



# 耐普矿机 (300818.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 耐磨备件长坡厚雪,看好公司股份突围

### 投资逻辑:

**为什么看好耐磨备件:** 空间大+耗材属性+上行周期+国产份额低  
**市场空间大:** 根据公司 2023 年公告信息,公司的矿用耐磨备件产品根据测算一年全球行业营收在 400 亿元人民币左右。耐磨备件属于矿山机械售后市场,伟尔集团 (LON:WEIR) 近 3 年收入有接近 80%来自于售后市场,售后市场已成为海外矿山机械龙头的主要收入来源。

**具有耗材属性实现穿越周期成长:** 耐磨备件有较强耗材属性,伟尔集团售后市场收入从 2011 年到 2023 年复合增速超过 7%,伴随矿山机械装机量提升实现了穿越周期的稳健增长。

**当前正处高景气上行周期:** 目前全球矿山机械正处上行周期,国内矿山机械行业景气度也持续向上,铜、金作为矿山机械主要下游价格维持高位有望刺激行业景气度继续上行。

**国产品牌份额低:** 耐磨备件行业进入壁垒较高,美卓集团 (HLSE: METSO)、伟尔集团、AIA (BSE: 532683) 等海外龙头收入体量较大,占据了大部分市场,国内耐磨备件企业相关业务收入规模普遍低于 10 亿元人民币,未来有较大成长空间。

**为什么看好公司能够实现突围: 材料端、客户端共振打造新机会**  
**材料端的机会:** 根据公司 2024 年公告信息,目前选矿环节橡胶耐磨备件替代率为 10%左右,在磨机不断大型化背景下橡胶材料经济性持续提升,有望推动替代。而公司专注橡胶、锻造高合金耐磨钢等材料研发多年且较早开发了金属橡胶复合材料产品,构筑差异化竞争优势,利用新材料机会实现了美伊电钢、中信重工等大客户突破。目前公司继续向特种陶瓷材料等新领域布局,新材料有望持续创造新机会。

**客户端的机会:** 中国采矿业对外投资增速较快,带动了国产矿山机械企业配套机会,公司核心大客户紫金矿业、江西铜业等积极进行全球资源布局,公司有望持续受益于中资矿企出海带来的中国矿山机械份额提升。

### 投资建议

预计公司 24 至 26 年实现归母净利润 1.55/2.21/2.96 亿元,对应当前 PE26X/18X/14X,考虑公司橡胶耐磨备件业务有较好成长前景同时盈利能力较强,公司业绩有望实现高增长,给予公司 25 年 25 倍 PE,对应目标价 36.07 元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

新材料渗透率提升不及预期,下游资本支出不及预期,中资矿企海外扩张不及预期,可转债余额较大。

### 机械组

分析师: 满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师: 李嘉伦 (执业 S1130522060003)

lijialun@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 26.65 元

目标价 (人民币): 36.07 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	749	938	1,300	1,504	1,836
营业收入增长率	-28.92%	25.28%	38.62%	15.70%	22.04%
归母净利润(百万元)	134	80	155	221	296
归母净利润增长率	-27.06%	-40.39%	93.19%	42.85%	33.79%
摊薄每股收益(元)	1.919	0.763	1.010	1.443	1.930
每股经营性现金流净额	1.83	2.90	1.43	2.26	2.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.66%	6.01%	10.85%	14.08%	16.67%
P/E	13.89	34.95	26.39	18.47	13.81
P/B	1.48	2.10	2.86	2.60	2.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

注: 2022 年有 0.89 亿元资产处置收益,高基数导致 23 年利润降幅较大



## 内容目录

1. 为什么看好耐磨备件：空间大+耗材属性+上行周期+国产份额低.....	4
1.1 耐磨备件作为矿山机械售后市场属于长坡厚雪优质赛道.....	4
1.2 海外龙头领跑市场竞争格局清晰，国内企业份额较低成长空间较大.....	8
2. 为什么看好公司能够实现突围：材料端、客户端机会共振.....	10
2.1 材料端的机会：橡胶复合衬板在球磨机渗透率有望持续提升，创造客户切入机会.....	10
2.2 客户端的机会：中资矿企出海，促进国产品牌全球市占率提升，助力公司出海成长.....	14
2.3 在上述因素叠加作用下，公司耐磨备件业务表现优异，1Q24 订单高增长.....	20
3. 盈利预测与投资建议.....	20
3.1 盈利预测.....	20
3.2 投资建议.....	22
4. 风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1： 耐磨备件广泛应用于矿山机械破碎机、磨机、渣浆泵等环节.....	4
图表 2： 海外头部厂商矿商装备业务售后市场占比高.....	4
图表 3： 矿山装备售后市场规模大.....	4
图表 4： 旋回破碎机通常每半年进行一次耐磨衬板的更换.....	5
图表 5： 伟尔集团售后市场收入从 2011 至 2023 实现了 7%以上复合增速，完成穿越上行、下行周期的稳健增长.....	5
图表 6： 全球头部矿业公司资本支出进入新一轮上行期.....	6
图表 7： 国内矿山机械行业处于上行周期.....	6
图表 8： 矿山机械行业利润增速呈上升趋势.....	6
图表 9： 铜、金、铁矿构成矿山机械的主流需求.....	7
图表 10： 黄金价格涨超上一轮周期高点.....	7
图表 11： 铜价格涨超上一轮周期高点.....	7
图表 12： 24 年铜、金、铁全球资本支出仍会增长至 786.4 亿美元.....	8
图表 13： 海外市场参与者收入体量较大.....	8
图表 14： 海外龙头企业已经形成了通过设计优化、材料优化、提供配套服务以降低客户综合使用成本的业务模式.....	9
图表 15： 伟尔集团耐磨备件共有 27 个品牌.....	9
图表 16： 国内耐磨备件相关企业收入体量较小，相比海外龙头有较大成长空间.....	10
图表 17： 矿山行业主要耐磨衬板材料.....	10



图表 18: 金属橡胶复合衬板以长寿命、停机维护时间更短、电耗更低、磨球消耗更低降低磨机使用的综合成本 ..... 11

图表 19: 在球磨机中橡胶复合衬板有望以更高的经济性推进替代, 为公司创造切入机会 ..... 11

图表 20: 伟尔集团主要橡胶备件产品目前主要覆盖渣浆泵、橡胶管道等 ..... 12

图表 21: 美伊电钢从竞争对手成为合作伙伴, 已成为公司核心客户之一 ..... 12

图表 22: 中信重工在橡胶备件领域与公司开展合作 ..... 13

图表 23: 公司目前橡胶耐磨备件产品覆盖选矿设备多个环节 ..... 13

图表 24: 公司在现有材料领域持续推进研发提升产品性能 ..... 13

图表 25: 公司已申请了多个与特种陶瓷材料相关的产品专利, 新材料有望继续创造新机会 ..... 14

图表 26: 2018-22 年中国采矿业对外投资持续扩张 ..... 15

图表 27: 22 年中国采矿业对外投资存量达 2101.3 亿美元 ..... 15

图表 28: 2016-23 年国内矿商资本支出 CAGR 达 22.6%, 高于外资的 9.1% ..... 15

图表 29: 中国矿山机械出口额持续增长 ..... 16

图表 30: 23 年中国矿山机械进口额萎缩至 2.8 亿美元 ..... 16

图表 31: 近两年海外龙头矿山机械厂商欧洲地区收入占比下滑 ..... 16

图表 32: 南美地区主要铜矿产国资本支出短期承压 ..... 17

图表 33: “一带一路”地区部分国家铜矿资本支出维持高位 ..... 17

图表 34: “一带一路”友好地区是世界铜矿主产地 ..... 17

图表 35: 能源转型对铜矿需求持续扩张 ..... 17

图表 36: 公司从客户结构看有望持续受益于中资矿企全球扩张带来的机会 ..... 18

图表 37: 公司大客户紫金矿业持续在海外进行矿山资源配置, 公司有望持续受益 ..... 18

图表 38: 公司海外收入高增长且占比呈上升趋势 ..... 19

图表 39: 公司海外市场收入毛利率更高 ..... 19

图表 40: 公司 1Q24 海外市场新签订单高增长 ..... 19

图表 41: 公司橡胶耐磨制品高速增长同时毛利率较高 ..... 20

图表 42: 公司 23 年新签订单高增长 ..... 20

图表 43: 1Q24 公司耐磨备件订单同比增长 64% ..... 20

图表 44: 公司分业务预测 ..... 21

图表 45: 可比公司估值 ..... 22

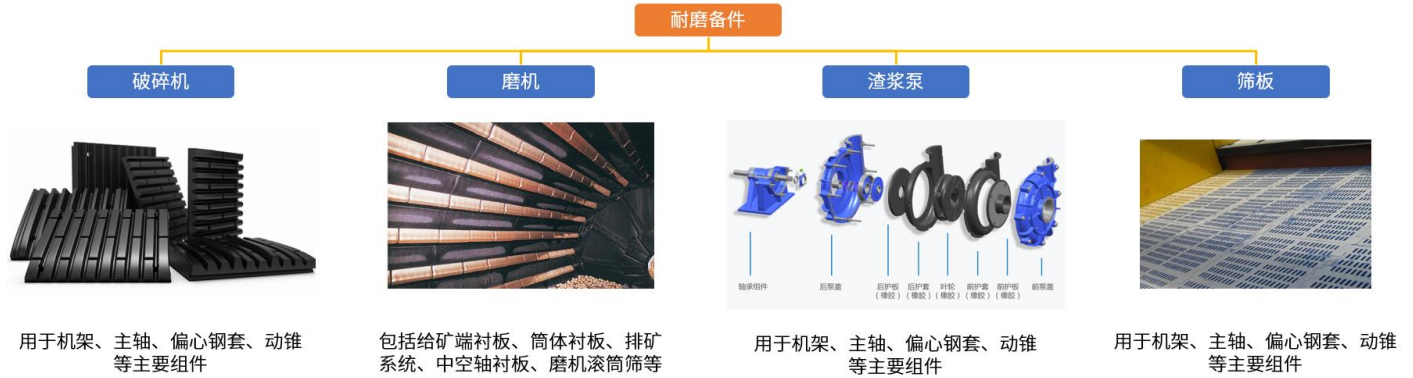


## 1.为什么看好耐磨备件：空间大+耗材属性+上行周期+国产份额低

### 1.1 耐磨备件作为矿山机械售后市场属于长坡厚雪优质赛道

矿山机械在运行过程中工况较为恶劣，需要使用耐磨材料制成的零部件来保护设备免受物料的直接冲击和磨损，延长设备使用寿命与确保长时间稳定运行。在破碎机、磨机、筛网、浮选机、管道等广泛应用。

图表1：耐磨备件广泛应用于矿山机械破碎机、磨机、渣浆泵等环节



来源：美卓集团官网，耐普矿机官网，国金证券研究所

耐磨备件属于矿山机械售后市场，空间大且具有耗材属性，属于极优质赛道：

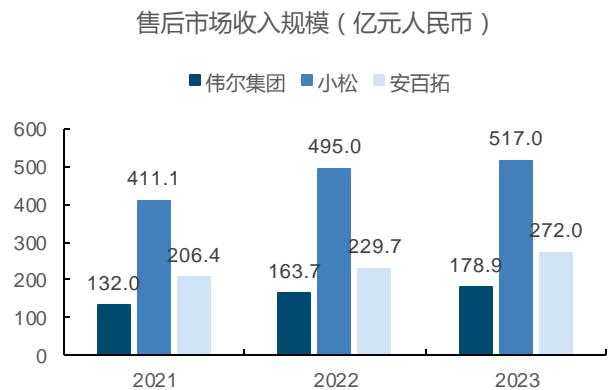
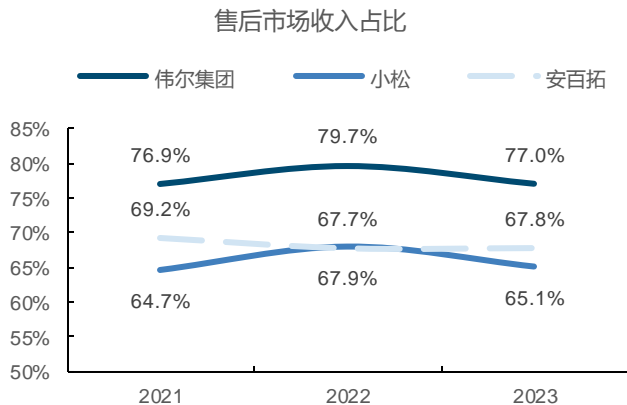
1) 售后市场已成为矿山机械龙头主要收入来源，市场空间较大

