

## 耐普矿机

## 橡胶备件国内外领航，海内外产能释放在即



王梓琳 分析员  
机械军工  
SAC 执证编号: S0080523080005  
zilin3.wang@cicc.com.cn



郭威秀 分析员  
机械军工  
SAC 执证编号: S0080521120004  
SFC CE Ref: BSI157  
weixiu.guo@cicc.com.cn



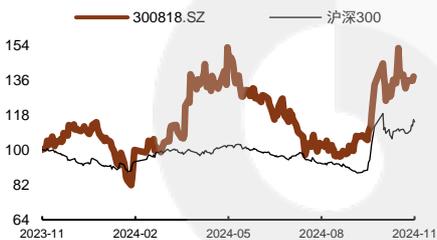
刘中玉 分析员  
机械军工  
SAC 执证编号: S0080521060003  
SFC CE Ref: BSP722  
zhongyu.liu@cicc.com.cn

## 首次覆盖跑赢行业

股票代码 300818.SZ  
股票评级 \* 跑赢行业  
目标价 人民币 36.00

股票代码	300818.SZ
最新收盘价	人民币 28.97
52 周最高价/最低价	人民币 34.83~14.30
总市值(亿)	人民币 45.4

纵轴: 相对股价 (%)



(人民币 百万)	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入	749	938	1,231	1,388
增速	-28.9%	25.3%	31.3%	12.7%
归属母公司净利润	135	84	152	204
增速	-26.4%	-38.2%	81.3%	34.6%
扣非后净利润	44	76	151	204
增速	-72.6%	73.2%	98.4%	35.0%
每股净利润	0.86	0.53	0.97	1.30
每股净资产	8.03	8.50	9.34	10.45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.82	1.94	-0.63	2.34
市盈率	33.6	54.4	30.0	22.3
市净率	3.6	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	19.9	25.5	17.2	13.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	6.7%	3.7%	6.4%	8.0%
平均净资产收益率	11.4%	6.4%	10.8%	13.1%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

## 首次覆盖

## 投资亮点

首次覆盖耐普矿机(300818)给予跑赢行业评级,目标价 36.00 元,基于可比公司估值法,对应 2025 年估值倍数 28x。理由如下:

**金属价格高企,“一带一路”为代表地区铜矿开采加速。需求端**,中国美国为代表开启宽松货币政策,或拉动铜等有色金属短期需求延续;**供给端**,南美、非洲等地区政治不稳定因素尚存,我们预期矿山供给端或持续紧张。我们判断有色金属价格或延续向上趋势,进而拉动矿商采矿量及备件消耗量提高。智利、秘鲁、刚果等“一带一路”地区铜矿产量全球占比近半,随带路经济发展与全球供应链重塑,我们预计带路国家铜矿产量或体现更高速增长。

**耗材“消费品”属性,新材料渗透趋势延续。**公司主营产品耐磨备件属于运行耗材,一般 3-6 个月更换一次,我们认为具有收入稳定的特征,例如,2019-2023 年全球龙头伟尔、美卓集团等以备件为代表的售后市场收入占比超 50%。我们计算,2023 年全球矿用备件市场规模 430 亿元左右,中国 70 亿元左右,海外矿山设备综合性龙头集中度较高(CR3 超过 50%),其中橡胶备件替金属比例 10%左右。考虑到橡胶备件较金属件使用寿命提高 30%、节能 8-10%、脱落风险大幅降低等因素,我们认为橡胶备件渗透率有望随矿山大型化加速。国内外龙头橡胶备件处于同一起跑线,利好国内企业加速渗透。

**专注橡胶备件研发水平全球领先,海内外进入产能释放期。**耐普矿机是国内专注于研发橡胶耐磨备件的龙头,其产品综合性能经测试与伟尔、美卓等龙头差异不大,我们认为其在产品研发&产能扩张方面优势明显。**1) 产品研发:**公司专注于橡胶材料备件,2005 年作为国内首家起步研发,产品得到江铜等大客户认可,目前持续推进液相法母胶与陶瓷渣浆泵备件新技术,是全球首个尝试该技术创新的企业;**2) 产能扩张:**公司近年产能利用率接近 100%,2024 年 10 月公司赞比亚工厂即将投产,2025 年初国内二期工厂即将投产,我们预计或为公司带来更广阔的订单增长空间。

**我们与市场的最大不同?**市场认为公司订单增速或维持平稳趋势,据我们与下游客户交流,海外赞比亚工厂意向订单充足,产能释放或拉动订单上修。

**潜在催化剂:**铜价加速上涨。

## 盈利预测与估值

我们预计公司 2024/2025 年 EPS 分别为 0.97/1.30 元, CAGR 为 56%, 当前股价对应 2024/2025 年 P/E 分别 30/22x。我们给予目标价 36 元, 涨幅空间 24.3%, 对应 2024/2025 年 P/E 分别 37/28x, 给予“跑赢行业”评级。

## 风险

全球经济复苏不及预期,铜矿价格下降,产能释放不及预期,汇率波动大, EPC 项目不确定性。

## 财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	749	938	1,231	1,388	营业收入	-28.9%	25.3%	31.3%	12.7%
营业成本	503	596	779	838	营业利润	-27.6%	-34.7%	74.0%	34.6%
税金及附加	8	7	12	13	EBITDA	-17.4%	-24.1%	67.7%	26.7%
销售费用	50	67	74	83	净利润	-26.4%	-38.2%	81.3%	34.6%
管理费用	86	131	142	160	扣非后净利润	-72.6%	73.2%	98.4%	35.0%
财务费用	16	0	27	29	<b>盈利能力</b>				
其他	67	-38	-25	-29	毛利率	31.7%	35.7%	35.8%	38.7%
营业利润	157	102	178	240	营业利润率	20.9%	10.9%	14.5%	17.3%
营业外收支	0	-1	0	0	EBITDA 利润率	29.5%	17.9%	22.8%	25.7%
利润总额	157	101	178	240	净利润率	18.1%	8.9%	12.3%	14.7%
所得税	22	18	27	36	扣非后净利润率	5.9%	8.1%	12.3%	14.7%
少数股东损益	1	3	1	0	<b>偿债能力</b>				
归属母公司净利润	135	84	152	204	流动比率	2.52	2.23	2.08	1.87
扣非后净利润	44	76	151	204	速动比率	2.00	1.82	1.37	1.27
EBITDA	221	168	281	356	现金比率	1.16	1.16	0.21	0.26
<b>资产负债表</b>					资产负债率	39.3%	43.7%	38.4%	39.1%
货币资金	539	715	106	169	净债务资本比率	净现金	净现金	11.6%	6.5%
应收账款及票据	143	196	258	309	<b>回报率分析</b>				
预付款项	29	80	107	115	总资产收益率	6.7%	3.7%	6.4%	8.0%
存货	241	253	361	389	净资产收益率	11.4%	6.4%	10.8%	13.1%
其他流动资产	216	128	223	223	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	1,168	1,373	1,054	1,205	每股净利润(元)	0.86	0.53	0.97	1.30
固定资产及在建工程	789	831	1,126	1,273	每股净资产(元)	8.03	8.50	9.34	10.45
无形资产及其他长期资产	133	184	202	219	每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	922	1,015	1,328	1,493	每股经营现金流(元)	0.82	1.94	-0.63	2.34
资产合计	2,090	2,387	2,382	2,698	<b>估值分析</b>				
短期借款	83	51	35	35	市盈率	33.6	54.4	30.0	22.3
应付账款及票据	303	336	357	407	市净率	3.6	3.4	3.1	2.8
其他流动负债	77	228	114	203	EV/EBITDA	19.9	25.5	17.2	13.4
流动负债合计	463	616	506	645	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款和应付债券	304	376	356	356					
其他非流动负债	55	51	53	54					
非流动负债合计	359	427	409	410					
负债合计	822	1,043	915	1,055					
归母所有者权益	1,260	1,333	1,465	1,638					
少数股东权益	9	12	3	5					
负债及股东权益合计	2,090	2,387	2,382	2,698					
<b>现金流量表</b>									
净利润	134	80	151	204					
折旧和摊销	49	70	76	87					
营运资本变动	127	-40	58	0					
其他	-182	194	-384	76					
经营活动现金流	128	304	-98	367					
资本开支	-276	-187	-388	-250					
其他	170	53	-29	7					
投资活动现金流	-106	-134	-417	-243					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	84	196	-14	54					
其他	-68	-218	-80	-114					
筹资活动现金流	16	-22	-94	-60					
汇率变动对现金的影响	24	7	0	0					
现金净增加额	62	156	-610	64					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

## 公司简介

公司专注于金属矿山设备, 2005年作为国内首家起步研发橡胶复合耐磨备件, 2023年该业务实现收入5.4亿元, 至今成为橡胶耐磨备件的知名供应商, 其与紫金矿业、洛阳钼业、中信重工等头部企业深度合作, 持续走向全球铜矿开采市场。

## 目录

<b>新型材料为切入点，矿用耐磨备件供应商</b> .....	<b>5</b>
公司简介：专注选矿设备&耐磨备件，引领全球橡胶备件渗透.....	5
股权结构：股权结构相对集中，子公司职责清晰.....	5
产品布局：耐磨备件为基础，产业链上下游延伸.....	7
财务表现：海外拓展赋能营收弹性，盈利能力持续改善.....	8
<b>橡胶耐磨备件：耗材属性，公司引领橡胶趋势弯道超车</b> .....	<b>11</b>
行业概览：耗材属性优质赛道，新材料加速渗透.....	11
公司阿尔法：材料差异化布局，赞比亚基地弹性可观.....	15
<b>选矿设备及 EPC：产业链延伸，整体竞争力提升</b> .....	<b>20</b>
渣浆泵：大型渣浆泵国内龙头，首创陶瓷新产品.....	20
EPC：协同效应明显，带动备件市场增长.....	20
<b>催化剂：供给端产能加速释放，需求端矿山开采持续</b> .....	<b>22</b>
供给端：公司资本开支上行，全球产能加速释放.....	22
需求端：金属价格上涨，一带一路地区铜矿开采拉动明显.....	23
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>26</b>
<b>风险</b> .....	<b>30</b>

## 图表

图表 1：耐普矿机发展历程.....	5
图表 2：耐普矿机股权结构（截至 2024 年 10 月 10 日）.....	6
图表 3：耐普矿机主要管理人员背景.....	6
图表 4：耐普矿机 2022 年员工股权激励计划.....	7
图表 5：耐普矿机产品矩阵覆盖选矿全流程的备件.....	7
图表 6：橡胶耐磨备件长期为公司第一大收入来源.....	8
图表 7：公司橡胶耐磨备件主要应用于磨机和渣浆泵.....	8
图表 8：2024 年 1-3Q 实现营收 9.2 亿元，同比+42%，归母净利润 1.2 亿元，同比+49%.....	9
图表 9：2024 年 1-3Q 公司海外收入占比达 68%.....	9
图表 10：1-3Q2024 年橡胶耐磨备件毛利率回升至 43.98%.....	9
图表 11：公司近两年盈利能力保持平稳向上.....	9
图表 12：公司海外业务毛利率高于国内业务.....	10
图表 13：2022/2023 年公司销售及管理费用显著提升.....	10
图表 14：1-3Q24 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.6%/11%/2.7%/1.2%.....	10
图表 15：合同负债 2023 年明显提高，应收账款 2024 年明显提高.....	10
图表 16：选矿设备检修及耐磨备件更换频率.....	11
图表 17：公司产品下游矿产结构及相关矿产全球产能/储量分布.....	12
图表 18：全球矿用耐磨备件市场规模测算过程.....	12
图表 19：耐普矿机与国际头部企业相关业务营收对比.....	13
图表 20：耐普矿机与国内头部企业相关业务营收对比.....	13
图表 21：矿用耐磨备件主要材料类型对比.....	14

图表 22: 磨机橡胶耐磨备件应用部位及性能对比 .....	15
图表 23: 耐普矿机在研项目 .....	16
图表 24: 研发费用整体呈现提升趋势 .....	16
图表 25: 2023 年橡胶耐磨备件销量达 1.2 万吨 .....	16
图表 26: 公司 IPO 后主要对外投资保持较高频率 .....	18
图表 27: 耐普矿机各区域主要客户情况 .....	19
图表 28: 头部客户粘性强, 结构稳定集中度较高 .....	19
图表 29: 客户采购额具备明显的成长性 .....	19
图表 30: 选矿设备销量持续增长, 产销率较高 .....	20
图表 31: 耐普矿机近年重点 EPC 项目介绍 .....	21
图表 32: 公司硫化设备利用率 (产能利用率) .....	22
图表 33: 耐普矿机在建工程情况 (截至 2024 年 3 月底, 单位: 万元) .....	22
图表 34: 全球主要矿产企业资本开支 .....	23
图表 35: 国内矿山设备代表企业营收与全球头部矿山企业资本开支周期基本同步 .....	24
图表 36: 矿商资本开支高峰或出现在金属价格高位第二年 .....	24
图表 37: LME 铜现货结算价维持高位 .....	24
图表 38: 黄金现货价格持续上升, 处于历史高位 .....	24
图表 39: 2021-2025 年耐普矿机收入拆分 .....	27
图表 40: 耐普矿机三张报表 .....	28
图表 41: 耐普矿机与可比公司估值情况 (截至 2024 年 11 月 8 日) .....	29
图表 42: 历史 P/E .....	29
图表 43: 历史 P/B .....	29

