

矿业周期景气上行，选矿备件龙头乘势出海

——耐普矿机首次覆盖报告



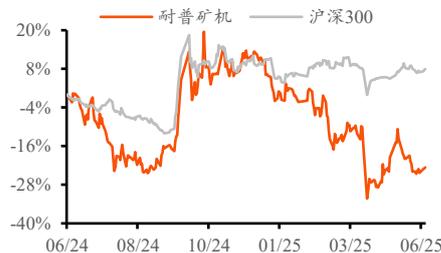
买入(首次)

行业： 机械设备
日期： 2025年06月09日
分析师： 刘荆
E-mail: liujing@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524020002

基本数据

06月05日收盘价(元)	20.41
12mthA 股价格区间(元)	17.48-34.83
总股本(百万股)	168.77
无限售 A 股/总股本	64.87%
流通市值(亿元)	22.35

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

核心观点

深耕矿山机械制造行业二十载，主营聚焦关键选矿环节。公司于 2020 年在深交所创业板成功上市，是集研发、生产、销售及服务于一体的重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造企业，主要生产选矿设备、选矿备件、矿用管道三大类产品，同时提供选矿系统方案及服务以实现协同发展。公司的产品及服务主要运用于对低品位矿物原矿进行加工及提纯以提高品位、去除杂质的选矿流程，处于矿业行业采矿、选矿、冶炼的中间关键环节。

矿业周期景气上行，全球选矿设备市场规模将持续扩大。2024 年全球铜矿勘探预算投入 32.0 亿美元，较上一轮峰值低 15.0 亿美元，全球铜矿勘探投入正处于上行周期。同时，中国头部矿企资本开支仍处于高位水平。2025 年 4 月的铜价高达 9176.80 美元/吨，2021 年以来铜价于相对高位震荡。2023/2024 年我国有色金属矿采选业固定资产投资（不含农户）完成额同比增幅为 42.70%/26.70%。全球选矿设备市场规模也将持续扩大。

橡胶耐磨备件、渣浆泵整机双驱动。从备件端看，公司橡胶耐磨备件的技术研究、制造设备、制造工艺均处于国内前沿水平，复合衬板实现材质+结构双重革新突破。公司复合衬板技术升级和智能改造项目预计于 2025 年 12 月之前完成建设。在大直径磨机上，公司拥有更多的竞争优势。从整机端看，公司自主研发的大型渣浆泵可媲美同类型欧美大型公司产品，橡胶衬里确保渣浆泵性能可靠，大幅延长整机寿命。陶瓷渣浆泵已进入市场推广阶段，整机设备未来有望与橡胶耐磨备件共同保持良好增势。

全球化战略布局稳步推进。江西铜业全资子公司增持索尔黄金股份，扩大南美地区布局；紫金矿业海外铜矿技改扩建将于 2025 年全面完成；TFM、KFM 世界级海外铜钴矿项目助力洛阳钼业实现铜产量快速增长。2025 年 5 月公司董事会同意公司通过全资子公司认购瑞士公司 Veritas Resources AG 新发行股份以持有哥伦比亚项目的矿产资源相关权益。公司布局海外五大工厂，产品凭借质量+服务的双重优势受国内外大型客户青睐。赞比亚工厂的建成投产将带来众多中资、外资矿企潜在客户，智利工厂辐射南美以适配南美地区订单快速增长之势。随着海外基地建成投产，中资海外矿企即可于当地采购，公司也将在当地设置配套售后服务，届时海外产品的售价将高于国内。

投资建议

公司属于选矿设备制造行业，近年矿业周期景气上行，铜价于相对高位震荡。全球选矿设备市场规模将持续扩大，下游矿山企业的扩产意愿相对较强，公司有望充分受益。我们预计 2025、2026、2027 年公司总体营收分别为 13.14、16.02、18.54 亿元，同比增速分别为 17.1%、21.9%、15.8%，归母净利润分别为 1.48、1.98、2.48 亿元，同比增速分别为 26.8%、33.9%、25.4%，对应 EPS 分别为 0.88、1.17、1.47 元，对应 2025 年 6 月 5 日收盘价，PE 分别为 23.32、17.42、13.89 倍，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；行业竞争加剧；海外客户拓展不及预期。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,122	1,314	1,602	1,854
年增长率 (%)	19.6%	17.1%	21.9%	15.8%
归属于母公司的净利润	116	148	198	248
年增长率 (%)	45.5%	26.8%	33.9%	25.4%
每股收益 (元)	0.76	0.88	1.17	1.47
市盈率 (X)	35.61	23.32	17.42	13.89
净资产收益率 (%)	7.4%	8.9%	10.9%	12.4%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 06 月 05 日收盘价)

正文目录

1. 专精特新矿山机械小巨人，营收规模稳步扩大	5
1.1. 深耕矿山机械制造行业二十载，主营聚焦关键选矿环节	5
1.2. 营收规模稳步扩大，近年海外营收占比整体呈现上升趋势	7
2. 矿业周期景气上行，全球选矿设备市场规模将持续扩大	11
3. 橡胶耐磨备件、渣浆泵整机双驱动	13
3.1. 备件端：复合衬板、橡胶衬板质量上乘，竞争优势明显	13
3.2. 整机端：陶瓷渣浆泵将驱动公司整机设备同样保持良好增势	17
4. 全球化战略布局稳步推进	18
4.1. 矿产资源禀赋决定国内矿山机械行业日益重视国际市场	18
4.2. 中资矿商海外铜矿布局进入收获期，驱动矿山设备加速出海	19
4.3. 公司过往海外业绩优异，全球化战略布局稳步推进	20
5. 盈利预测及投资建议	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 投资建议	25
6. 风险提示	25

图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 矿业行业全流程及公司所处环节	5
图 3: 公司三大类客户占比 (2024 年 9 月数据)	7
图 4: 公司股权穿透图 (截至 2025Q1)	7
图 5: 公司营业收入及增速	8
图 6: 公司归母净利润、扣非归母净利润及增速	8
图 7: 剔除额尔登特 EPC 项目收入确认影响因素后的营收及增速	8
图 8: 公司毛利率、净利率走势 (%)	9
图 9: 公司主营拆分 (按地区)	9
图 10: 期间费用率走势 (%)	9
图 11: 研发费用及增速	9
图 12: 公司主营拆分 (按产品分类)	10
图 13: 公司国内外毛利率对比	10
图 14: 公司合同签订额 (亿元)	10
图 15: 矿山机械分类	11
图 16: 矿山机械行业产业链结构图	11
图 17: 公司约 70% 的收入来源于铜矿矿山 (2024 年 9 月数据)	11
图 18: 全球铜矿勘探预算投入 (十亿美元)	12
图 19: 中国头部矿业企业资本开支合计 (亿元)	12
图 20: 铜价与有色金属矿采选业固定资产投资情况对比	12
图 21: 全球选矿设备市场规模	13
图 22: 全球磨机衬板市场规模 (亿美元)	13
图 23: 全球渣浆泵市场规模	13
图 24: 全球水力旋流器市场规模	13
图 25: 8000 吨硫化机	14
图 26: φ4500-17000 硫化罐	14
图 27: 干式自磨机	14
图 28: 球磨机在磨矿过程中的应用	14
图 29: 公司磨机复合衬板 (橡胶+耐磨合金)	15
图 30: 公司磨机橡胶衬板	15
图 31: 渣浆泵整机机组	17
图 32: 蒙古国额尔登特铜矿 750NZJA 渣浆泵	17

图 33: 陶瓷渣浆泵.....18
图 34: 2023 年全球前十大铜储量国家 (万吨)18
图 35: 洛阳钼业全球矿山分布.....20
图 36: 2018-2023 年中国矿山机械出口额及同比增速.....20
图 37: 2018-2023 年中国矿山机械进口额及同比增速.....20
图 38: 耐普矿机全球战略布局.....21

表目录

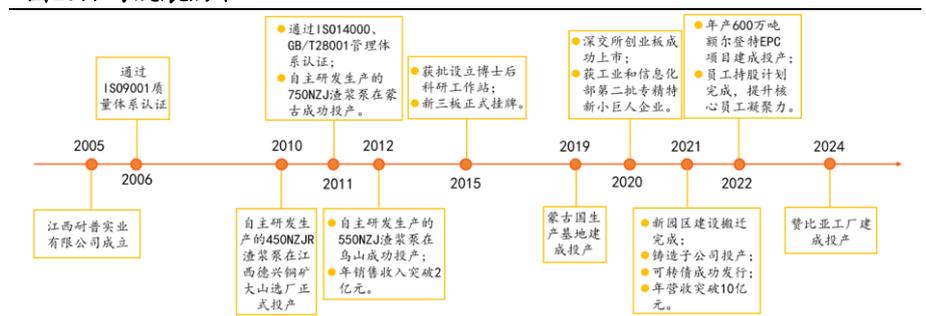
表 1: 公司产品及服务列示.....6
表 2: 公司各产品及业务毛利率对比.....10
表 3: 橡胶衬板与锰钢衬板的性能对比.....15
表 4: 使用橡胶衬板前后生产指标对比.....16
表 5: 使用橡胶衬板前后经济效益分析.....16
表 6: 公司磨机衬板产品案例.....16
表 7: 紫金矿业海外铜矿布局.....19
表 8: 洛阳钼业 TMF、KFM 铜钴矿布局.....20
表 9: 公司海外五大工厂布局.....23
表 10: 公司近年海外重大合同签署情况.....23
表 11: 公司历年海外业务情况.....24
表 12: 公司业绩拆分.....24

1. 专精特新矿山机械小巨人，营收规模稳步扩大

1.1. 深耕矿山机械制造行业二十载，主营聚焦关键选矿环节

深耕矿山机械制造行业二十载，逐步成长为专精特新“小巨人”企业。江西耐普矿机股份有限公司前身耐普实业成立于2005年，于2011年变更为股份有限公司，并于2020年在深交所创业板成功上市。公司是集研发、生产、销售及服务于一体的重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造企业，为客户提供重型选矿装备优化、选矿工艺流程设计、咨询和优化等增值服务。截至2025年5月，公司已拥有20年丰富的行业经验，产品已销往30余国，2024年获评国家专精特新“小巨人”企业。

