/1.03/1.40 亿元，公司当前股价（2025/12/8）对应 25-27 年 PE 分别为 155x/91x/67x，25/26/27 年可比公司 PE 均值分别 139/107/78x。公司深耕行业多年，具备装备自制优势，并通过收购 SMS 强化装备及丝杠能力，产品矩阵将进一步完善，未来机器人量产将为公司带来新增长空间。考虑到今年公司收购 SMS，发生较多一次性费用影响业绩，预计 2026 年随着 SMS 经营重回正轨，公司费用压力将大幅减小，利润重回增长通道，因此我们选择 2026 年数据进行比较，2026 年公司 PE 为 91x，可比公司 PE 均值为 107x，首次覆盖给予“增持”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；投资项目不达预期风险

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	585	478	653	838	1,012
同比增长率 (%)	7.9	8.4	11.7	28.2	20.8
归母净利润(百万元)	87	44	61	103	140
同比增长率 (%)	0.0	-44.2	-30.6	69.9	35.5
每股收益 (元/股)	0.73	0.28	0.39	0.66	0.89
毛利率 (%)	29.4	28.8	28.9	29.4	30.4
ROE (%)	7.4	3.6	5.0	7.8	9.7
市盈率	108		155	91	67

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖, 给予“增持”评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 0.61/1.03/1.40 亿元, 公司当前股价 (2025/12/8) 对应 25-27 年 PE 分别为 155x/91x/67x, 25/26/27 年可比公司 PE 均值分别 139/107/78x。考虑到今年公司收购 SMS, 发生较多一次性费用影响业绩, 预计 2026 年随着 SMS 经营重回正轨, 公司费用压力将大幅减小, 利润重回增长通道, 因此我们选择 2026 年数据进行比较, 2026 年公司 PE 为 91x, 可比公司 PE 均值为 107x, 首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

模切工具: 重型模切工具进入成熟阶段, 提供稳定的收入和利润; 轻型模切工具已进入大规模量产阶段, 毛利率更高, 带动公司模切工具盈利能力改善。受益于轻型模切工具的快速增长, 我们预计 2025-2027 年公司模切工具收入分别 2.76/2.85/2.93 亿元, 同比增速分别 3%/3%/3%, 毛利率分别 28%/29%/30%。

锯切工具: 随着高速钢双金属带锯条进入成长阶段, 硬质合金双金属带锯条进入大规模量产阶段, 将不断推动锯切工具收入规模继续扩大, 盈利能力持续优化。我们预计 2025-2027 年公司锯切工具收入分别 2.38/2.57/2.83 亿元, 同比增速分别 5%/8%/10%, 毛利率分别 38.0%/38.5%/39.0%。

智能数控装备: 受益于 SMS 收入并表, 明年装备业务收入有望保持快速增长, 毛利率将得益于规模效应而逐步提升。预计 2025-2027 年收入分别 0.32/1.28/1.79 亿元, 同比增速分别-10%/300%/40%, 毛利率分别 13%/20%/25%。

滚动功能部件: 积极扩张导轨产能并拓展营销网络, 丝杠产品也可复用营销渠道; 收购 SMS 将有效打通设备和技术瓶颈, 为丝杠规模量产打好基础, 未来滚动功能部件收入将保持快速增长, 毛利率持续提升。预计 2025-2027 年收入分别 0.87/1.48/2.37 亿元, 同比增速分别 150%/70%/60%, 毛利率分别 0%/15%/20%。

有别于大众的认识

市场认为数控装备及滚动功能部件行业存在壁垒, 公司作为切削工具生产企业, 转向生产经营智能数控装备以及滚动功能部件的难度较大。而我们认为公司深耕行业三十年, 对关键工艺的技术理解及装备经验十分丰富, 具备装备自制的能力, 与主业协同效应显著。在此基础上, 公司通过收购全球领先的磨床企业 SMS, 一方面可以有效补齐公司在高端数控装备领域的短板, 另一方面也可打通丝杠产品量产的设备和技术瓶颈, 为公司丝杠产品规模量产和销售打好基础。

股价表现的催化剂

公司丝杠产品取得新突破; 公司磨床设备量产取得进展; 人形机器人量产进展加速

核心假设风险

下游市场需求波动风险; 主要原材料供应波动的风险; 投资项目不达预期风险。

目录

1. 内生外延并举，业务涵盖“工具-装备-滚动功能部件”	6
1.1 起步于切削工具，通过“横向拓宽+纵向延伸”完善布局	6
1.2 营收规模稳健增长，看好新业务发展带动业绩改善	9
2. 主业收入稳增，引领模切及锯切工具国产化进程	12
2.1 切削工具千亿市场，海外巨头为整体解决方案提供商	12
2.2 多重优势赋能，模切及锯切工具业务规模稳步扩张	17
3. “纵向延伸”拓展装备业务，发挥协同效应	20
3.1 我国机床行业大而不强，高端装备仍有国产替代空间	20
3.2 技术协同+战略收购并举，智能数控装备向高端化转型	22
4. 滚动功能部件：直线导轨业务进展顺利，收购 SMS 再启新章	23
4.1 直线导轨副产品对标头部企业，客户拓展成效显著	24
4.2 收购 SMS 强化设备能力，布局丝杠业务	25
5. 盈利预测与估值	29
5.1 盈利预测	29
5.2 相对估值	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：公司历经三十年发展，业务布局逐渐完善	6
图 2：公司股权结构稳定集中（截至 2025Q3）	7
图 3：公司主营业务板块及对应产品序列规划.....	7
图 4：公司 2017-2024 年营业收入 CAGR 为 9.38%	10
图 5：公司 2017-2024 年归母净利润 CAGR 5.24%.....	10
图 6：切削工具仍为公司主要收入来源	10
图 7：公司业务收入结构（2025H1）	10
图 8：公司分产品毛利率.....	11
图 9：公司销售毛利率基本保持稳定	11
图 10：近年来公司期间费用率上升	11
图 11：公司海外收入规模不断扩张.....	12
图 12：公司海外收入毛利率持续提升	12
图 13：2022 年全球切削工具市场规模 390 亿美元	12
图 14：2023 年我国切削工具市场规模为 492 亿元	12
图 15：金属切削工具按照加工方式可分为六大类别	13
图 16：公司切削工具业务产业链	13
图 17：模切工具图示.....	14
图 18：锯切工具图示.....	15
图 19：我国双金属带锯条进出口金额（万美元）	16
图 20：公司产品品牌.....	18
图 21：公司全球销售网点布局.....	19
图 22：公司模切工具业务收入稳中有升.....	19
图 23：公司模切工具业务毛利率稳定	19
图 24：公司锯切工具业务收入保持较快增长.....	20
图 25：公司锯切工具业务毛利率持续提升	20
图 26：2024 年全球机床行业总产值 785 亿欧元，同比下降 5.3%.....	20
图 27：2024 年我国机床产值占全球 34%.....	21
图 28：2024 年我国机床消费额占全球 30%	21
图： 年我国切削机床数控化率为 .%	

图 30：日本机床数控化率保持在 80%以上	21
图 31：2024 年我国金属切削机床/金属成形机床产量 69.5/16.0 万台	22
图 32：公司智能数控装备业务收入及增速	23
图 33：公司智能数控装备业务毛利率（%）	23
图 34：滚珠丝杠示意图	24
图 35：直线导轨示意图	24
图 36：全球丝杠导轨厂商 CR5 市占率达到 46%	24
图 37：我国丝杠导轨行业竞争格局	24
图 38：公司直线导轨副产品	25
图 39：公司滚动功能部件收入及毛利率	25
图 40：丝杠螺纹加工可通过磨削、硬车、旋风铣削三种方式实现	26
图 41：全球螺纹磨床行业厂商	26
图 42：SMS 公司现有产品可实现螺纹磨削及精度测量等功能	27
图 43：三箭齐发，构建“欧洲技术、中国制造、全球市场”业务布局	28
表 1：公司主要产品包括三大类	8
表 2：模切工具行业其他玩家	14
表 3：锯切工具行业其他玩家	16
表 4：恒而达核心工艺技术体系	17
表 5：SMS 公司产品	27
表 6：恒而达主营收入拆分	30
表 7：可比公司估值表	32

1. 内生外延并举，业务涵盖“工具-装备-滚动功能部件”

1.1 起步于切削工具，通过“横向拓宽+纵向延伸”完善布局

深耕金属切削工具行业三十载，业务布局逐渐完善。公司业务最早起步于 1995 年，是国内首家成功研发刀模钢并投产的企业，开启了重型模切工具国产化的序幕。2012 年成功研发出双金属复合材料及双金属带锯条，2017 年成功研发轻型模切工具，实现“轻重并举”的业务布局。2018 年公司完成股份制改革，2019 年成功实现锯切工具及配套装备的研发，2020 年，“恒而达智能装备与新材料工业园”动工，同时成功研发柔性材料裁切机、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的业务布局。2021 年在创业板上市。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；2025 年收购德国磨床公司 SMS，滚动功能部件业务布局进一步完善。未来，公司将加大研发投入，进一步提高产品系列化和配套一体化水平，致力于通过提升金属切削工具国产化水平改善我国工业基础配套自主能力，为制造业提质增效和转型升级提供有力支撑。

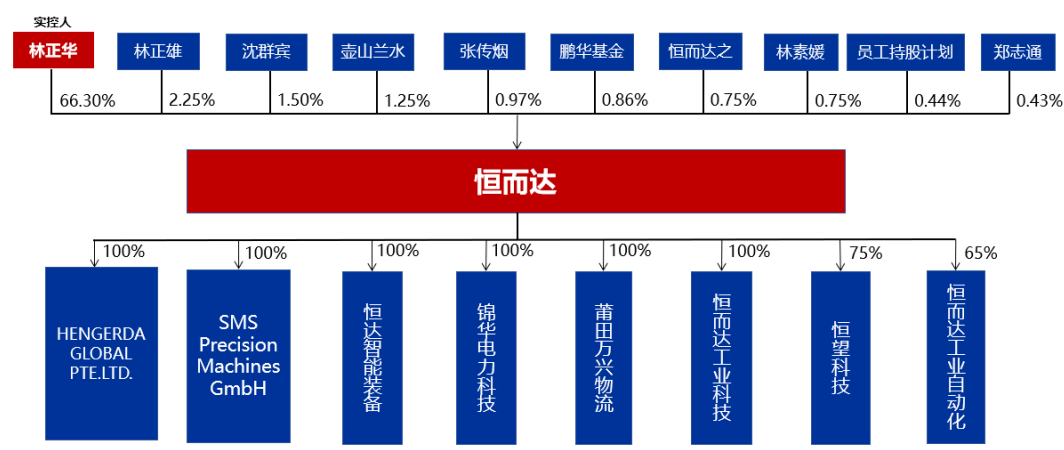
图 1：公司历经三十年发展，业务布局逐渐完善



资料来源：公司官网，申万宏源研究

股权结构稳定且集中，实控人直接持股 66.3%。公司实际控制人为林正华先生，系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。林正华先生在金属材料与热处理、金属切削工具、自动化装备开发领域深耕三十年，20 世纪 90 年代起带领公司技术团队攻克了模切工具生产过程中热处理工艺的关键技术，并拥有丰富的企业管理经验。公司下设恒达智能装备、莆田万兴物流、锦华电力科技、恒而达工业科技、恒而达工业自动化科技五家公司，分别从事智能装备制造、物流配送、光伏电站运营、机床功能部件及附件制造和技术研究等相关业务。

图 2：公司股权结构稳定集中（截至 2025Q3）



资料来源：Wind，申万宏源研究

产品梯队丰富、完整，助力公司持续稳健发展。公司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，基于主要材料、核心工艺、重要装备、市场渠道的资源共享，形成了“横向拓宽”（产品系列化、产品矩阵）与“纵向延伸”（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）的纵横交错产品架构与业务布局，集约企业资源，形成协同效应，提升公司抵御宏观经济与行业周期波动风险的能力，确保公司健康快速发展。

图 3：公司主营业务板块及对应产品序列规划



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司目前主要产品包括金属切削工具、智能数控装备、滚动功能部件三大类：




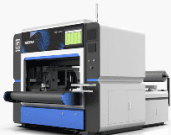
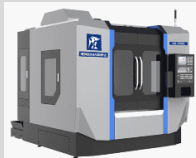
金属切削工具：1) **模切工具：**主要用于对各类材料的模切、压痕作业，在工业企业生产过程中，可将模切工具制成刀模后，再通过施加一定的压力进行冲切，便可使工件材料形成特定形状；2) **锯切工具：**主要产品为高速钢双金属带锯条、硬质合金双金属带锯条，均可用于切割各种钢材和有色金属，被广泛应用于装备制造、建筑建材、汽车、电子信息等行业。硬质合金双金属带锯条齿部硬度更高、耐磨性更优，一般用于高速钢双金属带锯条无法切割的高硬度材料的高效锯割。