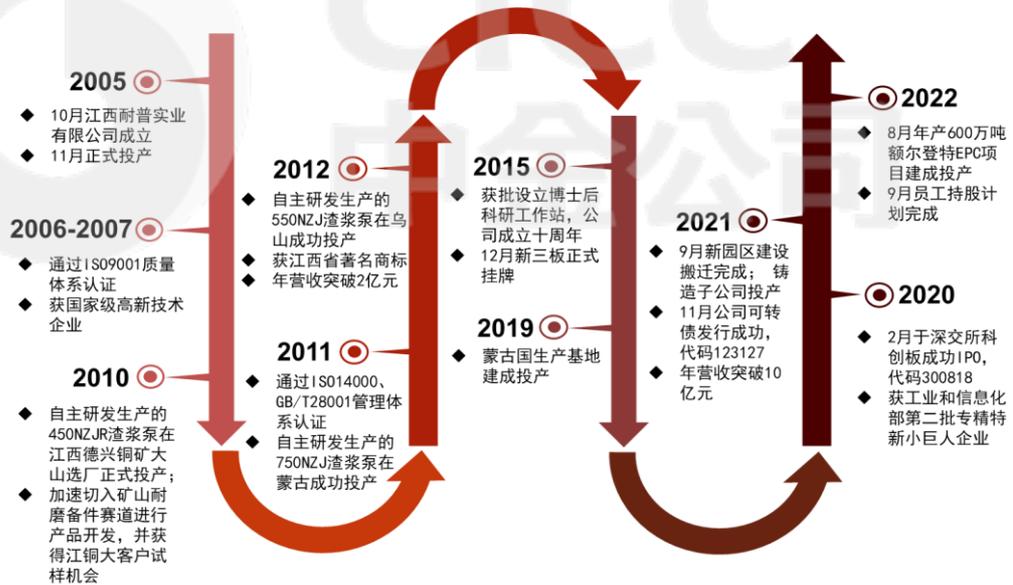
## 新型材料为切入点，矿用耐磨备件供应商

### 公司简介：专注选矿设备&耐磨备件，引领全球橡胶备件渗透

耐普矿机成立于 2005 年，是国内首家专注于矿山选矿设备及耐磨备件的公司。1) 选矿设备：2010 年公司自主研发出 450NZJR 渣浆泵在江西德兴铜矿正式投产，据公司官网，2011 年其自主研发的 750NZJ 渣浆泵创下国际之最，奠定公司在选矿设备环节地位，至 2023 年公司设备业务收入 1.3 亿元。2) 耐磨备件：2005 年后，公司配套选矿设备研发备件，以橡胶新材料为切入点进行产品开发，率先得到江铜等大客户试样机会，至今成为国内橡胶复合备件知名供应商，2023 年公司备件收入 5.4 亿元，已超越设备业务成为公司主要生命线。2015 年公司在科创板挂牌，2020 年公司于深交所成功 IPO，获评国家专精特新小巨人企业。

国际市场开拓来看，公司在蒙古国、澳大利亚、秘鲁、智利、赞比亚、新加坡、塞尔维亚、厄瓜多尔等国家设立了子公司，于 2023 年在澳大利亚子公司引入当地股东进行本土化，并在哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦等地已设立办事处。2019 年第一个海外生产基地蒙古国基地投产，2023 年公司产品出口额达 5.19 亿元，收入占比超 50%，据其官网，2024 年 10 月第二个海外基地赞比亚已建成投产。

图表 1：耐普矿机发展历程

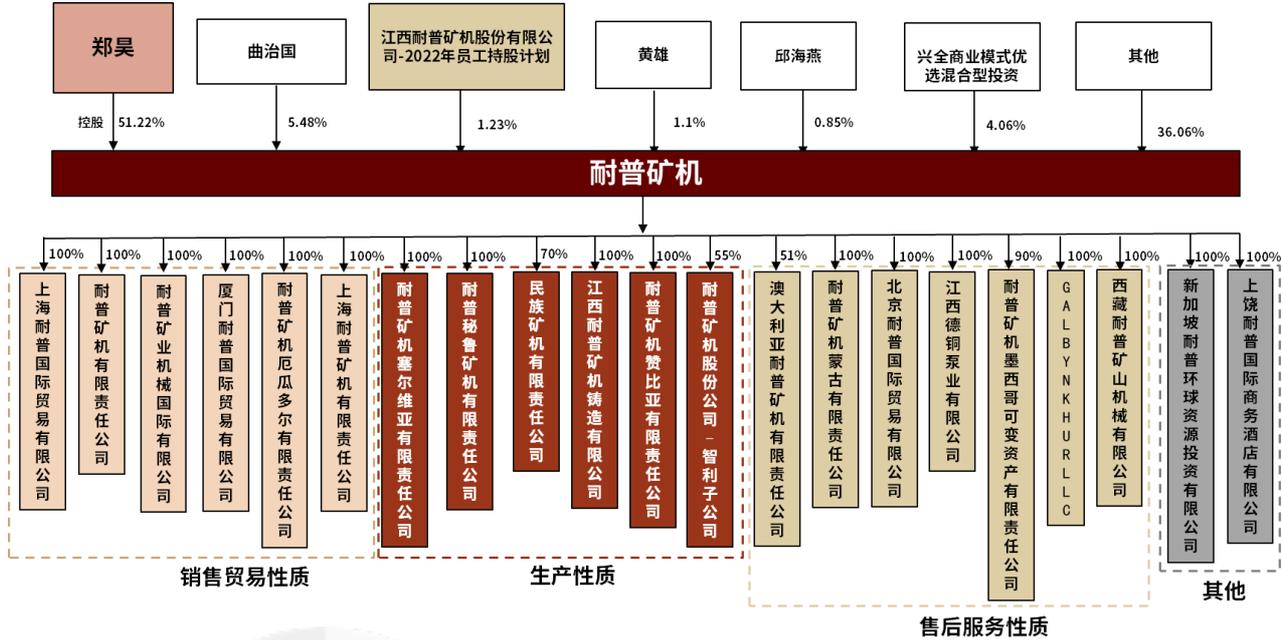


资料来源：公司官网，中金公司研究部

### 股权结构：股权结构相对集中，子公司职责清晰

股权集中度高，子公司定位清晰职责分明。截至 2024 年 10 月 10 日，公司控股股东、实际控制人郑昊直接持股 51%，股权结构集中稳定。公司现有并表子、孙公司合计 21 家，其中 6 家为销售贸易性质，6 家为生产性质，7 家为售后服务性质，2 家为其他性质，职责分明。

图表 2：耐普矿机股权结构（截至 2024 年 10 月 10 日）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司管理层长期从事选矿设备的经营管理工作，具备丰富行业经验。公司创始人、董事长郑昊先生深耕矿山设备产业 40 余年，早期参与江铜等贸易较多。其他高级管理人员从事选矿设备行业平均年限达 20 年以上，管理层经验丰富，持续引导公司进行行业前沿探索。

建立增量分享机制，有效激励员工。公司于 2022 年 8 月发布 2022 年员工持股计划，参加对象为公司董事、高级管理人员、公司核心管理人员和重要骨干员工（总人数不超过 10 人），本次员工持股计划受让价格为 5.00 元/股，合计不超过 1,500,060 股，占公司当时股本总额 2.14%。公司层面业绩考核覆盖 2022-2024 年三个会计年度，目前第一、二个解锁期的业绩考核目标已达成。

图表 3：耐普矿机主要管理人员背景

核心人员	职务	履历
郑昊	董事长、董事	1983年至1994年在江西上饶县建材公司工作，历任厂长、副经理、经理；1994年至2001年任江西巨鹰实业有限公司总经理；2001年9月至2010年12月任江西天日实业有限公司董事长兼总经理；2001年7月至今任德兴橡胶副董事长；2002年5月至今任江西德铜泵业有限公司副董事长、董事长；2005年作为主要发起人发起设立了耐普实业，任董事长。
程胜	副董事长、董事、总经理	1991年7月至1993年7月任江铜集团德兴铜矿机修厂技术员；1993年7月至2001年11月先后任德兴铜矿有色企业集团公司技术员、生产技术部副主任、橡胶厂厂长；2001年11月至2008年7月任德兴橡胶总经理；2011年5月至今任德兴橡胶董事；2011年5月至今任德铜泵业董事；2008年7月至2011年4月任耐普实业总经理；2011年4月至今任耐普矿机总经理、董事；2018年至今任耐普矿机副董事长；2020年5月至2021年12月，兼任耐普矿机财务总监；2022年4月至今任江西德普矿山设备有限公司董事。
王磊	董事、副总经理、董事会秘书	2005年9月至2009年7月江西财经大学毕业，2009年7月至2011年7月在江西黑猫炭黑股份有限公司证券部工作；2011年7月至2015年5月在江西开子门业股份有限公司担任证券部部长；2015年7月至2016年7月担任江西百川财富投资管理有限公司执行经理；2016年8月至2017年3月任职江西富祥药业股份有限公司审计部；2018年9月至2020年4月历任耐普矿机董事会办公室主任、证券事务代表；2020年11月至今任德兴橡胶监事；2020年5月至今任耐普矿机董事、副总经理、董事会秘书。
杨俊	监事会主席、职工监事	1996年9月至2006年6月，历任上饶客车厂技术员、调度员、车间副主任、车间主任职务；2006年7月至2013年10月，在公司任生产部经理；2013年10月至2015年12月，任耐普矿机总经理助理兼生产部经理；2014年4月至2016年6月，任耐普矿机第二届职工监事、生产总监；2016年6月至今，任耐普矿机职工监事、监事会主席、生产总监。
王红	监事	1988年10月至2005年12月，任德兴铜矿橡胶有限公司班长、车间主任；2006年1月至2015年6月，任耐普矿机橡胶制品分厂厂长；2015年6月至2017年3月，任耐普矿机橡胶制品分厂厂长；2017年3月至今，任江西耐普矿机股份有限公司硫化车间主任；2015年6月至今任江西耐普矿机股份有限公司监事。
欧阳兵	财务总监	1997年9月至2001年6月毕业江西财经大学，本科学历；2001年7月至2015年8月就职于广州珠江啤酒股份有限公司，历任江西耐普矿机股份有限公司会计、股份公司应付主管、子公司财务负责人、事业部财务总监；2015年9月至2017年8月担任江西金利隆橡胶股份有限公司财务总监；2017年9月至2018年2月担任武汉金牛经济发展有限公司财务中心总监；2018年11月至2021年12月任耐普矿机财务中心总监；2022年1月至今担任耐普矿机财务总监。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图 4：耐普矿机 2022 年员工股权激励计划

解锁期	解锁股份数	业绩考核目标
第一个解锁期	40%	2022年营业收入不低于4.50亿元（已解锁）
第二个解锁期	30%	2022年至2023年累积营业收入不低于9.75亿元（已达成）
第三个解锁期	30%	2022年至2024年累积营业收入不低于15.75亿元

注：以上“营业收入”指经审计的上市公司合并报表营业收入，以扣除公司 2019 年 12 月与蒙古国额尔登特矿业公司（Erdenet）签订的工程建造合同确认的业绩影响后的营业收入作为计算依据。扣除蒙古国额尔登特矿业公司（Erdenet）签订的工程建造合同确认的业绩影响后的营业收入后，公司 2021 年实现营业收入为 36,990.17 万元  
资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 产品布局：耐磨备件为基础，产业链上下游延伸

矿石采选主要经过开采、选矿和冶炼三个主要流程。选矿设备主要用于将原矿物料破碎至加工所需粒度、清除杂质、按粒度进行分级等，据我们在报告《[金属矿山设备：上游涨价需求迎风起，出海开启新篇章](#)》中测算，选矿在矿石采矿全流程中价值量占比约 40%，具体包括矿石的破碎、磨矿、分选、浮选等环节。

