

耐普矿机 (300818.SZ)

选矿设备耐磨件龙头，受益一带一路扬帆远航

选矿耐磨备件国内龙头，多年深耕加速国际市场拓展。耐普矿机成立于2005年，是国内最早对大型半自磨机弧形结构出料端进行开发应用的设备厂家，是高分子复合耐磨材料领域研究开发的领军者。自2005年成立以来深耕高性能橡胶耐磨材料及橡胶复合材料生产研发之路，积累先发耐磨橡胶配方技术优势，树立“高科技、高质量”行业口碑。公司产品主要应用于金属矿山的选矿流程，产品系列丰富，拥有橡胶耐磨选矿设备及备件上百种，包括磨矿橡胶耐磨系列（磨机衬板、圆筒筛、筛板）、矿浆输送橡胶耐磨系列（渣浆泵、旋流器及管道）、浮选机橡胶耐磨备件系列等产品。自2011年蒙古项目投产后，公司将打造以江西上饶为中心，以蒙古国、赞比亚、智利为依托，建设覆盖国内、中亚、非洲、美洲的生产基地，开拓国际市场新版图。

全球市场空间超百亿，橡胶耐磨备件渗透率提升大势所趋。选矿厂的作业流程系统主要包括碎磨作业、矿浆输运分级作业和浮选作业，各个流程均需用到备件，其是选矿设备中的核心产品。而橡胶耐磨备件优势明显，相比于传统金属备件，其具备以下优点：1）其耐磨性好，使用寿命更长，较传统金属材料提高1.5-2倍；2）质量轻，节能优势显著；3）耐腐蚀性好，应用领域更广；4）环保优势；5）安装便利性优势。从市场空间看，根据我们预测，仅铜矿而言，全球对应的备件需求超百亿，除铜矿外，铁矿、金矿、锂矿等在选矿环节中均对备件有着极大需求，远期看，全球选矿设备备件市场空间前景广阔，橡胶耐磨备件成长潜力十足。

一带一路长期受益，公司持续享受品类拓展+行业渗透率提升红利。一带一路背景下，矿山出海趋势明确，目前国内矿山企业均加速海外布局，同时从资源角度看，铜、铁、锂等多种矿产资源大多在海外，是设备和备件的主要市场。公司产品种类齐全，部分产品技术指标已达国际先进水平，而海外产品利润率较国内更高，随着海外收入占比持续提升，公司盈利能力提升确定性较强。此外，公司持续中标海外大型EPC项目，扩张耐磨备件的客户和市场，EPC业务收入也将为公司带来充足的业绩弹性。目前，公司备件主要收入来自铜矿，未来随着公司在锂矿、铁矿等多矿种品类的拓展，以及橡胶耐磨备件加速对金属备件替代的行业趋势助推下，公司业绩有望持续放量。

投资建议：我们预计2023-2025年公司实现营收10.96/14.9/18.8亿元，实现归母净利润0.86/1.45/2.30亿元，对应PE为28.1/16.6/10.5x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：橡胶耐磨备件渗透率提升不及预期风险、海外客户开拓不及预期风险、行业竞争格局恶化风险、行业空间测算风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,053	749	1,096	1,490	1,876
增长率 yoy (%)	186.0	-28.9	46.4	35.9	25.9
归母净利润（百万元）	184	134	86	145	230
增长率 yoy (%)	353.3	-27.1	-36.1	68.9	58.7
EPS 最新摊薄（元/股）	1.75	1.28	0.82	1.38	2.19
净资产收益率 (%)	16.5	10.7	6.5	10.1	14.1
P/E（倍）	13.1	17.9	28.1	16.6	10.5
P/B（倍）	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6

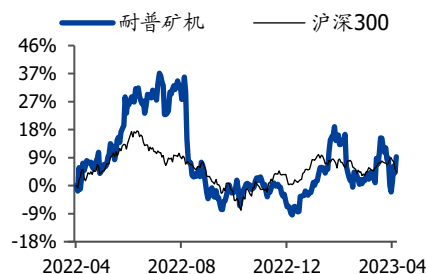
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年4月24日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	通用设备
4月24日收盘价(元)	22.96
总市值(百万元)	2,411.02
总股本(百万股)	105.01
其中自由流通股(%)	59.16
30日日均成交量(百万股)	1.87