智能数控装备：依托技术协同优势与战略并购整合，构建显著的差异化竞争壁垒。技术协同方面，公司自 2019 年起开发出与金属切削工具配套使用的智能数控装备，以“核心部件+核心装备”能力为核心，实现金属切削工具对智能数控装备的技术反哺，并相继推出了 CNC 全自动圆锯机、高速数控带锯床、柔性材料智能裁切机、CNC 加工中心系列产品，充分发挥与金属切削工具的协同效应，为轻工、装备制造、建筑建材、汽车、电子信息等下游产业提供装备配套一体化的切削加工方案，有效满足客户多领域、多样化及专业化的应用需求。战略并购层面，2025 年 5 月公司对德国 SMS Maschinenbau GmbH 实施战略并购，实现覆盖超高精度内/外螺纹磨削、沟槽磨削及齿轮刀具铲磨等螺纹磨床全产品线布局，补齐了国内超高精度螺纹磨床领域的技术短板。

滚动功能部件：主要产品为直线导轨，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。

表 1：公司主要产品包括三大类

产品领域	产品名称	部分产品图例	产品应用
金属切削工具	模切工具		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切割材料层数多、载荷重的箱包、鞋服、汽车内饰件、玩具、工艺品等；轻型模切工具适用于切割材料层数少、载荷轻的包装印刷、电子信息、工艺品等
	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，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
智能数控装备	Heligrind SH 系列多功能通用型磨床		适用于对单头和多头传动蜗杆、螺纹塞规、滚珠丝杠/行星滚柱丝杠的丝杠或滚柱、螺纹加工工具、齿轮、螺杆/挤出机螺杆、齿轮切削刀具、压缩机转子等进行外螺纹磨削；此外，还适用于对各类丝杠螺母、螺纹环规等进行内螺纹磨削
	GI 50 型内螺纹磨床		适用于对各类丝杠螺母（如滚珠丝杠、行星滚柱丝杠、梯形丝杠等）、螺纹环规等进行内螺纹磨削
	GBA 203 型外螺纹磨床		适用于对单头和多头传动蜗杆、螺纹塞规、滚珠丝杠/行星滚柱丝杠的丝杠或滚柱、螺纹加工工具、齿轮、螺杆/挤出机螺杆、齿轮切削刀具、压缩机转子等进行外螺纹磨削
	Flutegrind SF 型磨床		适用于螺纹刀具（如螺纹切削丝锥、螺纹成型丝锥等）的沟槽磨削

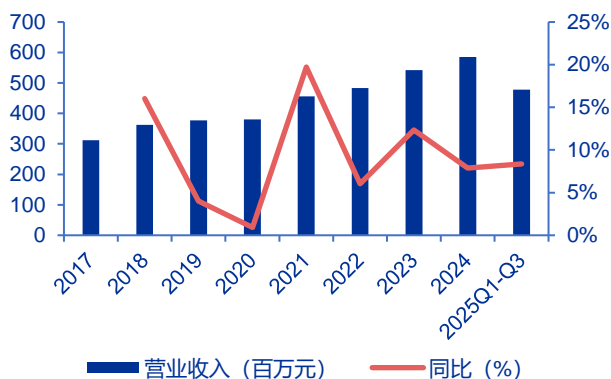
滚动功能 部件	HDM 型数控 滚刀铲齿车床		专门为滚刀和齿条铣刀的齿形铲削车削而设计，适用于螺纹铣刀、滚铣刀等齿轮切削刀具的成型加工
	SM 50 型数控 测量机		可对螺纹刀具的磨削质量进行几何检测，并且标配图形显示功能以及对后角（包括多边形形状及其升程量）进行数值评估的功能
	CNC 全自动圆 锯机		与圆锯片配套使用，适用于对棒材、型材的自动化快速下料，具有自动化程度高、进给量大、加工效率高、减少加工余料，以及切削质量高，工件平整度、一致性高等优点。可广泛应用于机电、冶金、汽车、桥梁、船舶等行业锯切各种黑色、有色金属材料
	高速数控 带锯床		与双金属带锯条配套使用，采用 PLC 可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，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
	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

资料来源：公司公告，申万宏源证券

1.2 营收规模稳健增长，看好新业务发展带动业绩改善

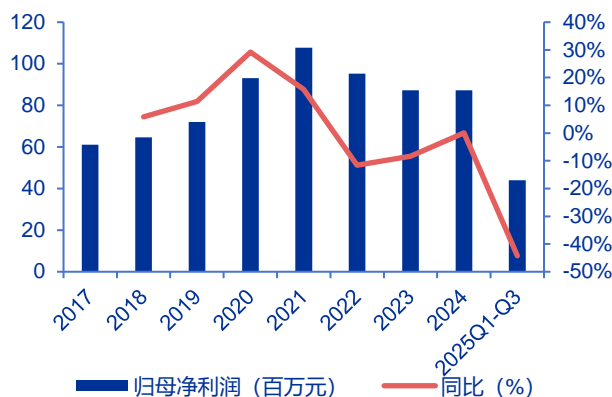
持续开拓新业务布局，营收规模及净利润稳健增长。2017-2024 年，公司营业收入从 3.12 亿元稳健增长至 5.85 亿元，年均复合增长率达 9.38%；公司归母净利润同样保持快速增长趋势，从 2017 年的 0.61 亿元增长至 2024 年的 0.87 亿元，年均复合增长率 5.24%。2025Q1-Q3 公司实现营收 4.78 亿元，同比+8.37%；归母净利润 0.44 亿元，同比-44.24%，主要系：1) 加大对滚动功能部件的研发及市场投入导致期间费用增长；2) 收购德国 SMS 支付的中介费、差旅费等带来管理费用增加；3) 德国 SMS 于 2025 年 6 月起并表，因其在手订单生产周期较长尚未交付客户形成收入，期间运营费用增加，影响合并报表净利润。

图 4：公司 2017-2024 年营业收入 CAGR 为 9.38%



资料来源：Wind，申万宏源研究

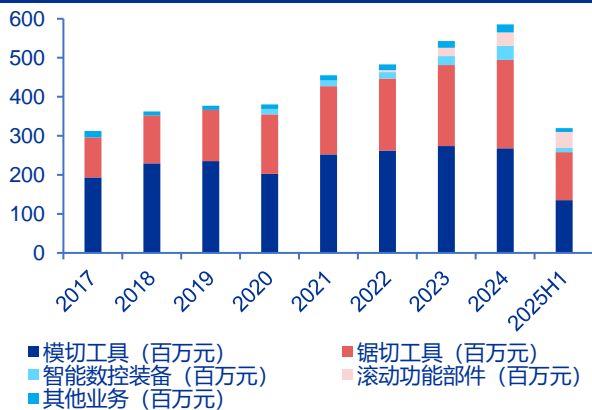
图 5：公司 2017-2024 年归母净利润 CAGR 5.24%



资料来源：Wind，申万宏源研究

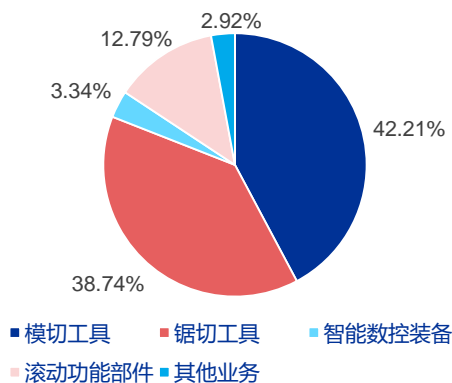
切削工具仍为主要收入来源，智能装备及滚动功能部件业务布局成效逐步显现。基于材料、技术、工艺、装备、渠道的共源性，公司对金属切削工具进行产品系列化研发，同时发挥在自动化专用装备制造领域长期积累的技术优势，基于市场需求推出了智能数控装备产品。为进一步提升自身在智能数控装备领域的竞争优势，公司将装备核心功能部件——滚动功能部件（直线导轨副）列入产品发展规划并于 2022 年正式启动产业化。从收入结构来看，2025 年上半年，公司模切工具业务营收 1.35 亿元，占比 42.21%，锯切工具业务营收 1.24 亿元，占比 38.74%，切削工具仍为公司主要收入来源，合计收入占比超 80%；智能数控装备业务营收 0.11 亿元，占比 3.34%；滚动功能部件业务营收 0.41 亿元，占比 12.79%。随着智能装备及滚动功能部件业务开拓不断取得新进展，业务规模持续扩张，将为公司收入增长贡献新动能。

图 6：切削工具仍为公司主要收入来源



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：公司业务收入结构（2025H1）

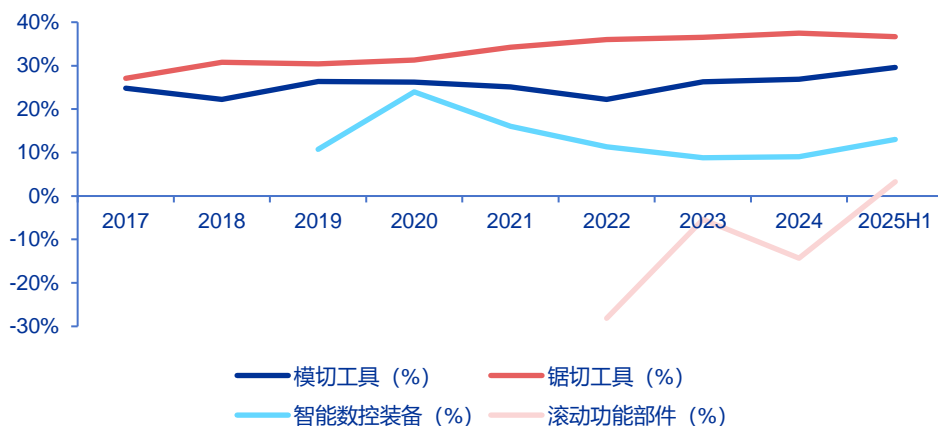


资料来源：Wind，申万宏源研究

锯切工具毛利率持续提升，新业务盈利能力有望修复。分产品来看，公司模切工具毛利率基本在 20%-30% 区间内波动；受益于生产成本控制和产品销售结构优化，公司锯切工具产品毛利率由 2017 年的 27.08% 稳步提升至 2025H1 的 36.68%。近年来公司智能装备业务毛利率较低，主要系受国内整体经济形势影响，机床行业需求表现较弱；且公司智能装备业务处于开发初期，设备折旧成本高、产能利用率不足。后续随着国内机床行业景气度反转带来需求修复，以及公司自身装备业务规模扩张，智能数控装备毛利率有望逐渐修复。公司滚动功能部件业务于 2022 年开始布局，目前已经实现量产并向市场供货，营销网络初步建

立，2025H1 实现正毛利率。随着后续生产工艺持续优化、产品性能不断改善、产能利用率逐步提升，滚动功能部件业务毛利率有望持续改善。

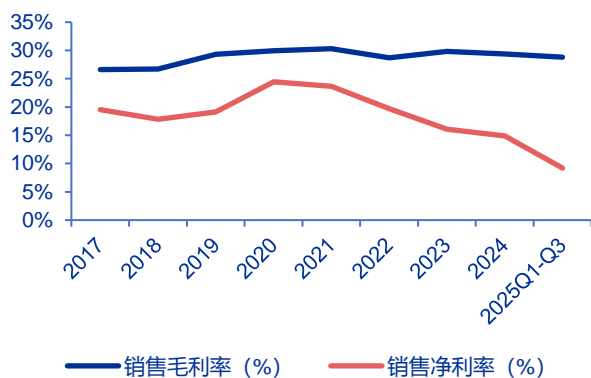
图 8：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

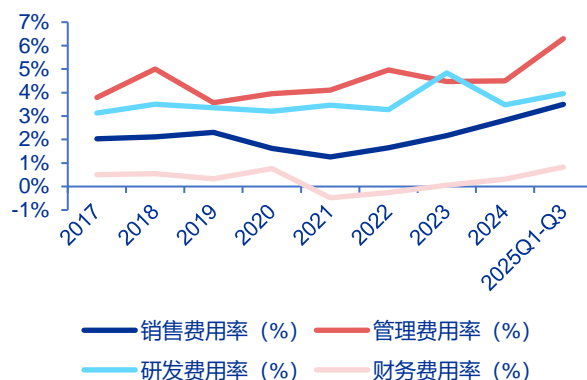
销售毛利率基本保持稳定，销售净利率受费用影响波动较大。公司销售毛利率基本稳定在 30%水平；今年销售净利率波动较大，主要系期间费用率提升影响：1) 加大对滚动功能部件的研发及市场投入导致研发及销售费用率上升；2) 收购德国 SMS 支付的中介费、差旅费等带来管理费用率上升。