耐磨备件属于矿山机械的售后市场，我们目前看到全球龙头企业售后市场收入占比高，成为了业绩增长的稳定器。2019-23年，头部厂商伟尔集团、小松、安百拓矿山板块售后市场收入占比均高于60%，售后市场是成熟的矿山装备厂商主要收入来源。

根据公司2023年公告信息，公司的矿用耐磨备件产品根据测算一年全球行业营收在400亿元人民币左右。

图表2：海外头部厂商矿商装备业务售后市场占比高

图表3：矿山装备售后市场规模大



来源：各公司公告，Capital IQ，国金证券研究所

来源：各公司公告，Capital IQ，国金证券研究所

注：伟尔集团、小松、安百拓为矿山装备售后市场收入

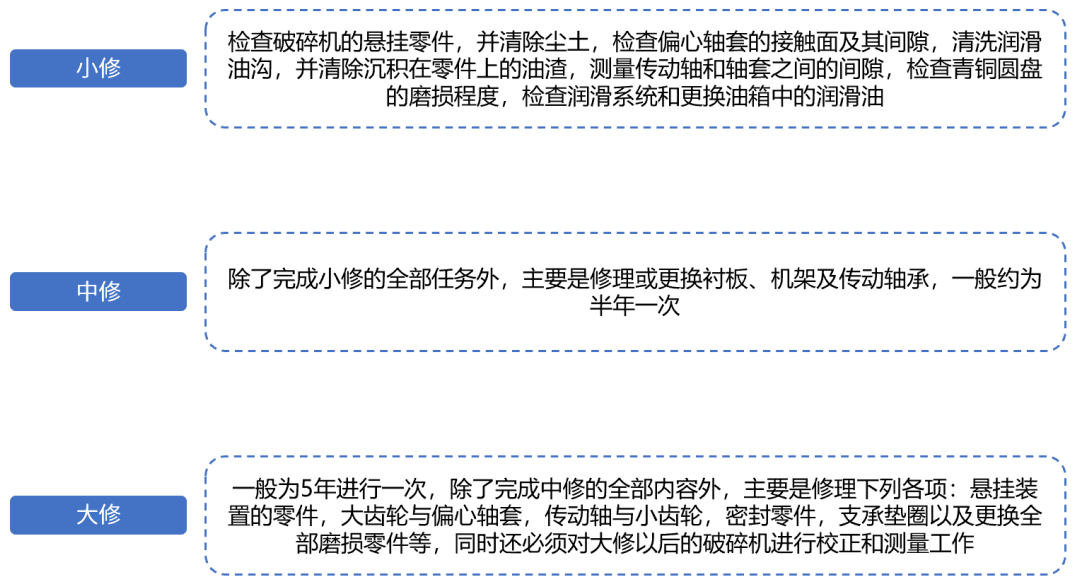
注：伟尔集团、小松、安百拓为矿山装备售后市场收入；售后市场的收入除了耐磨备件外也包含服务、零部件等，故收入体量大于前面提到的400亿元人民币

2) 头部企业售后市场保持高复合增长，耗材属性打造业绩稳定器

耐磨备件具有较强耗材属性，跟随全球矿山机械装机量提升需求稳定增长。以破碎机为例，通常为保障设备运行需进行小修、中修、大修，定期进行零部件和耐磨备件的更换，在半年一周期的中修往往就会进行耐磨衬板的更换。



图表4: 旋回破碎机通常每半年进行一次耐磨衬板的更换



来源：《实用铁矿石选矿手册》，国金证券研究所

以伟尔集团为例，其售后市场从2011至2023年保持了超过7%复合增速，尤其是在矿山机械行业的下行周期中依旧保持了稳健增长，成为了业绩稳定器。

图表5: 伟尔集团售后市场收入从2011至2023实现了7%以上复合增速，完成穿越上行、下行周期的稳健增长



来源：伟尔集团年报，国金证券研究所

矿山机械目前正处于上行周期，耐磨备件行业景气度也有望跟随持续向上：

全球头部矿业公司资本支出进入新一轮上行期。

2001-2008年：新兴经济体建设发展，城镇化发展等催动矿业需求，采矿投资稳健上行；

2008-2009年：受国际金融危机影响，宏观经济运行较差，矿业公司资本开支偏谨慎；

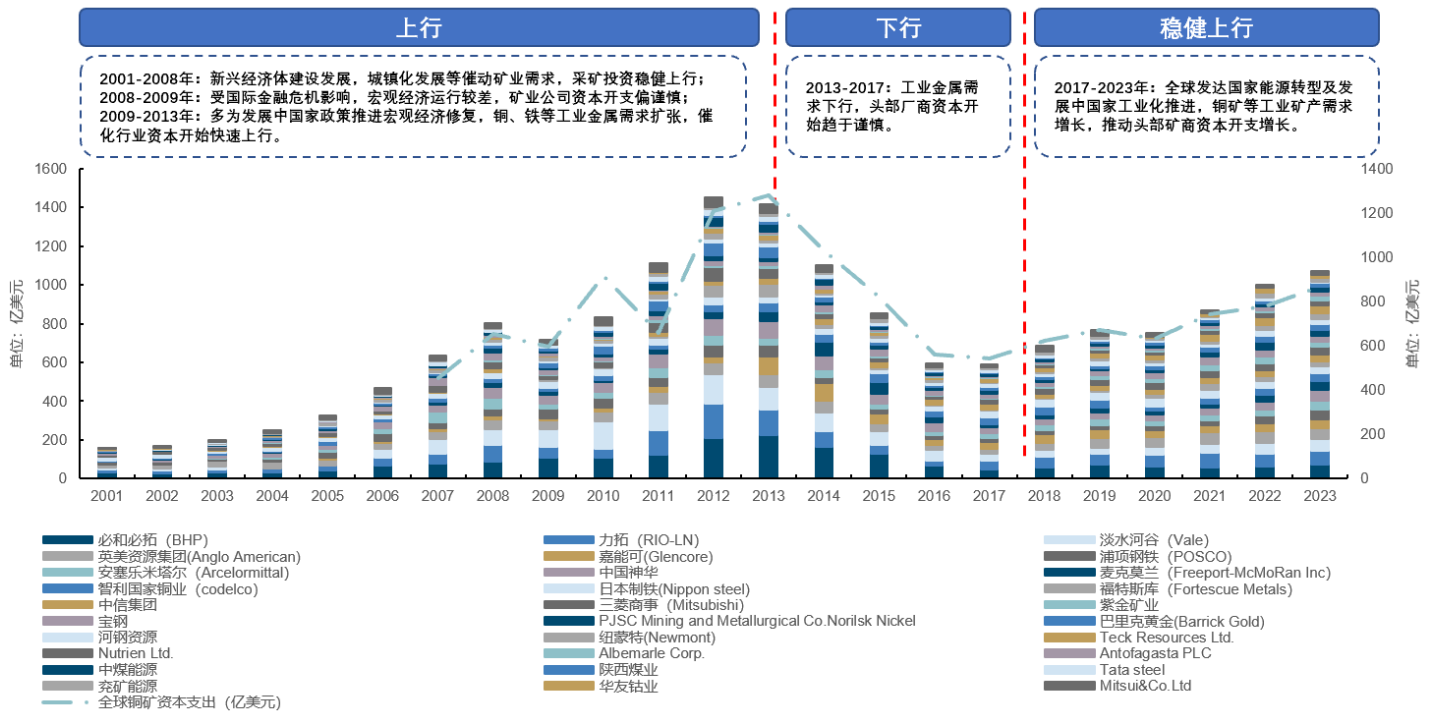
2009-2013年：多数发展中国家政策推进宏观经济修复，铜、铁等工业金属需求扩张，催化行业资本开始快速上行。

2013-2017年：工业金属需求下行，头部厂商资本开始区域谨慎。

2017-2023年：全球发达国家能源转型及发展中国家工业化推进，铜矿等工业矿产需求增长，推动头部矿商资本开支增长。



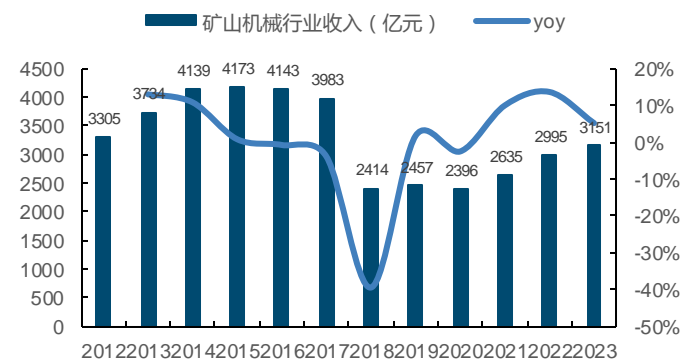
图表6: 全球头部矿业公司资本支出进入新一轮上行期



来源: Capital IQ, Bloomberg, S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

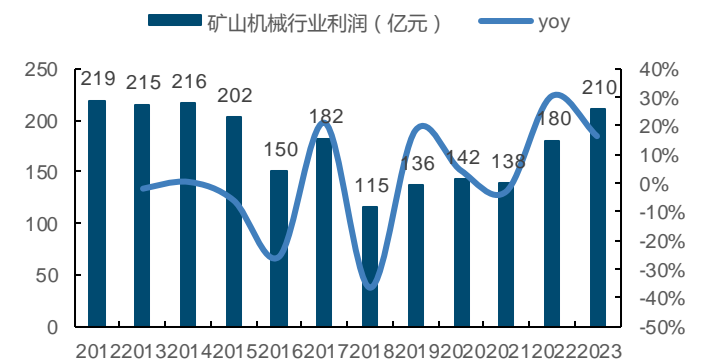
中国矿山机械近几年景气度向好。根据中国重型机械工业协会数据, 2021-23 年中国矿山机械行业收入/利润分别为 2635/138 亿元、2995/180 亿元、3151/210 亿元, 行业收入稳健增长, 利润大幅扩张, 系中国矿山机械产品竞争力提升, 大型化设备逐渐获得认可, 高毛利的产品持续放量, 看好中国矿山机械行业量利双增。

图表7: 国内矿山机械行业处于上行周期



来源: 中国重型机械工业协会, 国金证券研究所 注: 2018 年相对 2017 年年统计口径有调整, 按调整后口径计算 2018 年收入同比+9.2%

图表8: 矿山机械行业利润增速呈上升趋势

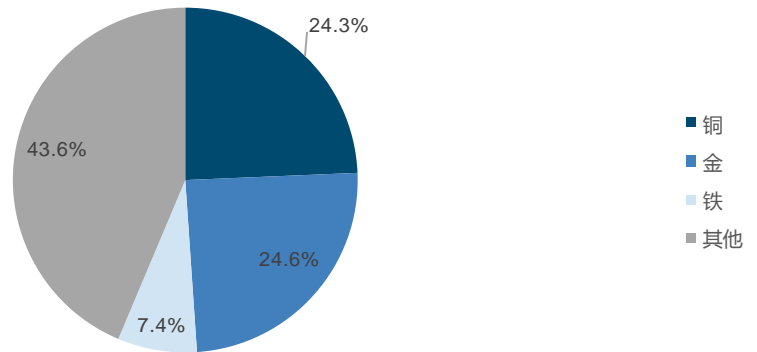


来源: 中国重型机械工业协会, 国金证券研究所 注: 2018 年相对 2017 年年统计口径有调整, 按调整后口径计算 2018 年利润同比+30.0%

铜、金、铁矿为矿山装备的主要下游, 对应矿商资本支出较大程度影响矿山主机装备需求的景气度。根据头部公司年报, 22 年铜、金、铁矿开采为主要矿业机械需求领域, 占比分别为 24.3%、24.6%、7.4%, 总占比超过 50%, 这三类金属行业的资本支出将较大程度地影响矿业装备行业需求的景气度。