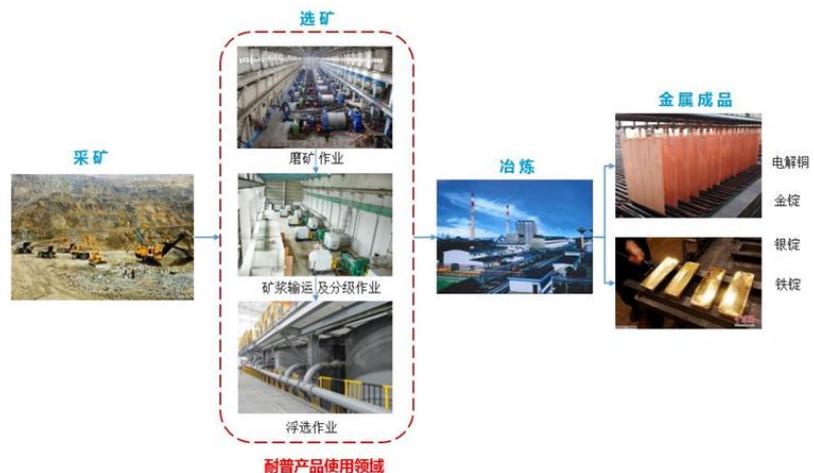
图1:公司发展历程



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

公司专注关键选矿环节，主营3大类产品+1类服务以实现协同发展。据公司年报，公司主要生产选矿设备、选矿备件、矿用管道三大类产品，同时提供选矿系统方案及服务以实现协同发展。公司的产品及服务主要运用于对低品位矿物原矿进行加工及提纯以提高品位、去除杂质的选矿流程（主要为选矿流程中的磨矿分级与选别作业），处于矿业行业采矿、选矿、冶炼的中间关键环节。

图2:矿业行业全流程及公司所处环节



资料来源：公司招股说明书，甬兴证券研究所

表1:公司产品及服务列示

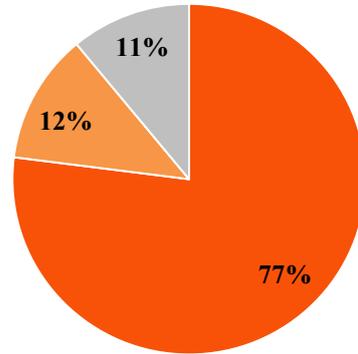
设备/服务类型	设备/服务名称	设备/服务简介	设备/服务图片
选矿设备	渣浆泵	用于选矿流程的矿浆输送，公司根据不同的浆体参数及扬程，提供不同型式的渣浆泵产品及过流件材质具有多种型号，有效率高、使用寿命长、自动调节等特点和优势。其中，公司自主研发的750NZJA渣浆泵达到了国际先进水平。	
	水力旋流器	用于对矿石的分级，公司生产的产品具有处理能力大、易损件寿命长、适用范围广、分级细度高等特点，同时公司提供设计及选型服务。公司研发的Φ838-7水力旋流器组是国内最大的选矿筛分流程的水力旋流器，打破了国际巨头垄断。	
	磨机备件	又称为磨机衬板，属于磨机的备件，直接承受研磨体和物料冲击和磨擦。根据安装工位不同，分为喇叭口、槽板、提升条、进出口口内衬、端衬板等。根据材料性能不同，公司磨机衬板可分为橡胶衬板与复合衬板。公司经过长期研发、设计和实验，在磨机备件产品系列取得了技术突破与创新，具有丰富的技术储备。公司研发的Φ7.32×13m和Φ7.9×14.3m复合衬板已应用于墨西哥集团、紫金矿业等国内外著名大型矿山大规模半自磨端衬板、球磨机端衬板及筒体；Φ12.2×11m自磨机出料端衬板为国内型号之最（截至2023年）。	
选矿备件	过流件	属于渣浆泵的备件，是渣浆泵中直接接触和处理含固态颗粒矿浆的部件。主要包括前后护套、前后护板和叶轮等部件。公司的过流件产品具有创新的抗磨损设计，使用寿命长并且可提升设备运行效率。	
	圆筒筛	属于磨机配套的附件产品，装配于磨机出料口，用于磨机出料的筛分与选别。公司生产的圆筒筛具有筛分效率高、结构简单、使用寿命长、维修成本低等特点。Φ7.9×13.6m球磨机圆筒筛，为国内型号之最（截至2023年）。	
	振动筛备件	按照选矿工序特定要求对不同粒度的矿石进行分级。公司的振动筛备件产品采用了模块化设计，可根据不同的物料和工况条件配置不同的振动筛类型组装，满足客户多样化的需求。	
	旋流器内衬	属于水力旋流器的备件，是旋流器中直接接触和处理含固态颗粒矿浆的部件。	
	浮选机备件	浮选机转子和定子是浮选机的备件，其中转子为由轴承支撑的旋转体，用于搅拌矿浆、空气及浮选剂使其充分融合；定子为起导流作用而使设备平稳运转、提高浮选效率的装置。	
矿用管道	橡胶软管	主要用于需要耐磨、耐腐蚀的管路输送系统，如矿山矿浆、尾矿输送等。具有出色的耐冲击、耐磨、防腐性能，使用寿命长。	
	钢橡复合管		
选矿系统方案及服务	/	向客户提供选矿工艺流程设计、采购、施工等实行全过程的总承包服务。	

资料来源：公司年报，甬兴证券研究所

公司主要有三大类客户，直接矿山客户占比约77%。根据2024年9月公司投资者信息交流活动记录表公布的数据，公司有三大类主要客户，第一类为直接矿山客户，如紫金矿业、江西铜业、额尔登特矿业等客户，占比约77%；第二类为整机厂商，如中信重工、北矿院等客户，该类客户采购公司的橡胶耐磨备件作为配套，形成整机销售给客户，占比约12%；第三类为直接竞争对手，该类客户并不生产橡胶耐磨备件，而是从公司采购后销售给客户，客户占比约11%。

图3:公司三大类客户占比 (2024年9月数据)

■ 直接矿山客户 ■ 整机厂商 ■ 直接竞争对手



资料来源: 公司投资者信息交流活动记录表, 甬兴证券研究所

公司股权集中度高且清晰, 借助员工持股计划提升核心团队凝聚力。截至 2025Q1 公司实际控制人郑昊持股 46.48%, 为公司第一大股东; 曲志国持股 4.98%, 为公司第二大股东, 公司股权集中度高且清晰。2022 年公司公布员工持股计划, 该计划的参加对象是公司董事 (不含独立董事)、高级管理人员、公司核心管理人员及重要骨干员工, 股份来源为公司回购专用证券账户内已回购的耐普矿机 A 股普通股股票, 购买回购股价为 5.00 元/股, 合计不超过 1,500,060 股, 存续期为 48 个月。

图4:公司股权穿透图 (截至 2025Q1)

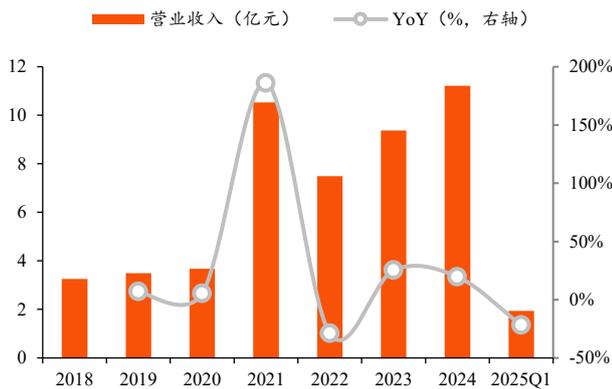


资料来源: 公司 2025 年一季度报告, 甬兴证券研究所

1.2. 营收规模稳步扩大, 近年海外营收占比整体呈现上升趋势

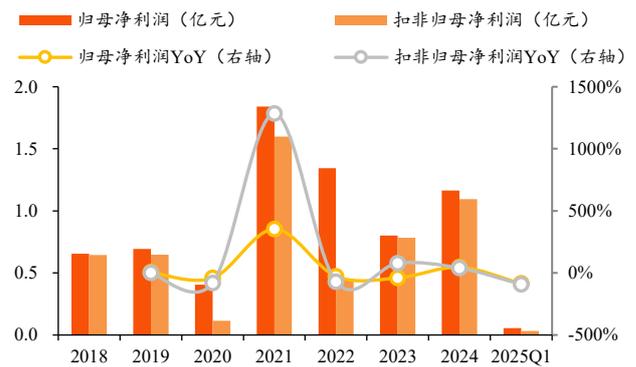
剔除 EPC 业务, 2025Q1 公司主营制造业收入同比增长超过 13%。从营收端看, 2024/2025Q1 公司实现营业收入 11.22/1.94 亿元, 同比+19.62%/-21.84%, 2019-2024 营收 CAGR 为 26.29%。若剔除 EPC 业务, 2025Q1 公司主营制造业收入实际同比增长 13%以上。从利润端看, 2024/2025Q1 公司实现归母净利润 1.16/0.06 亿元, 同比+45.46%/-85.59%, 2019-2024CAGR 为 10.91%; 2024/2025Q1 实现扣非归母净利润 1.10/0.03 亿元, 同比+39.98%/-91.70%, 2019-2024CAGR 为 11.13%。2025Q1 归母净利润下滑主要原因为: 1)2024Q1EPC 项目收入 7710 万且毛利较高, 而 2025Q1 无 EPC 项目收入; 2) 固定资产折旧费用同比增加约一千万元; 3) 汇兑收益同比减少约六百万。