图 9：公司销售毛利率基本保持稳定



资料来源：Wind，申万宏源研究

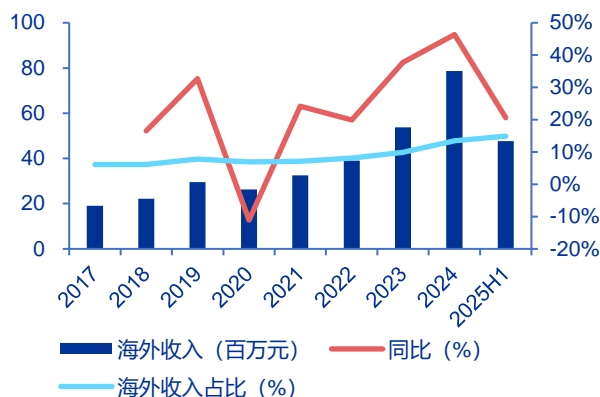
图 10：近年来公司期间费用率上升



资料来源：Wind，申万宏源研究

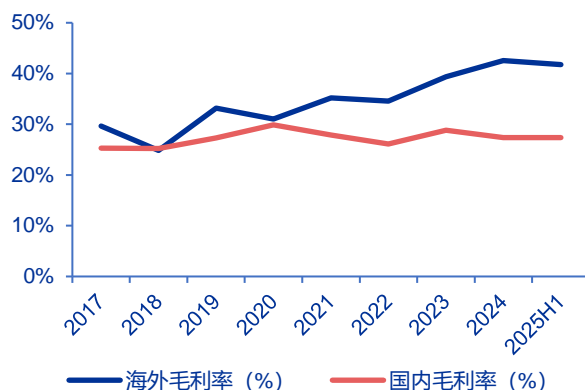
海外收入规模不断扩张，销售渠道覆盖多个国家和地区。作为发展历史较久、深耕于金属切削工具领域的企业，公司产品销售在渠道布局层次和密度上兼顾区域覆盖范围和经营效益，产品已成功出口至包括德国、瑞典、瑞士、俄罗斯、越南、印度、巴基斯坦、土耳其、巴西、墨西哥在内的五十多个国家和地区。根据公司公告，2025 年上半年实现海外收入 4761 万元，同比增长 20.62%，收入占比 14.9%；尤其是硬质合金双金属带锯条产品，海外收入同比增长 81.23%，连续多年保持出口大幅增长。随着海外客户对公司产品认可度逐步提升及渠道共源优势持续发挥，公司海外市场销售规模有望进一步扩大；同时，海外市场客户价格敏感度低，外销毛利率高于国内市场，支撑公司整体毛利率稳中有升。

图 11：公司海外收入规模不断扩张



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 12：公司海外收入毛利率持续提升



资料来源：Wind、申万宏源研究

2. 主业收入稳增，引领模切及锯切工具国产化进程

2.1 切削工具千亿市场，海外巨头为整体解决方案提供商

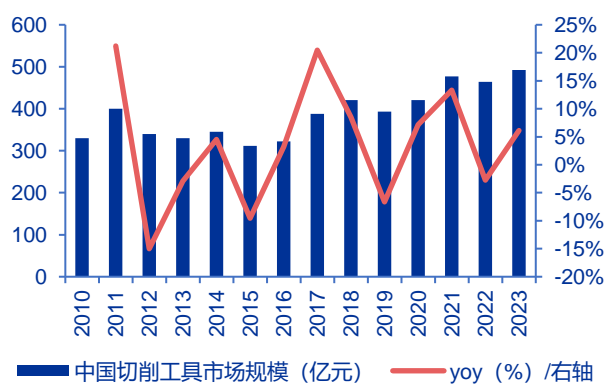
全球切削工具市场超 2600 亿元，我国切削工具行业规模波动增长。根据恒州博智 QY Research 数据，预计 2022 年全球切削工具市场规模达到 390 亿美元（以年均汇率计算，折合人民币 2621 亿元）。国内切削工具市场规模与我国制造业发展水平和结构调整息息相关：根据中国机床工具工业协会数据，2019 年受中美贸易摩擦以及汽车行业景气度下行影响，切削工具消费额降至 393 亿元；随着“十三五”和“十四五”规划的陆续落地和出台，我国制造业朝着自动化和智能化方向快速前进，推动切削工具消费市场恢复性增长，2021 年达到 477 亿元，同比增长 13.3%，2023 年切削工具市场规模达到 492 亿元，同比增长 6.1%，初步统计 2024 年市场规模突破 500 亿元，我国切削工具行业整体呈波动增长趋势。

图 13：2022 年全球切削工具市场规模 390 亿美元



资料来源：恒州博智 QY Research、申万宏源研究

图 14：2023 年我国切削工具市场规模为 492 亿元

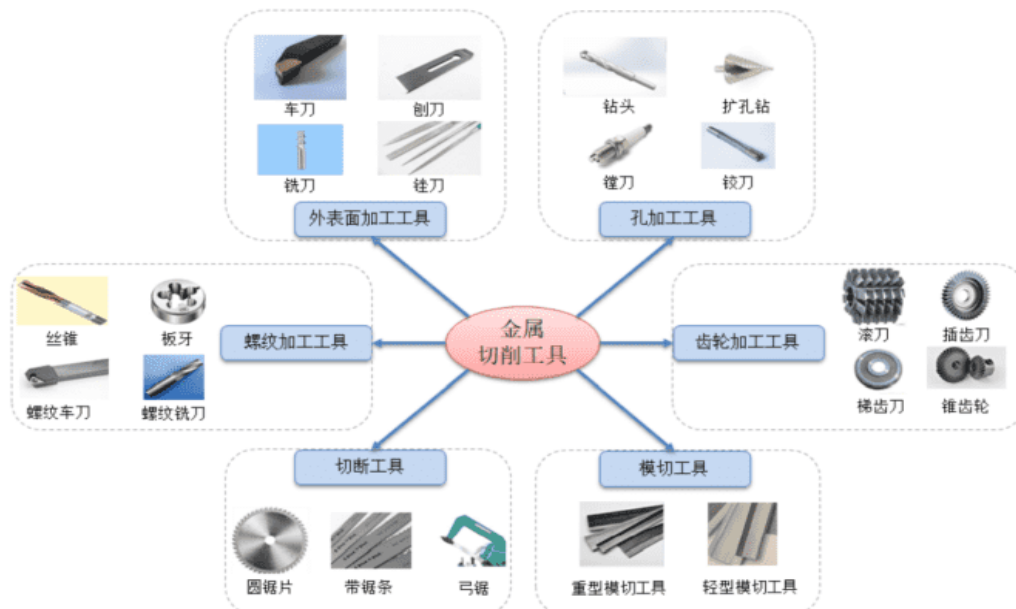


资料来源：中国机床工具工业协会、申万宏源研究

金属切削工具是实现机床功能的核心部件，应用范围较广，类别繁多。按工件加工表面的形式大约可分为外表面加工工具（包括车刀、刨刀、铣刀、外表面拉刀和锉刀等）、孔加工工具（包括钻头、扩孔钻、镗刀、铰刀和内表面拉刀等）、螺纹加工工具（包含丝锥、板牙、自动开合螺纹切头、螺纹车刀和螺纹铣刀等）、齿轮加工工具（包括滚刀、插齿刀、剃

齿刀和锥齿轮加工刀具等)、切断工具(包括镶齿轮圆锯片、带锯、弓锯、切断车刀和锯片铣刀等)和模切工具(包括用于皮革、织物等模切的重型模切工具和用于纸盒、纸箱、商标、不干胶、电路板等模切的轻型模切工具)等六大类别。

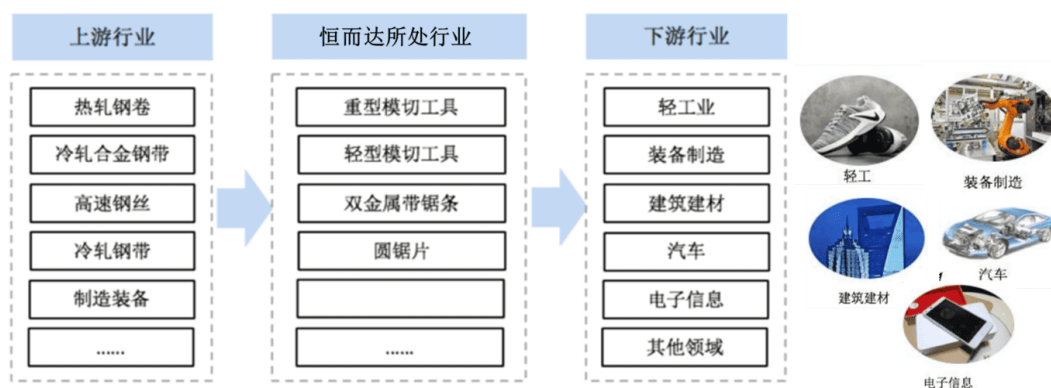
图 15: 金属切削工具按照加工方式可分为六大类别



资料来源：公司公告，申万宏源研究

切削工具产业链结构清晰，下游应用场景广泛。公司切削工具产品包括模切工具和锯切工具，上游主要是材料生产企业及生产、检测设备制造企业，热轧钢、冷轧钢和高速钢是金属切削工具行业使用的主要原材料。下游用户覆盖较为广泛，主要涉及轻工、装备制造、建筑建材、汽车、电子信息等各个行业。

图 16: 公司切削工具业务产业链



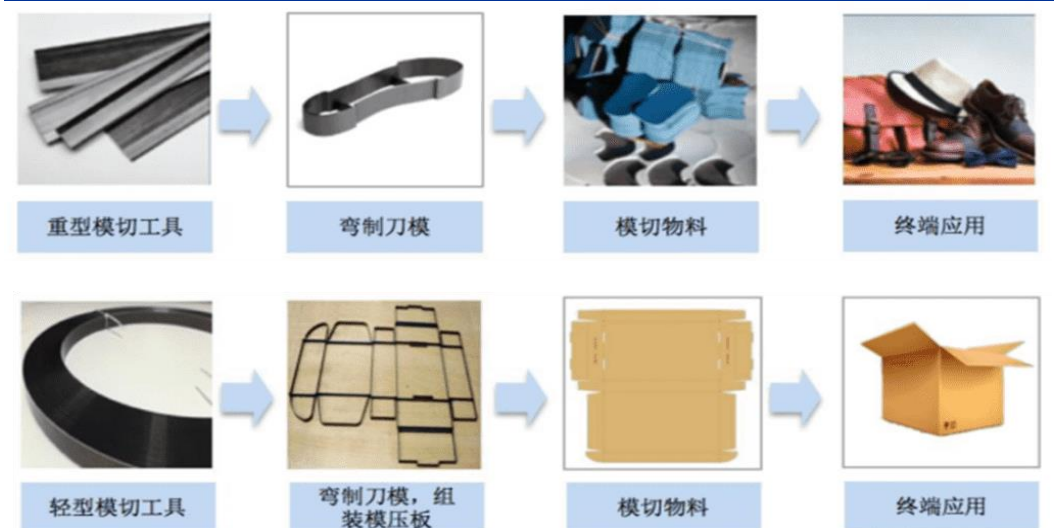
资料来源：公司公告，申万宏源研究

(一) 模切工具

模切工具用于对各类材料的模切、压痕作业，可分为重型模切工具和轻型模切工具。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。重型模切工具冷弯成型、接缝焊接后可直接用于模切，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），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。

图 17：模切工具图示



资料来源：公司公告，申万宏源研究

国产重型模切工具具备竞争优势，轻型模切工具国产化率仍有待提升。我国是全球鞋履、箱包、皮革等产业的生产和消费中心，受下游产业集聚和发展的带动，我国重型模切工具产销规模均已占据领先地位，并在东南亚等制造业新兴地区具备较强的竞争力，公司在该领域也已形成了明显的国际竞争优势。在轻型模切工具领域，国产产品主要应用于中低端纸品、纸箱包装领域，能够生产不干胶模切刀等高端产品的企业较少。应用于高端包装印刷、电子信息产业的优质模切工具需具备精、细、微、薄的性能特征，该部分市场长期以来被瑞典山特维克、奥地利奥钢联、日本塚谷等跨国公司占据，国产化水平亟待提升。

表 2：模切工具行业其他玩家

公司	成立时间	简介
瑞典山特维克集团	1862 年	位于瑞典山特维克镇，旗下拥有三大业务板块：金属切削工具及系统，采矿和建筑设备工具、服务及技术解决方案，先进不锈钢、特种合金及工业加热产品
奥地利奥钢联集团	1938 年	位于奥地利林茨市，由 4 个事业部组成，分别为钢铁部、高性能金属部、金属成型部以及金属工程部。其中，高性能金属部以“Böhler”、“Martin Miller”等品牌生产模切工具、木工锯钢、精密钢带等产品
日本塚谷刃物制作所	1960 年	位于日本大阪府八尾市，从事三大业务，其中一个业务为生产可用于纸或纸板箱模切的金属切削工具
宏树企业股份有限公司	1970 年	位于中国台湾桃园市，从事碳钢销售、钢带热处理服务、生产印刷包装用汤姆逊刀（即模切工具），其汤姆逊刀包括压痕刀、不干胶刀、齿刀等，拥有与德国 CITO 合作推出的品牌 HS CITO
上海信鹏印刷器材有限公司	2007 年	位于中国上海市，主营业务分为模切刀（即轻型模切工具）、刀模钢（即重型模切工具）及热处理三大领域，拥有平板模切刀、信鹏超级刀、磨口刀、不干胶刀、齿刀等模切刀系列产品，可应用于汽车、制鞋、服装、皮革、印刷、家居用品等领域