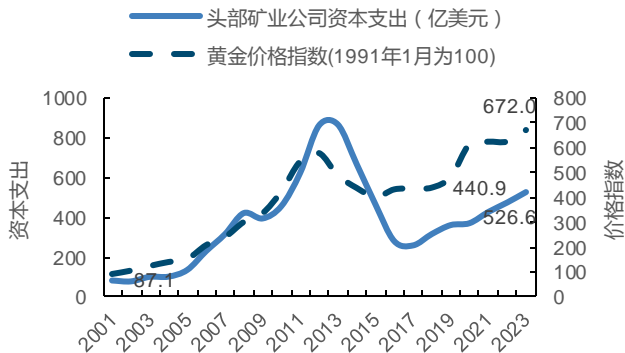
图表9: 铜、金、铁矿构成矿山机械的主流需求



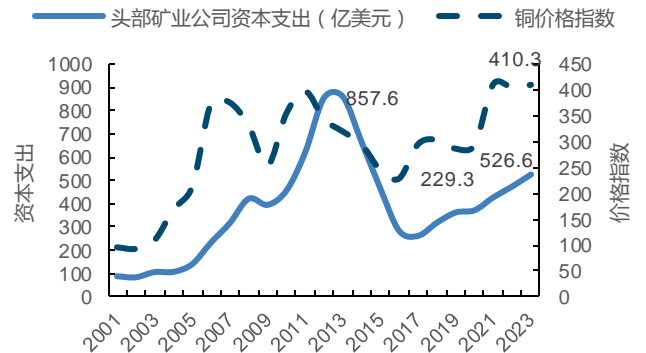
来源: 安百拓年报, 伟尔集团年报, 山特维克年报, 国金证券研究所

铜、黄金价格维持高位有望支撑行业资本开支持续上行。通过对比上一轮周期来看(2001-2013年), 黄金、铜价格与头部矿业公司资本支出呈现较明显的正相关; 23年黄金、铜价格已经超过上一轮上行周期高点, 但行业资本支出并未恢复前高, 我们认为主要金属价格高位运行有望继续催化资本开支扩张。

图表10: 黄金价格涨超上一轮周期高点



图表11: 铜价格涨超上一轮周期高点



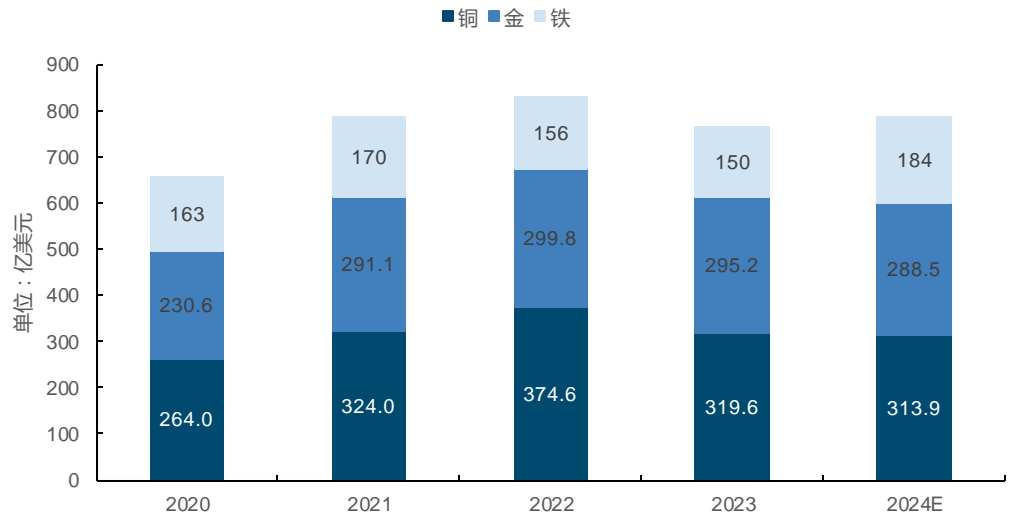
来源: Capital IQ, iFinD, 世界黄金协会, 国金证券研究所

来源: Capital IQ, iFinD, 上海有色, 国金证券研究所

主流金属矿资本支出将位于相对高位水平。根据 S&P Global 预测, 铜矿和金矿的资本支出未来四年将有所下行, 但随着矿山项目资本密集度提升, 叠加老矿山更新及矿山智能化建设推进, 24年铜、金、铁全球资本支出仍会增长至 786.4 亿美元, 位于相对高位水平。



图表12: 24 年铜、金、铁全球资本支出仍会增长至 786.4 亿美元



来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

### 1.2 海外龙头领跑市场竞争格局清晰, 国内企业份额较低成长空间较大

目前耐磨备件的海外市场参与者主要以全球矿山机械设备龙头企业例如美卓集团、伟尔集团等, 或专门提供备件解决方案的美伊电钢、AIA 等企业, 企业发展时间长、规模大。

图表13: 海外市场参与者收入体量较大

公司	主要业务	相关业务收入体量
美卓集团 (HLSE : METSO)	为砂石骨料、矿山、金属冶炼行业提供设备、备件的系统解决方案与服务	23 年营收 53.9 亿欧元, 其中矿山板块占比 75% 对应 37.73 亿欧元, 折人民币 287.88 亿元
伟尔集团 (LON:WEIR)	1871 年成立, 服务矿业、油气、电力等行业, 下属矿业部, 专长于提供和支持各种渣浆设备解决方案	23 年营收 26.36 亿英镑, 其中资源板块 19.37 亿英镑, 折人民币 170.26 亿元
AIA (BSE: 532683)	成立于 1979 年, 为矿山、水泥、采石行业提供耐磨件	23 年营业收入 514.33 亿卢比, 折人民币 43.96 亿元
美伊电钢 (SNSE:ELECTMETAL)	为客户提供破碎、磨矿整体解决方案, 包含耐磨衬板、耐磨钢球等产品	23 年营业收入 11714.3 亿智利比索, 折人民币 98.28 亿元

来源: 各公司官网, IFIND, 国金证券研究所

注: 按照 23 年平均汇率计算

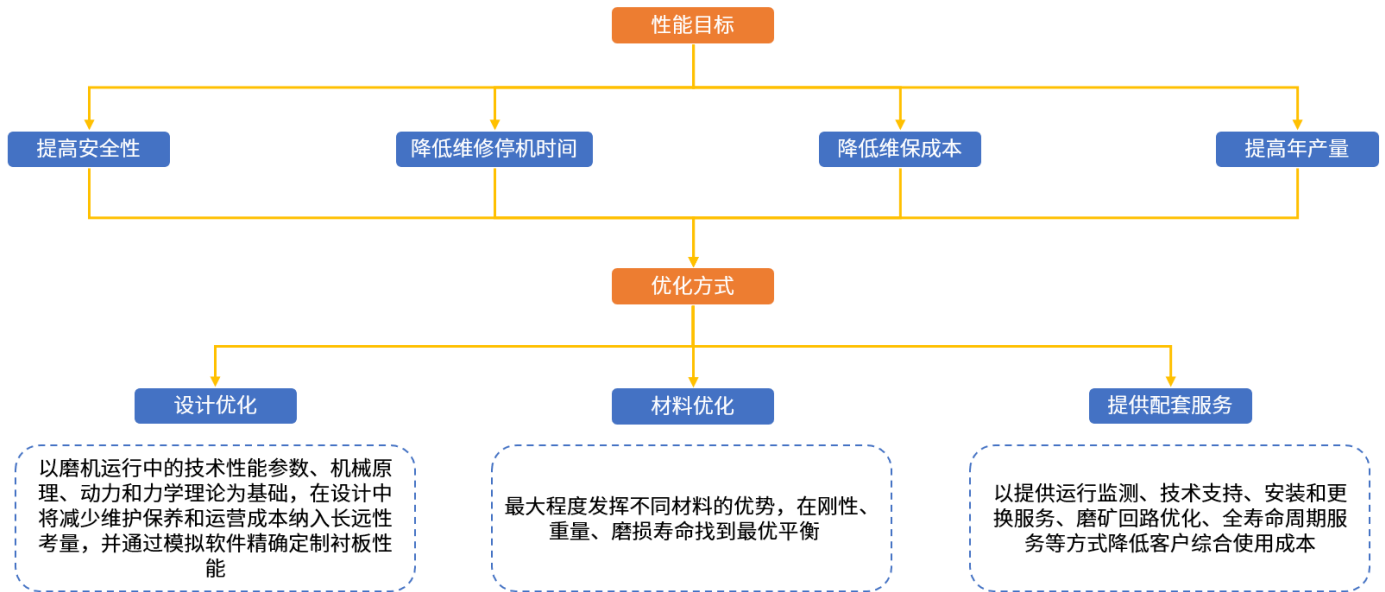
海外龙头企业以多年经验构筑的产品+服务能力构筑较强竞争壁垒:

1) 海外龙头企业形成了综合产品+服务的业务模式。以磨机耐磨衬板为例, 其属于定制化耐磨件, 从材料类型到设计均对磨矿成本有较大影响, 海外龙头企业通过多年发展, 目前已经形成了通过设计优化、材料优化、提供配套服务以降低客户综合使用成本的业务模式。





图表14: 海外龙头企业已经形成了通过设计优化、材料优化、提供配套服务以降低客户综合使用成本的业务模式



来源：美卓集团官网，国金证券研究所

- 海外龙头企业积累了大量长时间运行案例，产品力有较强可追溯性，更容易获得客户认可。以中国齐大山铁矿采场为例，从1995年底投产安装了一台美卓旋回破碎机，22年来一直保持稳定运行。2012年美卓与齐大山铁矿进行了破碎机衬板长寿化工业试验，通过采用美卓衬板经过测算每年可降低运行成本625万以上，每年可多运行36天。
- 海外龙头企业通过多年并购打造了强大的品牌矩阵，产品覆盖面广并不断推出新的材料和产品。