公司备件产品覆盖有色金属矿山选矿全流程，具体品种包括：矿用橡胶耐磨备件（全流程各环节）、选矿设备整机、矿用管道、工业设备耐磨衬里、矿用金属备件。矿用橡胶耐磨备件为公司主力产品：

图 5：耐普矿机产品矩阵覆盖选矿全流程的备件



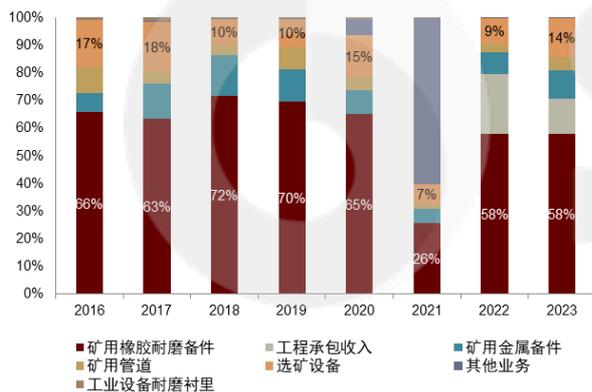
资料来源：公司公告，中金公司研究部

- **矿用橡胶耐磨备件**：2018-2023 年该业务营收 CAGR 为 18.3%，2023 年实现销售收入 5.42 亿元，同比增长 25%，收入占比长期超过一半。大幅升级产品耐磨性、耐腐蚀性。公司橡胶耐磨备件装配于选矿设备中用于保护设备，采用自研混炼配方和生产工艺，属于定期更换的耗材，主要涉及三类整机设备：1) **磨机备件**（磨矿衬板、圆筒筛等）：在备件中收入占比最高，2023 年达 54%。根据安装工位不同，分为喇叭口、槽板、提升条、进出料口内衬、端衬板等；2) **渣浆泵备件**（护套、护板和叶轮等）：收入占比约 20%，单价和毛利率高于磨机备件主要系其橡胶含量更高；3) **其他备件**，如振动筛、旋流器和浮选机（转子、定子等）备件等，2023 年该类别收入占比显著提升至 29%，主要得益于海外销售规模扩大带动单价提升，均价也高于磨机备件。

- ▶ **选矿设备：**2018-2023 年选矿设备营收 CAGR 为 33.2%，2023 年销售收入同比高增 86%至 1.32 亿元，收入占比同比提升 5ppt 至 14%。公司自产渣浆泵和水力旋流器两类选矿设备，渣浆泵将矿浆从矿浆池中泵到分级作业系统；水力旋流器负责矿浆分级，并将不同级别的矿浆分别输出进行不同后续处理。
- ▶ **矿用管道：**2018-2023 年矿用管道营收 CAGR 为 30.6%，2023 年销售收入为 0.5 亿元，同比增长 115%，收入占比 5%。公司生产的矿用管道主要分钢橡复合管和橡胶软管两个系列，主要配套渣浆泵进行矿浆、尾矿输送等。
- ▶ **工业设备耐磨衬里：**耐磨备件的主要金属架构，采用外协加工生产模式。2022 年公司成立铸造子公司，逐渐承接产能自制。
- ▶ **矿用金属备件：**2021 年前公司矿用金属备件均为外购，不具备相关产能；2022 年铸造子公司投产，实现矿用金属备件基本自制。

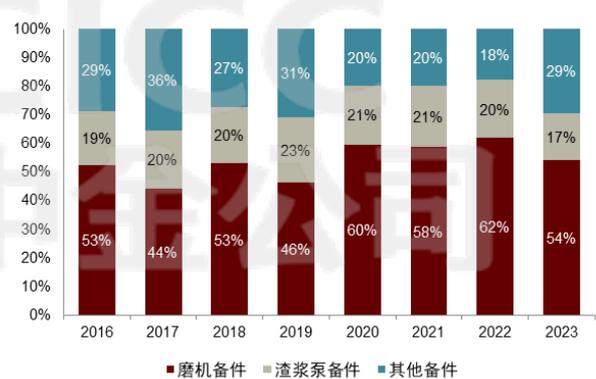
除销售产品外，近年耐普矿机 EPC 模式取得显著发展。凭借多年在选矿领域积累的技术经验，公司还向海外客户提供选矿工艺流程设计、采购、施工等全过程总承包服务。2021 年蒙古额尔登特 EPC 项目集中确认收入，带来公司业绩高速增长。

图表 6：橡胶耐磨备件长期为公司第一大收入来源



注：2021 年其他业务主要为工程承包项目，后续拆分披露  
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 7：公司橡胶耐磨备件主要应用于磨机和渣浆泵



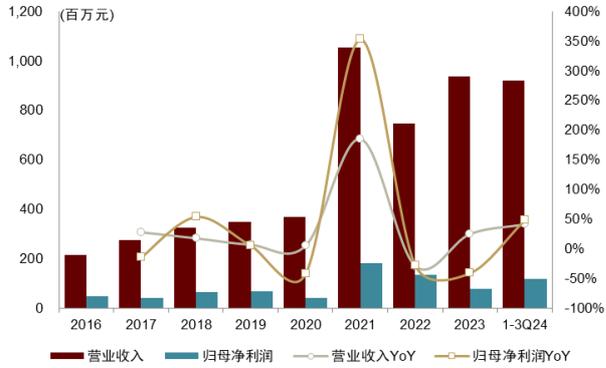
资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 财务表现：海外拓展赋能营收弹性，盈利能力持续改善

**海外拓展赋能营收弹性。**2018-2023 年公司营业收入从 3.26 亿元升至 9.38 亿元，CAGR 为 23.5%，得益于橡胶复合备件的快速渗透以及海外市场开拓，2023 年同比+25.3%；归母净利润由 0.65 亿元升至 0.8 亿元，CAGR 为 4.1%，其中，2022 年净利润下滑主要系 2023 年 EPS 大项目确认收入带来利润高基数，2023 年净利润下滑主要系 2022 年存在资产处置一次性收益较多。1-3Q2024 营收同比+41.7%至 9.2 亿元；归母净利润同比+48.8%至 1.2 亿元，主要受 EPC 项目确认收入和备件业务增长拉动。

2021 年海外收入创历史新高，同比高增 396.7%至 8.52 亿元，主要受益于蒙古额尔登特 EPC 项目收入集中确认，当年海外收入占比高达 81%，拉动总营收同比增长 186%至 10.53 亿元。2022/2023 年海外收入占比均维持在 55%以上，1-3Q24 再度提升至 68%，我们预计海外收入占比持续提高。

**图表 8：2024 年 1-3Q 实现营收 9.2 亿元，同比 +42%，归母净利润 1.2 亿元，同比+49%**



资料来源：公司公告，中金公司研究部

**图表 9：2024 年 1-3Q 公司海外收入占比达 68%**

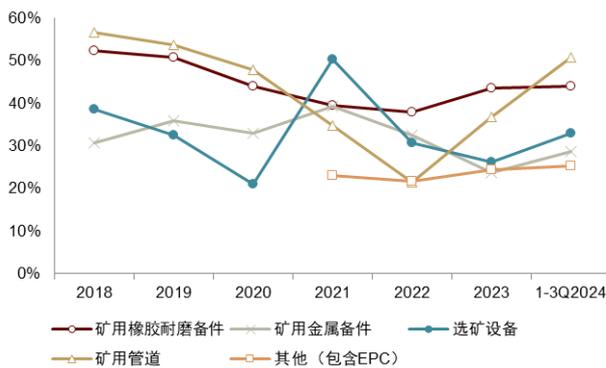


资料来源：公司公告，中金公司研究部

**2021 年以来毛利率持续提升。**2020 年受疫情影响海外业务占比下降导致公司毛利率下降，2021-2023 年，耐普矿机销售毛利率由 30.5% 逐年提升至 36.5%，截至 2024 年三季度，毛利率升至 37.4%，我们认为主要系海外收入占比回升及耐磨备件收入占比提升影响。

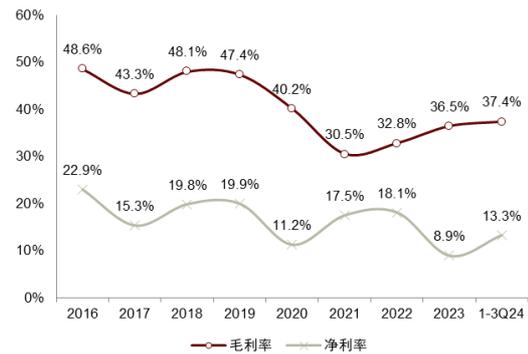
分产品品种来看，1) **橡胶耐磨备件**：受客户结构影响，2020-2022 年毛利率略有向下，2023 年橡胶耐磨备件毛利率回升 5.8ppt 至 43.7%，2024 年 1-3Q 继续升至 43.98%，主要系出口占比提升，是产品矩阵中盈利水平最高的单品；2) **选矿设备**：毛利率波动幅度大，近两年呈明显下滑趋势，2023 年降低至 26%，主要系国内竞争愈发激烈，公司以签订设备订单获取后市场备件业务为主要出发点；3) **EPC 项目**：毛利率维持在 20%-25%，因项目而异。

**图表 10：1-3Q2024 年橡胶耐磨备件毛利率回升至 43.98%**



资料来源：公司公告，中金公司研究部

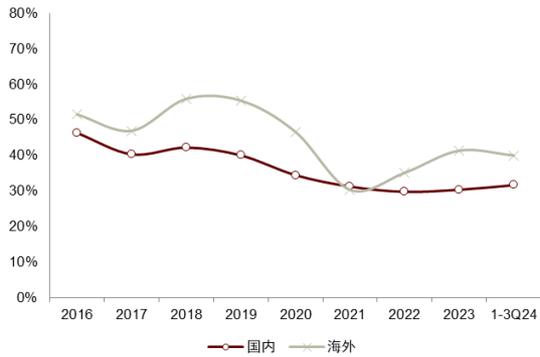
**图表 11：公司近两年盈利能力保持平稳向上**



注：毛利率未扣除税金及附加，与第二页口径不同

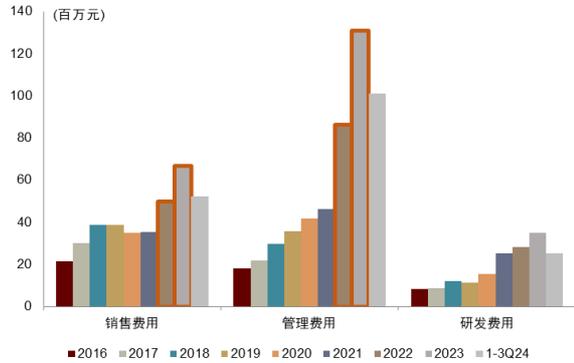
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 12：公司海外业务毛利率高于国内业务



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13：2022/2023 年公司销售及管理费用显著提升



资料来源：公司公告，中金公司研究部

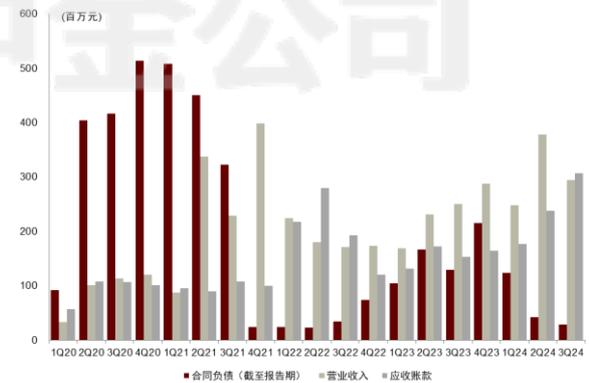
**整体控费能力稳定。**2021 年营收大幅增长的摊薄作用下，管理/销售费用率降至历史低位 4.4%/3.4%，随后 2022 年销售费用率回升至 6%-7% 区间，财务费用率稳步下降，管理费用率则回弹至超过 10%。管理费用 2022/2023 年分别为 0.86/1.31 亿元，分别同比增长 85.5%/52.1%，主要系：1) 新厂区投入使用，折旧额增加；2) 2022 年员工持股计划股份支付金额增加。

图表 14：1-3Q24 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.6%/11%/2.7%/1.2%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 15：合同负债 2023 年明显提高，应收账款 2024 年明显提高



资料来源：公司公告，中金公司研究部

**合同负债确收支撑营收增长。**1-3Q24 公司合同负债 0.3 亿元，应收账款 3.1 亿元。**新签合同方面**，2023 年公司合同签订额同比增长 63.3% 至 12.25 亿元，其中海外合同签订额 7.25 亿元，占比 59.2%，连续两年高速增长。