图5:公司营业收入及增速



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

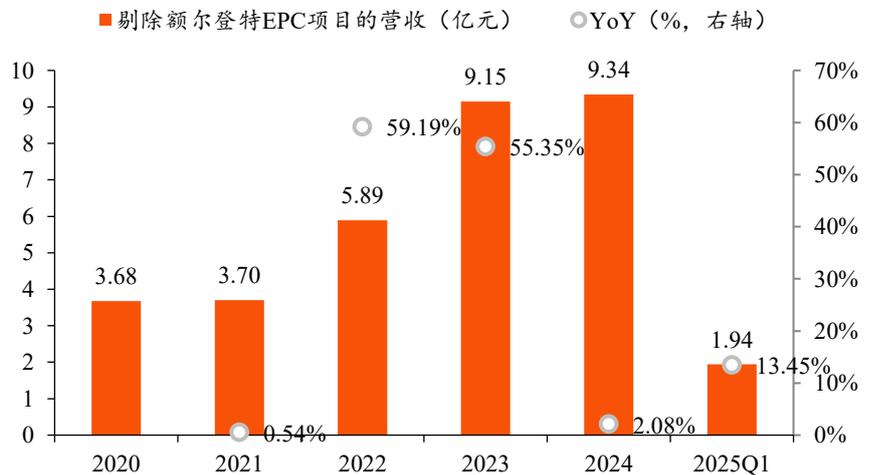
图6:公司归母净利润、扣非归母净利润及增速



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

剔除额尔登特 EPC 项目收入确认的影响因素后, 2020 年以来营收规模实际逐年扩大。公司业绩于 2021 及 2022 年间现大幅波动现象, 2022 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 7.49/1.34/0.44 亿元, 同比-28.92%/-27.06%/-72.55%。以上波动的原因主要有两点, 其一为项目收入确认差异问题, 额尔登特 EPC 项目于 2021/2022 年确认收入 6.83/1.60 亿元; 其二为费用增幅明显, 2022 年新园区投入使用致使固定资产折旧同比增长 217.09%, 员工持股计划新增股份支付费用 783.24 万元, 公司 2022 年管理费用同比+85.51%; 同时, 2022 年计提 2021 年所发行的可转债利息 2643.44 万元 (实际支付利息约 160 万元) 而导致财务费用高企。剔除额尔登特 EPC 项目收入确认的因素后, 2020 年以来公司营收规模实际呈现逐年扩大趋势。

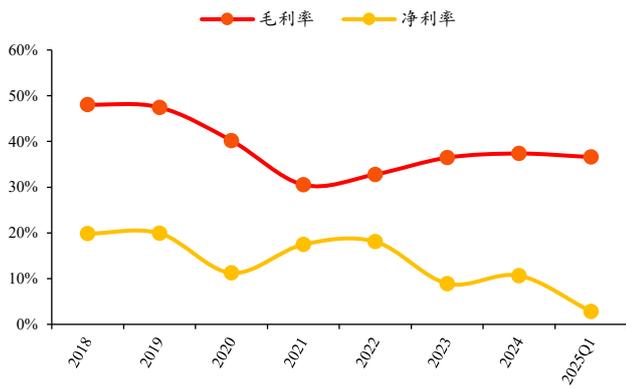
图7:剔除额尔登特 EPC 项目收入确认影响因素后的营收及增速



资料来源: iFinD, 公司年报, 甬兴证券研究所

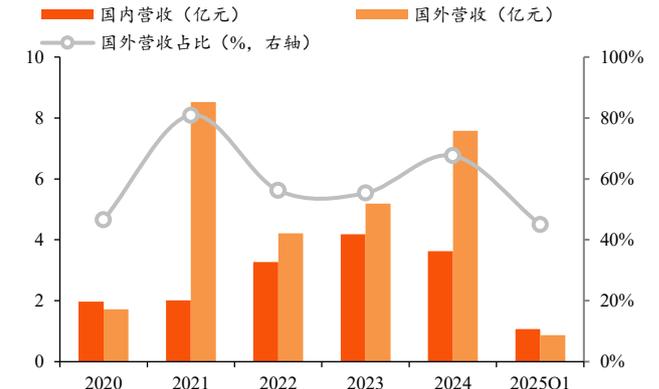
2022-2024 年公司毛利率水平提升、海外营收占比扩大。公司毛利率从 2021 年的 30.52% 增加至 2024 年的 37.35%, 海外营收占比从 2022 年的 56.24% 增加至 2024 年的 67.61%。据公司投资者关系活动记录, 随着未来公司出口收入占比提高至 80% 以上, 公司整体毛利率将进一步提升。

图8:公司毛利率、净利率走势 (%)



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图9:公司主营拆分 (按地区)

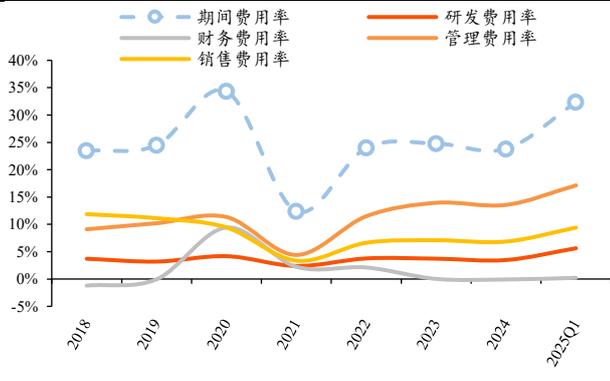


资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

2021-2024 年公司期间费用率上升趋势明显。2024/2025Q1 公司期间费率为 23.80%/32.36%，同比-0.97/+12.84pct。2021-2024 年，公司研发费用率、管理费用率、销售费用率整体均呈现上升趋势。

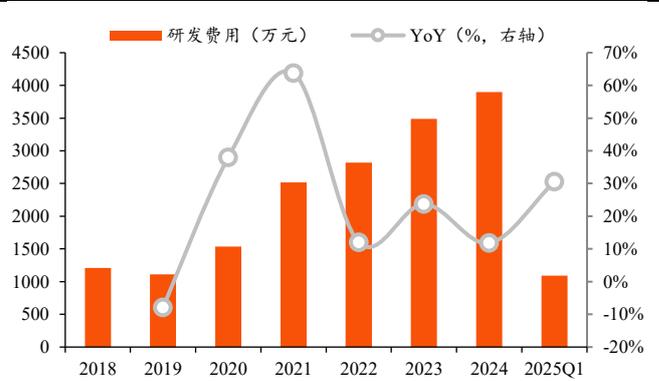
近年研发费用攀升，最新研发的高合金锻造复合衬板将为公司带来新的增长动力。公司的研发费用自 2019 年以来逐年攀升，2024/2025Q1 研发费用为 3898.77/1091.00 万元，同比+11.80%/+30.54%。据投资者关系活动记录表，公司已成功研发出高合金锻造复合衬板，该衬板已在西藏某大型客户 7.5 米半自磨机全套安装使用。金属衬板仅有四个月的寿命，新研发的复合衬板寿命预计可提升一倍以上，可有效减少停机次数，减轻了 30% 的重量，有利于节约能源成本。新产品的推出将为公司带来新的增长动力。

图10:期间费用率走势 (%)



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图11:研发费用及增速

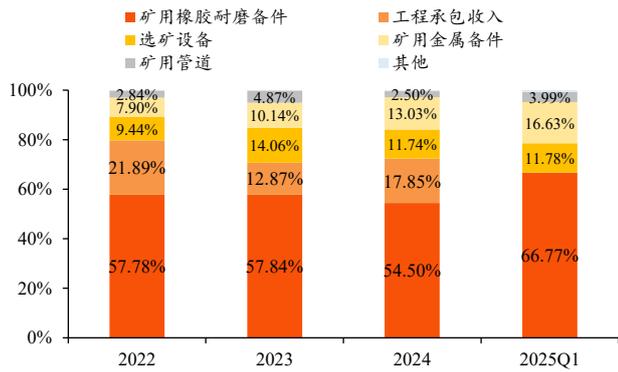


资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

矿用橡胶耐磨备件、海外业务均具备高营收占比、高毛利率属性。2024 年公司矿用橡胶耐磨备件/工程承包/选矿设备/矿用金属备件/矿用管道/其他业务的营收占比为 54.50%/17.85%/11.74%/13.03%/2.50%/0.39%，除 2021 年受 EPC 项目收入确认影响外，2018 年以来公司矿用橡胶耐磨备件营收份额始终高于 54%。同时，矿用橡胶耐磨备件 2018-2024 年毛利率均值高达 43.69%，仅次于矿用管道业务 (46.83%)，而远高于公司其他业务板块。

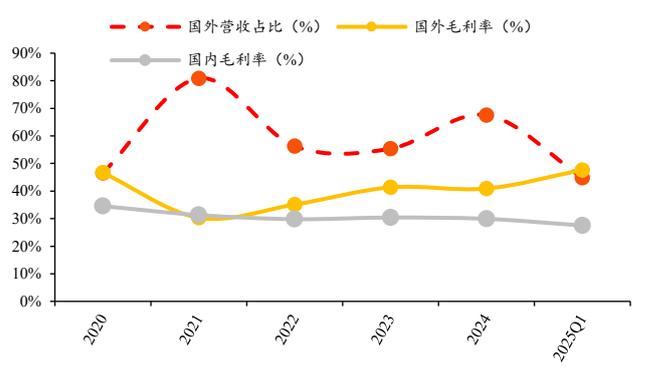
2021-2024 年，公司海外营收均超过了 50%，2024 年海外业务营收占比已扩大至 67.61%。2022 年以来公司海外毛利率均高于国内水平，2025Q1 海外毛利率 47.65% (高出国内 20.13pct)。

图12:公司主营拆分 (按产品分类)