图表15: 伟尔集团耐磨备件共有27个品牌

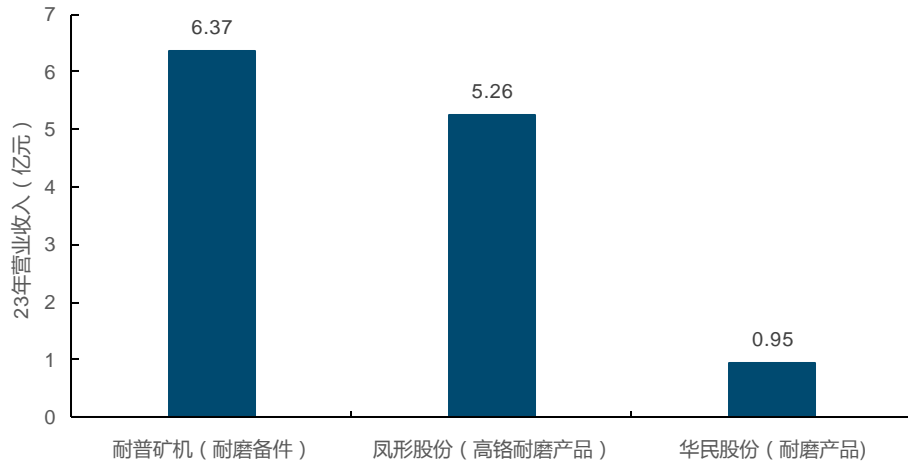
All-Cast™ Cast Blades and End Bits	Aspir™ Centrifuges and Filters	Bucyrus Blades™ Blade Products	Carbide Plus™ Blades with Carbide Inserts and Embedded Carbide
Enduron® HPGR and Screens	ESCO® Attachments, Wear Parts and Industrial Products	EverSharp® LHD Lip System	GeoVor® Dredge Tooth System
Infinity® Bi-Metallic Wear Protection Products	Kwik-Lok® Cast Wear Runners	Linacure® Uncured Natural Rubber	Linagard® Polychloroprene Rubber
Linard® Natural and Synthetic Rubber	Linatex® Premium Natural Rubber	Loadmaster® Wheel Loader Bucket Lips	MaxTemp® Heat-Treated Blade Products
Nemisys® Lip and Tooth Systems	Posilok® Tooth Systems	Super V® Tooth Systems	SV2® Tooth Systems
TopLok® Lip Shrouds	Trio® Crushers, Feeders and Washers	Ultralok® Lip and Tooth Systems	Uni-Lok™ Dozer Ripper System
Vulco® Mill Lining Systems	Warman® Horizontal Slurry Pumps	Whisler Plus™ Cable Shovel Lip and Adapter System	

来源：伟尔集团官网，国金证券研究所



由于行业供应商准入门槛较高，海外龙头企业又构筑了较强竞争壁垒，国内市场参与者目前体量较小，还处在追赶阶段。

图表16：国内耐磨备件相关企业收入体量较小，相比海外龙头有较大成长空间



来源：I find, 国金证券研究所

注：耐普矿机收入为矿用橡胶耐磨备件 5.42 亿元加上矿用金属备件 0.95 亿元

## 2. 为什么看好公司能够实现突围：材料端、客户端机会共振

### 2.1 材料端的机会：橡胶复合衬板在球磨机渗透率有望持续提升，创造客户切入机会

耐磨备件的性能以硬度、耐磨性、摩擦系数、冲击韧性等项目体现，以磨机衬板为例，在矿山行业常用的材料有锰钢衬板、橡胶衬板、复合衬板、磁性衬板等。

图表17：矿山行业主要耐磨衬板材料

材质	材料发展方向	性能特点
锰钢衬板	高锰钢物理性能优化主要通过改变碳、锰含量并添加合金元素与热处理，对高锰钢进行表面预硬处理等方式，以此改善高锰钢的物理性能（耐磨性、硬度、韧性等），改善高锰钢的适用性，延长高锰钢衬板的使用周期。	具有高耐磨、高韧性、高性价比、适应性能强的优点，但磨损较快、容易断裂、寿命短、钢耗能耗较高且安装困难
橡胶衬板	橡胶衬板主要从衬板结构、橡胶材质和安装方式等方面进行综合改进，加强了衬板的适应性，推动橡胶衬板的广泛使用。	有良好的耐腐蚀、耐磨损性能，重量低降低电耗提升经济性，但由于不能有效冲击物料，会降低磨矿效率
橡胶金属复合衬板	目前复合材料种类繁多，其特性又具有良好的可设计性、综合性能等，运用范围较广，目前最常见的是橡胶金属复合材料。	橡胶金属复合衬板兼顾了橡胶衬板与合金衬板的优点，具有重量轻、耐磨、抗冲击力强、隔音效果好等优点
磁性衬板	由磁性材料与保护磁性材料的金属外壳等构成，安装时依靠磁力吸附在磨机筒体内部，不用螺栓固定，工作时依靠磁力在衬板工作面吸附一层由细小磨矿介质、介质碎块和铁磁性矿物等组成的保护层，该保护层处于一种动态平衡状态，可以减小磨矿介质及物料对衬板的直接冲击和磨剥，进而达到延长衬板使用寿命的目的。	安装过程采用磁性吸附，安装简单，基于在衬板表面形成的磁性保护层，衬板使用寿命较长，但随着筒体直径的增加，对衬板磁性的要求更高，必须增加磁性衬板的磁性来满足安装要求，后期的更换，拆除困难，同时对于检修孔等连接部分，极易破坏磁场的整体性，降低保护层厚度，降低衬板使用寿命。

来源：《磨机衬板材料综述》，国金证券研究所

根据《磨机衬板材料综述》数据，大部分矿山企业锰钢衬板使用周期在 6 个月至 1 年，伴随着选矿设备的大型化发展，尤其是大型半自磨运用，入磨粒度增加；另一方面，磨矿介质尺寸越来越大，对衬板的磨损与冲击作用加剧，导致衬板的使用周期越来越短。橡胶衬板应用于大型磨机上，减缓了衬板的磨损，使用过程中具有耐冲击、耐磨损等优点，



但一定程度上降低了磨矿的效率。相比之下橡胶复合衬板既可以满足磨机效率要求，又比金属衬板更轻可以降低机身负荷从而降低电耗提升经济性，在磨机有较好的应用前景。

从《橡胶金属复合衬板在大型半自磨机中的应用和需要注意的问题》中的具体数据来看，在磨机上金属橡胶复合衬板以长寿命、停机维护时间更短、电耗更低、磨球消耗更低降低磨机使用的综合成本。

**图表18：金属橡胶复合衬板以长寿命、停机维护时间更短、电耗更低、磨球消耗更低降低磨机使用的综合成本**

衬板类型	合金钢衬板	橡胶金属复合衬板
更换周期	6-8 月	11 个月 17 天
电耗	5.22 度/T	5.18 度/T
磨球消耗	0.42KG/T	0.36KG/T
更换停车时间	3-4 天	1 天
噪音	金属橡胶衬板可降低 15 分贝	
产量	橡胶格子板免维护，提升磨机的使用效率	

来源：《橡胶金属复合衬板在大型半自磨机中的应用和需要注意的问题》，国金证券研究所

根据《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》中的案例，使用橡胶复合衬板后，钢耗及电耗较之前均有所下降，合计下降 0.27 元/T 按年处理矿石 105 万 T 计算，使用后每年可节省成本 28 万元以上。

根据公司 2024 年公告信息，目前选矿环节橡胶耐磨备件替代率为 10%左右，后续有望较大提升空间。

**图表19：在球磨机中橡胶复合衬板有望以更高的经济性推进替代，为公司创造切入机会**

衬板材料	处理矿量 /(t/d)	钢耗成本 /(元/t)	电耗成本 /(元/t)	费用合计 /(元/t)
锰钢衬板	3 500	4.68	3.81	8.49
橡胶衬板	3 580	4.54	3.68	8.22

来源：《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，国金证券研究所

伴随选矿设备大型化，例如球磨机中橡胶/金属橡胶复合衬板渗透率有望加速提升为公司创造了很好的切入机会：

- 1) 海外竞争对手产品以金属材料为主，橡胶材料布局也是逐步加码，领先优势相对更弱以伟尔集团为例，根据公司招股说明书信息，其橡胶备件占比较少，在橡胶备件领域逐步进行了扩张，1999 年收购了澳大利亚 WARMAN 渣浆泵品牌，2010 年收购了马来西亚耐磨橡胶装备品牌 Linatex，2013 年收购了加拿大橡胶耐磨衬里企业 RWales 集团。目前根据其官网披露产品信息，橡胶耐磨件主要集中在渣浆泵、橡胶管道等。



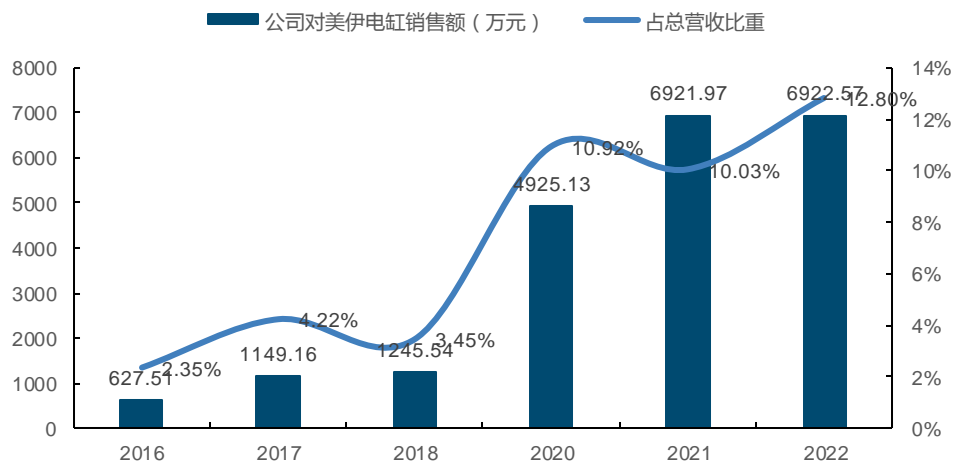
图表20: 伟尔集团主要橡胶备件产品目前主要覆盖渣浆泵、橡胶管道等



来源: 伟尔集团官网, 国金证券研究所

美伊电钢作为耐磨备件厂商, 由于之前产品以金属材料为主, 在橡胶材料领域采取了与公司开展合作的方式, 新材料的机会让美伊电钢从竞争对手成为了合作伙伴, 根据公司招股说明书信息, 公司与美伊电钢签署《生产与供应协议》、《代理经销协议》及《合资协议》一系列框架协议, 约定公司为美伊电钢橡胶磨机备件产品的独家供应商。

图表21: 美伊电钢从竞争对手成为合作伙伴, 已成为公司核心客户之一



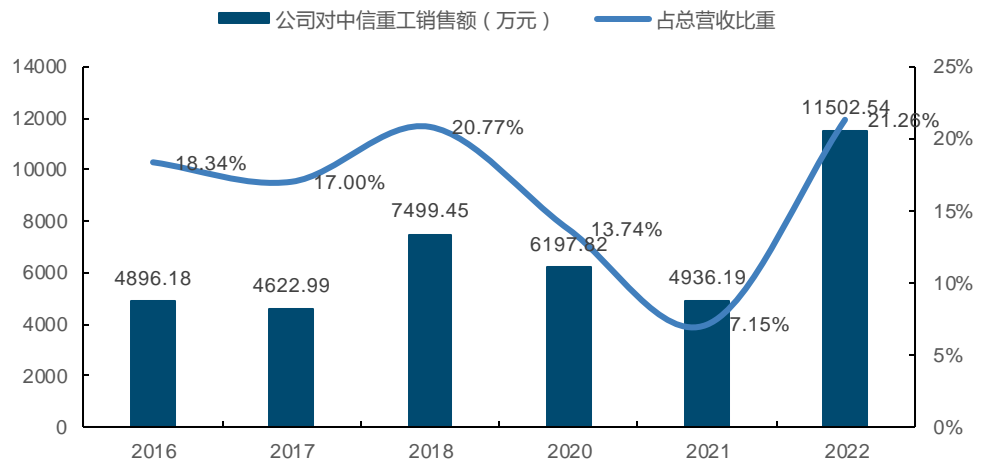
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2) 矿山机械设备整机厂自产备件以金属备件为主, 在橡胶备件领域与公司开展合作

例如国内矿山机械磨机领军企业中信重工, 其自产备件以金属材料为主, 在橡胶备件领域与公司开展合作, 根据公司招股说明书信息, 公司与中信重工签署《战略合作协议》, 约定在协议期间建立战略合作关系, 在同类产品采购中优先选择公司产品, 22 年公司对中信重工销售额达到 1.15 亿元, 收入占比达到 21%, 为公司核心大客户。