资料来源：公司公告，申万宏源研究

（二）锯切工具

锯切工具，可按照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，相较之下，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。

双金属带锯条切削精度和工作效率更高，下游应用广泛。与传统的弓锯条相比，带锯条具有提高切削精度及效率、锯切大截面工件、显著降低材料及用电损耗等特点。目前，绝大多数带锯床使用的锯条为双金属带锯条，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，有效降低成本。双金属带锯条可用于切割各种钢材和有色金属，广泛应用于装备制造、建筑建材、汽车、电子信息等行业。

冷切金属圆锯片通过高速旋转方式切割材料，切割效率和精度较高，主要应用于实心棒料及型材的切割。公司生产的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，刀头采用合金材质，具有高耐磨、高耐热、高强韧性等特点，显著提高锯切质量和速度；锯片基体是圆锯片的主体，公司综合了多学科技术领域成果，通过独特的热处理和机械加工，生产出的锯片基体具有强度高、平整度好、刚性强、韧性好，使用寿命长，不容易偏锯或崩齿损坏。

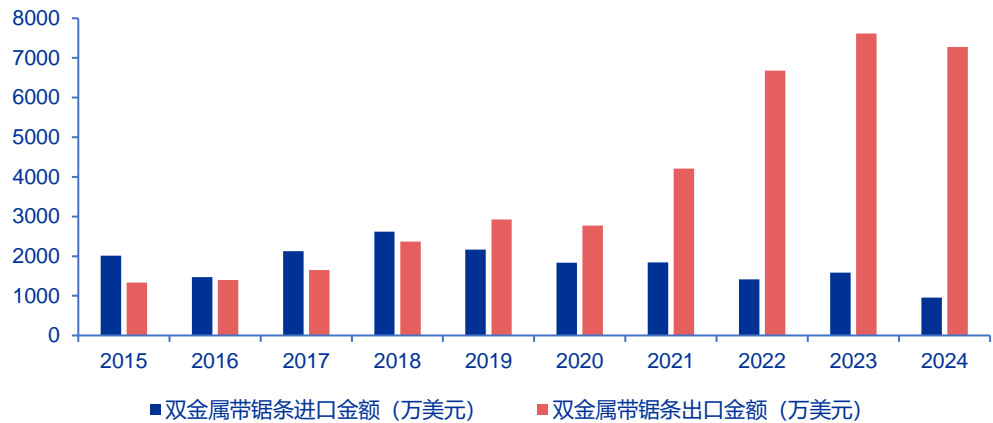
图 18：锯切工具图示



资料来源：公司公告，申万宏源研究

锯切工具领域国产替代持续推进，全球化进程加速。我国锯切工具行业始于上世纪 80 年代，经历了从引进研发、小规模推广到快速发展乃至稳定增长的发展阶段，国内外产品的质量水平差距逐渐缩小，出现了泰嘉股份、本溪工具、恒而达等少数可以与国外品牌相抗衡的企业，有力推动了我国机械制造、汽车零部件、钢铁冶金、轨道交通等制造领域的发展。以双金属带锯条产品为例，国产替代持续推进，产品出口金额快速增长，从 2015 年的 681 万美元的贸易逆差，发展至 2024 年实现 6324 万美元的贸易顺差。

图 19：我国双金属带锯条进出口金额（万美元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

锯切工具高端领域国产化水平尚待进一步突破。在双金属带锯条领域，美国施泰力、日本天田等跨国公司品牌知名度高，技术积累深厚，在国内市场具有竞争优势。国产品牌已经占据国内较大的份额，主要集中于中低端领域，高端产品在国内发展相对较晚，但泰嘉股份、本溪工具、恒而达等优秀企业已着力向中高端产品领域延伸。圆锯片市场主要包括金刚石、硬质合金、陶瓷合金等圆锯片产品。我国金刚石圆锯片发展较早，在国际上已达到较高的技术水平；在硬质合金圆锯片及陶瓷合金圆锯片方面，国内仍以中低端产品为主，高端产品依赖进口，国产化水平有待提升。

表 3：锯切工具行业其他玩家

公司	成立时间	简介
美国施泰力公司	1880 年	位于马萨诸塞州阿塞市，其锯切类产品有双金属带锯条、曲线锯、往复锯及手锯片等
日本天田株式会社	1948 年	位于日本伊势原市，产品包括数控冲床、折弯机、剪板机、激光切割机及钣金加工机械，以及相应模具、备件、切削产品。1994 年成立天田连云港机械有限公司生产带锯床和带锯条，2013 年成立 AMADA 上海事业所技术中心
日本兼房株式会社	1896 年	位于日本名古屋市，主要产品为各类型圆锯片、指接刀、钢铁用冷锯及相关精密研磨工具，锯片加工范围包括木材、造纸、亚克力、钢铁等各种材料。2002 年 9 月在中国成立昆山兼房高科技刀具有限公司
日本天龙制锯株式会社	1913 年	位于日本袋井市，产品包括电动工具用圆锯片、硬质合金锯片、金刚石锯片、带锯条相关机械及配件等。1994 年 7 月成立天龙制锯（中国）有限公司
湖南泰嘉新材料	2003 年	位于中国湖南省长沙市，主要产品为高速钢双金属带锯条和硬质合金双金属带锯条，拥有“Bichamp”、“泰钜”、“AA”、“飞钜”等品牌
本溪工具股份	1998 年	位于中国辽宁省本溪市，主要产品为复合钢带、双金属带锯条、高精度硬质合金带锯条，品牌有 LIONS 雄狮、FORK 三叉、SHARE 斯尔、ROMANCE 诺曼斯等

资料来源：公司公告，申万宏源研究

海外品牌起步早积累深厚，其成长路径具有可复制性。欧美、日本等品牌在切削加工技术领域形成了较为完善的产业配套体系，如瑞典山特维克、奥地利奥钢联等跨国企业具备全球影响力。这些国际工具巨头的成长路径可以归纳为：**1) 基于金属材料研究及热处理工艺不断开发和丰富产品类别。**金属切削工具种类丰富，功能应用细分，跨国企业通过内生外

延的方式逐步建立齐全产品线，提供全面的切削工具组合和技术服务，扩大业务规模；2) **提供工具、设备、辅具等一体化切削解决方案**。针对用户特定需要，国际工具巨头企业可以提供整套高效率的一体化切削加工解决方案，包括成套机床、工具、配套工卡辅具、冷却系统、测量系统等硬件设备。

我国切削工具行业经过多年发展，中低端领域基本实现国产化，但针对高端制造业的切削工具国产化率还相对较低。未来，我国金属切削工具企业可参考海外品牌发展经验，一方面通过内生外延方式丰富产品矩阵，同时向整体解决方案提供商转型，在国产头部工具企业的推动下，高端工具国产化水平有望进一步提升。

2.2 多重优势赋能，模切及锯切工具业务规模稳步扩张

技术优势：公司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。在热处理工艺方面，公司创新刀体的微观组织设计，研发了同步等温淬火及表层退碳技术，获得“基体贝氏体+表层铁素体”的刀体双相组织，其中，高强贝氏体提供强度，塑性铁素体作为刀体表层组织，可防止刀体冷弯开裂，双相金属组织设计突破了强度、韧性难以兼顾的技术难题，并将其成功运用在公司模切工具生产；在金属材料加工技术方面，公司创新金属材料的合金成分设计，利用锰、铬、钛等合金元素开发了重型模切工具的专用新材料，使之经热处理后具有高强韧性；在自动化专用装备制造方面，公司根据生产工艺需求自主研发了各类智能数控装备用于公司产品生产，且可以根据客户需求进行功能定制化开发智能数控装备，以适应不同领域自动化、智能化生产加工需求。

表 4：恒而达核心工艺技术体系

	技术内涵	模切工具	锯切工具
产品技术性能	通过对金属材料的研究、热处理及加工，赋予金属切削工具特定的使用性能	模切工具要求刀身强度高，能够承载冲击力，适应多层材料冲裁；刀体韧性好，满足冷弯成型过程中复杂形状的折弯	双金属带锯条基体材料要求强韧性、抗疲劳性，锯齿要求耐磨性和抗冲击能力
金属材料研究	围绕金属切削工具特定功能和性能需求，需要特定的金属材料成分和组织，并与后续热处理工艺匹配	通过调整金属中元素成分配比，满足产品对耐磨性和刚性的要求，符合后续热处理、机械加工等加工工艺的需要	通过研究实验，调整合金元素，使金属材料符合双金属工艺和机械性能
热处理工艺技术	通过对金属材料进行热处理，改变其表面或内部的显微组织结构，从而改变金属材料的力学性能	将金属材料通过特殊热处理工艺，获得金属切削工具所需的回火马氏体双相组织（刃口）、高强韧贝氏体组织（基体、红硬性和耐磨性的锯体），再经可控脱碳工艺处理，形成表面软层组织，满足强韧性要求	通过特种高温加热及冷却淬火、回火，获得具有高硬度的带锯背材
自制专用装备	工艺技术的产业化离不开生产装备的支撑，金属材料热处理及加工工艺需要根据工艺流程进行专门定制的自动化专用装备及生产线来实现		
金属材料机械加工	压延、切削、拉削等加工会影响金属材料内部组织，从而影响产品的精度、理化性能。公司通过自制的自动化专用装备以减少金属材料机械加工对金属材料内部组织的影响	压延开刃改变传统拉削铣削的低效方式，自动化加工技术的采用，保证了尺寸精度、刀刃锋利度、表面平整度	采用自动化焊接、自动铣齿及分齿，具有高精度、高质量、高效率特征

资料来源：公司公告，申万宏源研究

装备自制优势：基于关键工艺的技术体系及装备经验，公司自主研发了模切工具和锯切工具的自动化生产线。工艺技术的产业化应用离不开配套生产装备的支撑，金属热处理工艺需要高度定制化的专用装备，研制难度大、周期长。公司建立了热处理、金属加工等关键工艺的生产装备及相关技术体系，拥有多套自制的自动化装备。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。

产品优势：公司切削工具产品规格齐全，屈服强度、抗拉强度、硬度等关键性能指标突出，受到市场广泛认可。在重型模切工具方面，根据国家刀具质量监督检验中心检验报告，公司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)。在高速钢双金属带锯条方面，公司产品的齿部硬度达 67HRC ~ 69HRC，背部硬度达 45HRC ~ 50HRC，达到或高于国际、国家标准（齿部硬度 $\geq 62\text{HRC}$ 、背部硬度 $\geq 45\text{HRC}$ ）。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。

近三十年工艺经验积累，产品矩阵不断完善。切削加工行业需求多样，完善的产品线是切削工具企业成功的关键要素之一。公司在金属材料热处理及切削工具开发领域积累了近三十年的工艺经验，开发的切削工具种类齐全，并根据客户需求的变化，不断拓展模切工具、锯切工具的新品类，以达到更好的切削效果。齐全的产品矩阵有助于公司为客户提供针对性、个性化整体切削加工方案，满足客户一站式采购需求，进一步提高客户粘性。

品牌优势：品牌知名度是公司产品创新、品质控制和信誉积累的结果。长期以来，公司的“LINGYING”、“RJ 锐锯”、“DAJU 达锯”、“HAI SHARK”等品牌的模切工具、锯切工具等产品已受到市场的广泛认可，在业内积累了较高的知名度，LINGYING 品牌荣获福建省著名商标、2022-2024 年度福建省重点培育和发展的国际知名品牌，LINGYING 牌模切工具产品荣获福建名牌产品荣誉称号。

图 20：公司产品品牌



资料来源：公司官网，申万宏源研究

区位和市场渠道优势：东南沿海拥有区位优势，销售渠道遍布全球。一方面，公司地处我国长三角和珠三角之间，经济较为发达，鞋服轻工业及装备制造业也较为集中，可以更加贴近下游市场和有效服务客户；另一方面，公司地处东南沿海地区，临近莆田港、厦门港等港口，原材料采购、产品销售运输均可通过海上运输，大幅降低物流成本。作为发展历史较久、深耕于金属切削工具领域的企业，公司产品销售在渠道布局层次和密度上兼顾区域覆盖范围和经营效益，远销俄罗斯、越南、印度、巴基斯坦、土耳其、巴西、墨西哥等多个国家和地区。

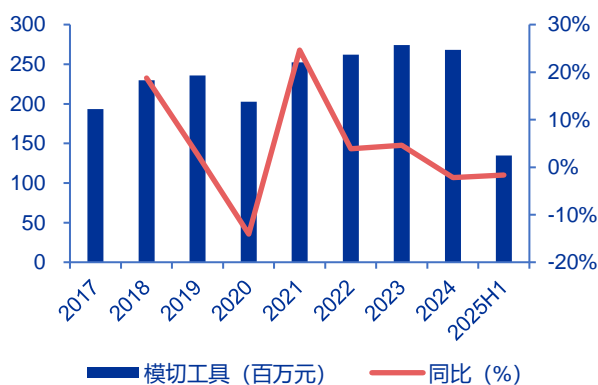
图 21：公司全球销售网点布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