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图13:公司国内外毛利率对比



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

表2:公司各产品及业务毛利率对比

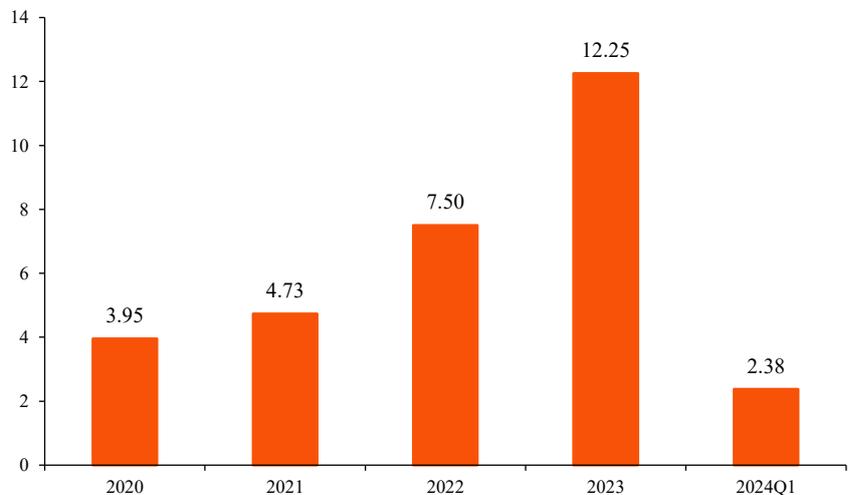
业务板块	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均毛利率
矿用橡胶耐磨备件	52.48%	50.93%	43.96%	39.52%	37.92%	43.69%	37.35%	43.69%
工程承包收入	/	/	/	/	21.71%	24.46%	25.40%	23.86%
选矿设备	38.65%	32.65%	21.09%	/	/	26.25%	33.45%	30.42%
矿用金属备件	30.84%	35.97%	32.95%	/	/	23.76%	32.86%	31.28%
矿用管道	56.63%	/	/	/	/	36.90%	46.95%	46.83%
工业设备耐磨衬里	35.31%	/	/	/	/	/	/	35.31%

资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

注: 最后一列为2018-2024年毛利率均值

公司合同签订额逐年攀升, 海外合同、矿用备件合同贡献大。近年公司合同订单签订额逐年攀升, 2023年签订额累计高达12.25亿元, 同比+63.33%, 海外订单占比59.18%。2024Q1公司合同签订总额为2.38亿元, 同比+9.68% (剔除EPC项目)。分地区看, 2024一季度1.28亿元订单来自海外合同, 同比+54.6% (剔除EPC项目); 分产品看, 其中的2.11亿元来自矿用备件合同, 同比+63.90%。

图14:公司合同签订额 (亿元)



资料来源: 公司年报, 公司投资者信息交流活动记录表, 甬兴证券研究所

2. 矿业周期景气上行，全球选矿设备市场规模将持续扩大

公司所处行业的定义及分类。公司所处行业为矿山机械行业。据华经情报网，矿山机械是直接用于矿物开采与富选等作业的机械，主要可分为破碎设备、制砂设备、选矿设备、采掘机械及采矿机械等。其中的选矿设备主要用于对矿石进行分选和富集，包含球磨机、磁选机、浮选机、螺旋分级机等设备。

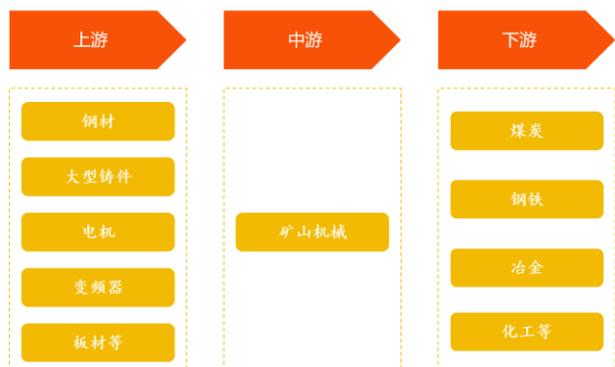
图15:矿山机械分类



资料来源：华经产业研究院，甬兴证券研究所

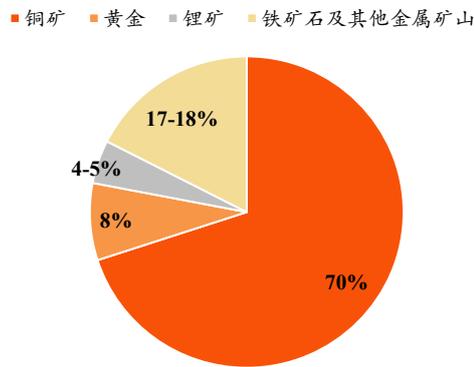
铜为公司最重要的下游行业。据华经情报网，矿山机械的下游行业主要为煤炭、钢铁、冶金、建材、化工等，这些行业对矿山机械设备提出了大量需求。根据2024年9月公司投资者信息交流活动记录表公布的数据，公司约70%的收入来源于铜矿矿山，8%来自黄金，4%-5%来自锂矿，其余部分来自铁矿石及其他金属矿山，铜为公司最重要的下游行业。

图16:矿山机械行业产业链结构图



资料来源：华经产业研究院，甬兴证券研究所

图17:公司约70%的收入来源于铜矿矿山（2024年9月数据）

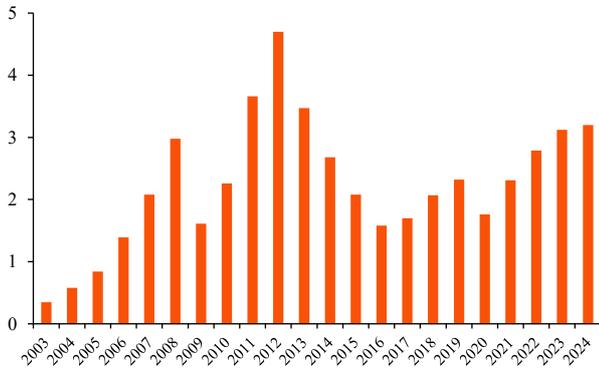


资料来源：公司投资者信息交流活动记录表，甬兴证券研究所

全球铜矿勘探投入正处于上行周期，中国头部矿企资本开支仍处于高位水平。从全球铜矿勘探预算投入看，根据S&P Global数据，上一轮铜矿勘探预算投入峰值为2012年的47.0亿美元，2024年铜矿勘探预算投入32.0

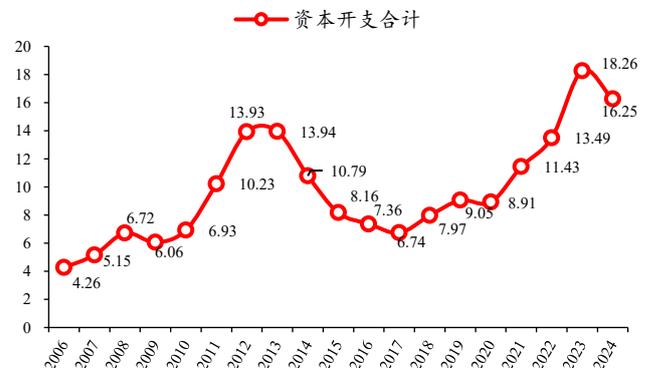
亿美元，较上一轮峰值低 15.0 亿美元。从中国头部矿业企业资本开支合计看，中国矿企资本开支高峰期为 2012/2013 年的 13.93/13.94 亿元，2023/2024 年资本开支合计额为 18.26/16.25 亿元，仍处于高位水平。

图18:全球铜矿勘探预算投入 (十亿美元)



资料来源: S&P Global, 甬兴证券研究所

图19:中国头部矿业企业资本开支合计 (亿元)



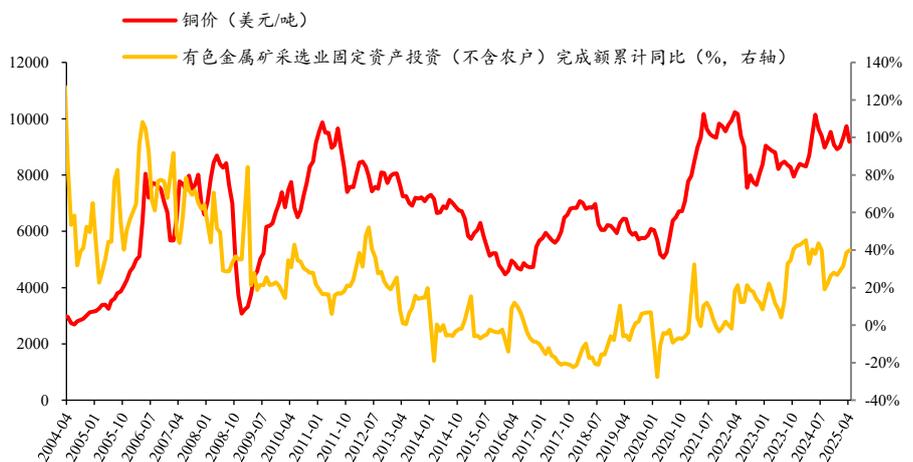
资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

注: 图中数据为普华永道《2024 年全球矿业报告第 21 期》公布的全球前 40 大矿企中的中国企业的资本开支合计

铜价于相对高位震荡，有色金属矿采选业扩大固定资产的投资规模。

2010 年以来，铜价的波动与我国有色金属矿采选业固定投资额强相关。2025 年 4 月的铜价高达 9176.80 美元/吨，2021 年以来铜价于相对高位震荡。2023/2024 年我国有色金属矿采选业固定资产投资（不含农户）完成额同比增幅为 42.70%/26.70%。在金属价格上升的趋势下，矿企的扩产意愿有望被充分打开。

图20:铜价与有色金属矿采选业固定资产投资情况对比

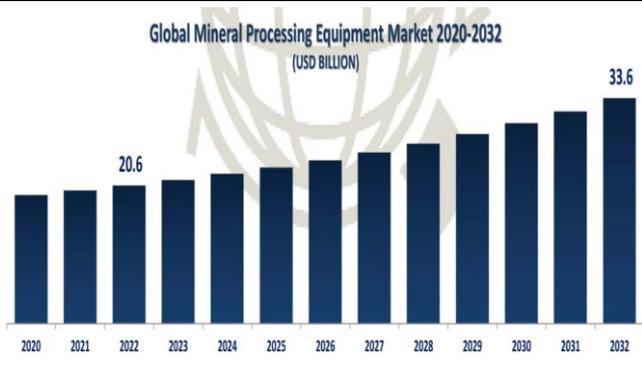


资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

全球选矿设备市场规模将持续扩大。根据 ACUMEN 数据，2022 年全球选矿设备市场规模为 206 亿美元，2032 年将达到 336 亿美元，2023-2032CAGR5.1%。根据 Fortune Business Insights，全球磨机衬板市场规模将从 2024 年的 27.1 亿美元增至 2032 年的 40.7 亿美元，2025-2032CAGR5.3%。根据 Business Research Insights，全球渣浆泵市场规模将从 2023 年的 12.6 亿美元增至 2032 年的 16.9 亿美元，2023-2032CAGR3.3%；全球水力旋流器