图表22: 中信重工在橡胶备件领域与公司开展合作



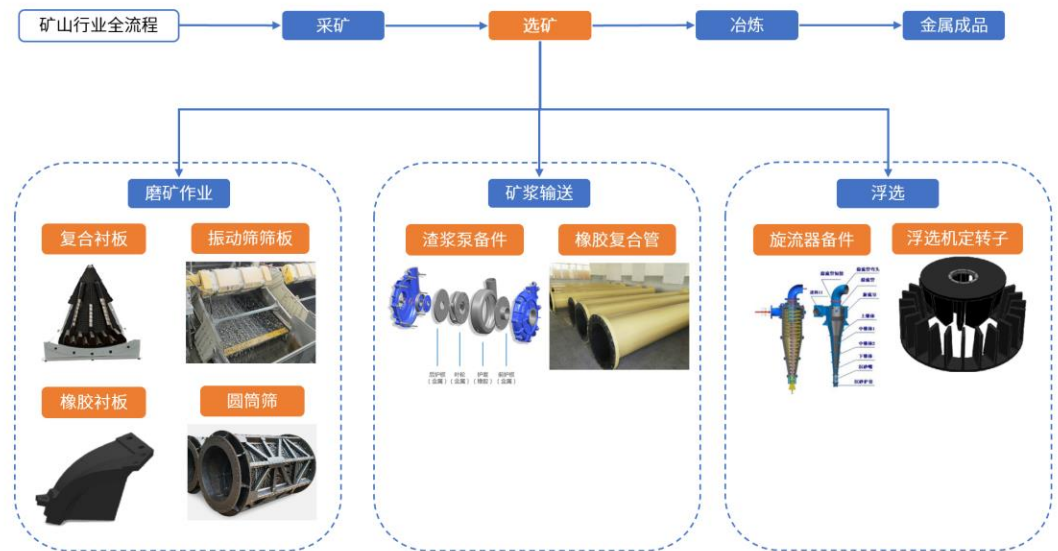
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3) 公司在橡胶/金属橡胶复合材料领域布局较早已形成了体系化技术布局, 并向其他新材料进一步开拓

公司 2010 年开始和中信重工合作研发出了与中信重工磨机匹配的橡胶衬板并形成销售, 到 2012 年研发出新型复合衬板进一步提升产品性能, 经过持续研发投入, 目前形成了渣浆泵、磨机、管道相关橡胶备件产品。

根据公司招股说明书信息, 根据公司客户太原钢铁出具的试用报告, 公司生产的渣浆泵过流件比进口品牌的相同产品使用寿命更长; 秘鲁的 Compañia Minera Antamina S.A.C 出具的报告, 公司的渣浆泵过流件的性能不亚于主要国际竞争对手的同类产品; 蒙古的 Oyu Tolgoi LLC 出具的检测报告, 公司筛板的性能与主要国际竞争对手的同类产品相当。

图表23: 公司目前橡胶耐磨备件产品覆盖选矿设备多个环节



来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司目前一方面在原有材料领域继续精进提升产品性能, 例如通过锻造高合金钢研究强化金属材料性能, 让公司金属橡胶复合衬板性能进一步提升。

图表24: 公司在现有材料领域持续推进研发提升产品性能

研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标
矿山机械用耐磨高强钢的研发	完善现有贝氏体钢 06G、06GA 制备工艺, 并推广应用; 研发出高淬透性且适用于直径 7.5 米以上半自	小试阶段	1. 使提升条的寿命比现在使用的 CrMo 钢提升条稳定提高 20%。2. 使提升条的寿命比现在使用的 CrMo 钢提升条提高



研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标
发	磨机筒体提升条的耐磨高强度。		10%-20%。
铸造耐磨材料的研发	掌握高铬铸铁耐磨材料、铬钼钢耐磨材料生产工艺技术，实现产品生产质量稳定化。	小试阶段	技术性能指标达到国内知名公司技术水平和国家有关标准技术指标，满足公司产品配套使用要求。
锻造高合金耐磨钢的研发	通过锻造高合金钢研究，研发出具有组织成分均匀性好、高强韧性、高硬度和高耐磨性等特点耐磨合金钢，应用于磨机衬板将大大提高其寿命 20~40%。	小试阶段	1. 锻造高合金钢 GH3 材料耐磨损寿命相比于 ZG70CrMo 提升 ≥40%。2. 锻造高合金钢 GH6 材料，耐磨损寿命相比于 ZG70CrMo 提升 ≥40%，且成本相比 GH3 材料降低 10-20%
橡胶硫化效率提升工艺的研究	利用橡胶注射工艺生产产品，提高产品质量。	小试阶段	1. 橡胶物理性能对比采用普通模压提升 3-5%。2. 提高橡胶厚制品硫化效率 30%-50%，对于难填胶类产品节省填模时间。
耐磨橡胶新材料的研发	有针对性的提高橡胶新材料某一种或者两种性能，从而提升橡胶在矿山设备上的使用寿命。	小试阶段	1. 耐油胶料配方开发，产品寿命提高 50%。2. 耐酸性胶料配方开发，产品寿命提高 30%。

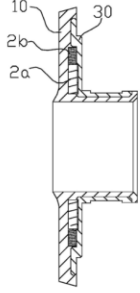
来源：公司公告，国金证券研究所

一方面持续探索新的材料领域。根据公司公告信息，公司正着手研发矿用碳化硅、氮化硅的复合材料以及耐磨特种陶瓷和橡胶的复合技术，解决选矿设备寿命瓶颈的行业痛点。目前，相关产品已取得了较好的试用效果，后续新材料的研发落地有望继续创造新机会。

图表25：公司已申请了多个与特种陶瓷材料相关的产品专利，新材料有望继续创造新机会

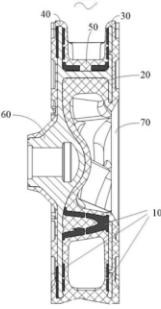
渣浆泵用多材料复合护板

包括橡胶层、耐磨陶瓷层和金属骨架，该金属骨架的一侧表面上开设有若干螺纹孔，所述金属骨架的另一侧表面上设有环形凹槽，该耐磨陶瓷层位于该环形凹槽内，同时，该耐磨陶瓷层和金属骨架均通过硫化注塑工艺嵌在该橡胶层内，提升使用寿命。



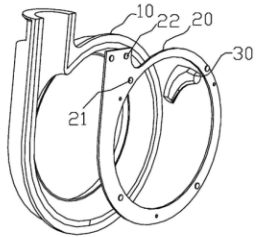
渣浆泵叶轮

渣浆泵叶轮包括耐磨陶瓷层、软连接层以及由前盖板、后盖板和若干叶片组成的金属骨架；前盖板与后盖板相对设置，若干叶片设置在前盖板与后盖板之间，前盖板与后盖板通过若干叶片连接；耐磨陶瓷层设置在金属骨架表面上，软连接层包括第一软连接层和第二软连接层，第一软连接层设置在耐磨陶瓷层与金属骨架之间，第二软连接层设置在耐磨陶瓷层和金属骨架的表面上；前盖板的中部设置有流体吸入口。耐磨性能、耐冲击性和稳定性较好，寿命长。



镶嵌式渣浆泵用复合护套

包括一橡胶套、一金属骨架、一隔舌，所述隔舌采用重结晶碳化硅陶瓷材料预制，且该隔舌背面上设有凹槽，该金属骨架上设有凸块，该凹槽和该凸块相配，同时，该金属骨架和该隔舌采用橡胶注塑工艺整体嵌在橡胶套内，提升使用寿命。



来源：国家知识产权局，国金证券研究所

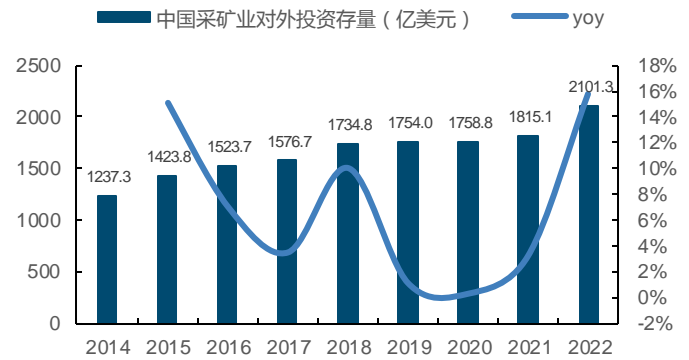
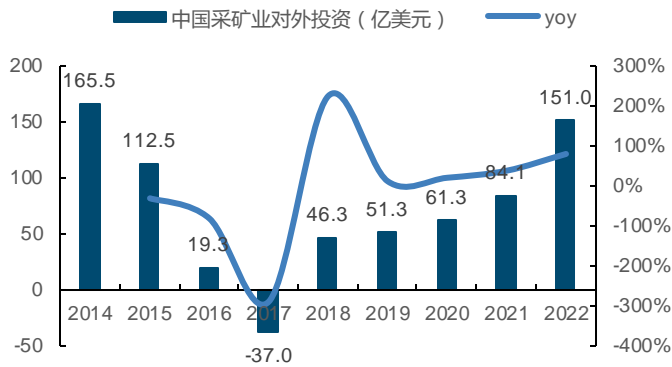
## 2.2 客户端的机会：中资矿企出海，促进国产品牌全球市占率提升，助力公司出海成长

从行业整体角度来看：中国采矿业对外投资持续扩张，国产矿山装备企业获配套新机遇。从采矿业对外投资增量角度来看，根据《2022 年中国对外直接投资统计公报》，2018-22 年中国采矿业对外投资从 46.3 亿美元提升至 151.0 亿美元，期间 CAGR 达 34.4%。从采矿业对外投资存量角度来看，2022 年中国采矿业对外投资存量提升至 2101.3 亿美元，相对 14 年提升 69.8%，对外投资存量规模扩张将对矿山设备及售后市场配套需求形成较强支撑。



图表26: 2018-22年中国采矿业对外投资持续扩张

图表27: 22年中国采矿业对外投资存量达2101.3亿美元

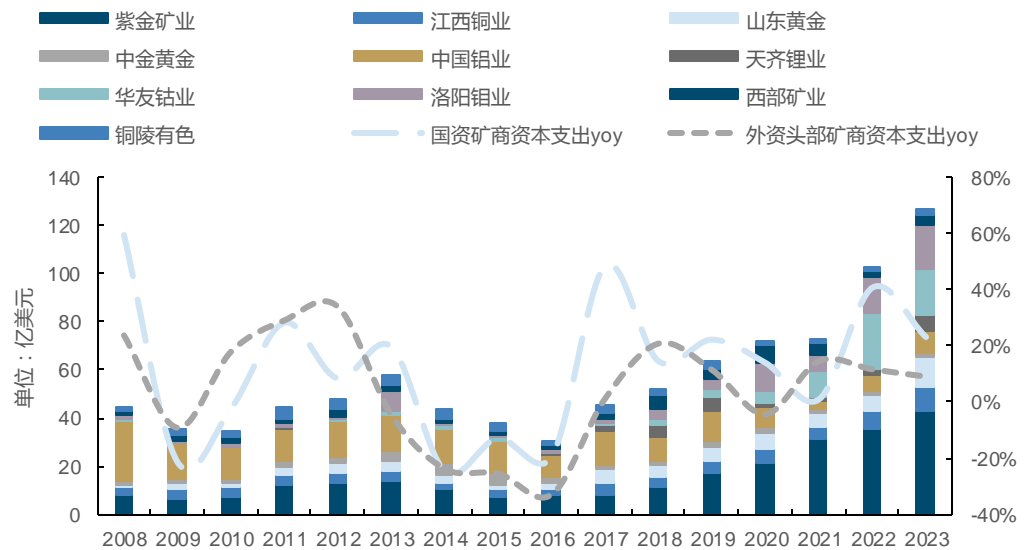


来源:《2022年中国对外直接投资统计公报》, 国金证券研究所

来源:《2022年中国对外直接投资统计公报》, 国金证券研究所

从国内外头部厂商资本支出对比来看, 国内厂商资本开支增速远高于海外头部整体水平。在经历了上一轮金属矿资本开支下行期后, 2016-23年世界头部矿商资本支出开始稳健上行, 期间CAGR达9.1%。国内以紫金矿业为代表的铜矿、金矿开采商, 在国内、海外同时扩大资本开支规模, 期间CAGR达22.6%, 远高于海外前三十厂商(除中资外)增速水平。