股价走势



作者

分析师 张一鸣

执业证书编号：S0680522070009

邮箱：zhangyiming@gszq.com

研究助理 欧阳蕊

执业证书编号：S0680121120007

邮箱：ouyangrui3@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1124	1168	1308	1151	1618	营业收入	1053	749	1096	1490	1876
现金	484	539	136	196	232	营业成本	732	503	737	995	1237
应收票据及应收账款	111	138	136	162	179	营业税金及附加	4	8	11	14	17
其他应收款	4	5	8	10	13	营业费用	35	50	71	94	111
预付账款	40	29	71	65	107	管理费用	46	86	121	149	150
存货	202	241	741	502	872	研发费用	25	28	38	52	66
其他流动资产	283	216	216	216	216	财务费用	24	16	24	32	38
非流动资产	794	922	1169	1322	1457	资产减值损失	0	-5	-1	-2	-4
长期投资	40	38	36	34	32	其他收益	29	12	2	10	5
固定资产	332	725	930	1041	1141	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	70	55	60	66	74	投资净收益	2	4	3	3	3
其他非流动资产	353	104	143	181	209	资产处置收益	0	89	0	0	0
资产总计	1919	2090	2477	2473	3076	营业利润	217	157	100	170	268
流动负债	260	463	822	746	1200	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	34	50	272	50	412	营业外支出	1	0	0	0	0
应付票据及应付账款	171	287	383	521	604	利润总额	216	157	100	170	268
其他流动负债	55	126	167	174	185	所得税	32	22	14	23	37
非流动负债	545	359	328	283	233	净利润	184	135	86	146	231
长期借款	310	304	274	228	178	少数股东损益	0	1	1	1	1
其他非流动负债	235	55	55	55	55	归属母公司净利润	184	134	86	145	230
负债合计	805	822	1150	1028	1432	EBITDA	250	210	178	269	383
少数股东权益	5	9	9	10	11	EPS (元/股)	1.75	1.28	0.82	1.38	2.19
股本	70	70	105	105	105	主要财务比率					
资本公积	353	322	287	287	287	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	632	767	845	974	1180	成长能力					
归属母公司股东权益	1109	1260	1317	1434	1632	营业收入 (%)	186.0	-28.9	46.4	35.9	25.9
负债和股东权益	1919	2090	2477	2473	3076	营业利润 (%)	328.5	-27.6	-36.1	69.2	58.2
现金流量表 (百万元)						归属母公司净利润 (%)	353.3	-27.1	-36.1	68.9	58.7
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	获利能力					
经营活动现金流	-37	128	-266	619	22	毛利率 (%)	30.5	32.8	32.8	33.2	34.1
净利润	184	135	86	146	231	净利率 (%)	17.5	17.9	7.8	9.7	12.3
折旧摊销	26	46	68	86	100	ROE (%)	16.5	10.7	6.5	10.1	14.1
财务费用	24	16	24	32	38	ROIC (%)	12.9	8.4	4.8	8.7	10.5
投资损失	-2	-4	-3	-3	-3	偿债能力					
营运资金变动	-259	13	-442	357	-345	资产负债率 (%)	42.0	39.3	46.4	41.6	46.6
其他经营现金流	-9	-79	0	0	0	净负债比率 (%)	-10.6	-10.0	38.0	12.6	28.2
投资活动现金流	-568	-106	-312	-237	-232	流动比率	4.3	2.5	1.6	1.5	1.3
资本支出	326	276	249	155	137	速动比率	3.3	1.6	0.4	0.6	0.4
长期投资	-244	120	2	2	2	营运能力					
其他投资现金流	-486	290	-62	-79	-93	总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
筹资活动现金流	382	16	-47	-100	-115	应收账款周转率	9.3	6.0	8.0	10.0	11.0
短期借款	14	16	0	0	0	应付账款周转率	5.5	2.2	2.2	2.2	2.2
长期借款	310	-5	-31	-46	-50	每股指标 (元)					
普通股增加	0	0	35	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.75	1.28	0.82	1.38	2.19
资本公积增加	0	-31	-35	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.35	1.22	-2.53	5.89	0.21
其他筹资现金流	58	37	-16	-54	-65	每股净资产 (最新摊薄)	9.61	11.04	11.60	12.71	14.59
现金净增加额	-235	62	-625	282	-325	估值比率					
						P/E	13.1	17.9	28.1	16.6	10.5
						P/B	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6
						EV/EBITDA	8.2	10.7	16.2	9.5	7.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