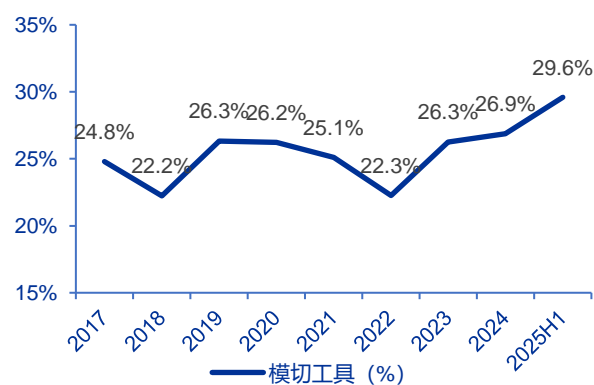
模切工具收入规模稳中有升，市占率稳居首位。自上世纪 90 年代以来，公司通过多年持续的研发投入和积累，先后在金属材料、热处理工艺取得创新突破，对价格昂贵的进口重型模切工具进行国产替代，市场地位及工艺水平得到广泛认可，持续为公司提供稳定的收入和利润。根据公司公告，2025 上半年模切工具业务收入 1.35 亿元，同比略降 1.68%，毛利率稳中有升，全球市场占有率继续保持第一；其中轻型模切工具销售收入同比增长 17.97%，成为驱动公司切削工具业务高质量增长的新动能。

图 22：公司模切工具业务收入稳中有升



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 23：公司模切工具业务毛利率稳定

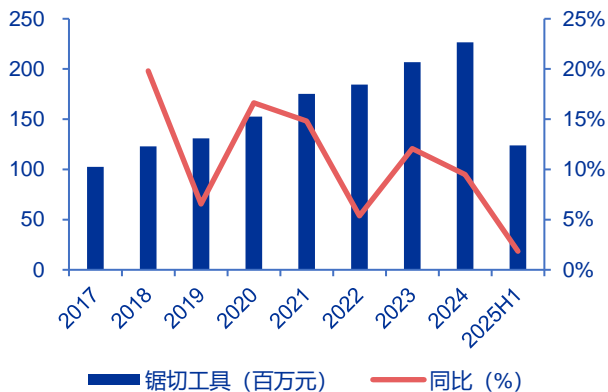


资料来源：公司公告、申万宏源研究

锯切工具收入保持较快增长，降本和结构优化助力毛利率持续提升。公司双金属带锯条产品具有强韧性、抗拉疲劳性以及耐磨性和抗冲击能力等优点，齿部硬度达 67HRC ~

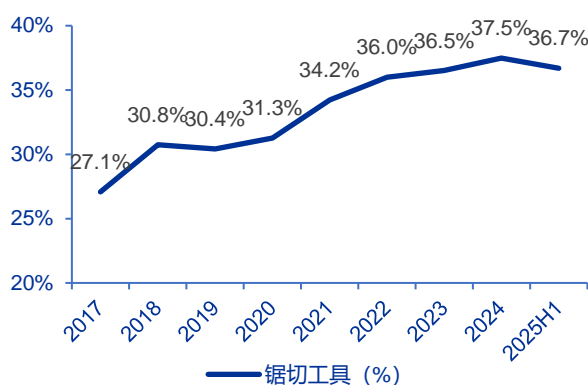
69HRC，背材硬度达 45HRC ~ 50HRC，达到或高于国际、国家标准，自推向市场以来销量稳步增长，目前产销量位列国内第一梯队，不断推动公司收入和利润规模继续扩大。根据公司公告，2025 年上半年锯切工具业务收入 1.24 亿元，同比增长 1.85%，其中硬质合金双金属带锯条收入同比增长 58.25%。受益于生产成本控制和产品销售结构变化，公司锯切工具毛利率稳步提升至 2025 年上半年的 36.7%。

图 24：公司锯切工具业务收入保持较快增长



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 25：公司锯切工具业务毛利率持续提升



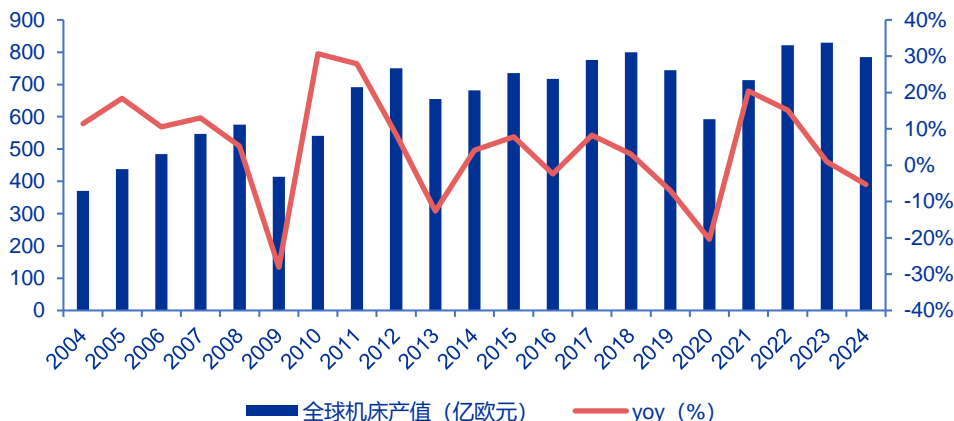
资料来源：公司公告、申万宏源研究

3. “纵向延伸”拓展装备业务，发挥协同效应

3.1 我国机床行业大而不强，高端装备仍有国产替代空间

全球机床行业产值波动上升，日德为主要机床大国。根据德国机床制造商协会数据，2004-2024 年全球机床行业产值从 370 亿欧元提升至 785 亿欧元，复合增长率为 3.83%，行业产值整体呈现波动上升的态势；2024 年全球机床行业总产值 785 亿欧元，同比下降 5.3%，主要系欧美地区下滑幅度较大。纵观全球机床行业，高端市场仍被日德品牌所主导：德国重视数控机床和配套件的高精尖和实用性，各种功能部件研发生产高度专业化，在质量、性能上位居世界前列；日本重点发展数控系统，机床企业注重向上游材料、部件布局，一体化开发核心产品。

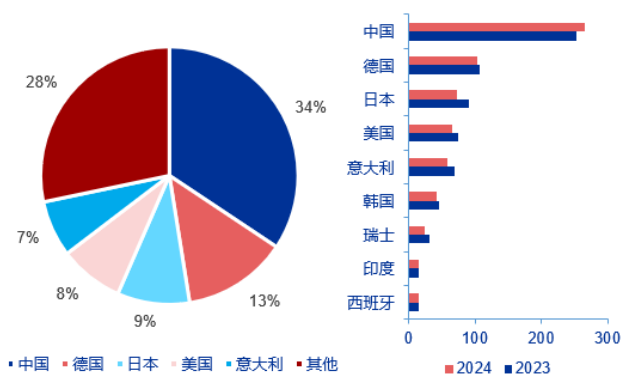
图 26：2024 年全球机床行业总产值 785 亿欧元，同比下降 5.3%



资料来源：德国机床制造商协会，申万宏源研究

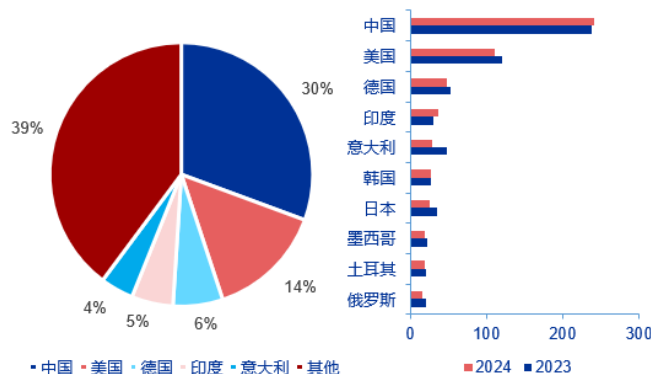
我国机床行业规模领先，占据全球 30%左右份额。机床是最重要的工业母机，是国家基础制造能力的综合体现。我国机床行业虽然起步较晚，但整体发展迅速，政府在产业政策等方面积极引导机床行业创新发展，我国机床产业规模世界领先。根据德国机床制造商协会数据，2024 年我国机床产值达 266 亿欧元，占全球机床产值 34%；我国机床消费 241 亿欧元，占全球机床消费 30%。

图 27：2024 年我国机床产值占全球 34%



资料来源：德国机床制造商协会，申万宏源研究

图 28：2024 年我国机床消费额占全球 30%



资料来源：德国机床制造商协会，申万宏源研究

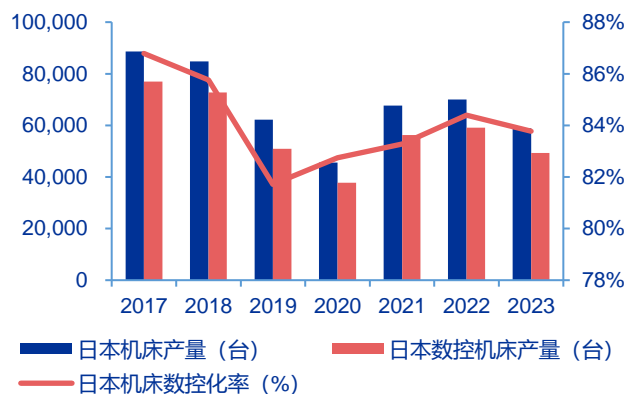
制造业转型升级推动我国数控机床产量逐年增长，数控化率逐渐提升。我国机床行业正处于数控化的转型升级阶段，数控机床产量逐年增长，2024 年我国数控金属切削机床产量 30.36 万台，对应的金属切削机床数控化率 43.7%。当前我国机床行业仍存在大而不强的问题，对比日本等制造业强国 80%以上的水平，我国机床数控化率仍有提升空间，随着产业结构的转型升级，数控机床市场空间广阔，未来占比将持续提升。

图 29：2024 年我国切削机床数控化率为 43.7%



资料来源：中国机床工具工业协会，申万宏源研究

图 30：日本机床数控化率保持在 80%以上

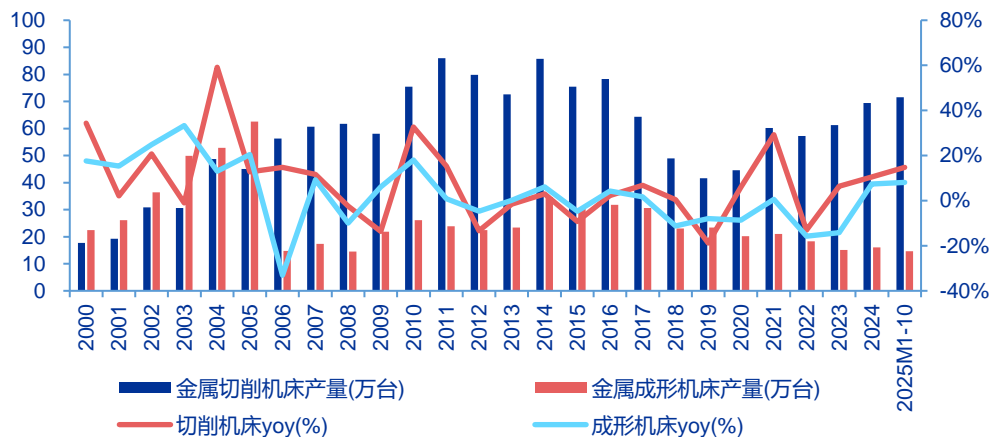


资料来源：日本机床制造商协会，申万宏源研究

机床产量周期性波动，目前处于产业结构升级关键阶段。我国机床行业产量与制造业发展情况密切相关，自 2001 年加入 WTO 后，我国机床产业迎来十年左右的高增长阶段，产量迅速增长，在 2011 年达到历史顶峰并持续在高位波动；2015 年起由于机床存量的快速提升以及更新需求不足，机床产量逐渐下滑。从产业周期来看，机床装备呈现约 10 年的更换周期，根据国家统计局数据，2021 年机床产量触底反弹，同比增长 25.3%，主要系疫后制造业需求恢复叠加通用周期复苏。2022-2023 年，受宏观经济影响，机床行业需求较弱，产量回落至 万台以下。 年，我国实现金属切削机床/金属成形机床产量 ./。

万台，同比分别增长 10.5%/7.4%。目前我国机床行业正处于存量替换的高峰期以及产业结构的调整升级的关键阶段，具有先进技术、资金实力和品牌影响力的国内企业正在持续攻关，逐步突破技术封锁并向高档数控机床市场渗透，在更新政策的推动下，国产高端数控机床凭借其本土化、性价比优势仍有较大替代空间。