图表28: 2016-23年国内矿商资本支出CAGR达22.6%, 高于外资的9.1%



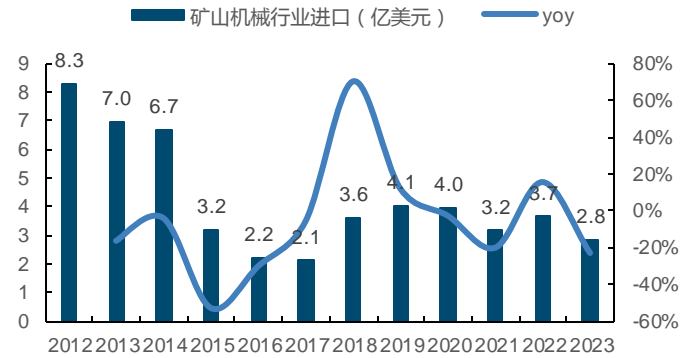
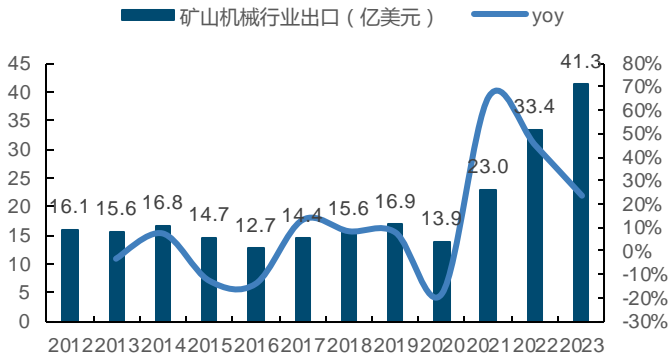
来源: Capital IQ, Bloomberg, iFinD, 各公司公告, 国金证券研究所 注: 外资头部厂商为世界前三十矿商(除中资外)

中国矿山机械竞争力持续提升, 跟随本土矿商绑定出海, 贸易顺差持续扩张。20-23年中国矿业机械出口/进口额分别为13.9/4.0亿美元、23.0/3.2亿美元、33.4/3.7亿美元、41.3/2.8亿美元, 贸易顺差为9.9、19.9、29.7、38.5亿美元, 贸易顺差持续扩大, 体现了中国矿山机械产品竞争力持续提升, 逐渐获得海外企业认可, 看好国产矿山装备厂商出口持续发力。



图表29：中国矿山机械出口额持续增长

图表30：23年中国矿山机械进口额萎缩至2.8亿美元

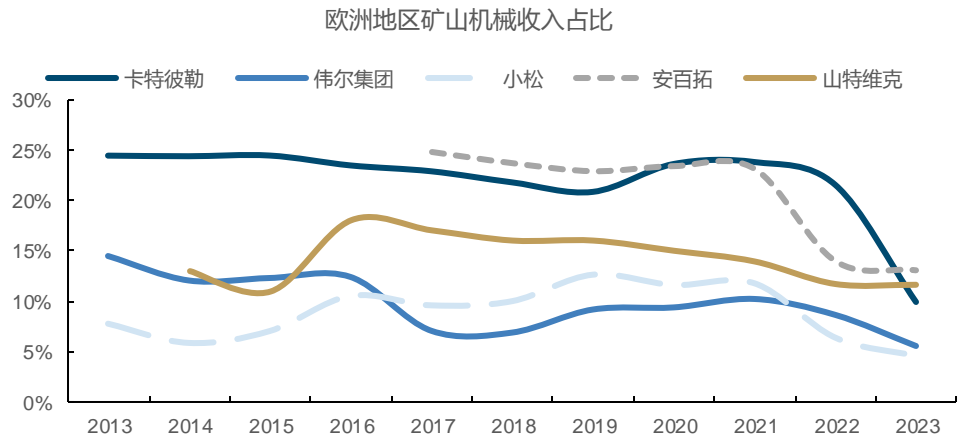


来源：中国重型机械工业协会，国金证券研究所

来源：中国重型机械工业协会，国金证券研究所

目前我们一方面看到了在地缘政治因素影响，近两年部分海外龙头矿山装备厂商走逆全球化趋势，其中卡特彼勒（EAME地区，其余为欧洲包含俄语地区）、安百拓、小松表现明显，21-23年欧洲地区（包含俄语地区）收入占比为24%/22%/10%、23%/14%/13%、12%/6%/5%，海外厂商的逆全球化行为将为国产企业走出去、打开市场带来机遇。

图表31：近两年海外龙头矿山机械厂商欧洲地区收入占比下滑



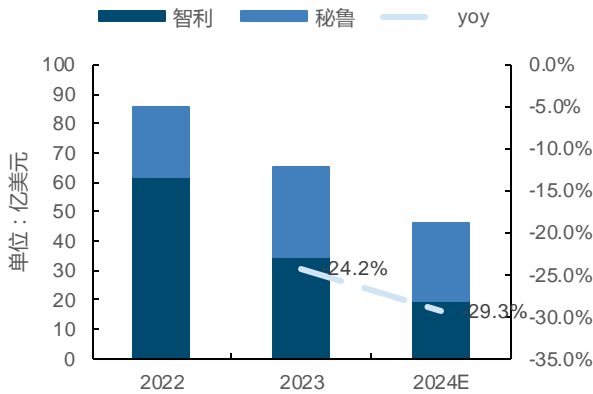
来源：各公司公告，国金证券研究所 注：1.卡特彼勒口径为 EAME 地区，其余公司为欧洲（包含俄语地区）；2.小松 23 年数据为 23Q1-Q3

“一带一路”友好国家矿山开采需求维持高景气。短期来看，“一带一路”友好地区中，智利、秘鲁系前期项目超支导致短期铜矿资本支出下滑；根据 S&P Global Market Intelligence，2022-24 年刚果（金）、俄罗斯、巴西、阿根廷、印尼等 12 国铜矿资本支出总计为 148.1、162.0、160.9 亿美元，维持较高支出水平，矿山开采需求将持续增长。

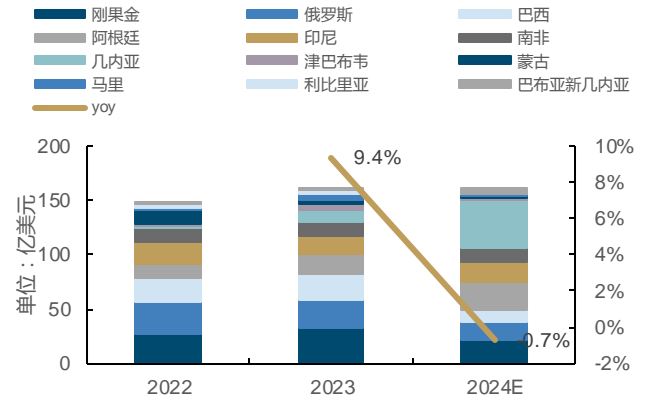




图表32: 南美地区主要铜矿产国资本支出短期承压



图表33: “一带一路”地区部分国家铜矿资本支出维持高位

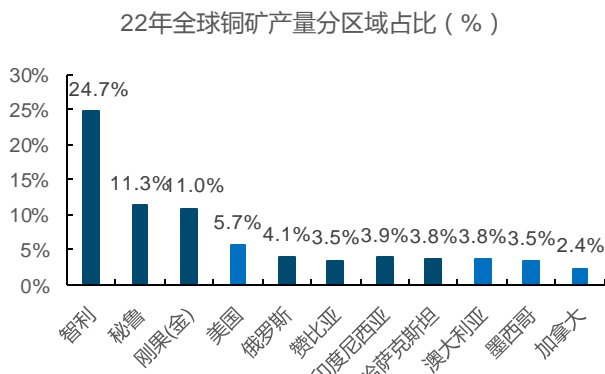


来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

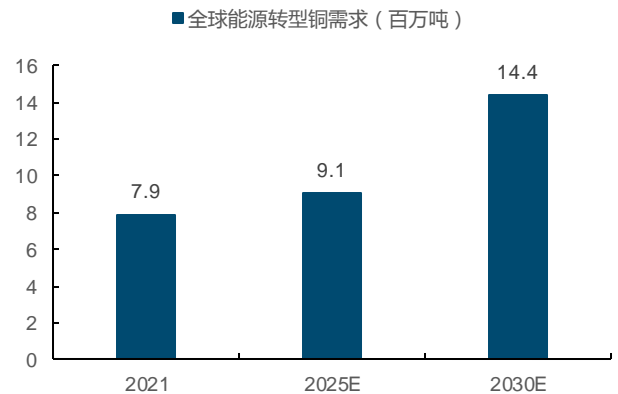
来源: S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

“一带一路”地区为世界铜矿产产地, 能源转型对铜矿需求持续扩张, 或将对该地区矿山装备需求提升支撑。根据智利国家铜业委员会, 2022 年智利、秘鲁、刚果(金)等“一带一路”友好地区铜矿产量占比分别为 24.7%、11.3%、11.0%, 为世界主要铜矿生产地。预计随着能源转型对铜矿需求持续扩张, “一带一路”地区或为主要扩产地区, 对矿山设备需求提供支撑。

图表34: “一带一路”友好地区是世界铜矿产产地



图表35: 能源转型对铜矿需求持续扩张



来源: 智利国家铜业委员会, 国金证券研究所 注: 深色为“一带一路”友好国家

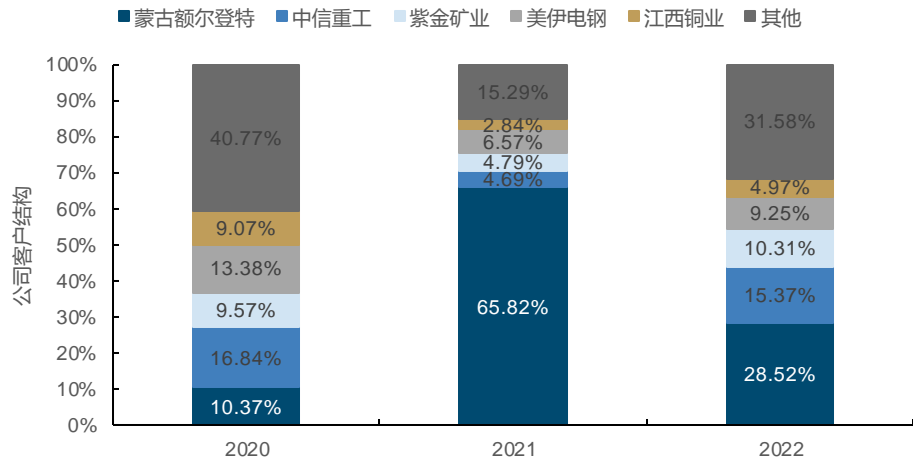
来源: S&P Global, 国金证券研究所

家

公司同时服务矿山机械设备主机厂与矿山资源企业, 中信重工、紫金矿业、江西铜业等均为公司核心客户, 有望持续受益于中资矿企出海开拓带动的中国矿山机械全球份额提升。



图表36: 公司从客户结构看有望持续受益于中资矿企全球扩张带来的机会



来源: 公司公告, 国金证券研究所

例如公司大客户紫金矿业在“一带一路”重点市场持续进行矿山资源配置, 公司有望持续受益。受益于“一带一路”政策指引, 以紫金矿业为首的国内矿商近几年积极在海外友好地区布局, 收购优质矿山, 根据紫金矿业公告, 2023 年公司主要海外金、铜矿山权益产能分别提升至 35.5 吨、52.9 万吨, 相对 18 年提升近 2 倍、13 倍。