## 橡胶耐磨备件：耗材属性，公司引领橡胶趋势弯道超车

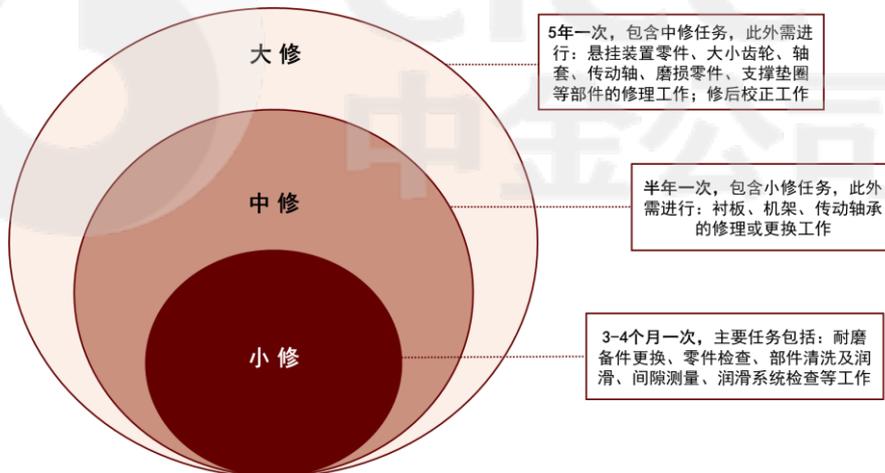
### 行业概览：耗材属性优质赛道，新材料加速渗透

#### 行业特征 1#：耗材属性，全球龙头集中度高企

耐磨备件属于矿山设备后市场，用于保护设备稳定运行。矿山运行过程中冲击磨损较为严重，需要使用耐磨材料制作成的零部件来保护设备，延长设备使用寿命和保障无故障稳定运行。在破碎机、磨机、筛网、浮选机、管道等应用广泛。

产品特征来看，消耗品属性带来稳定收入。1) 消耗品属性明显，矿山开采对于设备内部备件的磨损较为严重，一般 3-6 个月维度更换耐磨备件，贡献收入稳定，2019-2023 年，头部厂商伟尔集团、美卓集团等售后市场收入占比超过 50%；2) 易与客户建立高粘性，客户为保障设备运行稳定性，一般不会轻易更改耐磨件供应商，多为客户指定品牌；3) 竞争要素在于客户需求与材料配方，备件生产主要包括材料混合—热处理—结构机加工—装配等环节，我们认为备件市场相对成熟，商业竞争要素在于客户需求触及度与及时响应，技术竞争要素在于材料配方如何更优提高耐磨性。

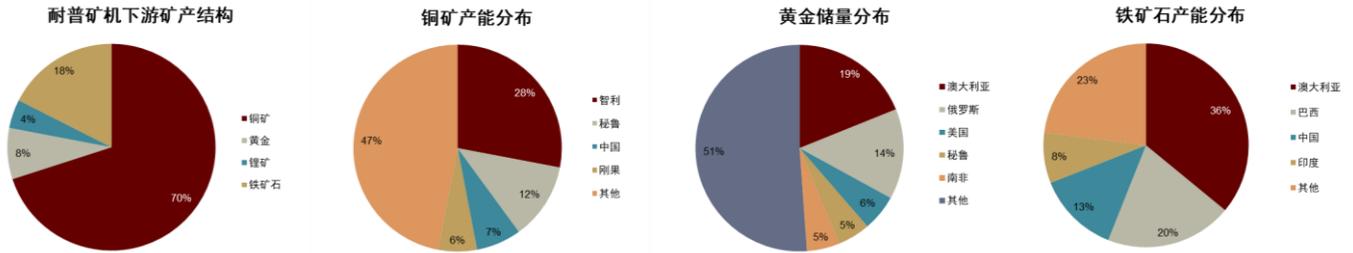
图表 16：选矿设备检修及耐磨备件更换频率



资料来源：《实用铁矿石选矿手册》（化学工业出版社，2016年8月），中金公司研究部

公司备件产品主要用于铜、金等有色金属矿。2023年，公司70%收入来自铜矿，8%收入来自黄金，4%-5%收入来自锂矿，其余部分来自铁矿石等其他金属。全球铜矿产能主要分布于南美洲及非洲，智利、秘鲁是主要铜矿出口国，占全球出口总量的40%；黄金储量前三的国家依次为澳大利亚、俄罗斯、美国，秘鲁和南非等亚非拉国家储量亦较为丰富。我国有色金属矿储量相对较小，海外市场空间广阔。

图表 17：公司产品下游矿产结构及相关矿产全球产能/储量分布



资料来源：公司公告，《全球矿业发展报告》（自然资源部中国地质调查局国际矿业研究中心，2019），中金公司研究部

2023 年全球矿用耐磨备件市场规模约 430 亿元。我们根据全球范围内铜、铁、金、锂四种矿产的产量及其单位平均开采成本，得到全球有色金属矿山年均总开采成本，我们假设耐磨备件采购成本占矿企总开采成本约 3%，估算出 2023 年全球矿用耐磨备件市场规模约 430 亿元。

图表 18：全球矿用耐磨备件市场规模测算过程

测算过程	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球铜矿产量（千吨）	23,552	23,466	24,133	24,518	25,786	27,626	29,598	31,355	32,871
YoY	0.1%	-0.4%	2.8%	1.6%	5.2%	7.1%	7.1%	5.9%	4.8%
铜矿开采成本（美元/吨）	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
全球铜矿开采成本（亿美元）	306	305	314	319	335	359	385	408	427
<b>铜矿耐磨备件市场规模（万美元）</b>	<b>91,852</b>	<b>91,517</b>	<b>94,117</b>	<b>95,621</b>	<b>100,565</b>	<b>107,742</b>	<b>115,431</b>	<b>122,283</b>	<b>128,197</b>
全球铁矿石产量（千吨）	2,228,000	2,335,700	2,338,400	2,476,900	2,455,700	2,458,156	2,460,614	2,463,074	2,465,538
YoY	3.0%	4.8%	0.1%	5.9%	-0.9%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
铁矿石开采成本（美元/吨）	16	16	16	16	16	16	17	18	19
全球铁矿石开采成本（亿美元）	348	364	365	386	383	383	408	434	459
<b>铁矿石耐磨备件市场规模（万美元）</b>	<b>104,270</b>	<b>109,311</b>	<b>109,437</b>	<b>115,919</b>	<b>114,927</b>	<b>115,042</b>	<b>122,539</b>	<b>130,050</b>	<b>137,577</b>
全球黄金产量（吨）	3,300	3,300	3,030	3,090	3,060	3,000	2,970	2,970	3,000
YoY	2.2%	0.0%	-8.2%	2.0%	-1.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%
黄金开采成本（万美元/吨）	4,275	4,275	4,275	4,275	4,275	4,275	4,275	4,275	4,275
全球黄金开采成本（亿美元）	1,411	1,411	1,295	1,321	1,308	1,283	1,270	1,270	1,282
<b>黄金橡胶备件市场规模（万美元）</b>	<b>423,245</b>	<b>423,245</b>	<b>388,616</b>	<b>396,311</b>	<b>392,464</b>	<b>384,768</b>	<b>380,921</b>	<b>380,921</b>	<b>384,730</b>
全球锂矿产量（吨）	95,000	86,000	82,500	107,000	146,000	180,000	221,918	269,159	322,419
YoY	37.7%	-9.5%	-4.1%	29.7%	36.4%	23.3%	23.3%	21.3%	19.8%
锂矿开采成本（万美元/吨）	2	2	2	2	2	2	3	4	5
全球锂矿开采成本（亿美元）	14	13	12	16	22	27	55	94	145
<b>锂矿耐磨备件市场规模（万美元）</b>	<b>4,275</b>	<b>3,870</b>	<b>3,713</b>	<b>4,815</b>	<b>6,570</b>	<b>8,100</b>	<b>16,644</b>	<b>28,262</b>	<b>43,527</b>
橡胶耐磨备件成本/矿山开采成本比例	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>全球矿用耐磨备件市场规模（万美元）</b>	<b>623,643</b>	<b>627,943</b>	<b>595,883</b>	<b>612,666</b>	<b>614,526</b>	<b>615,652</b>	<b>635,534</b>	<b>661,516</b>	<b>694,030</b>
<b>全球矿用耐磨备件市场规模（亿元）</b>	<b>437</b>	<b>440</b>	<b>417</b>	<b>429</b>	<b>430</b>	<b>431</b>	<b>445</b>	<b>463</b>	<b>486</b>

资料来源：美国地质调查局，澳大利亚工业、科学、能源与资源部，国际钢铁协会，惠誉，五矿经研院，公司公告，中金公司研究部

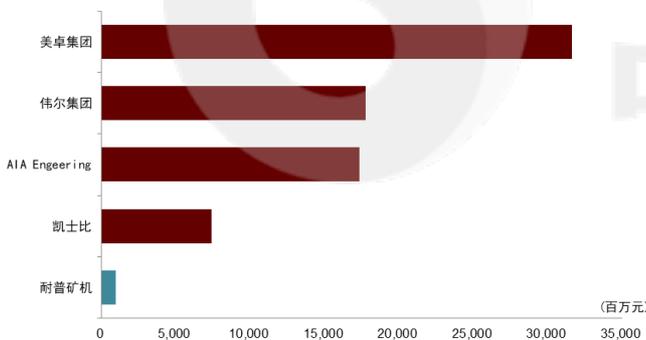
中国矿用耐磨铸件（以金属为主）市场规模约 50-75 亿元。据中铸协耐磨材料与铸件分会数据，2022 年我国矿冶重机耐磨铸件年产量接近 500 万吨，我们按照市场均价估算其市场规模约 50-75 亿元，具体可分为球磨机磨球与磨段（38%）、球磨机衬板（13%）、破碎机耐磨件（16%）、渣浆泵过流件与耐磨管道（4%）、斗齿类（6%）、铸造轧辊与碾环（15%）等六大类。目前耐普矿机产品涉及领域约占我国耐磨铸件市场的 17%，主要包括球磨机衬板、渣浆泵过流件与耐磨管道。

国际龙头优势突出，占据全球大部分市场份额。我们预估前三家国际龙头备件全球市场份额加总超过 2/3，市场集中度偏高，我们认为国际龙头优势主要包括：1) 整机销售带动备件业务发展，伟尔集团、美卓集团等采矿整备设备行业市占率高，可带动其配套耐磨备件需求增长；

2) 大集团积累大量运行案例，对产品研发有正向辅助作用，例如，英国伟尔集团于 2010 年收购橡胶耐磨备件生产商 Linatex，并先后推出 Linacure<sup>®</sup>、Linagard<sup>®</sup>、Linard<sup>®</sup>等橡胶耐磨衬板。

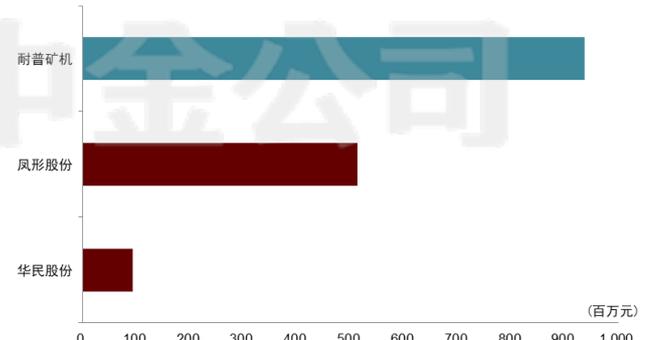
- ▶ **美卓集团 (HLSE: METSO)**：公司成立于 2020 年，由原美卓矿机和奥图泰合并而成，专注于为采矿、骨料、再循环和金属提炼等工业提供技术和服务，侧重采矿前端环节。2023 年矿石业务营收 40.44 亿欧元，折合人民币 316.24 亿元。
- ▶ **伟尔集团 (LSE: WEIR)**：伟尔集团于 1871 年在英国成立，是一家服务矿业、油气、电力行业及流量控制的国际公司。其矿业部专长于选矿中后段环节，提供渣浆设备解决方案，包括泵、阀门、衬胶、破碎机、筛分介质系统、筛网、软管和管道池、耐磨衬里、磨机衬板等。2023 年采矿业务营收 19.37 亿英镑，折合人民币 177.62 亿元。
- ▶ **AIA Engineering Limited (BSE: 532683)**：公司成立于 1979 年，为印度及国际客户提供耐腐蚀和耐磨铸件等，其相关产品具体包括研磨介质、进出口端衬垫、磨机外壳衬垫和隔膜等。2023 年采矿业务营收 2,036.77 亿印度卢比，折合人民币 173.13 亿元。
- ▶ **凯士比 (DB: KSB)**：公司前身成立于 1871 年，是世界上三家最大的泵阀制造公司之一，其产品可用于采矿业固液混合体的液压输送，此外也广泛应用于化工石化、运输、能源供应、水运及废水处理等行业。2023 年备件业务营收 9.44 亿欧元，折合人民币 73.81 亿元。