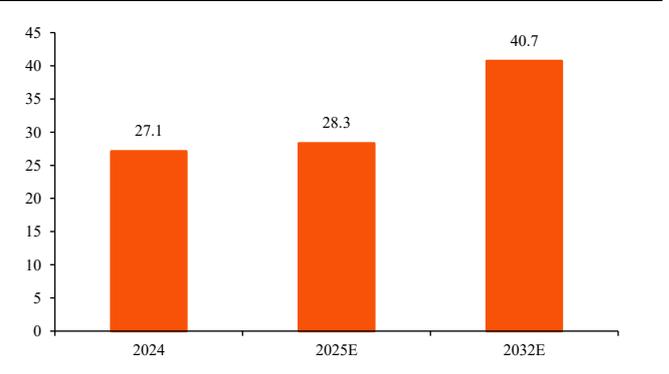
市场规模将从 2023 年的 5.9 亿美元增长至 2032 年的 7.6 亿美元，2023-2032CAGR2.80%。

图21:全球选矿设备市场规模



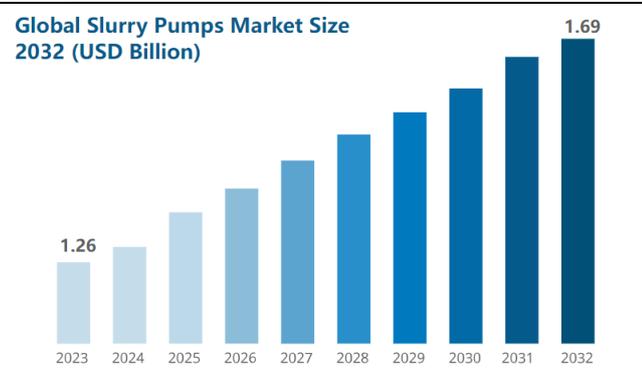
资料来源: ACUMEN, 甬兴证券研究所

图22:全球磨机衬板市场规模 (亿美元)



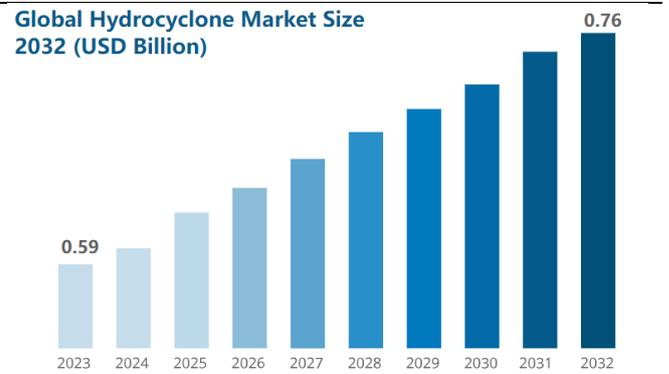
资料来源: Fortune Business Insights, 甬兴证券研究所

图23:全球渣浆泵市场规模



资料来源: Business Research Insights, 甬兴证券研究所

图24:全球水力旋流器市场规模



资料来源: Business Research Insights, 甬兴证券研究所

3. 橡胶耐磨备件、渣浆泵整机双驱动

3.1. 备件端: 复合衬板、橡胶衬板质量上乘, 竞争优势明显

公司橡胶耐磨备件的技术研究、制造设备、制造工艺均处于国内领先水平。在技术研究上, 公司技术中心下设的材料工程室配有高分子材料、金属材料专业等多专业工程技术人员, 在高性能耐磨材料、金属耐磨材料及两者复合应用上, 具有先进的理论与技术水平; 在制造设备上, 公司拥有 8000 吨平板硫化机及 $\Phi 4500 \times 17000\text{m}$ 硫化罐, 大型选矿设备橡胶耐磨备件的制造能力处于国内领先; 在制造工艺上, 公司通过改善制造工艺, 已攻克大型选矿设备易漏浆、衬里易磨损等技术难题, 在行业中具备显著的竞争优势。

图25:8000吨硫化机



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图26: φ 4500-17000 硫化罐



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

公司自主研发的复合衬板、橡胶衬板分别适用于自磨机、球磨机。据2023年丁正方等著《磨机衬板材料综述》，矿业使用较多的磨机衬板主要有锰钢衬板、橡胶衬板、复合衬板及磁性衬板四大类。针对自磨机与球磨机的差异，公司分别自主研发了复合材料耐磨衬板、橡胶耐磨衬板。复合衬板结合了橡胶、金属、陶瓷等材料的性能优势，多用于自磨机以适应其处理矿物粒度较大时对衬板提出更高的硬度需求，而橡胶衬板多用于球磨机。

图27:干式自磨机

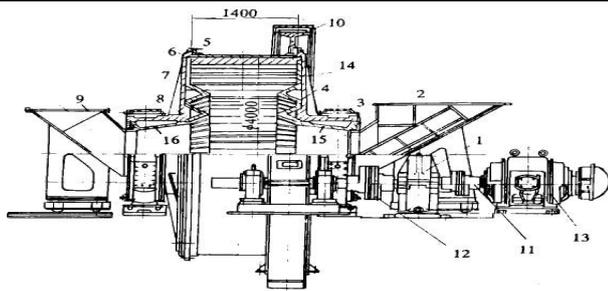
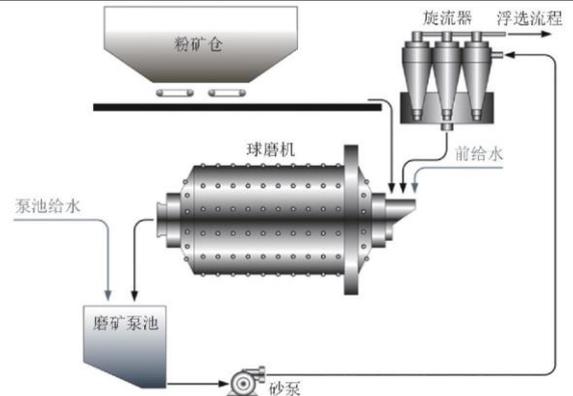


图 9-1 φ4000×1400 干式自磨机构造

1—减速器 2—给料漏斗 3—主轴承 4—进料端盖 5—筒体 6—提升衬板
7—波峰板 8—出料端盖 9—出料漏斗 10—传动齿轮副 11,12—弹性联轴器
13—主电机 14—端衬板 15,16—轴颈内套

资料来源：华重官网，甬兴证券研究所

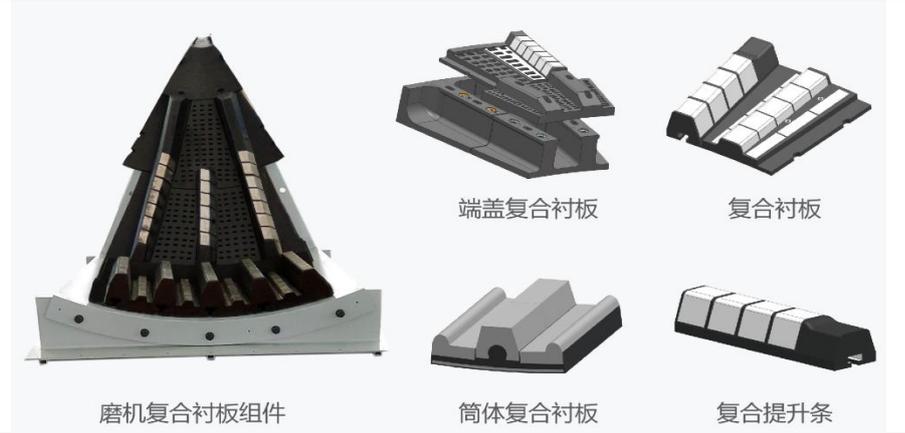
图28:球磨机在磨矿过程中的应用



资料来源：2025年周云等著《基于数字孪生技术的球磨机优化控制系统工业应用》，甬兴证券研究所

公司复合衬板实现了材质+结构的双重革新突破。公司复合衬板采用NR天然橡胶+Q235B钢+耐磨钢板三层复合结构，兼具橡胶的缓冲抗冲击性与耐磨钢板的高强度耐磨性，实现了材质+结构的双重革新突破。复合衬板重量降低、强度却提高，处理量显著提升。与传统产品相比，公司复合衬板具备如下优势：1) 寿命翻倍、成本锐减。复合衬板使用寿命可达8个月，进料端衬板使用寿命6个月；衬板的更换频率降低50%，减少停机损失与备件采购成本。2) 检修效率提升50%，实现更高效生产。3) 轻量化与能效优化同步实现。衬板总重53吨，较原产品减重26吨，电机负荷减少、能耗降低，复合衬板的橡胶实现降噪以助理客户实现绿色低碳生产。

图29:公司磨机复合衬板（橡胶+耐磨合金）



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

公司发行可转债募资以建设复合衬板技术升级和智能改造项目。公司于 2021 年向不特定对象发行可转债，募集资金总额为 3.93 亿元。其中的 1.43 亿元用于“复合衬板技术升级和智能改造项目”，该项目预计 2025 年 12 月之前完成建设。