内容目录

一、耐普矿机：国内橡胶耐磨复合备件头部企业	5
1.1 聚焦选矿环节耐磨备件领域，公司加速海外市场布局	5
1.2 业绩稳步增长，盈利水平保持稳定	6
1.3 实控人行业经验丰富，员工持股计划助力未来增长	7
二、选矿备件市场超百亿，橡胶耐磨备件渗透率提升大势所趋	9
2.1 选矿设备产业链地位重要，备件是核心环节	9
2.2 橡胶耐磨备件优势显著，渗透率提升大势所趋	11
三、选矿设备耐磨备件龙头，渗透率提升+品类拓展双轮驱动	13
3.1 橡胶备件替代金属备件是大势所趋，公司产品覆盖选矿设备全流程	13
3.2 技术壁垒明显，公司产品性能比肩国际水平	15
3.3 国内外客户加速拓展，铜-铁-锂等多矿种扩张打开成长空间	16
3.4 公司加速海外市场拓展，一带一路背景下 EPC 业务带来更大业绩弹性	18
四、盈利预测与估值	21
风险提示	24

图表目录

图表 1: 耐普矿机公司历程	5
图表 2: 耐普矿机公司产品	6
图表 3: 耐普矿机 2013-2022 年业绩情况	6
图表 4: 耐普矿机 2018-2022 年各项业务营收占比 (%)	6
图表 5: 耐普矿机 2013-2022 年毛利率及净利率 (%)	7
图表 6: 耐普矿机 2013-2022 年期间费用率	7
图表 7: 耐普矿机股权结构	7
图表 8: 2022 年员工持股计划管理办法	8
图表 9: 选矿设备产业链	9
图表 10: 公司产品所处设计选矿流程图	10
图表 11: 磨矿系统组成图	10
图表 12: 磨机结构及配件分解图	11
图表 13: 渣浆泵工作部备件结构图	11
图表 14: 选矿设备及备件的发展趋势	11
图表 15: 选矿设备备件市场空间测算（仅铜矿）	12
图表 16: 公司复合衬板产品展示	13
图表 17: 耐普矿机 2019 年上半年原材料构成	14
图表 18: 耐普矿机 2016 年原材料构成	14
图表 19: 公司产品全景一览	14
图表 20: 公司 450NZJA 渣浆泵在江西铜业使用	15
图表 21: 橡胶耐磨圆筒筛	15
图表 22: 耐普矿机产品研发历程	15
图表 23: 650NZJA 出口厄瓜多尔米拉多	16
图表 24: 耐普矿机水力旋流机	16
图表 25: 耐普矿机客户简介	16
图表 26: 2014-2021 年全球铜产量	17
图表 27: 2016-2022 年全球铁矿产量	17

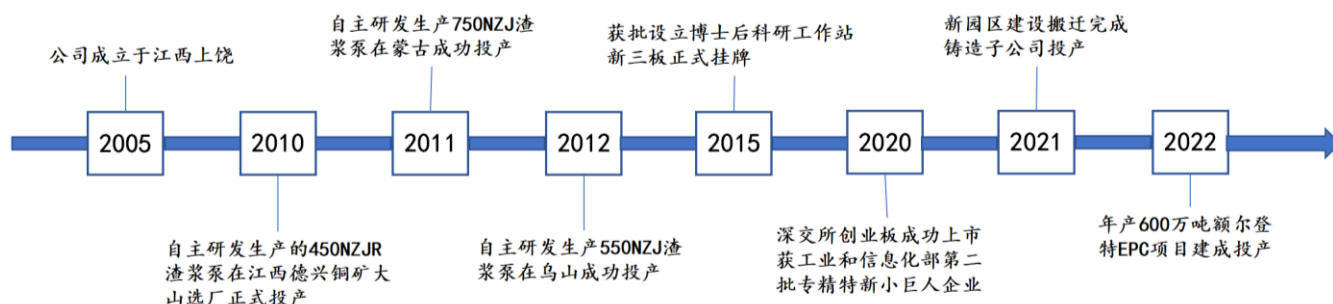
图表 28: 公司产品在铁矿应用	17
图表 29: 耐普矿机 2017-2022 年国内外收入占比	18
图表 30: 耐普矿机在全球网点	18
图表 31: 耐普矿机 EPC 项目合同签订	19
图表 32: Metso 公司业绩情况介绍	19
图表 33: Metso 公司简介	20
图表 34: 公司主营业务收入拆分 (百万元)	22
图表 35: 可比公司估值对比 (总市值取 2023/4/24 收盘价, 可比标的盈利预测取 Wind 预测值)	23
图表 36: 耐普矿机估值处于底部区间	23

一、耐普矿机：国内橡胶耐磨复合备件头部企业

1.1 聚焦选矿环节耐磨备件领域，公司加速海外市场布局

专注选矿设备十余载，立足耐磨备件产品优势加速拓展国际市场。耐普矿机新材料股份有限公司总部位于江西上饶，成立于2005年，是国内最早对大型半自磨机弧形结构出料端进行开发应用的设备厂家，是高分子复合耐磨材料领域研究开发的领军者。公司是集研发、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，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。自2005年成立以来深耕高性能橡胶耐磨材料及橡胶复合材料生产研发之路，积累先耐橡胶配方技术优势，树立“高科技、高质量”行业口碑。自2011年蒙古项目投产后，公司将打造以江西上饶为中心，以蒙古国、赞比亚、智利为依托，建设覆盖国内、中亚、非洲、美洲的生产基地，开拓国际市场新版图。