图表 19：耐普矿机与国际头部企业相关业务营收对比



注：美卓集团取“Minerals”业务；伟尔集团取“Mining sector”业务；AIA 取“Mining”业务；凯士比取“Spare parts”业务  
资料来源：各公司公告，中金公司研究部

图表 20：耐普矿机与国内头部企业相关业务营收对比



注：凤形股份取“高铬耐磨产品”业务；华民股份取“耐磨产品”业务  
资料来源：各公司公告，中金公司研究部

**国内企业产品布局分散，低端竞争激烈。**目前国内体量较大的矿用耐磨备件供应商为凤形股份（2023 年耐磨产品营收 5.13 亿元）和华民股份（2023 年耐磨产品营收 0.95 亿元，光伏类产品较多），细分产品下游分散，低端产品存在同质化竞争。其耐磨产品与耐普矿机不存在直接竞争，一方面其耐磨产品主要为传统金属材料，耐普为橡胶复合材料；另一方面其产品主要应用于球磨机磨球与磨段。耐普矿机专注于橡胶复合新材料耐磨备件（2023 年耐磨产品营收 3.1 亿元），我们预计其在橡胶复合备件领域国内市占率可达 40% 以上，其余被国际龙头占据。

## 行业特征 2#：矿山大型化，橡胶复合备件加速渗透

**橡胶复合备件在磨机衬板环节渗透率不足 10%（数量占比），成长空间广阔。**据公司公告披露，传统金属耐磨备件原料以高锰钢为主，市场价格约 1.5 万元/吨；公司所研新材料橡胶复合

备件价格约为 3-4 万元/吨。我们预计，橡胶复合耐磨备件在渣浆泵过流件与耐磨管道环节渗透率高达 40%，但在球磨机衬板等其他剩余环节渗透率仅不到 10%，据价和量，我们估算当前中国橡胶复合备件市场规模约 10 亿元；全球橡胶复合备件市场规模约 60 亿元。

图表 21：矿用耐磨备件主要材料类型对比

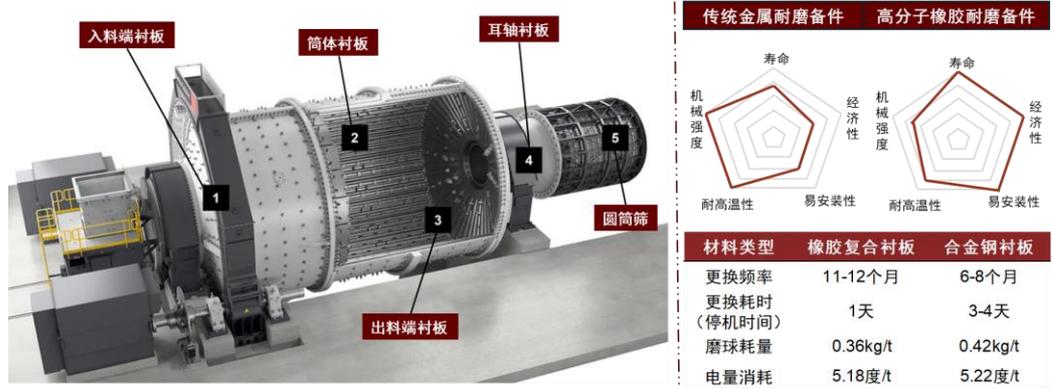
	材料发展方向	性能特点
锰钢备件（1-1.5万元/吨）	高锰钢物理性能优化主要通过改变碳、锰等含量并添加合金元素与热处理，对高锰钢表面进行预硬处理等方式，以改善其耐磨性、硬度、韧性等。	具有高耐磨性、高韧性、高性价比、适应性强等优点，但磨损快、能耗大、易断裂。
橡胶备件（2.5万元/吨以上）	橡胶衬板主要从衬板结构、橡胶材质和安装方式等方面进行综合改进，加强了衬板的适应性，推动橡胶衬板的广泛使用。	具有高耐腐蚀性、能耗低、噪音低等优点，但耐磨性差、抗冲击性差、磨碎效率低，只能用于小型磨机。
橡胶复合备件（3-4万元/吨）	常见的是橡胶金属复合材料，在复合材料的配比、复合结构的设计等方面持续进行综合改进。	兼具锰钢备件与橡胶备件优点，具有 <b>高耐磨性、高耐腐蚀性、低能耗、噪音低</b> 等优点，性价比介于两者之间。

资料来源：耐普矿机、美卓集团、伟尔集团官网，中金公司研究部

**我们认为橡胶复合耐磨备件渗透率有望进一步提升：**

- ▶ **1) 橡胶复合备件性能优势明显：**使用寿命方面，橡胶复合耐磨备件较金属耐磨备件提高 30%；节能方面，橡胶复合耐磨备件较金属耐磨备件重量轻 30%，因此可减少大量用电能耗，我们预计可节能 8-10%；稳定性方面，因橡胶复合耐磨备件耐磨寿命大幅增强，使得备件脱落风险减少，非正常停机时间减少，大型矿山一天产值上亿元，一年减少 5 天停机将提升近 5 亿元产值；
- ▶ **2) 新技术研发推动：**耐普矿机为代表的耐磨件供应商龙头持续精进产品性能，锻造+电渣重熔工艺生产的复合衬板试用成果显示备件寿命可提升 50%左右，进一步助力经济性体现；
- ▶ **3) 矿机大型化蕴育潜在市场需求：**随大量矿山技改更换大型整机、淘汰老旧小机器设备，磨机大型化趋势明显。一方面，对耐磨备件冲击加剧，对衬板耐磨性提出进一步要求；另一方面，大型磨机单价上亿元，对于耐磨备件价格不敏感，对于性能更敏感，或推动橡胶复合备件渗透率提升；
- ▶ **4) 金属备件企业转型动力强：**纯金属备件毛利率仅 20%左右，公司橡胶耐磨备件毛利率超 40%，基于盈利能力考虑转型动力强。

图表 22：磨机橡胶耐磨备件应用部位及性能对比



资料来源：美卓集团官网，《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》（周平安等，2020年），公司公告，中金公司研究部

国内外龙头橡胶耐磨备件处于同一起跑线，利好国内企业渗透。考虑到海外主要竞争对手产品目前仍以金属材料为主，橡胶材料布局逐渐加码，以伟尔集团为例，根据其官网披露的产品信息，其橡胶复合备件应用目前仅局限于渣浆泵、橡胶管道。我们认为耐普矿机以新材料为主要抓手，或立足于差异化竞争。

### 公司阿尔法：材料差异化布局，赞比亚基地弹性可观

#### 优势 1#：重视产学研，技术研发推动加速追赶

公司注重产学研合作，产品受到大客户认可。公司研发费用稳健增长，先后与清华大学、上海交通大学、南昌航空大学、华东理工大学高校建立了技术合作，为公司在橡胶耐磨材料、金属耐磨材料、新产品设计等方面提供了有利技术支持。据公司客户太原钢铁、奥尤陶勒盖、安塔米纳矿业公司等出具的产品质量检测报告，公司自产的渣浆泵过流件、磨机筛板等橡胶复合耐磨备件性能与国际头部厂商相近。

图表 23：耐普矿机在研项目

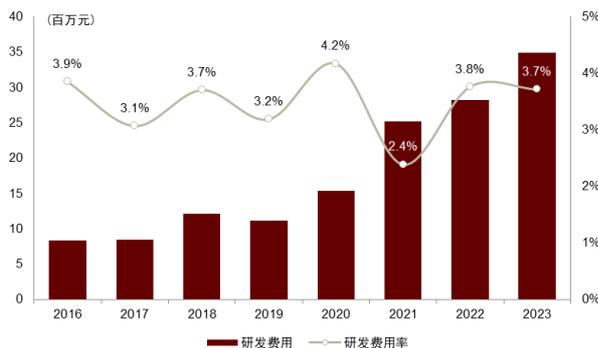
研发项目	项目目的	拟达到目标
矿山机械用耐磨高强钢的研发	完善现有贝氏体钢06C、06CA制备工艺，并推广应用；研发出高淬透性且适用于直径7.5米以上半自磨机筒体提升条的耐磨高强钢。	1. 使提升条的寿命比现在使用的 CrMo 钢提升条稳定提高20%。2. 使提升条的寿命比现在使用的 CrMo 钢提升条提高。
铸造耐磨材料的研发	掌握高铬铸铁耐磨材料、铬钼钢耐磨材料生产工艺技术，实现产品生产质量稳定化。	技术性能指标达到国内知名公司技术水平和国家有关标准技术指标，满足公司产品配套使用要求。
锻造高合金耐磨钢的研发	通过锻造高合金钢研究，研发出具有组织成分均匀性好、高强韧性、高硬度和高耐磨性等特点耐磨合金钢，应用于磨机衬板将大大提高其寿命20-40%。	1. 锻造高合金钢GH3材料耐磨寿命相比于ZG70CrMo提升≥40%。2. 锻造高合金钢GH6材料，耐磨寿命相比于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。	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，从而提高橡胶在矿山设备上的使用寿命。	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%。

资料来源：公司年报，中金公司研究部

公司持续推进两种技术研发，国际领先。1) 陶瓷渣浆泵，是全球领先的革命性技术产品，将碳化硅、橡胶与金属复合在一起组成新材料陶瓷渣浆泵耐磨备件，因碳化硅与氮化硅硬度非常高，据公司初步试样，其较纯金属渣浆泵备件可有效提升寿命4倍，较橡胶复合备件可有效提升寿命2倍；2) 液相法母胶，使炭黑分散均匀，可有效提升橡胶使用寿命约30%。公司在橡胶复合耐磨备件的技术研发端持续精进，有望实现备件产品加速追赶，并引领全球橡胶备件渗透提升。

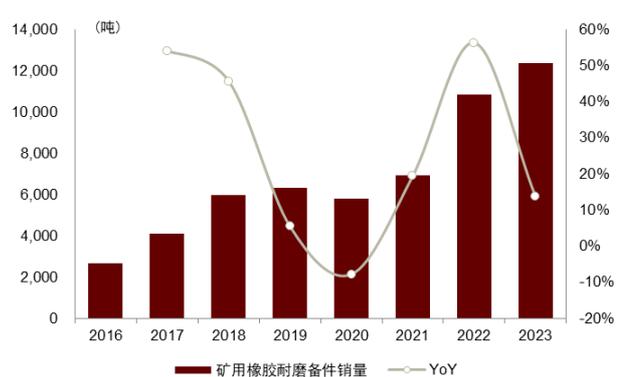
筒体衬板有待突破。此前公司橡胶复合衬板主要渗透磨机端口衬板；公司通过铸造电渣重熔+锻造组合的方式提升复合材料的耐磨性，据公司测试试样，新技术可将磨机筒体衬板寿命提升接近50%，或为公司打开更广阔成长空间（筒体衬板价值大于端口衬板价值）。

图表 24：研发费用整体呈现提升趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 25：2023 年橡胶耐磨备件销量达 1.2 万吨



资料来源：公司招股说明书，中金公司研究部

## 优势 2#：全球营销网络布局完善，赞比亚基地带来弹性可观

公司海外布局日趋完善，渠道端已具备先发优势。[中国铜矿资源开采量只占全球 7-8%左右](#)，公司选矿设备及备件在海外拥有更广阔市场。目前公司已在智利、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控股子公司，基本覆盖全球营销网络。我们预计公司收入结构中海外客户直接采购比例过半，在南美地区 80%以上客户为外资矿企。

**加快非洲优质矿脉产能扩建，赞比亚基地带来弹性可观。**公司境外客户集中分布于中亚、南美等地区，近年正在积极拓展非洲客户。公司预计 2024 年 10 月赞比亚生产基地投产，赞比亚生产基地位于非洲优质矿脉附近，覆盖区域的潜在客户包括中资企业如紫金矿业、洛阳钼业、华友钴业等；亦包括外资头部矿企如第一量子、巴里克黄金、嘉能可、英美资源等。公司主要竞争对手美卓、伟尔集团等非洲生产基地距该区较远，公司或能凭借区域优势抢占市场份额。