据 2018 年秦冠迎等著《橡胶衬板在全源选矿厂球磨机中的应用》，从性能上看，相较于传统高锰钢衬板而言，橡胶衬板具备以下优势：1) 降低磨矿能耗，提高能源效率。橡胶衬板的吨矿球耗、吨矿电耗均有所降低。2) 耐磨性好，使用寿命延长。因橡胶衬板由高弹性材料制成而具备强抗腐蚀磨损的性能，使用寿命为锰钢衬板的 1.5-2.5 倍，其弹性能吸收较大尺寸的磨矿介质产生的冲击从而能保护磨机结构。3) 降低生产噪声，改善磨矿环境。高弹性橡胶衬板可缓解冲撞摩擦噪音，解决锰钢衬板噪声大而超过环保规定的问题。4) 衬板重量轻，安装简单安全。

图30:公司磨机橡胶衬板



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

表3:橡胶衬板与锰钢衬板的性能对比

衬板材料	使用周期/ (h)	衬板重量/ (t/套)	噪音/ (dB)	吨矿球耗/ (kg/t)	日用电量/ (kWh)	吨矿电耗/ (kWh/t)
------	--------------	----------------	----------	-----------------	----------------	------------------

锰钢衬板	5760	76	100.5	0.66	17792	5.08
橡胶衬板	7200	40	88.2	0.64	17167	4.90

资料来源：2018 年秦冠迎等著《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，甬兴证券研究所

从生产指标看，球磨机使用橡胶衬板后，矿量处理能力由 3500t/d 提高至 3580t/d，生产效率提高；橡胶衬板的给矿粒度（67.21%）高于锰钢衬板（65.38%）；总回收率提升 0.39pct；同时，橡胶衬板的排矿细度、磨矿浓细度均能保持在使用锰钢衬板的水平。

表4:使用橡胶衬板前后生产指标对比

衬板材料	处理矿量/ (t/d)	给矿粒度(- 6mm)/%	排矿细度(- 0.074mm)/%	溢流细度(- 0.074mm)/%	溢流浓度	总回收率/%
锰钢衬板	3500	65.38	20.56	29.0	58.5	91.67
橡胶衬板	3580	67.21	19.25	29.5	57.4	92.06

资料来源：2018 年秦冠迎等著《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，甬兴证券研究所

从经济效益看，使用橡胶衬板后的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 万吨计算，使用后每年可节省 28 万元以上的成本，经济效益显著。

表5:使用橡胶衬板前后经济效益分析

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	3500	4.68	3.81	8.49
橡胶衬板	3580	4.54	3.68	8.22

资料来源：2018 年秦冠迎等著《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，甬兴证券研究所

在大直径磨机领域，公司磨机衬板的竞争优势明显。据矿山机械杂志，以美卓、中信重工等为代表的装备企业极大地推动了磨矿设备的大型化发展。据中信重工公告，截至 2024 年，中信重工已成功自主研发世界最大 Φ 12.2m 自磨机，国产最大规格 Φ 8.2m 溢流型球磨机。公司的磨机衬板产品可覆盖这些规格，并已积累丰富的产品运用案例。在大直径磨机上，公司拥有更多的竞争优势。

表6:公司磨机衬板产品案例

公司	磨机衬板产品案例
江西铜业德兴铜矿大山选矿厂	Φ 10.37 \times 5.19m 半自磨机进出料端橡胶衬板
	Φ 7.32 \times 10.68m 球磨机进出料端橡胶衬板
铜陵铜业冬瓜山选矿厂	Φ 8.5 \times 4m 半自磨机进出料端橡胶衬板
	Φ 5.03 \times 8.3m 球磨机进出料端橡胶衬板
中信重工机械有限责任公司	Φ 12.2 \times 11m 自磨机橡胶衬板（澳大利亚 SINO 铁矿）
	Φ 5.5 \times 8.8m 球磨机橡胶衬板（巴西淡水河谷 CONCEICAO 铁矿）
	Φ 7.9 \times 13.6m 球磨机橡胶衬板（澳大利亚 SINO 铁矿）
中冶集团（巴基斯坦山达克矿业）	Φ 5.03 \times 6.4m 球磨机橡胶衬板
	Φ 2.7 \times 4m 球磨机橡胶衬板
内蒙古大中矿业	Φ 2.7 \times 3.6m 格子型球磨机橡胶衬板
新疆金脉国际物流公司（塔吉克斯坦矿业）	Φ 3.6 \times 4.0m 球磨机进出料端橡胶衬板
	Φ 3.6 \times 5.3m 球磨机进出料端橡胶衬板

	Φ5×2.3m 半磨机全套复合衬板
	Φ5.5×1.8m 自磨机橡胶复合衬板
丰宁鑫源矿业	Φ2.7×3.6m 球磨机橡胶衬板
云南大红山铁矿	Φ8.5x4.27m 半自磨进出料端橡胶衬板

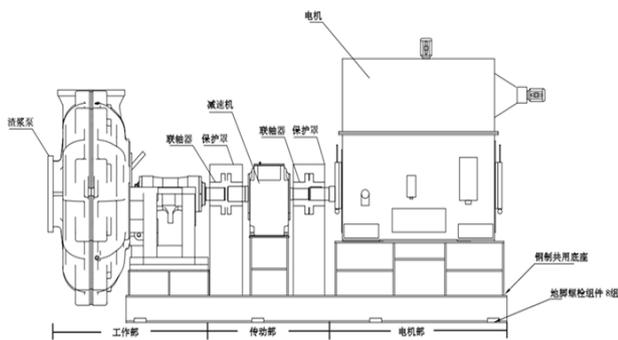
资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

3.2. 整机端：陶瓷渣浆泵将驱动公司整机设备同样保持良好增势

公司自主研发的大型渣浆泵可媲美同类型欧美大型公司产品。渣浆泵为输送液体（水）中含有悬浮固体物的泵体。公司的渣浆泵主要针对有色及黑色矿山选矿系统。自主研发制造的 450NZJA、550NZJA、650NZJA、750NZJA 规格的渣浆泵在大型渣浆泵领域具有较强的竞争力，可媲美同类型欧美大型公司产品如 WEIR、KSB、KREBS 等。其中的 750NZJA 渣浆泵达到了国际先进水平，创国内之最。

橡胶衬里确保渣浆泵性能可靠，大幅延长整机寿命。公司改良传统金属内衬渣浆泵机体，自主研发设计生产出新型离心式橡胶衬里渣浆泵。在传统金属内里渣浆泵的基础上重建流体力学模型，并结合离散有限元技术进行耦合，使产品结构性能确保可靠和高效；另通过橡胶耐磨材质在渣浆泵内里的运用，大大延长了渣浆泵整机的使用寿命。

图31:渣浆泵整机组



资料来源：公司招股说明书，甬兴证券研究所

图32:蒙古国额尔登特铜矿 750NZJA 渣浆泵



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

陶瓷渣浆泵已进入市场推广阶段，整机设备未来有望与橡胶耐磨备件共同保持良好增势。据 2024 年 7 月公司投资者交流活动信息记录表，公司创新性提出金属+橡胶+陶瓷材料复合模式，解决现有陶瓷渣浆泵难以突破 350mm 口径的瓶颈，全球仅有公司掌握此项技术。陶瓷渣浆泵的耐磨性强，是高铬金属和耐磨橡胶的 2-3 倍，莫氏硬度 9，仅次于金刚石；耐腐蚀性强、耐高温；抗气蚀性能好，延长使用寿命。据投资者关系活动记录表，该产品已进入市场推广阶段并已启动海外销售，预计未来 3-5 年整机设备将会实现快速增长，整机设备有望保持与橡胶耐磨备件同样良好的增长趋势。

图33:陶瓷渣浆泵



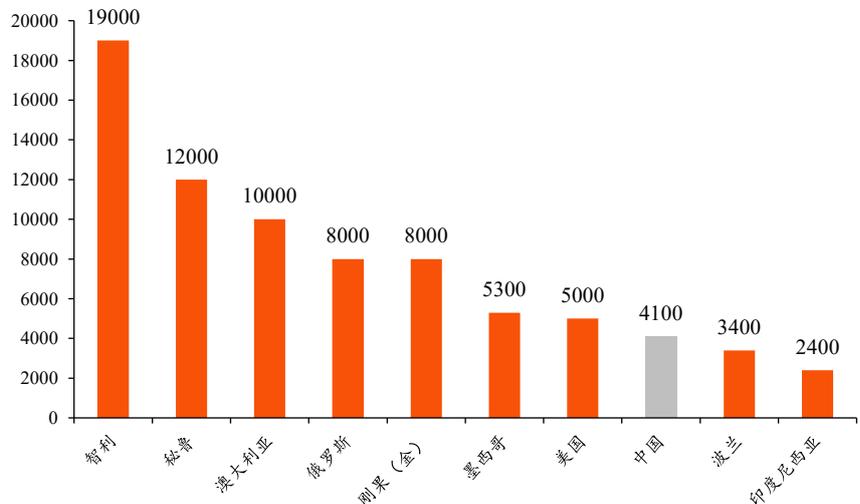
资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

4. 全球化战略布局稳步推进

4.1. 矿产资源禀赋决定国内矿山机械行业日益重视国际市场

从储量看，南美洲的铜储量最为丰富，中国铜储量约占全球的 4.1%。根据 2025 年陈秀法等著《全球铜矿资源分布特征、勘查开发格局与展望》，截至 2023 年底，全球铜储量为 10 亿吨。分大洲看，南美洲铜储量最丰富，达 3.45 亿吨（约占全球 34.5%）；分国家看，智利、秘鲁及澳大利亚为铜储量最高的三个国家，储量依次为 1.9 亿吨（19%）、1.2 亿吨（12%）、1.0 亿吨（10%）。中国铜储量为 4100 万吨，仅占全球总储量的 4.1%。

图34:2023 年全球前十大铜储量国家（万吨）



资料来源：2025 年陈秀法等著《全球铜矿资源分布特征、勘查开发格局与展望》，甬兴证券研究所

从产量看，智利、刚果（金）、秘鲁为全球前三大铜矿生产国。2014 年以来，智利稳居全球铜矿生产国首位，2023 年智利铜矿产量为 525 万吨（约占全球 23.5%）；刚果（金）铜矿产量近十年来增长迅猛，先后超越澳大利亚、美国、中国 and 秘鲁，于 2023 年成为全球第二大铜矿生产国，产量从 2014 年的 99.6 万吨增至 2023 年的 289.0 万吨，增幅为 190%；2014-2022 年秘鲁一直为全球第二大铜矿生产国，近十年来产量稳中有增。