图 31：2024 年我国金属切削机床/金属成形机床产量 69.5/16.0 万台



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

3.2 技术协同+战略收购并举，智能数控装备向高端化转型

依托技术协同优势与战略并购整合，构建显著的差异化竞争壁垒。技术协同方面，公司自 2019 年起开发出与金属切削工具配套使用的智能数控装备，以“核心部件+核心装备”垂直整合能力为核心，完成智能数控装备核心工具自主化，实现金属切削工具对智能数控装备的技术反哺，并相继推出了 CNC 全自动圆锯机、高速数控带锯床、柔性材料智能裁切机、CNC 加工中心系列产品，充分发挥与金属切削工具的协同效应，为轻工、装备制造、建筑建材、汽车、电子信息等下游产业提供装备配套一体化的切削加工方案，有效满足客户多领域、多样化及专业化的应用需求。战略并购层面，2025 年 5 月公司对德国 SMS Maschinenbau GmbH 实施战略并购，实现覆盖超高精度内/外螺纹磨削、沟槽磨削及齿轮刀具铲磨等螺纹磨床全产品线布局，补齐了国内超高精度螺纹磨床领域的技术短板。

公司自主开发的智能数控装备产品主要包括：锯切机床（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：

1) 锯切机床：是以圆锯片、锯带或锯条等为切削工具的机床，锯切机床市场集中度不高，国内主要企业为杭州精卫特机床、浙江晨龙锯床等。目前我国锯切机床行业仍以中低端产品为主，且数控化比例较低，在下游行业的需求带动下，高端数控产品将逐步替代现有的普通锯切机床产品；

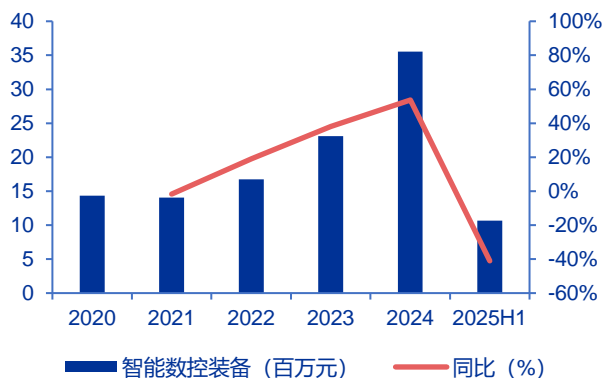
2) 柔性材料智能裁切机：是顺应机床数控化趋势而发展出来的，属于新兴市场领域，呈现出市场参与者相对较少、国外品牌领先的局面。主要企业包括：Atom S.p.A 意大利阿通集团（1946 年成立，主要产品包括数控裁断机、震动刀切割机、摇臂式裁断机等，可应用于橡胶和塑料、纺织、鞋类、皮革、包装、汽车、医疗、家具等各领域材料裁切）、济南奥镭数控、东莞鼎裁智能、宁波伊士曼等。

3) 加工中心：是由机械设备与数控系统组成的适用于加工复杂零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。加工中心行业国内外参与者众多，国内机床厂在中低端领域已实现国产替代，在高端五轴设备方面日德品牌仍具备较强竞争优势，目前，技术领先的国产厂商正在逐渐向五轴数控、高速、高精、重载荷等高端机床领域突破。

战略并购 SMS 磨床，支持智能数控装备业务向高端化转型。SMS 公司掌握高精度螺纹磨床核心技术，加工精度达到亚微米级，覆盖内螺纹、外螺纹、齿轮刀具等高精密加工领域，代表性产品如 Heligrind SH 系列多功能通用型磨床、GBA 系列外螺纹磨床、GI 系列内螺纹磨床等，广泛应用于滚珠丝杠副、行星滚柱丝杠副、切削工具、蜗轮蜗杆、齿轮等关键零部件的螺纹磨削生产，产品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。

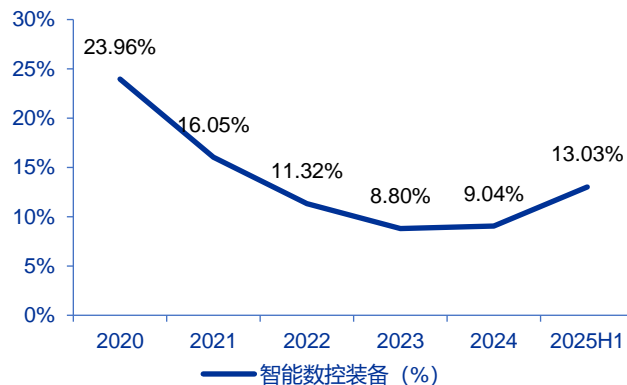
主动收缩同质化业务，智能数控装备业务收入短期波动，看好后续大客户拓展及 SMS 磨床国产化。2025 年上半年，公司智能数控装备业务收入 1066 万元，同比下降 41.01%，主要系公司主动收缩同质化竞争严重的品类业务规模，充分发挥公司切削工具及配套装备一体化技术优势，积极对接核心战略客户，为其量身定制个性化加工方案，并以此为切入口带动公司装备和工具产品向航天军工、金属新材料、高端装备等行业重点企业渗透，实现“装备+工具”双向赋能。同时，公司积极协调人力、技术及供应链资源，在为德国 SMS 公司打造中国化供应链的同时，也为 SMS 高精度螺纹磨床的国产化做好充分准备。

图 32：公司智能数控装备业务收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 33：公司智能数控装备业务毛利率 (%)



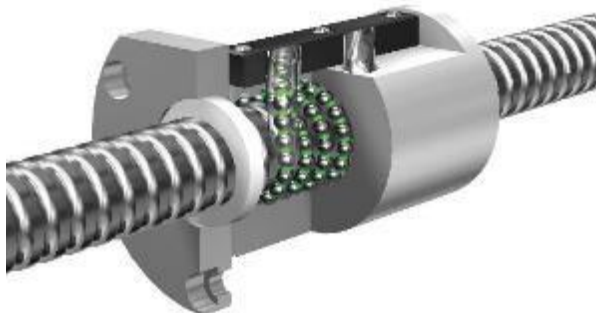
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 滚动功能部件：直线导轨业务进展顺利，收购 SMS 重启新章

传动系统重要组成部分，驱动运动部件实现精确移动。滚珠丝杠副（又名滚珠丝杆副）和滚动直线导轨副是一种精密复杂的精密机械传动机构，被广泛应用于各类机械设备的传动系统，实现精确的运动定位，是核心的重要滚动功能部件之一。一套滚珠丝杠副由一根丝杠、一个螺母、多个钢球组合的旋转体；一副滚动直线导轨副由一根导轨、多个滑块、滑块

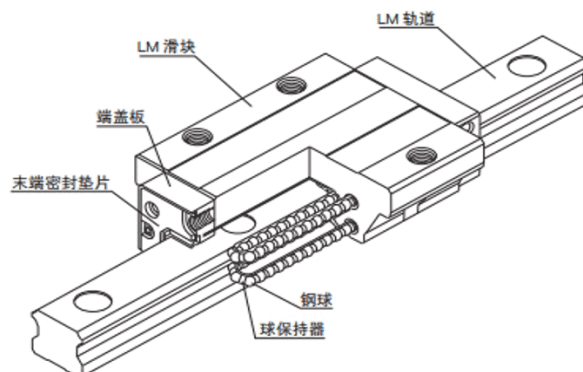
依靠多个滚珠或滚柱组合形成。一般情况下，一整套运行机构由两套滚动直线导轨及一根滚珠丝杠副组成，驱动运动部件实现精确移动。

图 34：滚珠丝杠示意图



资料来源：机械传动公众号，申万宏源研究

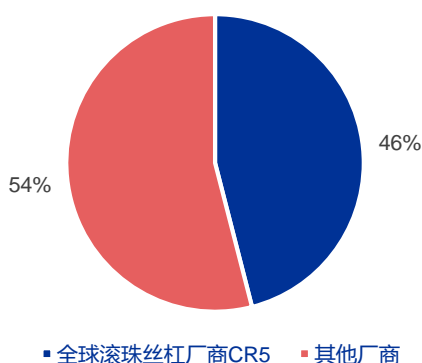
图 35：直线导轨示意图



资料来源：纳德堡机电公司官网，申万宏源研究

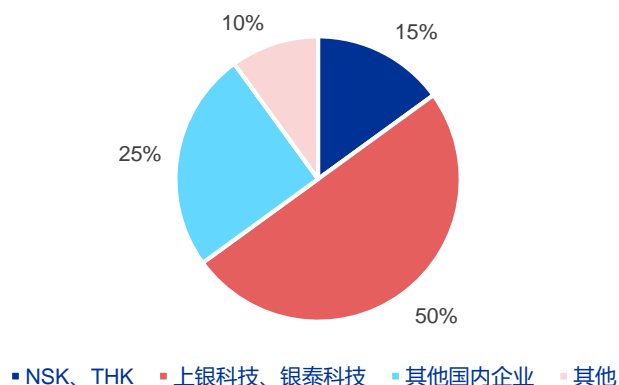
技术壁垒筑高市场集中度，国内市场主要被上银、银泰等厂商占据。滚动功能部件是一种对原材料、加工工艺和加工设备要求极高的核心部件，全球市场被瑞士 SCHNEEBERGER、日本 NSK、THK、德国 Rexroth 等国外企业垄断，根据秦川机床公告，CR5 市场占有率达到约 46%，日本和欧洲丝杠导轨企业占据了全球约 70% 的市场份额。在国内市场，目前日本 NSK、THK 等企业市场占有率约为 15%，中国台湾的上银科技（HIWIN）、银泰科技（PMI）市场占有率接近 50%，其他国内企业的市场占有率约为 25%。根据中国机床协会的统计，高档数控机床中的高端滚动功能部件国产化率仅为 5%，高端机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。

图 36：全球丝杠导轨厂商 CR5 市占率达到 46%



资料来源：秦川机床公告，申万宏源研究

图 37：我国丝杠导轨行业竞争格局



资料来源：秦川机床公告，申万宏源研究

4.1 直线导轨副产品对标头部企业，客户拓展成效显著

积极布局高精度直线导轨，2022 年正式启动产业化。为进一步提升公司在智能数控装备领域的未来竞争优势，同时瞄准国内工业机器人、高档数控机床、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国产化的巨大市场空间，公司将高精度滚动功

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。为加快产业化速度,公司打破常规项目实施方式,通过先租后建的方式(先租赁第三方生产线进行生产工艺验证测试,并同步进行自有生产线设计建设),在一年内完成了直线导轨副产品的生产工艺验证、专用生产设备研发、生产线设计建设及小批量试产工作。2022 年公司直线导轨副产品实现销售收入 444.40 万元。

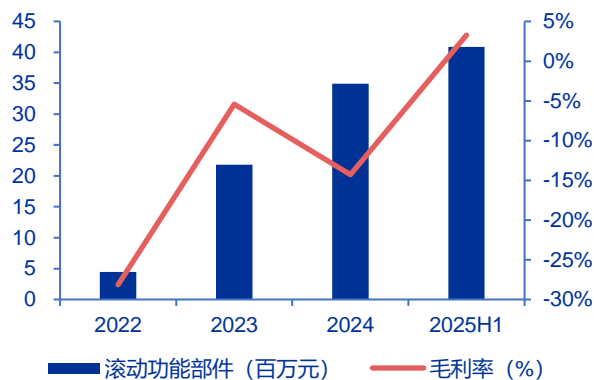
产品对标头部企业,看好未来收入增长及利润改善。公司对标 THK、NSK 及 HIWIN 等头部企业,从产品性能、渠道、口碑、市场、供应链整合等方面持续进行资源投入。随着生产工艺和技术体系逐渐完善,现已形成 SSA/DSA/SGA/SUA 等四大系列直线导轨副产品,初步满足客户主流需求。2025 年上半年,公司滚动功能部件业务实现销售收入 4087.48 万元,同比增长 208.89%,毛利率 3.28%。其中,直线导轨、滑块产品收入同比分别增长 153.39%、236.80%;面向中高端用户的直线导轨副产品收入同比大幅增长 758.27%。随着销售规模逐步扩大及生产工艺的持续优化,公司滚动功能部件产品品质得到市场的有效验证并逐步切入中高端用户市场,市场知名度和行业渗透率不断提升,业务规模效应正逐渐凸显,毛利率有望持续提升。

图 38: 公司直线导轨副产品



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 39: 公司滚动功能部件收入及毛利率



资料来源: Wind, 申万宏源研究

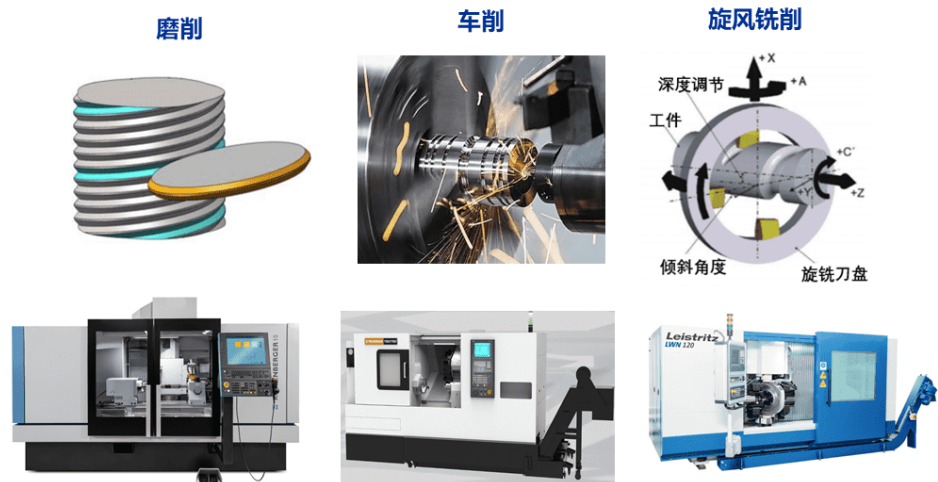
发力营销渠道布局, 行业及客户拓展成效显著。公司正积极推动直线导轨副产品在行业领先客户的装机验证工作, 并通过广告宣传和展会等方式提高知名度和市场影响力。2024 年, 公司通过参加十余场国内外专业展会持续发力营销渠道布局, 产品已成功运用至激光加工设备、3C 设备、光伏设备、数控机床以及各行业自动化生产线等应用场景, 客户认可度大幅提高。此外, 公司还通过产品广告投放、经销商网络建设、行业标杆客户攻关等方式进行营销渠道建设, 直接接触和服务终端客户, 客户数量与销售收入保持快速增长。根据公司年报, 2024 年公司直线导轨业务新客户数量增加 144.83%, 且新客户贡献了该业务当年收入的 54.92%。随着公司直线导轨副产品的市场知名度和行业渗透率不断提升, 公司滚动功能部件业务发展有望进一步提速。