图表 26：公司 IPO 后主要对外投资保持较高频率

时间	投资项目	注册资本	战略目的	详细情况
2020年3月25日	设立子公司赞比亚耐普	300万美元	开拓非洲业务	中非铜钴矿带既是世界上第二大铜矿富集区，也是世界上资源储量最大、矿床分布密度最高的沉积-改造型铜钴矿成矿带。
2020年7月22日	设立子公司耐普铸造	6000万元人民币	提升原材料自给率	在上饶市经开区设立的全资子公司，主要从事黑色金属铸造及热处理加工，实现公司金属骨架、过流件组件、耐磨合金等部分原材料的采购替代，以便公司可以更好的把控质量和控制成本，提升公司的产品竞争力和整体运营效率。
2020年9月22日	设立厄瓜多尔子公司	500万美元	响应客户需求，开拓南美业务	厄瓜多尔与智利、秘鲁同处在主要安第斯山斑岩铜成矿带上，因此铜矿潜力巨大，目前已开发的有马霍奇、拉普拉塔、米拉多铜矿、卡斯卡贝尔等铜矿。 <b>由中铁建铜冠投资有限公司负责实施和管理的米拉多铜矿项目已于2019年7月正式投产，该项目是厄瓜多尔规模最大的露天铜矿，是该国国家战略项目。</b>
2020年11月27日	设立子公司新加坡耐普国际资源投资有限公司	1000万美元	提高全球投资便捷性与品牌知名度	基于公司全球化战略发展需要，利用新加坡为国际金融中心和贸易中心的地位，增加公司海外投资，参与全球各区域矿产资源开发、矿产资源贸易，进行全球产业布局。
2021年5月11日	对子公司智利耐普增资	2000万美元	产能扩张	购买土地用于建设公司南美生产基地
2021年8月26日	设立合资公司江西德普矿山设备有限公司	3100万元人民币	扩建整备设备产能	与江西铜业共同出资设立，主要生产耐磨金属铸件产品，如：合金钢类铸件、高锰钢类铸件、高铬铸铁类铸件；整机设备，如：圆锥破碎机、各类鄂式破碎机和系列振动筛等。
2022年1月10日	对赞比亚子公司增资	1200万美元	产能扩张	用于建设非洲生产基地
2022年1月12日	对参股公司德兴泵业增资	243万元人民币	业务协同	德兴泵业主营业务为提供渣浆泵备件销售和维保服务，向公司采购产品为橡胶耐磨制品，包括前护板、后护板、叶轮等产品。本次对德兴泵业增资可以进一步加快德兴泵业的发展，为日常业务开展提供进一步支持。
2022年10月10日	设立俄罗斯子公司	3000万元人民币	开拓俄罗斯业务	俄罗斯矿产资源丰富，其目前开采出来的矿物已经包含了化学元素周期表中的全部元素，并且已经探明的矿产资源总体储量占据世界总体矿产资源总体数量的37%，位居世界第一。
2022年10月27日	设立塞尔维亚孙公司	2500万美元	响应客户需求，建设覆盖东欧及北非地区的生产基地	塞尔维亚区位优势明显，矿产资源丰富，开发潜力较大。 <b>公司的重要客户紫金矿业在塞尔维亚拥有的世界级铜矿丘卡卢-佩吉铜金矿和博尔铜矿千万吨级技改扩建项目均建成投产</b> ，公司在塞尔维亚设立公司可更加有效的服务客户。
2023年8月4日	对赞比亚子公司增资	2000万美元	响应客户需求，拓展非洲市场	非洲蕴藏着丰富的金属矿业资源，开发潜力巨大，吸引了大量中资企业投资非洲矿山。赞比亚耐普是公司设立于非洲中部地区的生产基地，计划建设年产4000吨矿用耐磨备件厂，就近服务于赞比亚、南非、刚果金等周边市场。公司于2021年对赞比亚投资300万美元，2022年增加投资1,200万美元。截止2023年7月，生产基地建设已完成70%。本次对赞比亚耐普进行增资，是为了加速完成赞比亚生产基地建设，打造未来公司在非洲的生产基地。
2023年10月13日	对秘鲁子公司增资	2000万美元	响应客户需求，拓展南美市场	用于购买5公顷土地，建设厂房。秘鲁东部自北向南贯穿安第斯山脉，是国际市场矿业发达地区，有丰富的铜矿、金矿、银矿和锡矿等资源，一直是公司开拓的重点区域。公司于2016年在秘鲁成立了全资子公司，用于市场销售及售后服务。经过多年市场开拓，公司产品已在当地产生一定影响力和知名度。近年来秘鲁客户订单稳定上升，为更好的开发南美市场、有效响应客户需求，公司本次增资计划在秘鲁购买5公顷土地并建设生产基地，更好的服务秘鲁、厄瓜多尔、墨西哥及周边客户。
2024年4月25日	对西藏子公司增资	2500万元人民币	响应客户需求	西藏自治区是国内矿产资源丰富地区，其中铜资源储量尤其丰富， <b>西藏自治区拥有西藏矿业、西藏巨龙铜矿、西藏华泰龙矿业等大型矿山企业</b> 。并且当前西藏地区铜矿处于尚未大规模开发阶段，公司为更好的服务西藏地区矿山用户，及时响应客户需求，于2023年7月26日注册成立全资子公司西藏耐普，注册资本500万元人民币。主营矿山机械制造、销售，技术服务、开发、咨询、交流，货物进出口，仓储服务等。同时公司已于2023年9月获得拉萨经济技术开发区1公顷国有建设用地土地使用权，用于建设公司位于拉萨的生产基地。公司通过提前布局建设生产及服务基地，凭借先发优势占领市场。
2024年7月13日	设立子公司耐普新材料	5000万元人民币	提高新材料产品竞争力，减少外协降本增效	特种碳化硅制品具有耐高温、耐磨、耐热震、耐化学腐蚀、耐辐射和杰出的导电性、导热性等特别功用。耐磨性是金属、橡胶材料寿命的数倍，可以满足公司主导产品高性能耐磨件的配套需求。公司自主生产高强度耐磨合金钢锻件，配套复合衬板等产品，可以增加耐磨合金种类，提升复合衬板耐磨性。同时减少公司的外协生产，增加公司的供货稳定性、提高产品质量，为公司带来更多的经济效益和竞争优势。
2024年7月13日	对智利子公司增资	3000万美元	开拓南美市场	用于新购买1.48公顷土地，扩建公司在智利的生产基地。智利处于美洲大陆西缘的安第斯褶皱山系南美招皱带构造区内，矿产资源非常丰富，铜储量、产量和出口量均为世界第一，同时是世界第二大碳酸锂生产国，矿山无论从规模和数量都超过其他地区，该地区市场也一直是公司开拓的重点。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 27：耐普矿机各区域主要客户情况

国家	主要客户	性质	主营业务	销售产品
蒙古国	额尔登特矿业公司/奥尤陶勒盖	矿山客户/矿山客户	亚洲最大的铜钼采矿和选矿企业之一，拥有蒙古国最大的产铜矿山，每年处理矿石量多达4000万吨，可生产约58万吨铜精矿和6000吨钼精矿/金铜矿开发商	EPC项目
智利	美伊电钢	直接竞争对手	美伊电钢是生产金属衬板的大型跨国企业，在全球矿山市场均具有广泛的客户资源，其采购公司产品用于供应全球各矿山	橡胶耐磨备件
哈萨克斯坦	哈萨克矿业集团	矿山客户	主要在哈萨克及周边地区开采及生产铜、锌、银及金等金属、并从事发电及石油勘探	橡胶耐磨备件
墨西哥	墨西哥铜业集团	矿山客户	墨西哥最大的矿业公司，全球第三大铜生产商，主要矿区位于墨西哥、美国和秘鲁等	选矿设备及耐磨备件
乌兹别克斯坦	阿尔马雷克金属矿业公司	矿山客户	主要从事贵金属和有色金属矿石开采和加工，生产矿产包括铜、锌、钼及稀有金属等	选矿设备及耐磨备件
秘鲁	HUDBAY	矿山客户	是一家多元化的加拿大矿业公司，主要生产铜精矿和锌金属，并分别向亚洲、美洲和欧洲的冶炼公司和北美的工业客户进行销售。其主要矿山位于加拿大马尼托巴省、美国亚利桑那州和秘鲁	选矿设备及耐磨备件
亚美尼亚	亚美尼亚赞格祖尔铜钼矿	矿山客户	系亚美尼亚已探明储量最大的铜钼矿，规模达17.5亿吨，占总储量的90.1%	EPC项目
中国	中信重工/紫金矿业/江铜集团等	整机厂商/矿山客户/矿山客户	中国最大的重型矿山机械制造企业/在全球范围从事铜、金、锌、锂等金属矿产资源勘查及开发的大型跨国矿业集团/中国大型阴极铜生产商及品种齐全的铜加工产品供应商	橡胶耐磨备件及选矿设备

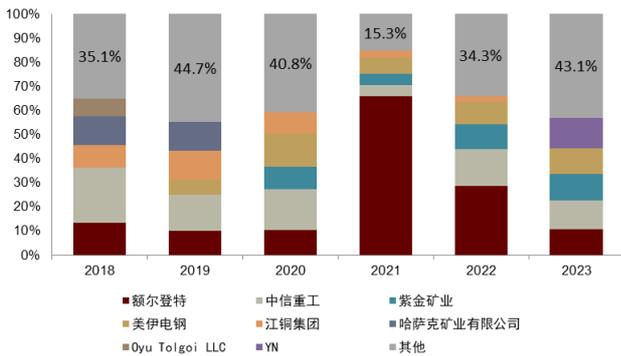
资料来源：耐普矿机 2021 可转债募集说明书，各公司官网，中金公司研究部

### 优势 3#：大客户粘性高，客户结构改善或推动盈利提升

**大客户结构稳定，合作粘性不断增强。**2023 年，耐普矿机前五大客户依次为某亚美尼亚客户（12.7%）、中信重工（11.9%）、紫金矿业（11.1%）、额尔登特（10.8%）和美伊电钢（10.5%），销售额分别为 1.19 亿元、1.11 亿元、1.04 亿元、1.01 亿元和 0.98 亿元，海内外客户分布平均。从客户采购额的增长性来看，中信重工采购金额从 2019 年 4000 万元增至 2023 年 1.2 亿元，美伊电钢从 2019 年 1700 万元增至 2023 年 1 亿元，客户粘性不断增强。

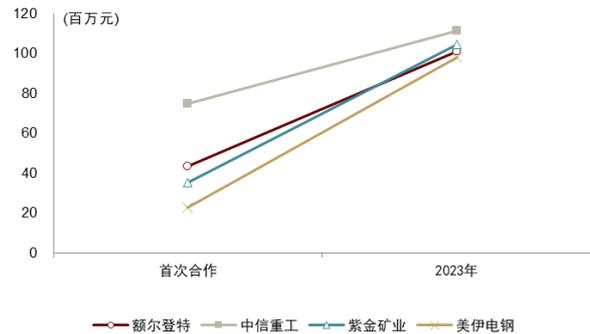
**三类主要客户结构持续优化，或带动盈利能力提升。**公司主要有三类主要客户，1) 矿山客户：如紫金矿业、江西铜业、额尔登特矿业等矿山企业；2) 整机厂商：如中信重工、北矿院等设备企业；3) 竞争对手：如美伊电钢，受限于技术及产能，不自产橡胶复合耐磨备件。我们认为，随矿山客户&海外客户占比不断提高，公司毛利率有望持续改善。

图表 28：头部客户粘性强，结构稳定集中度较高



注：图为收入口径  
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 29：客户采购额具备明显的成长性



资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 选矿设备及 EPC：产业链延伸，整体竞争力提升

### 渣浆泵：大型渣浆泵国内龙头，首创陶瓷新产品

渣浆泵细分赛道全球集中度较高，耐普矿机系国内龙头。渣浆泵主要用于将矿山碎石泵出传递到分筛环节，我们预估矿山渣浆泵全球市场规模接近百亿元，属于相对细分的矿山设备品种，全球龙头伟尔集团在渣浆泵及其配套备件市场市占率较高。国内市场 450 及以上大型渣浆泵基本依赖进口，耐普矿机是为数不多国内具备稳定生产大型渣浆泵能力的龙头公司（2023 年收入仅 1.3 亿元），[公司在 750mm 规格的重型渣浆泵领域具有较强竞争力，有效填补国内空白。](#)

陶瓷渣浆泵研发顺利，明年放量可期。陶瓷渣浆泵是公司高度重视的募投项目，当前整机及配件研发已达到预期效果，尤其 350 以上型号渣浆泵，公司采用金属、橡胶及陶瓷三项材料复合，[使用寿命可提升 1-2 倍。](#)我们预计该产品放量可期：1) 陶瓷复合渣浆泵或大幅提高产品寿命 1-2 倍，我们认为性价比优势明显；2) 陶瓷复合渣浆泵设备销售或增强渣浆泵备件客户粘性。