图表37: 公司大客户紫金矿业持续在海外进行矿山资源配置, 公司有望持续受益

年份	名称	持有权益	矿产量 (吨)	权益产量 (吨)	年份	名称	持有权益	矿产量 (吨)	权益产量 (吨)
金矿									
2018	巴布亚新几内亚波格拉金矿	48%	6766	3.2	2023	哥伦比亚武里蒂卡	69%	8321	5.8
	塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	70%	4567	3.2		罗斯贝尔	95%	7573	7.2
	澳洲诺顿金田黄金公司	100%	4262	4.3		澳大利亚诺顿金田	100%	6660	6.7
	吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	3237	1.9		塔吉克斯坦泽拉夫尚	70%	5991	4.2
	合计		18832	12.6		塞尔维亚紫金铜业	63%	1989	1.3
						塞尔维亚紫金矿业	100%	4955	5.0
						吉尔吉斯斯坦奥同克	60%	4091	2.5
						圭亚那奥罗拉	100%	3023	3.0
						合计		42603	35.5
铜矿									
2018	刚果(金)科卢韦齐铜矿	72%	53235	38329	2023	刚果(金)卡莫阿铜业(权益)	45%	177026	177026
	合计		53235	38329		塞尔维亚紫金矿业	100%	138512	138512
						刚果(金)科卢韦齐铜(钴)矿	72%	127018	91453
				塞尔维亚紫金铜		63%	100397	63250	



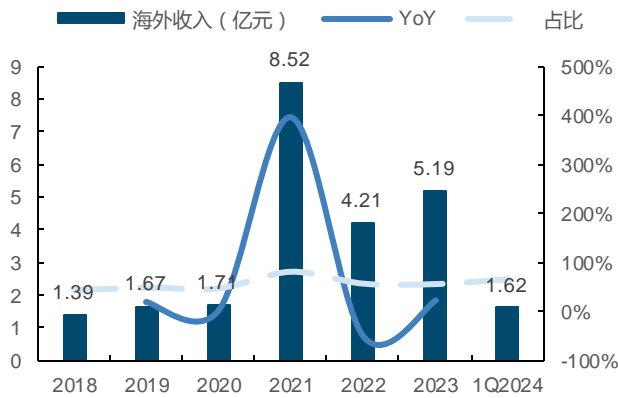
年份	名称	持有权益	矿产量 (吨)	权益产量 (吨)	年份	名称	持有权益	矿产量 (吨)	权益产量 (吨)
						业			
						阿舍勒铜矿	51%	44240	22563
						西藏玉龙(权益)	22%	26347	26347
						厄立特里亚碧沙 矿业	55%	17595	9677
						合计		631135	528828

来源：紫金矿业公告，国金证券研究所 注：根据紫金矿业年报披露的主要矿山合计

2021 年公司与蒙古国有额尔登特矿业公司 EPC 项目确认收入 6.83 亿元，到 22 年该 EPC 项目的确认收入为 1.6 亿元，导致公司海外收入出现了较大波动。不考虑 EPC 项目的影响，公司海外收入高增长同时占比呈上升趋势，根据公司公告信息，公司目标未来三年海外收入占比达到 65%-70%（不含 EPC 收入），同时海外市场毛利率更高，伴随海外收入占比持续提升也有望推动公司整体盈利能力提升。

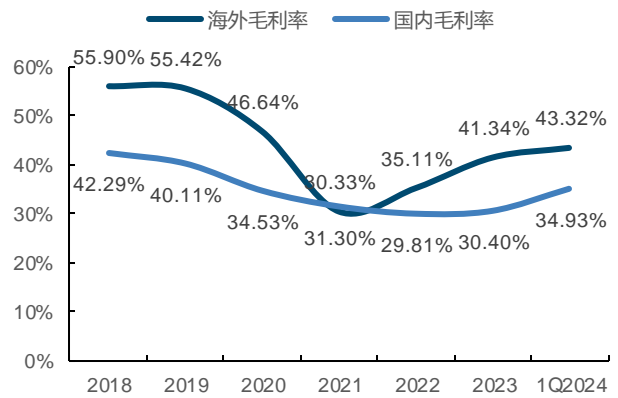
图表38：公司海外收入高增长且占比呈上升趋势

图表39：公司海外市场收入毛利率更高



来源：Ifind，国金证券研究所

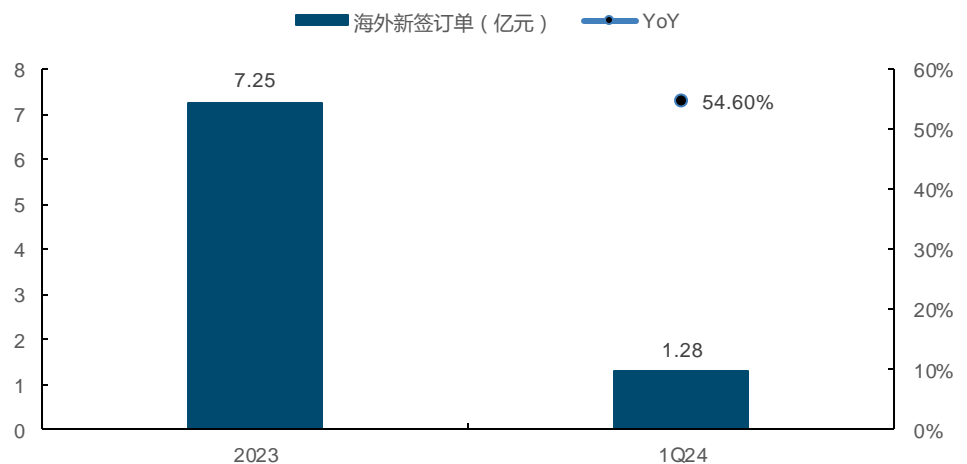
注：2021 年海外收入有较大增幅主要是蒙古额尔登特 EPC 项目导致



来源：Ifind，国金证券研究所

根据公司公告信息，1Q24 公司实现海外市场新签订单 1.28 亿元，同比增长 54.6%（剔除 EPC 项目），公司已在智利、秘鲁、墨西哥、厄瓜多尔、赞比亚、塞尔维亚、澳大利亚、新加坡等全球多个国家设立了控股子公司，基本建设了覆盖全球的营销网络。重点开拓方向为中亚、非洲及南美等一带一路沿线矿业发达地区市场，海外市场后续有望继续保持高增长。

图表40：公司 1Q24 海外市场新签订单高增长





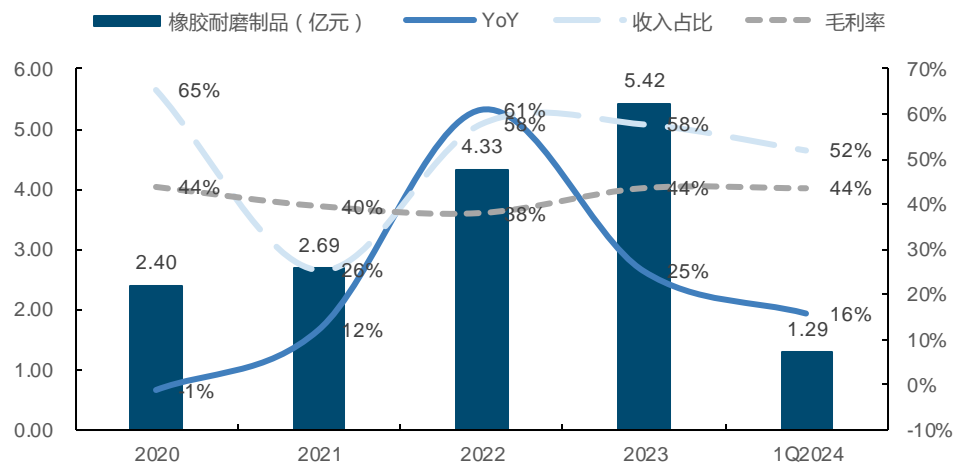
来源：公司公告，国金证券研究所

注：1Q24 同比增速剔除 EPC 项目计算

### 2.3 在上述因素叠加作用下，公司耐磨备件业务表现优异，1Q24 订单高增长

公司核心橡胶耐磨制品业务近年保持了良好增长，2022/2023/1Q2024 增速分别为 60.77%/25.41%/15.74%，目前收入占比超过 50%，预计后续占比将持续提升。

图表41：公司橡胶耐磨制品高速增长同时毛利率较高



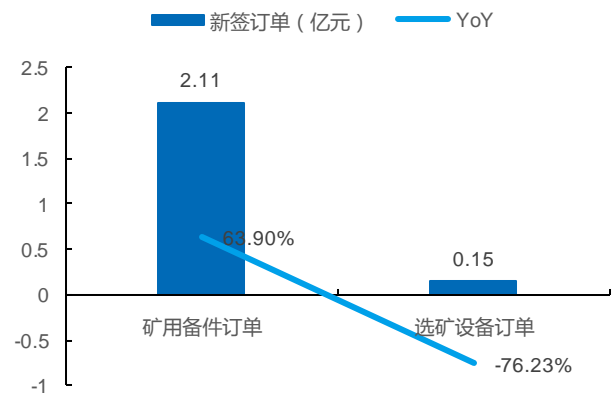
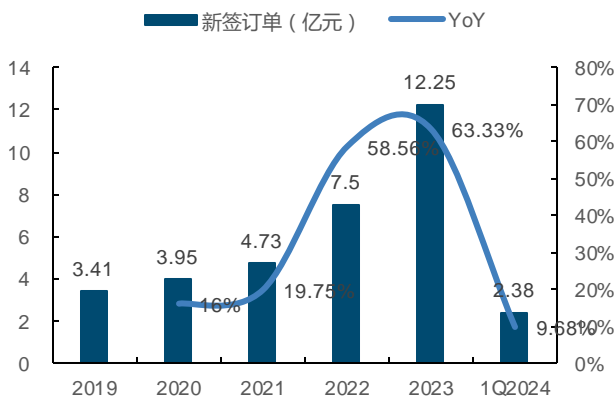
来源：Ifind，国金证券研究所

公司 22/23 年新签保持了 50% 以上增长，23 年新签订单 12.25 亿元，同比增长 63.33%。

1Q24 公司新签订单增速下降，主要是由于选矿设备新签订单为 0.15 亿元，同比下降 76.33%，公司核心的矿用备件业务新签订单 2.11 亿元，同比增长 63.9%，继续保持了良好的增长趋势。

图表42：公司 23 年新签订单高增长

图表43：1Q24 公司耐磨备件订单同比增长 64%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

注：1Q24 新签订单增速为剔除了去年同期 EPC 项目影响结果

## 3. 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测

盈利预测核心假设：

#### 1) 橡胶耐磨制品与矿用金属备件：

在行业景气度向上、中资矿企全球扩张带动国内矿山机械行业份额提升背景下，叠加公司



橡胶、特种陶瓷等新材料耐磨备件渗透率有进一步提升空间，1Q24 公司耐磨备件新签订单 2.11 亿元，同比增长 63.9%，后续有望保持高增长。其中橡胶耐磨备件为公司核心发展业务，我们假设 24 至 26 年收入增速分别为 35%/30%/25%，同时伴随海外收入占比提升毛利率有提升空间，假设毛利率分别为 44%/45%/46%；矿用金属备件目前定位更多是丰富公司的产品线进行配套销售，但由于基数较低，我们假设 24 至 26 年增速分别为 40%/30%/20%，毛利率维持在 25%。