4.2 收购 SMS 强化设备能力, 布局丝杠业务

当前丝杠量产难点仍在于螺纹加工工艺和设备。1) 工艺: 丝杠的螺纹加工可通过磨削、硬车、旋风铣削三种方式实现, 磨削精度高但效率低、设备价格贵, 硬车效率高但技术尚未成熟, 旋风铣削效率高但进口设备价格昂贵, 技术路线仍存在不确定性;) 设备: 丝杠核

心难点在于螺母内螺纹的加工,需依赖高端磨床(如日本、德国品牌)或高精度高刚性车床,但海外设备供给有限且价格高昂,国产设备精度尚存差距。

图 40: 丝杠螺纹加工可通过磨削、硬车、旋风铣削三种方式实现



资料来源: 金属切削公众号, 申万宏源研究

全球螺纹磨床行业由欧洲及日本公司主导,国内厂商近年来不断取得突破。欧洲及日本企业凭借长期的技术积累、先进的制造工艺和品牌优势,在高端螺纹磨床市场占据主导地位,如瑞士莱斯豪尔、德国克林贝格、德国勇克、德国 SMS、英国 Matrix、瑞士斯图特、美国德拉克、日本三井精机等。汉江机床(秦川机床子公司)、科之鑫(双林股份子公司)、华辰装备、敏嘉机床、晨光数控、上海机床厂等国产厂商通过持续的研发投入不断提升设备质量和性能,且在价格和交期等方面更具优势,逐渐打开市场局面,未来有望受益于人形机器人量产带来的丝杠等零部件需求猛增。

图 41: 全球螺纹磨床行业厂商

海外	国内
瑞士莱斯豪尔 德国克林贝格 德国勇克 德国 SMS 英国 Matrix 瑞士斯图特 美国德拉克 日本三井精机	恒而达: 收购 SMS 公司, 积极推进中国本土化生产 汉江机床: 在国内螺纹磨床市场市占率领先 科之鑫: 弯头磨杆技术得到行业及客户认可 华辰装备: 自研内外螺纹磨床, 获得福立旺 100 台批量化订单 日发精机: 自研内外螺纹磨床并已向部分客户交付使用 鼎泰高科: 已实现数控螺纹磨床的研发突破、行星滚柱丝杠样品试制 津上机床中国: 母公司技术导入, 试制外螺纹磨床 嵘泰股份: 子公司力准机械即将推出丝杠专机 未上市: 上海机床厂、敏嘉机床、晨光数控

资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

收购德国磨床企业 SMS 公司, 引入优质数控磨床产业资源。2025 年 5 月 9 日, 恒而达发布关于收购 SMS Maschinenbau GmbH 相关资产的公告: 公司与德国磨床企业 SMS Maschinenbau GmbH (简称 SMS 公司) 签署了《资产购买协议》, 拟以自有或自筹现金方式收购 SMS 公司名下高精度数控磨床业务, 并承接相关资产、特定合同权利义务及相关人员, 交易对价 850 万欧元。上述交易将由注册在德国的恒而达全资子公司 SMS Precision Machines GmbH 实施。

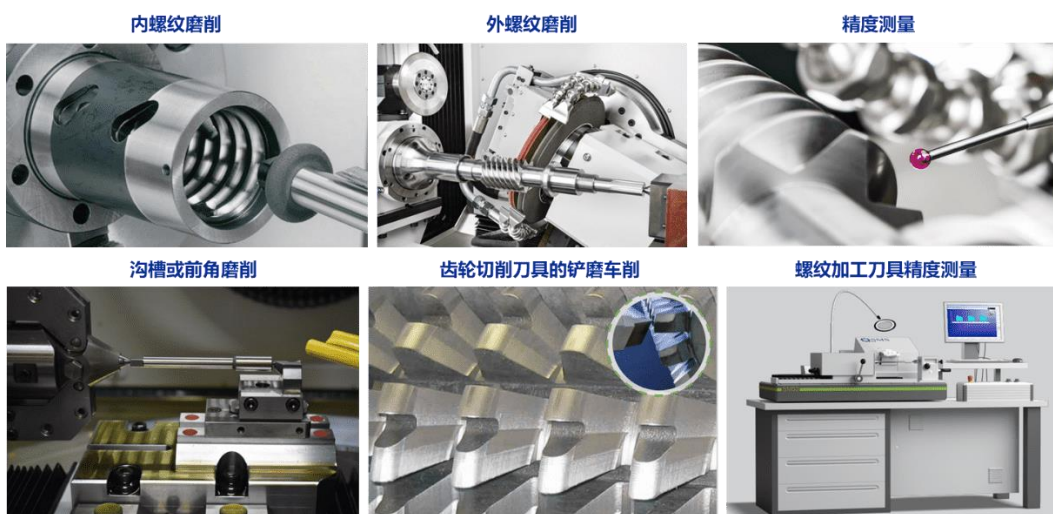
SMS：深耕行业 30 年的螺纹磨床厂商，具备规模化国际交付能力。SMS 公司创立于 1995 年，初期从事机械螺纹磨床数控化翻新改造业务，莱斯豪尔（Reishauer）及克林贝格（Klingelnberg）生产的机械螺纹磨床进行翻新并配备数控系统、操作系统等；2005 年接手瑞士莱斯豪尔全球螺纹磨技术及业务；2014 年接手德国克林贝格转子磨、螺纹磨业务。2006 年开始将重心转移至研发和制造数控螺纹磨床，现有产品包括：可用于各类丝杠加工的内螺纹磨床、外螺纹磨床；螺纹刀具、齿轮刀具的加工磨床及精度测量设备。在产品延伸方面，SMS 公司自 2024 年起已关注到行星滚柱丝杠大规模量产带来的螺纹磨床需求，正在推进小型丝杠螺纹磨床专机计划；于 2025 年初加盟的盖茨博士（Dr. Hansjoeg Geiser）将领导 SMS 技术团队研发磨齿机，盖茨博士拥有二十三年的磨齿机研发从业经验，先后在利勃海尔（Liebherr）及霍夫勒（HÖFLER）负责磨齿机的研发工作。

表 5：SMS 公司产品

序号	功能分类	产品型号	产品运用范围
1	内螺纹磨削	Heligrind SH 系列磨床	适用于各类丝杠螺母（如滚珠丝杠、行星滚柱丝杠、梯形丝杠、GI50 型磨床 杠等）、螺纹环规等进行内螺纹磨削
2	外螺纹磨削	Heligrind SH 系列磨床	适用于单头和多头传动蜗杆、螺纹塞规、滚珠丝杠/行星滚柱丝杠的丝杠或滚柱、螺纹加工工具（如螺纹切削丝锥、螺纹成型丝锥等）、齿轮（如直齿轮、齿条和特殊齿轮）、螺杆/挤出机螺杆、齿轮切削刀具（如滚刀、螺纹铣刀、插齿刀）、压缩机转子等进行外螺纹磨削
3	沟槽或前角磨削	Flutegrind SF 型磨床	适用于螺纹刀具（如螺纹切削丝锥、螺纹成型丝锥等）的沟槽磨削
4	齿轮切削刀具的铲磨车削	HDM 型数控滚刀铲齿车床	专门为滚刀和齿条铣刀的齿形铲削车削而设计，适用于螺纹铣刀、滚铣刀等齿轮切削刀具的成型加工
5	螺纹加工刀具精度测量	SM50 型数控测量机	该设备可对螺纹刀具（如螺纹切削丝锥、螺纹成型丝锥）的磨削质量进行几何检测，并且标配图形显示功能以及对后角（包括多边形形状及其升程量）进行数值评估的功能

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：SMS 公司现有产品可实现螺纹磨削及精度测量等功能



资料来源：公司官网，申万宏源研究

客户主要为工具制造、齿轮加工及驱动技术行业领先企业。经过三十年发展，SMS 从一家以磨床翻修改造及数控化升级为主业的公司成长为面向全球的创新型轮廓磨床和螺纹磨床供应商，客户主要为工具制造（丝锥、钻头等）、齿轮加工及驱动技术（如滚珠丝杠、行星滚柱丝杠等）等高精密零部件行业的领先企业，如瑞士 GZ AG/GSA（精密螺纹产品及行星滚柱丝杠制造）、德国 Karl Hipp（精密丝杠/滚珠丝杠制造）；瑞典 Sandvik（精密工具制造）、德国 EMUGE-Werk（精密工具制造）、德国 Hertweck（精密螺纹模具制造）、意大利 Fratelli Vernano（精密工具制造）、美国 Gleason（精密齿轮加工工具制造）等。

SMS 公司选择恒而达的原因：1) **技术与行业背景优势：**公司现有产品磨削环节的生产设备均为自主研发，具备性能和成本效率优势，对磨床工艺的深刻理解获得了 SMS 的认可；2) **发展战略契合：**高度赞同公司的后续经营方案，可以发挥 SMS 的技术和业务优势及恒而达规模化生产优势。恒而达支持 SMS 提升模块化、标准化、规模化生产水平，并快速推进磨齿机和丝杠专用螺纹磨床的研发及量产，同时将协助其导入中国成熟的供应链体系，加快中国本土化的试产工作；3) **保证管理与团队稳定：**恒而达与 SMS 达成共识，保留现有组织架构、管理层及全体在职员工，确保公司管理及研发团队的稳定性和顺利过渡。

三箭齐发，构建“欧洲技术、中国制造、全球市场”业务布局。SMS 公司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。本次交易完成后，公司将从三个方向着手进行业务布局：

1) **欧洲技术：**德国作为高精度机床及丝杠、导轨、轴承等滚动功能部件的制造强国，技术积累深厚，当地高精尖人才资源丰富，收购完成后，公司将把 SMS 定位为滚动功能部件和高精度机床业务的欧洲研发中心，构筑公司精密装备及滚动功能部件产品走向世界的桥头堡，推进磨齿机和丝杠专用机械设备的研发及量产；

2) **中国制造：**根据 SMS 需求协助其导入中国成熟的供应链体系，加快中国本土化的试产工作，支持 SMS 公司提升模块化、标准化、规模化生产水平。同时，在整合 SMS 公司技术优势和研发资源的基础上，将公司智能数控装备产业产品矩阵拓展至高精度数控螺纹磨床，高起点加快丝杠产品的研发及产业化推进速度；

3) **全球市场：**利用自身在中国客户基础和市场声誉，为 SMS 公司提供中国市场动态，共享客户数据库，与 SMS 公司一道携手开发中国市场。

图 43：三箭齐发，构建“欧洲技术、中国制造、全球市场”业务布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国产业效率与欧洲顶尖技术双向赋能、服务全球。公司正在推进滚珠丝杠副和行星滚柱丝杠副产品的研发和试制工作，为加快丝杠产品落地投产，亟需突破高精度螺纹磨床这

一关键工艺设备的技术及供应瓶颈。本次收购一方面有助于填补国内高精度磨床技术空白，迅速缩短国内高精磨床技术与国际先进水平的差距；另一方面可快速实现高精磨床的批量化国产，补齐公司机床装备短板，加速拓展高精度滚动功能部件产品在人形机器人、新能源汽车、航空航天等先进制造业的应用，从国产替代升级到国际领先；同时，德国精密加工人才资源丰富，收购完成后，公司将把 SMS 定位为滚动功能部件和高精度机床业务的欧洲研发中心，构筑公司精密装备及滚动功能部件产品走向世界的桥头堡。

SMS 高精度螺纹磨床国产化工作进展顺利。针对国内高精度磨床特别是螺纹磨床严重依靠进口的行业现状，公司以德国 SMS 公司的长期技术积累与丰富产品体系为依托，强化技术引进吸收和落地转化能力，高水准推进 SMS 高精度螺纹磨床国产化工作。目前，该项工作已完成核心产品技术图纸国产转化，技术交底、员工培训及国内供应链搭建等正在同步推进中。随着 SMS 高精度螺纹磨床国产化进程加速，公司智能数控装备业务将跻身全球高端机床供应链，并优化产品结构和深化产业协同，持续提升业务综合竞争力与可持续发展能力，全力构建公司“欧洲技术、中国制造、全球市场”的业务生态。