图表 30：选矿设备销量持续增长，产销率较高



资料来源：公司公告，中金公司研究部

### EPC：协同效应明显，带动备件市场增长

EPC 项目或有效拉动备件业务协同。公司为提高客户信任度与粘性，与海外大客户合作 EPC 项目，1) 项目金额与客户体量较大，或为公司带来收入弹性与客户粘性，典型客户如蒙古额尔登特矿业公司、亚美尼亚赞格祖尔铜钼矿、中信重工等；2) 或带动耐普设备与备件收入增长，例如据我们预估一条 10 亿元 EPC 线，一年备件消耗价值量约 2000-3000 万元。

EPC 项目具有一定偶发性，期待 2025 年弹性。2024 年上半年的 EPC 项目主要为去年签订的额尔登特三期，合同金额 30,324,536 美元，截至 2024 年 6 月，已全部确认收入；亚美尼亚技改项目合同金额 1.19 亿元，已于 2023 年确认收入。我们预计公司 EPC 大单或于 2025 年展示更大弹性。

**图表 31：耐普矿机近年重点 EPC 项目介绍**

签订时间	对手方	合同金额	合同内容	交货开始时间	履约周期	预计确收年份
2023年1月	额尔登特矿业公司	3032.45万美元	耐普矿业承接额尔登特“年产量600万吨自磨厂房4号生产线建设和投产”系列工程建造工作			
2022年10月	亚美尼亚赞格祖尔铜钼矿	1628.96万美元	耐普矿机承接赞格祖尔铜钼矿“540万吨处理量选厂项目提供选矿设备及备件”系列工程建造工作	2023年	11个月	2023年
2019年12月	额尔登特矿业公司	1.26亿美元	耐普矿机承接额尔登特“选矿厂自磨厂房200万吨/年扩建工程”系列工程建造工作			2023及2024年

资料来源：公司公告，中金公司研究部

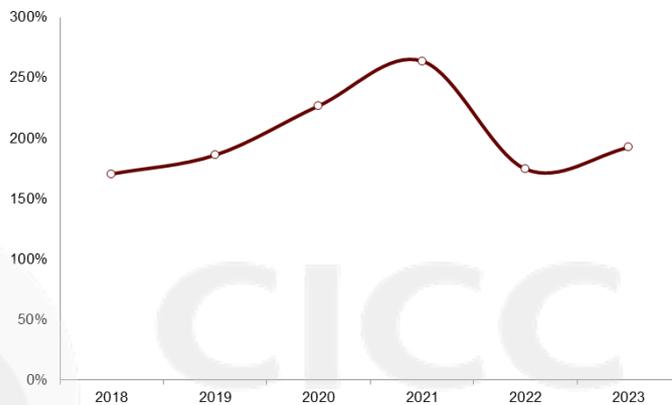


## 催化剂：供给端产能加速释放，需求端矿山开采持续

### 供给端：公司资本开支上行，全球产能加速释放

硫化设备利用率长期处于高位，公司面临明显产能瓶颈。考虑到硫化设备是必要工序，我们以硫化设备产能利用率来衡量总体。据耐普转债跟踪评级报告，2018-2021年，公司硫化设备利用率由171%持续升至264%；2022年公司实施厂房搬迁使得产能利用率下滑明显；2023年硫化设备利用率为192.50%，产能瓶颈明显。

图表 32：公司硫化设备利用率（产能利用率）



资料来源：耐普转债跟踪评级报告，中金公司研究部

海内外工厂陆续完工投产，2025年或迎产能加速释放。目前公司各生产基地建设正稳步推进，部分产能或于2024年开始加速释放。其中，1) 赞比亚生产基地将于2024年10月开始投产；2) 国内江西上饶生产基地二期扩建项目已动工建设，公司预计2025年年初投产，届时公司产能或同比+70%；3) 智利生产基地已开工建设，公司预计2026年开始投产；4) 塞尔维亚和秘鲁基地也在规划当中。我们预计2025年开始，工厂新释放产能将明显赋能公司弹性。

图表 33：耐普矿机在建工程情况（截至2024年3月底，单位：万元）

工程项目名称	预算金额	拟投入募集资金	已投资	工程进度	设计总产能	资金来源
整体搬迁及矿山设备技术升级产业化项目	38,689.22	22,926.93	54,894.75	98%	各类渣浆泵558套、旋流器38台、振动筛筛网及磨机圆筒筛1.6万㎡、磨机橡胶耐磨备件及橡胶复合衬板4,800t、渣浆泵过流件1,440t、钢橡胶复合管及橡胶软管1,440t、浮选机转子定子240和其他耐磨橡胶杂件160t。	IPO募集资金、自有资金
二期扩建制造项目	37,389.00	-	869.71	1%	年产渣浆泵1,400套，旋流器100套、振动筛筛网及磨机圆筒筛1万㎡，渣浆泵过流件1,800t，耐磨橡胶杂件1,200t，钢橡胶复合管及橡胶软管1,450t和浮选机叶轮定子300t。	自有资金
复合衬板技术升级和智慧改造项目	29,000.00	14,270.25	7,951.71	56%	年产1.6万t高纯度合金耐磨钢橡胶复合衬板。	可转债募集资金
智利工厂	18,616.00	14,000.00	6,567.13	47%	年产4000吨矿用耐磨备件	可转债募集资金
赞比亚工厂	15,000.00	-	8,014.52	53%	-	自有资金
西藏子公司工厂	5,000.00	-	3,139.86	63%	-	自有资金
衬板试验机	420	-	209.15	95%	-	自有资金
WMS系统项目	34.15	-	13.32	40%	-	自有资金
合计	144,148.37	51,197.18	81,660.15	-	-	-

资料来源：耐普转债跟踪评级报告，中金公司研究部

## 需求端：金属价格上涨，一带一路地区铜矿开采拉动明显

我们复盘全球矿商资本开支周期：

**2001-2008 年：**新兴经济体发展，叠加城镇化等，拉动采矿资本开支稳健上行；

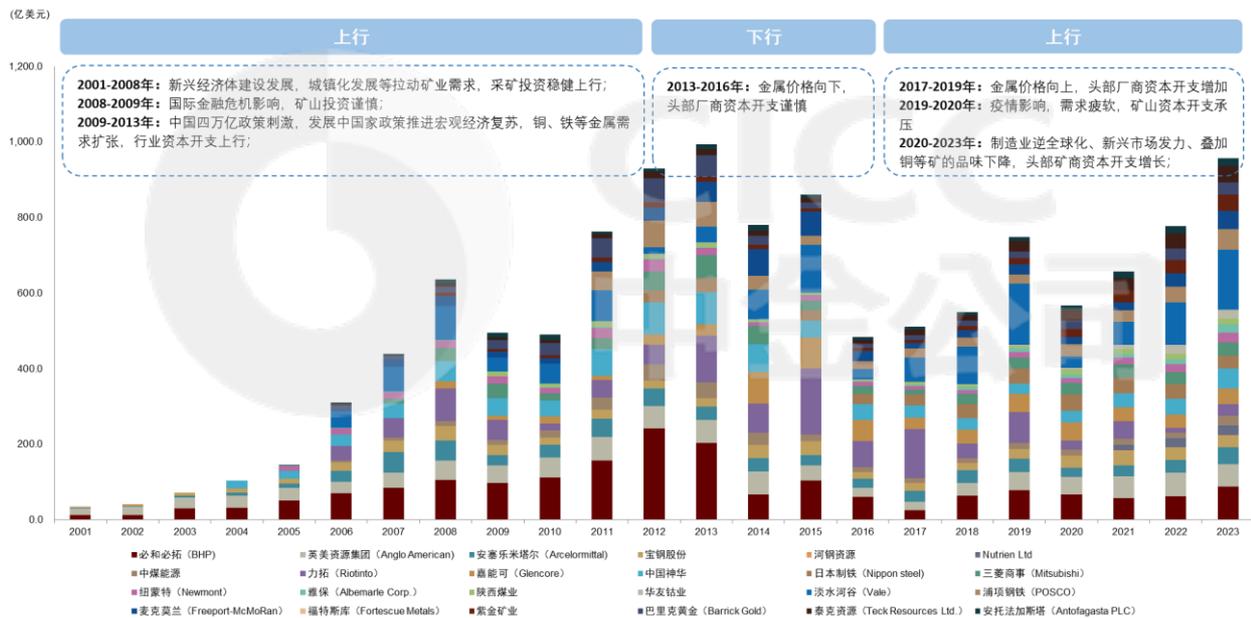
**2008-2010 年：**金融危机影响，矿山投资谨慎；

**2010-2013 年：**中国“四万亿”政策刺激，叠加全球流动性宽松，矿山投资向上；

**2013-2016 年：**供需不平衡后价格进入调整阶段，矿山资本开支收缩；

**2016 年至今：**2016 年后金属价格触底，全球矿企资本开支温和复苏。2020 年后，制造业逆全球化发展，欧美、东南亚等市场对于资本品需求提升。我们认为此轮周期以全球制造业转移为背景，或延续更长时间。2023 年下半年以来美元汇率波动叠加国际局势多变，对于金属的避险属性需求持续增长，金、铜等金属价格增速陡峭。

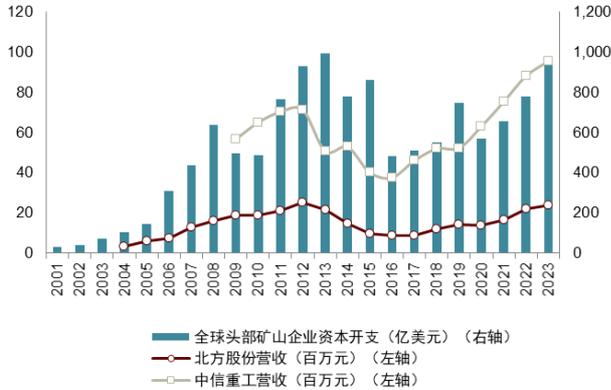
图表 34：全球主要矿产企业资本开支



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

**我们分析发现：**1) 矿山设备企业（指矿山建设期需要投资购置的设备）营收高点与矿商资本开支高点基本同周期；2) 矿商资本开支属于市场化决策，主要受利润驱使，金属价格高增或增加矿商利润空间，据历史数据，矿商资本开支高峰值通常出现在金属价格高位第二年。即我们认为金属价格走势可直接影响矿山设备企业需求/营收情况。

**图表 35：国内矿山设备代表企业营收与全球头部矿山企业资本开支周期基本同步**



注：头部矿企资本开支与上图企业一致  
资料来源：Wind，中金公司研究部

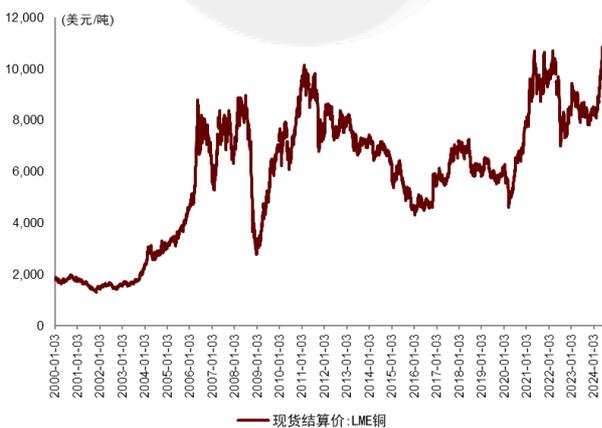
**图表 36：矿商资本开支高峰或出现在金属价格高位第二年**



注：头部矿企资本开支与上图企业一致  
资料来源：Wind，中金公司研究部

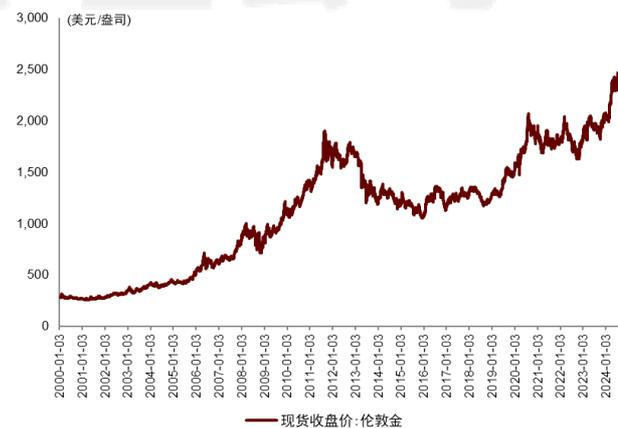
**本轮金属价格上涨与矿商资本开支周期或延续 2 年以上。需求端，美国为代表的国家开启新一轮量化宽松，叠加金属质押的抗风险需求日益提高，我们认为铜、黄金等有色金属短期需求或延续。供给端，新增的铜、金等产能需要建设周期 4-5 年，短期供给端紧张或较难缓解，叠加南美、非洲等地区政治不稳定因素，我们预期矿山供给端或持续偏紧。结合中金有色组观点，稀缺小金属等价格趋势有望维持坚挺，我们预计其或进一步拉动矿商金属产量及备件消耗量提高。**