图表1：耐普矿机公司历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

耐普矿机专注高性能橡胶耐磨材料及复合材料在选矿备件中的应用，顺应行业发展趋势。公司产品主要应用于金属矿山的选矿流程，选矿设备覆盖磨矿、矿浆输送分级、浮选三大作业系统。公司产品系列丰富，拥有橡胶耐磨选矿设备及备件上百种，包括磨矿橡胶耐磨系列（磨机衬板、圆筒筛、筛板）、矿浆输送橡胶耐磨系列（渣浆泵、旋流器及管道）、浮选机橡胶耐磨备件系列等产品，以及多种细分产品规格。公司具备较强的产品定制开发能力，可根据客户技术参数、规格要求定向开发选矿备件等产品模具。整体看，公司主要产品分为三大类：

磨矿系统作业：主要产品为磨机橡胶耐磨衬板、橡胶耐磨筛板、橡胶耐磨圆筒筛。磨机衬板能够保护磨机筒体免受研磨体和物料直接冲击和磨损，保障磨机长时间稳定的生产运营；筛板主要用于不同粒度矿石筛分，采用公司自主研发的橡胶配方工艺制备的超耐磨橡胶，同时在筛板四周设计金属铸造骨架，在高温高压条件下模压而成。

矿浆输送分级系统作业：矿浆输送部分的主要为渣浆泵，公司以橡胶耐磨衬里备件为核心，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。公司研发的渣浆泵橡胶耐磨内里备件主要由橡胶前后护套、橡胶前后护板和橡胶叶轮等构成，是渣浆泵运行中直接接触和处理含固态颗粒矿浆的部件；矿浆分级的主要设备为水力旋流器。

浮选系统作业：浮选主要设备为浮选机。浮选机在工作中，对筒体内矿物泥浆持续搅拌，其转子作为轴承支撑的旋转体，用于搅拌矿浆、空气及浮选剂使其充分融合；定子起导流作用使设备平稳运转、提高浮选效率的装置。公司设计生产的橡胶耐磨转子和橡胶耐磨定子，相比传统的浮选机金属转子定子，具有重量轻，转动惯量小，从而提高轴系的运行稳定性。