4.2. 中资矿商海外铜矿布局进入收获期，驱动矿山设备加速出海

江西铜业全资子公司增持索尔黄金股份，扩大南美地区布局。根据江西铜业公告，2025年3月江西铜业全资子公司江西铜业（香港）有限投资公司以1807.12万美元增持索尔黄金1.57亿股股份，交易完成后持有索尔黄金3.66亿股（约占其已发行股份的12.19%）。索尔黄金核心资产为位于南美洲厄瓜多尔的Cascabel项目100%股权，项目主要的Alpala矿床，拥有探明、控制及推断资源量包含铜1220万吨、金3050万盎司、银10230万盎司（截至2025年3月），该项目已完成预可行性研究。此外，索尔黄金还在厄瓜多尔等地拥有数十个不同阶段的勘探项目。

紫金矿业海外铜矿技改扩建将于2025年全面完成。根据矿业汇公众号，2018年紫金矿业以3.5亿美元收购博尔铜矿63%的股份，2019年以4.74亿美元收购丘卡卢-佩吉铜金矿。紫金矿业矿产铜量从2018年的24.9万吨增至2024年的107.0万吨，并计划于2028年达到150-160万吨。紫金矿业在塞尔维亚持有的丘卡卢-佩吉铜金矿、博尔铜矿综合体将于2025年全面完成改扩建工程，届时铜矿产能有望联合达到30万吨/年。

表7:紫金矿业海外铜矿布局

铜矿名称	地理位置	项目状态	2023年产量
丘卡卢-佩吉铜金矿	塞尔维亚博尔州	上部矿带建成投产，其上部有超高品位铜矿，正在推进1.2万吨/天规模选厂提升至1.5万吨/天技改，建成达产后，预计年均矿产铜超9万吨、矿产金约2.5吨，其中年产量峰值预计矿产铜约15万吨、矿产金超4吨。下部矿带采用自然崩落法大规模开发已完成预可研设计，正加快证照办理。	铜14万吨，金5吨
博尔铜矿	塞尔维亚博尔州	博尔铜矿先后对其4座矿山及1个冶炼厂实施技改扩建，项目状态为在产，其中JM矿正在推进填充法变更为崩落法采矿工程项目。	铜10万吨，金2吨
卡莫阿-卡库拉铜矿	刚果（金）卢阿拉巴省	三期采选工程于2024年5月26日提前建成投产，年矿石处理总量将达到1420万吨，铜产量将提升至60万吨，晋升为全球第四大铜矿；年产50万吨阳极铜铜冶炼厂计划于2025年2月竣工投产；项目同时在研究新的扩产建设计划。	铜39万吨（100%权益）
科卢韦齐铜矿	刚果（金）卢阿拉巴省	在产	铜12.8万吨，钴2306吨

资料来源：紫金矿业官网，甬兴证券研究所

TFM、KFM世界级铜钴矿项目助力洛阳钼业实现铜产量快速增长。据矿业汇，2016年洛阳钼业收购刚果（金）铜钴业务TFM56%股权；2017年收购TFM24%股权，对TFM权益提升至80%；2020年收购刚果（金）KFM铜钴矿95%的权益。2024年洛阳钼业铜产量65.02万吨，同比+55%；钴（铜的副产品）产量11.42万吨，同比+106%。得益于刚果（金）两大主力矿山放量，洛阳钼业稳坐全球最大钴生产商的同时，向全球十大铜矿生产商发起冲击。

图35:洛阳钼业全球矿山分布



资料来源: 洛阳钼业公告, 甬兴证券研究所

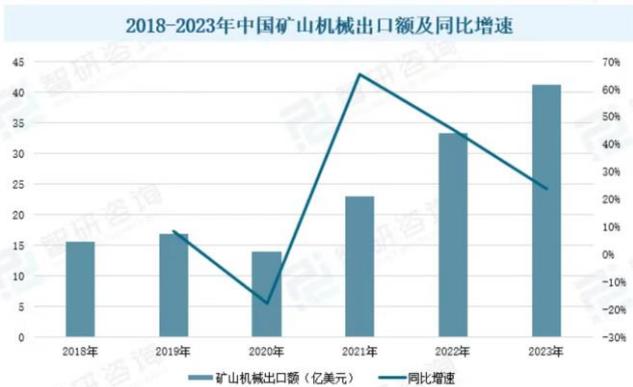
表8:洛阳钼业 TFM、KFM 铜钴矿布局

项目名称	项目金额 (亿美元)	项目进度	生产能力
TFM 铜钴矿混合项目	25.1	刚果(金)TFM 混合矿项目已实现达产	45万吨铜、3.7万吨钴
KFM 开发项目工程(一期)	18.26	KFM 采选冶一期工程已达满产状态	15万吨铜、5万吨钴

资料来源: 洛阳钼业公告, 甬兴证券研究所

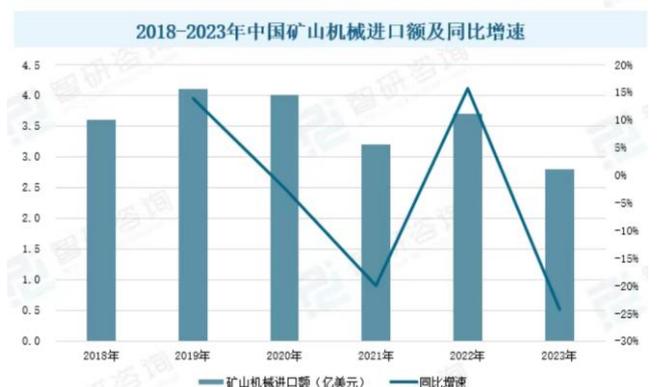
2021年以来,我国矿产机械产品出口额呈现出高速增长态势,2023年我国矿山机械贸易顺差为38.5亿美元。根据中国海关、智研咨询数据,2021年以来,我国矿产机械产品出口额呈现出高速增长态势,2023年矿山机械出口额达到41.3亿美元,同比+23.65%;反观进口,随着国内矿山机械产品性能不断优化升级,国产化率稳步提升。2023年中国矿山机械进口额为2.8亿美元,较2022年下降了24.32%。2023年我国矿山机械贸易顺差为38.5亿美元。

图36:2018-2023年中国矿山机械出口额及同比增速



资料来源: 中国海关, 智研咨询, 甬兴证券研究所

图37:2018-2023年中国矿山机械进口额及同比增速



资料来源: 中国海关, 智研咨询, 甬兴证券研究所

4.3. 公司过往海外业绩优异, 全球化战略布局稳步推进

认购瑞士 Veritas Resources AG 股权以持有哥伦比亚项目的矿产资源

相关权益。2025年5月公司发布关于认购瑞士 Veritas Resources AG 股权的公告，董事会同意公司通过全资子公司新加坡耐普环球资源投资有限公司以现金出资方式认购瑞士公司 Veritas Resources AG(维理达资源股份公司，以下简称“维理达资源”，为金诚信矿业管理股份有限公司在瑞士设立的全资公司,) 新发行股份，认购金额合计 4,500 万美元，及 180 万美元或 630 万美元或有认购。认购完成后，公司将持有维理达资源 22.5%股权。维理达资源现持有 CMH Colombia S.A.S. (以下简称“CMH 公司”) 50%股权(另外 50%股权由 Cordoba Minerals Corp.通过其全资子公司持有)，CMH 公司通过其全资子公司拥有哥伦比亚 San Matias 项目下 Alacran 铜金银矿、Alacran North 矿床、Montiel East 矿床、Montiel West 矿床、Costa Azul 矿床的相关权益。维理达资源增资完成后，将收购 Cordoba Minerals Corp 在哥伦比亚的全部矿产资源，其中主要资产为其持有的 CMH 公司 50%股权。

公司布局海外五大工厂，产品凭借质量+服务的双重优势受国内外大型客户青睐。截至 2025 年 5 月，公司已在蒙古国、澳大利亚、秘鲁、墨西哥、智利、厄瓜多尔、新加坡、赞比亚、塞尔维亚设有子公司；在老挝、菲律宾设有办事处；在蒙古国、塞尔维亚、赞比亚、秘鲁、智利布局五大海外工厂。公司凭借质量与服务的双重优势已成功揽获国内外众多大型矿山集矿业企业客户，主要包含：紫金矿业、中信重工、江铜集团、洛阳钼业、太钢集团、西部矿业、蒙古国额尔登特联合企业、蒙古国奥陶矿业、ME、老挝 KSO 等。

图38:耐普矿机全球战略布局



资料来源：耐普矿机公众号，甬兴证券研究所

公司赞比亚工厂的建成投产将带来众多中资、外资矿企潜在客户。赞比亚工厂的建成投产将为公司带来周边的中资矿企潜在客户如紫金矿业、洛阳钼业、华友钴业等过往已与公司有过稳定合作的客户，也将带来第一量子、巴里克黄金、嘉能可、英美资源等已用过公司产品的外资矿企潜在客户。

智利工厂辐射南美，以适配南美地区订单快速增长之势。南美地区是全球矿业最发达的地区，铜矿产量约占全球的一半。据投资者关系活动记录表，近年南美地区订单增速迅猛，于 2023 年同比增长近一倍，2024H1 同比

增长 120%。据 2024 年 9 月投资者交流活动记录表，公司产品在南美市占率较小，智利工厂的建设将显著增强矿山客户对公司的信任度，有望继续迎来南美市场的大幅增长。