**图表 37：LME 铜现货结算价维持高位**



资料来源：LME，中金公司研究部

**图表 38：黄金现货价格持续上升，处于历史高位**



资料来源：Wind，中金公司研究部

**“一带一路”国家矿山开采需求维持高景气。**据智利国家铜业委员会，2022 年智利、秘鲁、刚果（金）等“一带一路”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，带路地区发展或拉动下游设备需求增长。据 S&P Global Market Intelligence，2022-2024 年刚果、俄罗斯、巴西、阿根廷、印尼等 12 国铜矿资本开支总计 148/162/161 亿美元，维持较高支出水平。



国内大客户产能规划先行，需求增长预期充足。截至 2024 年 6 月 30 日，公司大客户紫金矿业铜权益储量 3292.71 万吨，权益资源量 8075.35 万吨，公司权益口径资源量较年初增加铜 619.7 万吨。2024H1，公司卡莫阿铜矿三期选厂提前半年建成投产，我们预计其达产后年产铜将提升至 60 万吨以上，此外，塞紫铜和塞紫金年总产铜 45 万吨工程、巨龙铜矿二期、黑龙江铜山矿地采等项目有序推进，紫金矿业规划到 2028 年，铜年产量达 150-160 万吨。耐普矿机作为紫金矿业备件的稳定供应商有望受益于其铜开采量的持续提升。



## 盈利预测与估值

**盈利预测：**我们预测 2024-2025 年耐普矿机营业收入分别为 12.3、13.9 亿元，分别同比增长 31.3%、12.7%，2025 年收入增速相对变慢主要系 EPC 总包项目 2024 年确认收入较多，2025 年是确认收入的小年，我们预计 2026 年或恢复一定增长。**毛利率方面，**橡胶耐磨备件客户结构持续优化叠加陶瓷渣浆泵新产品放量，我们预计 2024-2025 年毛利率稳中有升。此外，考虑到公司转债转股以及股权激励费用逐年下降，我们预计费用率逐年稳步下降。综合，我们预计 2024-2025 年公司归母净利润分别为 1.52、2.04 亿元，分别同比增长 81.3%、34.6%。分板块来看：

- 1) 矿用橡胶耐磨备件：**我们认为是公司收入增长的主要来源，一方面得益于铜矿下游开采需求稳健增长与橡胶备件渗透率提升，另一方面得益于公司产能加速释放，我们预计 2024-2025 年公司矿用橡胶耐磨备件收入分别同比+37%/+27%。毛利率方面，我们预计随矿山客户直接采购占比提升，即高毛利率客户占比提高，该业务毛利率有望稳步提升。
- 2) 工程承包：**2024 年上半年已确认收入 1.8 亿元，我们预计 2024 年该业务收入保持高速增长，考虑到目前没有在建的 EPC 项目，我们预计 2025 年该业务收入下滑 50%，到 2026 年有望逐渐恢复。毛利率方面，我们预计保持相对稳定。
- 3) 选矿设备：**考虑到 2023 年俄罗斯订单高基数，我们预计 2024 年该业务确收下滑 10%，2025 年随公司新产品陶瓷渣浆泵市场验证完成，放量或带来增长弹性，我们预计 2025 年该业务收入同比+25%。毛利率方面，我们预计随新产品陶瓷渣浆泵占比提高，毛利率有小幅提升。
- 4) 其他：**①矿用金属备件业务铸件子公司自建产能拉动，我们预计该业务收入和毛利率或稳步提升；②矿用管道主要搭配选矿设备出售，我们预计其营收或与选矿设备保持同步波动，毛利率稳定；③其他业务主要指一些备件服务费用，我们预计收入随主营增长维持同步平稳增长。

图表 39：2021-2025 年耐普矿机收入拆分

单位 (人民币百万)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>营业收入</b>					
矿用橡胶耐磨备件	269.0	432.5	542.4	745.5	943.3
YoY	12%	61%	25%	37%	27%
磨机备件	155.6	267.5	293.1	386.9	487.5
YoY	9%	72%	10%	32%	26%
渣浆泵备件	56.4	87.6	89.6	103.0	123.7
YoY	14%	55%	2%	15%	20%
其他备件	53.0	77.4	159.7	255.5	332.1
YoY	12%	46%	106%	60%	30%
工程承包收入	-	163.8	120.7	200.0	100.0
YoY	-	-	-26%	70%	-50%
矿用金属备件	54.9	59.1	95.1	123.6	142.1
YoY	75%	8%	61%	30%	15%
矿用管道	19.0	21.2	45.7	41.1	51.4
YoY	8%	12%	115%	-10%	25%
选矿设备	76.7	70.7	131.8	118.6	148.3
YoY	36%	-8%	86%	-10%	25%
其他业务	632.3	1.1	2.1	2.5	3.0
YoY	2986%	-100%	92%	20%	20%
<b>合计</b>	<b>1053.0</b>	<b>748.5</b>	<b>937.8</b>	<b>1231.3</b>	<b>1388.1</b>
YoY	186%	-29%	25%	31%	13%
<b>毛利率</b>					
矿用橡胶耐磨备件	39.5%	37.9%	43.7%	44.7%	45.7%
工程承包收入	23.2%	21.7%	24.5%	20.0%	20.0%
矿用金属备件	39.4%	32.5%	23.8%	24.0%	25.0%
矿用管道	34.8%	21.6%	36.9%	36.9%	36.9%
选矿设备	50.3%	30.8%	26.2%	28.2%	29.2%
其他业务	23.4%	25.5%	64.0%	40.9%	40.9%
工业设备耐磨衬里	16.7%	-	-	-	-
<b>综合毛利率</b>	<b>38%</b>	<b>47%</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>40%</b>

注：毛利率未扣除税金及附加，与第二页口径不同

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 40：耐普矿机三张报表

单位（人民币百万）	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>损益表</b>					
营业收入	1,053	749	938	1,231	1,388
营业成本	-732	-503	-596	-779	-838
毛利	321	245	342	453	550
税金及附加	-4	-8	-7	-12	-13
销售费用	-35	-50	-67	-74	-83
管理费用	-46	-86	-131	-142	-160
研发费用	-25	-28	-35	-37	-42
财务费用	-24	-16	0	-27	-29
资产减值损失	0	-5	-13	0	0
信用减值损失	0	-1	-3	-1	-1
投资收益	2	4	3	5	5
公允价值变动收益	0	0	1	0	0
资产处置收益	0	89	0	0	0
其他收益	29	12	13	13	13
营业利润	217	157	102	178	240
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	-1	0	-2	0	0
税前利润	216	157	101	178	240
所得税	-32	-22	-18	-27	-36
少数股东损益	0	-1	-3	-1	0
净利润	184	134	80	151	204
<b>现金流量表</b>					
净利润	184	134	80	151	204
折旧和摊销	27	49	70	76	87
经营活动现金流净额	-37	128	304	-98	367
资本开支	-326	-276	-187	-388	-250
投资活动现金流净额	-568	-106	-134	-417	-243
融资活动现金流净额	382	16	-22	-94	-60
现金及现金等价物增加额	-235	62	156	-610	64
现金及现金等价物期初余额	689	455	517	673	63
现金及现金等价物期末余额	455	517	673	63	127
<b>资产负债表</b>					
货币资金	484	539	715	106	169
应收票据	11	18	24	32	36
应收账款	101	120	165	216	262
存货	202	241	253	361	389
流动资产合计	1,124	1,168	1,373	1,054	1,205
长期投资	40	38	36	36	36
无形资产及其他资产	176	95	148	166	184
非流动资产合计	794	922	1,015	1,328	1,493
总资产	1,919	2,090	2,387	2,382	2,698
流动负债合计	260	463	616	506	645
长期借款	30	0	46	116	116
非流动负债合计	545	359	427	409	410
股东权益	1,109	1,260	1,333	1,465	1,638
负债和权益合计	1,919	2,090	2,387	2,382	2,698

注：毛利未扣除税金及附加，与第二页口径不同

资料来源：Wind，中金公司研究部

**估值：我们认为合理市值达 56 亿元，对应股价 36 元**

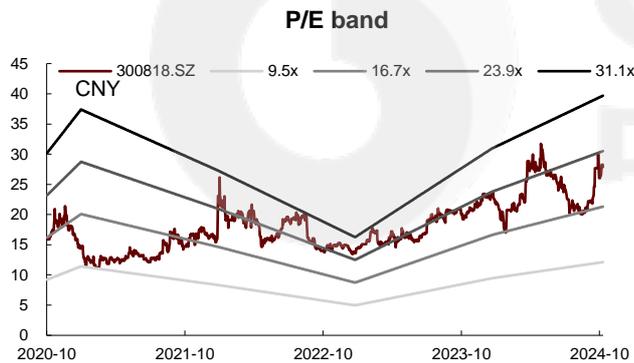
**可比公司法：**我们选取国内矿山设备企业中信重工、运机集团、南矿集团、浙矿股份作为可比公司，考虑到公司备件产品属性，且新材料竞争格局较好，我们认为公司合理 P/E 估值应高于行业平均水平，我们给予 25 年 P/E 为 28x。根据我们预测，公司 2025 年归母净利润 2.04 亿元，我们给予目标市值 56 亿元，目标价 36 元。

**图表 41：耐普矿机与可比公司估值情况（截至 2024 年 11 月 8 日）**

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价	归母净利润（百万元）			市值（亿元）	市盈率		
				2023A	2024E	2025E		2023A	2024E	2025E
601608.SH	中信重工	CNY	4.7	384	568	774	215.7	43.7	38.0	27.9
001288.SZ	运机集团	CNY	29.6	102	188	279	49.0	26.3	26.1	17.6
001360.SZ	南矿集团	CNY	14.7	97	-	-	30.1	36.7	-	-
300837.SZ	浙矿股份	CNY	22.8	107	-	-	22.8	27.9	-	-
<b>平均</b>								<b>32.1</b>	<b>22.7</b>	
300818.SZ	耐普矿机*	CNY	29.0	84	152	204	45.4	54.4	30.0	22.3

注：标\*采用中金盈利预测，其余采用 Wind 一致预期  
资料来源：Wind，中金公司研究部

**图表 42：历史 P/E**



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

**图表 43：历史 P/B**



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

## 风险

- 1) **全球经济复苏不及预期**：全球经济复苏不及预期或影响金属矿山需求与开采，从而拖累采矿耗材备件等使用需求；
- 2) **铜矿价格下降**：铜矿价格下降或影响下游矿山企业开采动力，从而影响耗材使用需求，最终影响公司营收兑现；
- 3) **产能释放不及预期**：公司年底释放赞比亚工厂产能，明年释放国内二期工厂产能，若产能释放不及预期，则影响公司订单接单速度，最终影响公司营收兑现；
- 4) **汇率波动大**：公司海外收入占比超过 50%，汇率波动较大可能导致公司当年存在较大汇兑损益，影响当期财务表现；
- 5) **EPC 项目不确定性**：公司在 EPC 总包项目接单和确认收入方面存在偶发性，如果当年确认收入的 EPC 项目变少或对当年净利润产生影响。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

#### 中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

#### 股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

#### 行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：金灿

### 北京

中国国际金融股份有限公司  
中国北京建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505 1166  
传真: (86-10) 6505 1156

### 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路5033号平安金融中心72层、  
73层01A单元、74层0203单元  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

### 东京

中国国际金融日本株式会社  
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3  
号 丸の内二重橋ビル21階  
Tel: (+813) 3201 6388  
Fax: (+813) 3201 6389

### 纽约

CICC US Securities, Inc  
280 Park Ave, 32F,  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

### 伦敦

China International Capital Corporation (UK)  
Limited  
25th Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44-20) 7367 5718  
Fax: (+44-20) 7367 5719

### 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

### 香港

中国国际金融(国际)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch  
Office  
One Embarcadero Center, Suite 2350,  
San Francisco, CA 94111, USA  
Tel: (+1) 415 493 4120  
Fax: (+1) 628 203 8514

### 新加坡

China International Capital Corporation  
(Singapore) Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1718

### 法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)  
GmbH  
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311  
Frankfurt a.M, Germany  
Tel: (+49-69) 24437 3560