图表 2: 耐普矿机公司产品

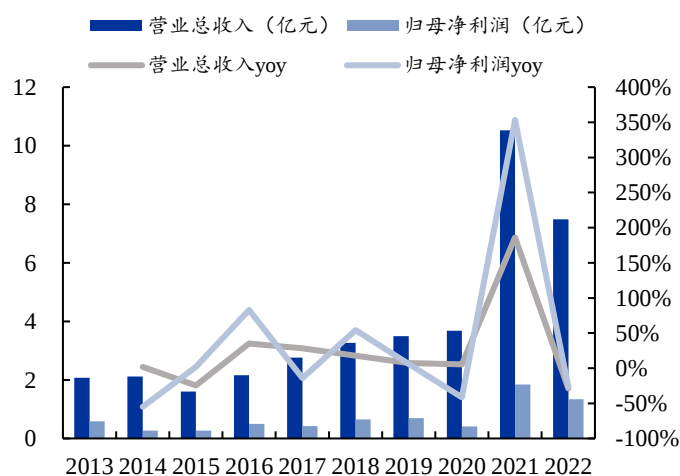


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 业绩稳步增长, 盈利水平保持稳定

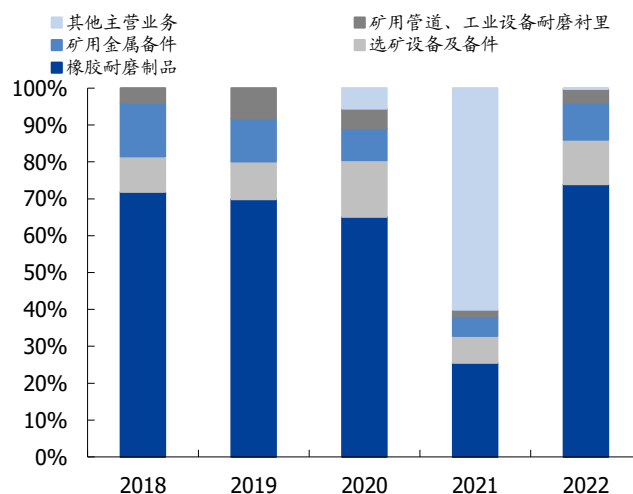
各业务营收持续增长, 行业新材料替代趋势带动公司核心产品持续放量。2013-2021 年, 公司营业收入从 2.07 亿元增加至 10.53 亿, CAGR 为 19.78%; 归母净利润从 0.59 亿元增长至 1.84 亿元, CAGR 为 13.52%。2021 年公司营收与归母净利润增速分别为 186% 与 353%, 2022 年实现营收和归母净利润同比下降 28.92% 和同比下降 27.06%, 波动较大, 主要系额尔登特 EPC 项目集中在 2021 年确认所致。但剔除 EPC 项目影响外, 公司营收和利润均呈现上升趋势。从营收结构看, 除 2021 年外, 橡胶耐磨制品五年均占公司营收 55% 以上, 行业新材料替换趋势带动作用明显。

图表 3: 耐普矿机 2013-2022 年业绩情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

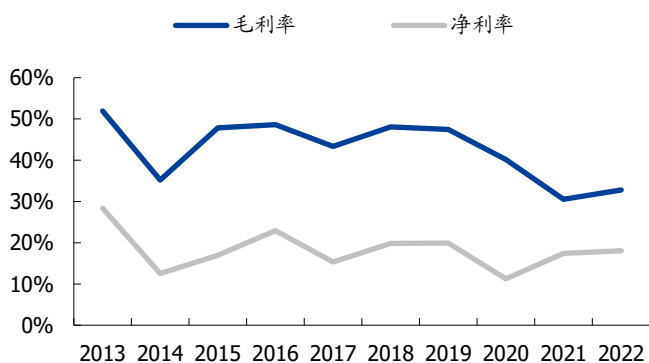
图表 4: 耐普矿机 2018-2022 年各项业务营收占比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

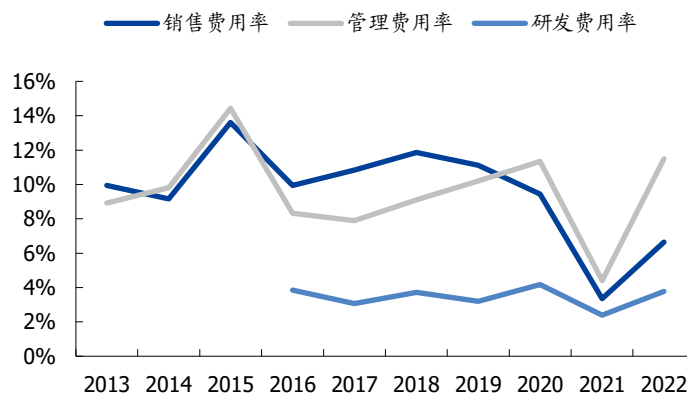
盈利水平整体稳定,研发持续加码保证竞争优势。2013-2020 年,公司毛利率稳定在 40% 左右,2021 年随着公司 EPC 业务发展和设备的放量毛利率有所下滑,但均高于 30%,从净利率看,公司近五年净利率基本稳定在 20% 左右。随着公司现代化的管理机制和质量控制体系的不断完善,管理水平逐步攀升,管理费用率整体呈现下降趋势。2022 年管理费用率为 11.49%,管理费用总投入为 8598.76 万元,同比增长 85.51%,主要系新园区投入使用后,固定资产折旧同比增加以及员工持股计划新增股份支付费用支出所致。

图表 5: 耐普矿机 2013-2022 年毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 耐普矿机 2013-2022 年期间费用率