表9:公司海外五大工厂布局

工厂所在国家	工厂介绍	所处阶段
塞尔维亚	/	前期规划
秘鲁	公司秘鲁工厂于2025年1月正式动工建设，项目分两期进行，工厂将配备8000吨、3800吨、1600吨硫化机等高端设备以及数控精密加工车床和炼胶生产线。未来公司将以秘鲁为中心，辐射整个拉美地区。	在建
智利	2024年12月智利工厂厂房钢结构主体工程顺利封顶，预计2025年5月份完工。工厂配置炼胶设备、注射式硫化机、平板硫化机、大型硫化罐等生产设备，复合衬板年度产能达4000T。智利生产基地将于2025年年底投产。	在建
赞比亚	赞比亚工厂于2024年10月正式落成。一期产能大概有2.5亿以上。	建设完成
蒙古国	民族矿机拥有4台硫化机、1台硫化罐以及炼胶设备、机加工设备和精密的测量器。	建设完成

资料来源：公司2024年第三季度业绩说明会资料，公司官网，公司投资者信息交流记录表，甬兴证券研究所

公司海外过往业绩优异。据公司关于签订日常经营重大合同的公告及补充公告、重大合同进展公告等，公司已签署至少5项海外重大合同，合同广泛涉及工程建造项目、选矿设备及备件制造项目（含渣浆泵、水力旋流器等）。未来公司有望凭借历史海外优质合作项目的业绩继续获取高额优质订单。

表10:公司近年海外重大合同签署情况

时间	国家	合同详情	金额
2025年2月	哈萨克斯坦共和国	公司与哈萨克斯坦共和国大型铜业公司签署5年期《备件供货合同》，合同金额合计2265.76万美元	2265.76万美元
2023年9月	俄罗斯	与俄罗斯某客户签订《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9427万元	9427万元
2023年1月	蒙古国	与额尔登特矿业公司签署销售合同，公司为额尔登特矿业“选矿厂自磨厂房200万吨/年扩建工程”提供相关的供货、工程服务等工作，合同总金额3032万美元	3032万美元
2022年10月	亚美尼亚	公司与Zangezur Copper-Molybdenum Plant CJSC（亚美尼亚赞格祖尔铜钼矿）签署销售合同，公司为赞格祖尔铜钼矿540万吨处理量选厂项目提供选矿设备及备件，合同总金额为1629万美元	1629万美元
2019年12月	蒙古国	公司与蒙古国额尔登特矿业公司签订工程建造合同，公司承接额尔登特“年产600万吨自磨厂房4号生产线建造和投产”相关的供货、工程服务等工作，合同总价款1.26亿美元	1.26亿美元

资料来源：公司关于签订日常经营重大合同的公告，关于签订日常经营重大合同的补充公告，重大合同进展公告，甬兴证券研究所

海外售后服务将逐步完善，2025Q1海外毛利率高出国内20.13pct。根据投资者信息交流记录表，公司产品售于中资海外矿企与国内矿企的销售价格差异较小，大多数采取国内采购发往海外的方式。随着海外基地建成投产，中资海外矿企即可于当地采购，公司也将在当地设置配套售后服务，届时海外产品的售价将高于国内。2024/2025Q1公司海外业务毛利率已达40.91%/47.65%，高出国内11.00/20.13pct。

表11:公司历年海外业务情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
海外毛利率 (%)	55.90	55.42	46.64	30.33	35.11	41.34	40.91	47.65
海外毛利率-国内毛利率 (pct)	13.61	15.31	12.11	-0.97	5.30	10.94	11.00	20.13
海外营收 (亿元)	1.39	1.67	1.71	8.52	4.21	5.19	7.58	0.87
海外营收 YoY (%)	/	20.21	2.49	396.75	-50.57	23.30	46.10	-46.19
海外营收占比 (%)	42.69	47.91	46.58	80.89	56.24	55.35	67.61	44.98

资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

公司属于选矿设备制造行业, 主要受益于国内外下游采矿业景气度。基于此, 我们预计公司矿用橡胶耐磨备件未来三年增速为 30%、30%、20%, 选矿设备保持 15% 的增速, 矿用金属备件未来三年增速为 20%、15%、10%, 矿用橡胶耐磨备件、选矿设备的毛利率未来将随着海外营收占比的扩大而有所提升。

表12:公司业绩拆分

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
矿用橡胶耐磨备件							
营业收入 (百万元)	269.02	432.52	542.41	611.33	794.72	1,033.14	1,239.77
增长率		60.77%	25.41%	12.70%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	39.52%	37.92%	43.69%	42.65%	43.00%	44.00%	45.00%
选矿系统方案及服务							
营业收入 (百万元)	630.68	163.84	120.70	200.20	161.58	161.58	161.58
增长率		-74.02%	-26.33%	65.87%	-19.29%	0.00%	0.00%
毛利率		21.71%	24.46%	25.40%	23.86%	23.86%	23.86%
矿用金属备件							
营业收入 (百万元)	54.87	59.15	95.07	146.13	175.35	201.65	221.82
增长率		7.80%	60.74%	53.70%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率			23.76%	32.86%	35.00%	35.00%	35.00%
选矿设备							
营业收入 (百万元)	76.75	70.68	131.82	131.69	151.44	174.16	200.28
增长率		-7.90%	86.50%	-0.10%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率			26.25%	33.45%	26.00%	28.00%	30.00%
矿用管道							
营业收入 (百万元)	18.99	21.25	45.65	28.01	28.47	28.47	28.47
增长率		11.87%	114.89%	-38.65%	1.67%	0.00%	0.00%
毛利率			36.90%	46.95%	40.00%	40.00%	40.00%

其他业务

营业收入 (百万元)	2.72	1.10	2.10	4.39	2.53	2.53	2.53
增长率		-59.72%	91.69%	108.77%	-42.37%	0.00%	0.00%
毛利率			63.98%	50.07%	45.49%	45.49%	45.49%
合计 (百万元)	1,053.03	748.53	937.76	1,121.74	1,314.10	1,601.53	1,854.45
增长率		-28.92%	25.28%	19.62%	17.15%	21.87%	15.79%

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

5.2. 投资建议

公司是一家集研发、生产、销售和服务于一体的重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造企业，我们选取同样从事矿山机械行业的四方达、中信重工作为可比公司。

公司属于选矿设备制造行业，近年矿业周期景气上行，铜价处于相对高位震荡。全球选矿设备市场规模将持续扩大，下游矿山企业的扩产意愿相对较强，公司有望充分受益。我们预计 2025、2026、2027 年公司总体营收分别为 13.14、16.02、18.54 亿元，同比增速分别为 17.1%、21.9%、15.8%，归母净利润分别为 1.48、1.98、2.48 亿元，同比增速分别为 26.8%、33.9%、25.4%，对应 EPS 分别为 0.88、1.17、1.47 元，对应 2025 年 6 月 5 日收盘价，PE 分别为 23.32、17.42、13.89 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

新材料渗透率提升不及预期：公司核心产品为橡胶、橡胶金属复合等新材料，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。

行业竞争加剧：行业竞争加剧将影响公司毛利率及营收增速。

海外客户拓展不及预期：公司海外业务毛利率占比较高。海外客户拓展不及预期可能对出海造成不利影响。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,373	1,155	1,147	1,302	1,543	经营活动现金流	304	30	308	340	428
货币资金	715	522	402	401	507	净利润	84	120	152	204	256
应收及预付	269	271	277	335	385	折旧摊销	70	83	125	162	192
存货	253	265	339	401	453	营运资金变动	125	-169	12	-49	-45
其他流动资产	135	99	129	165	199	其它	27	-4	19	23	26
非流动资产	1,015	1,417	1,663	1,870	1,967	投资活动现金流	-134	-373	-373	-374	-295
长期股权投资	36	29	24	30	36	资本支出	-187	-458	-359	-361	-282
固定资产	697	856	1,168	1,403	1,547	投资变动	49	83	0	-11	-11
在建工程	133	310	230	190	130	其他	4	2	-14	-2	-2
无形资产	74	136	143	149	155	筹资活动现金流	-22	164	-54	29	-33
其他长期资产	74	85	98	97	99	银行借款	31	215	45	60	45
资产总计	2,387	2,573	2,810	3,172	3,510	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	616	531	660	776	863	其他	-53	-51	-99	-31	-78
短期借款	35	80	75	85	80	现金净增加额	156	-172	-120	0	105
应付及预收	301	336	342	407	462	期初现金余额	517	673	501	381	380
其他流动负债	280	116	243	285	321	期末现金余额	673	501	381	380	486
非流动负债	427	448	477	559	608						
长期借款	46	216	266	316	366						
应付债券	330	165	145	175	175						
其他非流动负债	51	67	66	68	67						
负债合计	1,043	979	1,137	1,336	1,471						
股本	105	158	169	169	169						
资本公积	311	530	519	519	519						
留存收益	819	857	969	1,126	1,321						
归属母公司股东权益	1,333	1,580	1,655	1,812	2,007						
少数股东权益	12	14	18	24	32						
负债和股东权益	2,387	2,573	2,810	3,172	3,510						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	25.3%	19.6%	17.1%	21.9%	15.8%
营业利润增长	-34.7%	41.2%	24.0%	33.8%	25.4%
归母净利润增长	-40.4%	45.5%	26.8%	33.9%	25.4%
获利能力					
毛利率	36.3%	37.4%	37.6%	39.0%	40.3%
净利率	8.9%	10.7%	11.6%	12.7%	13.8%
ROE	6.0%	7.4%	8.9%	10.9%	12.4%
ROIC	5.2%	5.7%	7.1%	8.6%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	43.7%	38.1%	40.5%	42.1%	41.9%
净负债比率	-21.1%	-1.2%	8.0%	12.3%	8.1%
流动比率	2.23	2.18	1.74	1.68	1.79
速动比率	1.62	1.49	1.03	0.96	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.45	0.49	0.54	0.56
应收账款周转率	6.58	6.10	6.28	6.72	6.61
存货周转率	2.42	2.72	2.72	2.64	2.60
每股指标 (元)					
每股收益	0.55	0.76	0.88	1.17	1.47
每股经营现金流	2.90	0.19	1.83	2.01	2.54
每股净资产	12.69	9.99	9.80	10.73	11.89
估值比率					
P/E	59.82	35.61	23.32	17.42	13.89
P/B	2.60	2.72	2.08	1.90	1.72
EV/EBITDA	17.63	18.89	11.60	8.93	7.16

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。