### 3) 选矿设备：

公司选矿设备主要包括渣浆泵和水力旋流器，获得国内外大型矿山企业认可。其中，公司研发的 750mm 规格和 650mm 规格重型渣浆泵，有效填补国内空白，分别应用于额尔登特、紫金矿业、宁德时代等客户的大型项目；公司研发的 Φ838-7 水力旋流器组是国内最大的选矿筛分流程的水力旋流器，打破了国际巨头垄断，产品整体竞争力较强，有望持续受益于矿山机械行业景气度上行与中资矿企出海带动的国产矿山机械市场份额提升。

根据公司公告信息，2023 年 9 月 25 日公司与俄罗斯某客户签订了《泵和旋流器组供货合同》，公司为该客户提供渣浆泵和水力旋流器等设备，合同总金额人民币 0.94 亿元人民币，公司会在 24 年分批次发货，收入确认预计是在 24 年内完成，将对公司选矿设备板块带来较大增量贡献。

综上所述我们假设公司选矿设备 24 至 26 年增速分别为 30%/20%/20%，毛利率维持在 26%。

### 4) 矿用管道：

收入占比较低，受益矿山机械景气度向上，有望持续增长，假设 24 至 26 年增速为 25%，毛利率保持在 37%。

### 5) 选矿系统方案及服务：

公司该业务为 EPC 类业务，跟随项目建设进度波动较大，公司 2023 年 1 月 31 日与额尔登特签订合同总金额 2.04 亿元，预计将全部在 24 年确认收入，故我们假设 24 年收入为 2.04 亿元。针对 25/26 年收入目前没有正在进行中项目进行预测参考，假设分别实现 1 亿收入。毛利率假设 24 至 26 年维持在 30%。

### 6) 费用率：

销售费用率：公司 22/23 年销售费用率分别为 6.63%、7.1%，考虑公司目前在全球市场进行扩张，假设销售费用率继续维持在 7%。

管理费用率：公司 22/23 年管理费用率分别为 11.49%、13.94%，剔除股份支付费用后分别为 10.44%、11.53%，考虑公司收入增长后规模效应释放管理费用率有望下降，假设不考虑股份支付费用 24 至 26 年管理费用率分别为 11%、10%、9.5%，根据公司公告信息，假设 24/25 年股份支付费用分别为 1167.95/412.22 万元，合计假设 24 至 26 年管理费用率分别为 11.9%、10.27%、9.5%。

研发费用率：预计公司继续保持较高研发投入强度，假设研发费用率维持在 3.7%。

7) 综上，预计公司 24 至 26 年实现归母净利润 1.55/2.21/2.96 亿元。

图44：公司分业务预测

业务	亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
选矿设备	营业收入	1.32	1.71	2.06	2.47
	YoY	85.65%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	26.25%	26.00%	26.00%	26.00%
橡胶耐磨制品	营业收入	5.42	7.32	9.52	11.90
	YoY	25.27%	35.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	43.69%	44.00%	45.00%	46.00%
矿用管道	营业收入	0.46	0.57	0.71	0.89
	YoY	117.40%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	36.90%	37.00%	37.00%	37.00%
矿用金属备件	营业收入	0.95	1.33	1.73	2.08
	YoY	61.14%	40.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	23.76%	33.00%	33.00%	33.00%



	营业收入	1.21	2.04	1.00	1.00
选矿系统方案及服务	YoY	-26.15%	68.60%	-50.98%	0.00%
	毛利率	24.46%	30.00%	30.00%	30.00%
	营业收入	0.02	0.02	0.02	0.02
其他	YoY	80.41%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	68.63%	68.63%	68.63%	68.63%
	营业收入	9.38	13.00	15.04	18.36
合计	YoY	25.23%	38.58%	15.70%	22.04%
	毛利率	36.46%	38.04%	39.68%	40.56%

来源: Ifind, 国金证券研究所

### 3.2 投资建议

选择新锐股份、中信重工、金诚信作为公司可比公司，可比公司 24 至 26 年平均 PE 分别为 22X/16X/13X，考虑公司橡胶耐磨备件业务有较好成长前景同时盈利能力较强，公司业绩有望实现高增长，给予公司 25 年 25 倍 PE，对应目标价 36.07 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表45: 可比公司估值

证券代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
688257.SH	新锐股份	25.34	1.58	1.25	1.65	1.98	2.48	16	20	15	13	10
603979.SH	金诚信	56.87	1.01	1.71	2.83	3.8	4.58	56	33	20	15	12
601608.SH	中信重工	4.11	0.03	0.09	0.14	0.20	0.27	121	47	29	20	15
	平均							64	33	22	16	13
300818.SZ	耐普矿机	26.65	1.92	0.76	1.01	1.44	1.93	14	35	26	18	14

来源: Ifind, 国金证券研究所

注: 除中信重工和耐普矿机外取自 Ifind 2024 年 6 月 2 日一致预期

## 4. 风险提示

**新材料渗透率提升不及预期:** 我们认为公司在橡胶、橡胶金属复合、特种陶瓷等新材料耐磨备件领域具有更强竞争力，新材料的渗透率提升降为客户带来取得客户突破机会，若新材料耐磨备件渗透率提升不及预期，公司业绩增长将受到影响。

**下游资本支出不及预期:** 海外头部矿山机械公司来源铜矿、金矿的收入占比可超 40%，若铜、黄金价格下跌，或影响矿山资本开支意愿，从而对公司订单造成不利影响。

**中资矿企海外扩张不及预期:** 若中资矿商海外拓展不及预期，或对出海成长造成不利影响。

**可转债余额较大:** 公司于 2021 年 10 月 29 日向不特定对象发行可转债 4 亿元，2023 年 3 月 22 日调整转股价格为 24.4 元/股。截至 2024 年 3 月 31 日，公司可转债余额为 3.81 亿元，未转换比例为 95.30%，若后续可转债集中转股或对股价造成一定影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,053</b>	<b>749</b>	<b>938</b>	<b>1,300</b>	<b>1,504</b>	<b>1,836</b>	货币资金	484	539	715	590	603	664	
增长率		-28.9%	25.3%	38.6%	15.7%	22.0%	应收款项	115	143	196	220	253	306	
<b>主营业务成本</b>	<b>-732</b>	<b>-503</b>	<b>-596</b>	<b>-805</b>	<b>-907</b>	<b>-1,091</b>	存货	202	241	253	284	317	377	
%销售收入	69.5%	67.2%	63.5%	62.0%	60.3%	59.4%	其他流动资产	323	245	208	198	207	223	
<b>毛利</b>	<b>321</b>	<b>245</b>	<b>342</b>	<b>494</b>	<b>597</b>	<b>744</b>	流动资产	1,124	1,168	1,373	1,291	1,379	1,570	
%销售收入	30.5%	32.8%	36.5%	38.0%	39.7%	40.6%	%总资产	58.6%	55.9%	57.5%	53.5%	52.7%	53.5%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	长期投资	40	38	36	36	36	36	
%销售收入	0.4%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	578	789	831	940	1,061	1,187	
<b>销售费用</b>	<b>-35</b>	<b>-50</b>	<b>-67</b>	<b>-91</b>	<b>-105</b>	<b>-128</b>	%总资产	30.1%	37.8%	34.8%	39.0%	40.5%	40.5%	
%销售收入	3.4%	6.6%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%	无形资产	71	59	77	75	72	70	
<b>管理费用</b>	<b>-46</b>	<b>-86</b>	<b>-131</b>	<b>-155</b>	<b>-155</b>	<b>-174</b>	非流动资产	794	922	1,015	1,121	1,239	1,363	
%销售收入	4.4%	11.5%	13.9%	11.9%	10.3%	9.5%	%总资产	41.4%	44.1%	42.5%	46.5%	47.3%	46.5%	
<b>研发费用</b>	<b>-25</b>	<b>-28</b>	<b>-35</b>	<b>-48</b>	<b>-56</b>	<b>-68</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,919</b>	<b>2,090</b>	<b>2,387</b>	<b>2,412</b>	<b>2,618</b>	<b>2,933</b>	
%销售收入	2.4%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	短期借款	35	83	51	16	16	16	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>210</b>	<b>74</b>	<b>102</b>	<b>190</b>	<b>269</b>	<b>359</b>	应付款项	177	294	313	364	406	482	
%销售收入	20.0%	9.8%	10.9%	14.6%	17.9%	19.6%	其他流动负债	49	86	252	187	209	244	
<b>财务费用</b>	<b>-24</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-15</b>	流动负债	260	463	616	568	631	742	
%销售收入	2.2%	2.1%	0.0%	1.2%	1.1%	0.8%	长期贷款	30	0	46	46	46	46	
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-17</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	其他长期负债	515	359	382	362	361	360	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	805	822	1,043	976	1,037	1,148	
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,109</b>	<b>1,260</b>	<b>1,333</b>	<b>1,425</b>	<b>1,570</b>	<b>1,773</b>	
%税前利润	0.8%	2.5%	2.7%	1.4%	1.0%	0.7%	其中：股本	70	70	105	153	153	153	
<b>营业利润</b>	<b>217</b>	<b>157</b>	<b>102</b>	<b>182</b>	<b>260</b>	<b>348</b>	未分配利润	564	684	729	822	966	1,170	
营业利润率	20.6%	20.9%	10.9%	14.0%	17.3%	18.9%	少数股东权益	5	9	12	12	12	12	
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,919</b>	<b>2,090</b>	<b>2,387</b>	<b>2,412</b>	<b>2,618</b>	<b>2,933</b>	
<b>税前利润</b>	<b>216</b>	<b>157</b>	<b>101</b>	<b>182</b>	<b>260</b>	<b>348</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	20.5%	21.0%	10.8%	14.0%	17.3%	18.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-32</b>	<b>-22</b>	<b>-18</b>	<b>-27</b>	<b>-39</b>	<b>-52</b>	每股收益	2.631	1.919	0.763	1.010	1.443	1.930	
所得税率	14.9%	13.8%	17.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	15.837	17.994	12.689	9.305	10.248	11.579	
<b>净利润</b>	<b>184</b>	<b>135</b>	<b>84</b>	<b>155</b>	<b>221</b>	<b>296</b>	每股经营现金净流	-0.532	1.828	2.898	1.427	2.264	2.867	
少数股东损益	0	1	3	0	0	0	每股股利	0.000	0.400	0.180	0.400	0.500	0.600	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>184</b>	<b>134</b>	<b>80</b>	<b>155</b>	<b>221</b>	<b>296</b>	<b>回报率</b>							
净利率	17.5%	17.9%	8.5%	11.9%	14.7%	16.1%	净资产收益率	16.61%	10.66%	6.01%	10.85%	14.08%	16.67%	
							总资产收益率	9.60%	6.43%	3.35%	6.41%	8.44%	10.08%	
							投入资本收益率	12.07%	3.77%	4.70%	8.79%	11.54%	13.95%	
							<b>增长</b>							
							主营业务收入增长率	186.03%	-28.92%	25.28%	38.62%	15.70%	22.04%	
							EBIT增长率	305.46%	-64.93%	39.03%	85.65%	41.52%	33.32%	
							净利润增长率	353.33%	-27.06%	-40.39%	93.19%	42.85%	33.79%	
							总资产增长率	11.83%	8.92%	14.21%	1.05%	8.55%	12.02%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	34.9	53.8	55.5	50.0	50.0	50.0	
							存货周转天数	77.4	160.9	151.2	130.0	130.0	130.0	
							应付账款周转天数	48.0	126.1	115.0	120.0	120.0	120.0	
							固定资产周转天数	115.0	353.7	271.3	203.9	193.5	177.8	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-34.68%	-15.82%	-27.75%	-20.95%	-19.90%	-21.04%	
							EBIT利息保障倍数	8.9	4.7	575.6	11.7	16.9	23.7	
							资产负债率	41.96%	39.33%	43.70%	40.44%	39.62%	39.15%	

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	4	4
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.33</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。





**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究