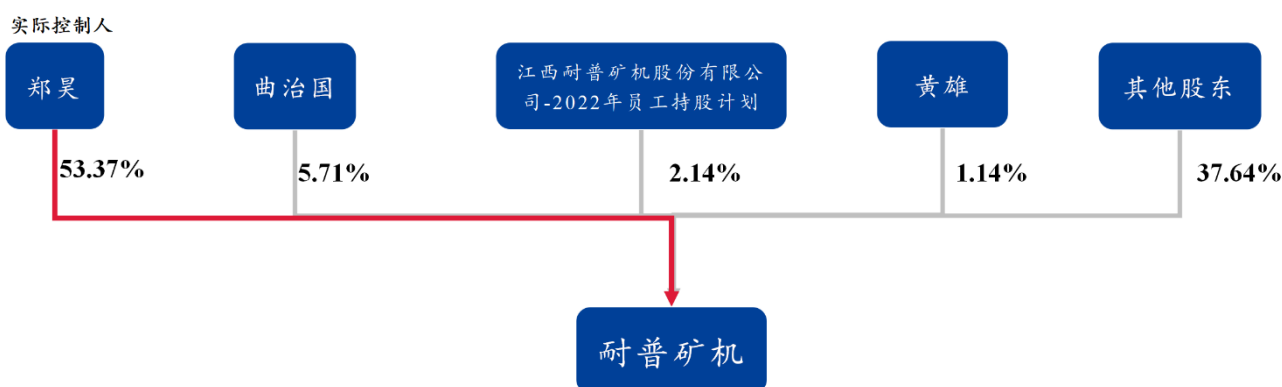


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 实控人行业经验丰富, 员工持股计划助力未来增长

股权结构集中, 实际控制人行业经验丰富。截至 2022 年底, 公司前两大股东分别为郑昊、曲治国, 持股比例分别为 53.37%、5.71%。公司第一大股东, 现任董事长郑昊为公司实际控制人。郑昊先生为公司核心管理人员, 具备四十余年矿机设备代理及管理经验, 于 2005 年作为主要发起人发起设立了耐普实业, 其丰富的从业经验和管理技能储备为公司的业务发展奠定坚实基础。公司其他高级管理人员从事选矿设备行业平均达 20 年以上, 对选矿设备行业的发展变革了解深入, 在引导公司进行新材料、新产品研发和产品生产与服务方面起着关键作用。

图表 7: 耐普矿机股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

员工持股计划公布, 助力公司中长期稳健增长。公司 2022 年 8 月发布对《江西耐普矿机股份有限公司 2022 年员工持股计划管理办法》。本次持股计划参加对象为公司董事(不含独立董事)、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，占公司当前股本总额的 2.14%。持股计划存续期为 48 个月，每期解锁的标的股票比例分别为 40%、30%、30%，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业绩考核目标。长期看，本次员工持股计划可提升员工工作积极性，统一员工与公司股东利益，从而推动公司整体目标的实现。

图表 8: 2022 年员工持股计划管理办法

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	2022 年营业收入不低于 4.50 亿元
第二个解锁期	2022 年至 2023 年累积营业收入不低于 9.75 亿元
第三个解锁期	2022 年至 2024 年累积营业收入不低于 15.75 亿元

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

二、选矿备件市场超百亿，橡胶耐磨备件渗透率提升大势所趋

2.1 选矿设备产业链地位重要，备件是核心环节

选矿设备优势显著，各环节分工明确。选矿是指对低品位的矿物原矿进行加工、提纯，主要目的是提高品位，去除杂质，以达到冶炼标准的高品位精矿。选矿的对象主要为有色金属矿和黑色金属矿。通过选矿，可以将原本混杂着各种杂质的原矿进行物理、化学处理，去除其中的废弃物和无用杂质，使得矿石含量更高，使得后续生产环节的能耗大幅降低，同时还可以提高产品的质量，满足市场需求。选矿可以优化资源配置，减少环境污染。在选矿过程中，可以充分利用各种现代化设备和科技手段，精确掌握原矿的特性和成分，制定出最佳的处理流程和方案。这样就可以实现对资源的最优化配置，避免资源的浪费，并且减少了矿山企业对周边自然环境的污染和危害。此外，选矿是一项高强度和高危的工作，很容易导致职工在劳动过程中出现各种伤害或者疾病，通过优化选矿流程和改善设备条件，可以更好地保护职工的身体安全和健康。

图表 9：选矿设备产业链

01矿石破碎	02筛分	03磁选	04浮选
			
颚式破碎机 圆锥破碎机 冲击式破碎机 通过不同的破碎方式和破碎力度，将原本较大的矿石颗粒分解成更小的颗粒，控制矿石颗粒的大小和形状，从而提高选矿效率和回收率。	振动筛 悬挂式筛 旋流器 通过不同类型的筛网和筛孔，将破碎后的矿石颗粒按照大小进行分级，根据实际生产需要进行筛分精度和产量的调节，从而满足不同工艺流程的需求。	磁选机 高梯度磁选机 湿式强磁选机 将含有磁性矿物的矿石与非磁性矿物进行分离，根据实际生产需要控制磁场强度、处理量和分选参数，从而满足不同的选矿工艺流程需求，并且具备操作简单、效率高。	浮选机 气浮选机 吸附浮选机 根据矿物表面性质差异，利用化学药剂和气泡将有价矿物与其他矿物进行分离适应不同种类、不同粒度、不同密度的矿石，选择性好、操作简单、处理量大等优点。