设立合资子公司恒望科技，与西北工业大学技术团队深度合作。2025 年 8 月 5 日，公司与西安望腾合资成立“福建恒望直线驱动科技有限公司”，专攻行星滚柱丝杠系列化产品。恒望科技与西北工业大学签署《技术开发（委托）合同》，就“行星滚柱丝杠专用螺纹磨床设备性能验证技术项目”展开专项合作。西北工业大学技术团队将围绕行星滚柱丝杠用内外螺纹磨床设备国产化、专机化目标，为恒望科技建立内外螺纹磨削仿真模型，研究螺纹设计参数与磨削加工参数的相互关系，通过行星滚柱丝杠内外螺纹关键零件试制与测试，指导机床高精度螺纹零件加工，并验证机床磨削性能、效率及精度、一致性等技术指标。同时，在德国全资子公司 SMS 设立高精度滚动功能部件研发中心，整合 SMS 的高精度螺纹磨床设备与西安望腾的行星滚柱丝杠自动化装配的专利技术优势，加速人形机器人专用丝杠的研发落地与产业化。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

预计公司 2025-2027 年营业收入分别 6.53/8.38/10.12 亿元，同比增速分别 11.7%/28.2%/20.8%；毛利率分别 28.9%/29.4%/30.4%。公司各业务预测具体如下：

模切工具：2024 年公司模切工具实现收入 2.68 亿元，同比下降 2.2%，毛利率 26.9%。公司重型模切工具进入成熟阶段，占据市场主导领先地位，持续为公司提供稳定的收入和利润；轻型模切工具已进入大规模量产阶段，为模切工具业务规模扩张注入新动力，轻型模切工具毛利率更高，将带动公司模切工具业务盈利能力改善。受益于轻型模切工具的快速增长，我们预计 2025-2027 年公司模切工具收入分别 2.76/2.85/2.93 亿元，对应同比增速分别 3%/3%/3%，毛利率分别 28%/29%/30%。

锯切工具：2024 年公司锯切工具实现收入 2.26 亿元，同比增长 9.5%。其中，硬质合金双金属带锯条产品销售收入同比增长 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，2024 年公司锯切工具产品毛利率稳步提升至 37.5%。随着高速钢双金属带锯条进入成长阶段，硬质合金双金属带锯条进入大规模量产阶段，将不断推动锯切工具收入规模继续扩大，盈利能力持续优化。我们预计 2025-2027 年公司锯切工具收入分别 2.38/2.57/2.83 亿元，对应同比增速分别 5%/8%/10%，毛利率分别 38.0%/38.5%/39.0%。

智能数控装备：2024 年公司智能数控装备实现收入 0.36 亿元，同比增长 53.7%。2025 年上半年公司智能数控装备收入 0.11 亿元，同比下降 41.0%，主要系公司主动收缩同质化竞争严重的业务；当前装备业务还处于起步阶段，随着公司积累技术经验，并且通过收购 SMS 加强尖端技术沟通协同与转化，公司装备性能有望持续改善；同时受益于 SMS 收入并表，明年装备业务收入体量有望保持快速增长，毛利率将得益于规模效应而逐步提升。我们预计 2025-2027 年收入分别 0.32/1.28/1.79 亿元，对应同比增速分别-10%/300%/40%，毛利率分别 13%/20%/25%。

滚动功能部件：2024 年公司滚动功能部件业务实现收入 0.35 亿元(主要为直线导轨)，同比增长 60.0%；2025 年上半年实现收入 0.41 亿元，同比增长 208.9%。该业务也是公司新增长点，公司一方面积极扩张直线导轨产能并拓展营销网络，丝杠产品也可复用直线导轨营销渠道；另一方面收购 SMS 公司将有效打通丝杠产品量产的设备和技术瓶颈，为丝杠产品规模量产和销售打好基础，未来滚动功能部件业务收入也将保持快速增长，毛利率有望扭亏并持续提升。我们预计 2025-2027 年收入分别 0.87/1.48/2.37 亿元，对应同比增速分别 150%/70%/60%，毛利率分别 0%/15%/20%。

表 6：恒而达主营收入拆分

		2024	2025E	2026E	2027E
合计	收入 (百万元)	585	653	838	1012
	yoy (%)	7.9%	11.7%	28.2%	20.8%
	成本 (百万元)	413	464	591	705
	毛利 (百万元)	172	189	246	307
	毛利率 (%)	29.4%	28.9%	29.4%	30.4%
模切工具	收入 (百万元)	268	276	285	293
	yoy (%)	-2.2%	0.03	0.03	0.03
	成本 (百万元)	196	199	202	205
	毛利 (百万元)	72	77	83	88
	毛利率 (%)	26.9%	28.0%	29.0%	30.0%
	收入占比 (%)	45.8%	42.3%	34.0%	29.0%
锯切工具	收入 (百万元)	226	238	257	283
	yoy (%)	9.5%	0.05	0.08	0.1
	成本 (百万元)	142	147	158	172
	毛利 (百万元)	85	90	99	110
	毛利率 (%)	37.5%	38.0%	38.5%	39.0%
	收入占比 (%)	.%	.%	.%	.%

智能数控装备	收入 (百万元)	36	32	128	179
	yoy (%)	53.7%	-0.1	3	0.4
	成本 (百万元)	32	28	102	134
	毛利 (百万元)	3	4	26	45
	毛利率 (%)	9.0%	13.0%	20.0%	25.0%
	收入占比 (%)	6.1%	4.9%	15.3%	17.7%
滚动功能部件	收入 (百万元)	35	87	148	237
	yoy (%)	60.0%	1.5	0.7	0.6
	成本 (百万元)	40	87	126	190
	毛利 (百万元)	-5	0	22	47
	毛利率 (%)	-14.3%	0%	15%	20%
	收入占比 (%)	6.0%	13.4%	17.7%	23.5%
其他	收入 (百万元)	20	20	20	20
	yoy (%)	21.7%	0%	0%	0%
	成本 (百万元)	3	3	3	3
	毛利 (百万元)	17	17	17	17
	毛利率 (%)	84.3%	85.0%	85.0%	85.0%
	收入占比 (%)	3.4%	3.1%	2.4%	2.0%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

5.2 相对估值

随着人形机器人量产渐行渐近, 核心零部件反向式行星滚柱丝杠及其加工设备需求有望放量, 未来机器人行业将成为公司重要增量, **我们选取在丝杠领域具备代表性的秦川机床、北特科技、斯菱股份、五洲新春作为可比公司。** 1) 秦川机床主业为数控机床及相关重要零部件, 其子公司汉江机床聚焦滚动功能部件, 主要产品包括丝杠导轨以及螺纹磨床设备, 与恒而达的滚动功能部件业务及磨床设备业务均具备可比性; 2) 北特科技: 与客户合作开发行星滚柱丝杠等多种丝杠产品, 应用于汽车、人形机器人等领域。已在上海投建丝杠产线, 设备齐全, 能实现全工序独立完成生产; 2024 年 10 月 15 日签订《投资协议》, 在昆山建设行星滚柱丝杠研发生产基地项目。与恒而达的滚动功能部件业务具备可比性; 3) 斯菱股份: 现有丝杠产品在研, 与恒而达的滚动功能部件业务具备可比性。4) 五洲新春: 具备丝杠产品的正向设计与自主研发能力, 具备显著的批量化降本优势, 能为客户提供高性价比的丝杠产品, 目前相关丝杠产品已对接下游重点客户并获得客户认可, 与恒而达的滚动功能部件业务具备可比性。

首次覆盖, 给予“增持”评级。 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 0.61/1.03/1.40 亿元, 公司当前股价 (2025/12/8) 对应 25-27 年 PE 分别为 155x/91x/67x, 25/26/27 年可比公司 PE 均值分别 139/107/78x。公司深耕行业多年, 具备显著的装备自制优势, 并且通过收购 SMS 强化装备及丝杠能力, 产品矩阵将进一步完善, 未来机器人量产将为公司带来新增长空间。考虑到今年公司收购 SMS, 发生较多中介费、差旅费等一次性费用, 影响 2025 年业绩, 预计 2026 年随着 SMS 经营重回正轨, 公司费用压力将大幅减小, 利润重回增长

通道，因此我们选择 2026 年数据进行比较，2026 年公司 PE 为 91x，可比公司 PE 均值为 107x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值表

公司代码	公司简称	2025/12/8	归母净利润（亿元）				PE			
		市值（亿元）	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
000837.SZ	秦川机床	128	0.54	0.80	1.03	1.30	238	160	125	99
603009.SH	北特科技	143	0.71	1.20	1.72	2.97	200	119	83	48
301550.SZ	斯菱股份	283	1.90	2.16	2.53	3.30	149	131	112	86
603667.SH	五洲新春	198	0.91	1.35	1.81	2.46	216	147	109	80
							201	139	107	78
300946.SZ	恒而达	94	0.87	0.61	1.03	1.40	108	155	91	67

资料来源：Wind，申万宏源研究 注：其中可比公司预测为 Wind 一致预期

6. 风险提示

（一）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，进而会影响公司产品及所处行业的经营情况和未来发展，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。

（二）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，有可能导致公司面临短期内原材料供应紧张、采购成本增加及重新建立采购渠道等问题，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。

（三）投资项目不达预期风险

虽然公司已就项目投资情况进行了充分的市场调查和审慎评估，但项目在实施过程中仍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。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	542	585	653	838	1,012
营业收入	542	585	653	838	1,012
营业总成本	446	483	563	714	848
营业成本	381	413	464	591	705
税金及附加	3	5	6	7	9
销售费用	12	17	23	28	31
管理费用	24	26	41	52	62
研发费用	26	20	26	32	36
财务费用	0	2	2	4	5
其他收益	3	8	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
信用减值损失	0	-2	0	0	0
资产减值损失	-3	-9	-12	-7	-6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	100	100	79	117	158
营业外收支	-1	-1	-10	0	0
利润总额	99	99	69	117	158
所得税	12	12	8	14	19
净利润	87	87	61	103	139
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	87	87	61	103	140

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	87	87	61	103	139
加：折旧摊销减值	31	55	55	56	61
财务费用	1	2	2	4	5
非经营损失	8	-3	0	0	0
营运资本变动	-57	-75	-27	-66	-59
其它	0	0	-12	-7	-6
经营活动现金流	70	67	80	90	141
资本开支	188	81	114	114	114
其它投资现金流	54	49	0	0	0
投资活动现金流	-134	-32	-114	-114	-114
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	86	-1	47	83	21
支付股利、利息	29	31	20	16	26
其它融资现金流	-8	1	0	0	0
融资活动现金流	50	-30	26	66	-5
净现金流	-15	6	-8	42	22

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	722	710	748	906	1,031
现金及等价物	167	116	107	150	172
应收款项	213	211	211	211	211
存货净额	323	375	422	537	640
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	19	8	8	8	8
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	667	711	782	847	906
无形资产及其他资产	65	61	61	61	61
资产总计	1,454	1,482	1,591	1,814	1,998
流动负债	269	232	295	422	483
短期借款	60	49	92	170	186
应付款项	182	160	180	229	273
其它流动负债	27	23	23	23	23
非流动负债	64	69	73	78	82
负债合计	333	301	368	500	565
股本	120	120	156	156	156
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	594	594	558	558	558
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	49	58	64	74	88
未分配利润	356	408	444	525	630
少数股东权益	1	1	1	1	0
股东权益	1,121	1,181	1,223	1,314	1,433
负债和股东权益合计	1,454	1,482	1,591	1,814	1,998

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.56	0.39	0.66	0.89
每股经营现金流	0.45	0.43	0.51	0.58	0.90
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.08	0.13
每股净资产	7.18	7.56	7.84	8.42	9.18
关键运营指标(%)					
ROIC	8.1	7.5	4.9	7.5	9.4
ROE	7.8	7.4	5.0	7.8	9.7
毛利率	29.9	29.4	28.9	29.4	30.4
EBITDA Margin	23.6	24.7	17.5	20.3	21.6
EBIT Margin	18.3	17.2	10.9	14.4	16.1
营业总收入同比增长	12.3	7.9	11.7	28.2	20.8
归母净利润同比增长	-8.4	0.0	-30.6	69.9	35.5
资产负债率	22.9	20.3	23.1	27.6	28.3
净资产周转率	0.48	0.50	0.53	0.64	0.71
总资产周转率	0.37	0.39	0.41	0.46	0.51
有效税率	12.1	11.8	11.8	11.8	11.8
股息率	0.0	0.0	0.2	0.1	0.2
估值指标(倍)					
P/E	107.8	107.7	155.1	91.3	67.4
P/B	8.4	8.0	7.7	7.2	6.6
EV/Sale	17.6	16.3	14.7	11.5	9.6
EV/EBITDA	74.6	65.8	83.7	56.8	44.3
股本	120	120	156	156	156

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。