资料来源：重庆格斯特官网，机械设备资讯网，百度百科，百度文库，红星集团官网，国盛证券研究所整理

整个选矿流程一般包括：矿石破碎、筛分、磁选、浮选等多个阶段。在这些阶段中，涉及到的设备主要包括破碎机、球磨机、震动筛、螺旋分类器、磁选机、浮选机等。其中，破碎机是将原矿石进行初步破碎的设备，可分为颚式破碎机、圆锥破碎机、反击式破碎机等。球磨机则是对矿石进行细碎的设备，广泛应用于水泥制造、冶金等行业。震动筛用于对矿石进行筛分，将不同粒度的矿石进行分类，以便后续处理。螺旋分类器则是对矿浆进行分类的设备，其通过螺旋叶片的作用将矿浆沉积下来，实现粒度分级。磁选机则是利用磁性作用对矿石进行选择分离的设备，广泛应用于铁矿、钨矿、锰矿等领域。浮选机则是利用气泡将有用矿物浮起来分离出来的设备，广泛应用于铜、铅、锌等金属矿物的提取。过去十年，我国选矿设备制造行业得到快速发展。我国基础设施建设带来持续的矿石采选需求，同时，由于国内矿产资源经过不断开发利用，原矿品位日趋降低，矿石必须经过选矿加工才能利用，且冶炼对精矿质量的要求越来越严，要求综合回收的元素越来越多，促使选矿流程在整个矿石采选过程中发挥着越来越重要的作用，从而促进了选矿设备制造行业的发展。

图表 10: 公司产品所处设计选矿流程图

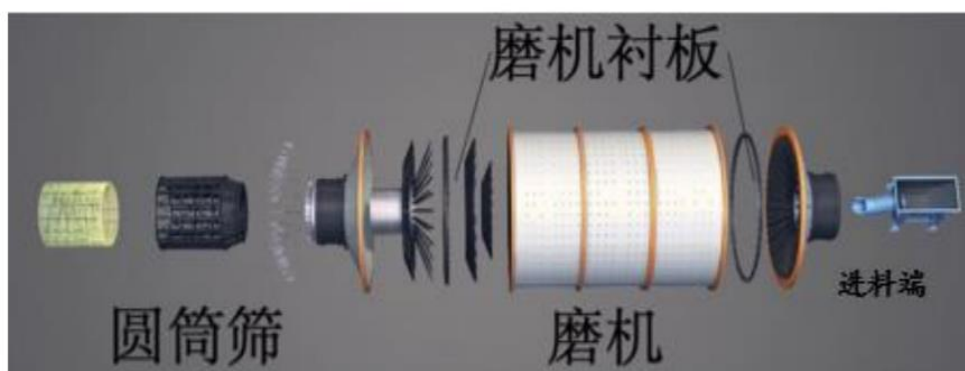


资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

选矿备件是重要一环，金属材料备件是行业主流。选矿厂的作业流程系统主要包括碎磨作业、矿浆输运分级作业和浮选作业，以磨碎作业系统为例，该作业系统涉及的装备主要由磨机、圆筒筛和振动筛等组成，备件上看，当前市场上磨机衬板以高铬锰钢材质为主，其存在，重量大，造成衬板更换难度大，更换所需时间长，更换过程中操作安全难以保障；运行过程中经常出现部分金属衬板碎裂，造成临时停机，影响设备连续运行；端板和筒体衬板的寿命难以匹配，在更换衬板时，不能保证下一个周期，造成材料浪费和运行成本浪费等问题。

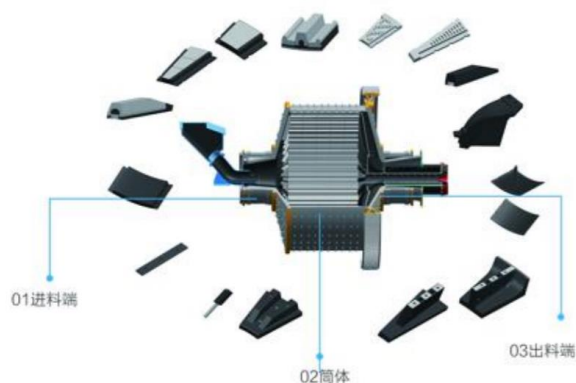
图表 11: 磨矿系统组成图

磨矿系统组成图



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 12: 磨机结构及配件分解图



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 13: 渣浆泵工作部备件结构图

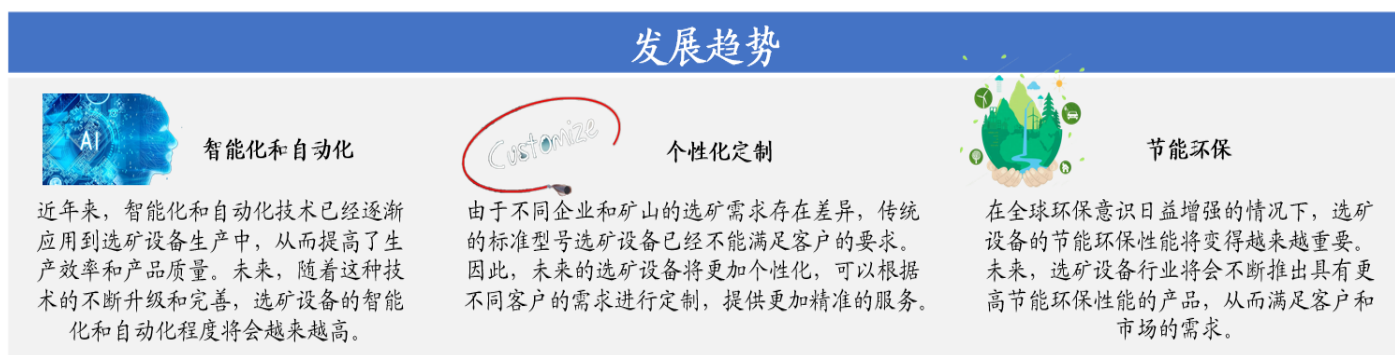


资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

2.2 橡胶耐磨备件优势显著，渗透率提升大势所趋

橡胶耐磨备件优势明显，行业渗透率提升刚刚发轫。节能减排、材料科学的发展均极大地促进了新材料在众多领域包括选矿备件领域的应用。矿业公司在行业处于周期性低谷期时，为生存，不得不缩减运营成本，追求现有设备的产能优化，在保证生产的同时，开始尝试高效、节能的新材料选矿备件，由此橡胶耐磨复合备件应运而生。从优点上看，橡胶耐磨复合备件具备以下几点：**1）其耐磨性好，使用寿命更长**，在耐磨性方面通常较传统金属材料提高 1.5-2 倍；**2）质量轻，节能优势显著**，材料密度低于传统金属材料，橡胶密度仅为金属密度的约 1/6，在作业过程中的电耗更低、节能减排的优势明显；**3）耐腐蚀性好，应用领域更广**。橡胶耐磨材料具有良好的耐腐蚀特性，并且可以根据各种矿石的矿物含量和化学成分调整材料配方，有针对性的增强选矿设备及其备件在特定工况环境下的耐腐蚀性能；**4）环保优势**。原料具有良好的可再生性和环境友好性。橡胶耐磨材料与金属材料相比阻尼更高、弹性更大，因此在发生大量冲击、碰撞的选矿环节，可以更大程度地降低噪声；**5）安装便利性优势**。在重量上显著轻于传统金属产品，在需要频繁更换易耗备件或过流件的选矿领域，带来了极大的便利。

图表 14: 选矿设备及备件的发展趋势



资料来源: 参考网, 大华重工官网, 国盛证券研究所整理

备件市场空间超百亿，橡胶耐磨复合备件市场前景广阔。我们以铜矿（公司最主要下游矿种客户）的国内及全球产量，以及其对应的备件使用量对整个选矿流程所需备件市场

空间进行测算，并做出相应假设：

1)江西铜业 2022 年自产铜精矿含铜 20.44 万吨，其中德兴铜矿累计产量为 15.6 万吨，根据公司 2018 年招股书江铜的采购金额推算，假设公司占江铜备件采购比重为 **25%**，并且保守预计该比重在未来几年保持稳定。

2) 假设 2021 年橡胶耐磨复合备件渗透率为 10%，并逐年提升。

3) 假设德兴铜矿每年产量整体保持稳定，及江铜每年采购备件价值量基本保持稳定。

整体看，全球铜矿对应的备件需求超百亿，除铜矿外，铁矿、金矿、锂矿等在选择环节中均对备件有着极大需求，远期看，全球选矿设备备件市场空间前景广阔，橡胶耐磨备件成长潜力十足。

图表 15: 选矿设备备件市场空间测算（仅铜矿）

橡胶耐磨复合备件渗透率	10%	30%	50%	80%
耐普占江铜备件采购比重	25%（对应金额约 3000 万元）			
江铜每年采购备件价值量	1.2 亿元			
德兴铜矿每年铜矿产量（万吨）	15.6（以 2022 年为基准）			
每万吨铜所需备件量（万元）	769.2			
全球每年铜矿产量（万吨）	2200（以 2022 年产量为基准）			
全球铜矿备件需求（亿元）	169			
全球铜矿橡胶备件空间（亿元）	16.9	50.7	84.5	135.2

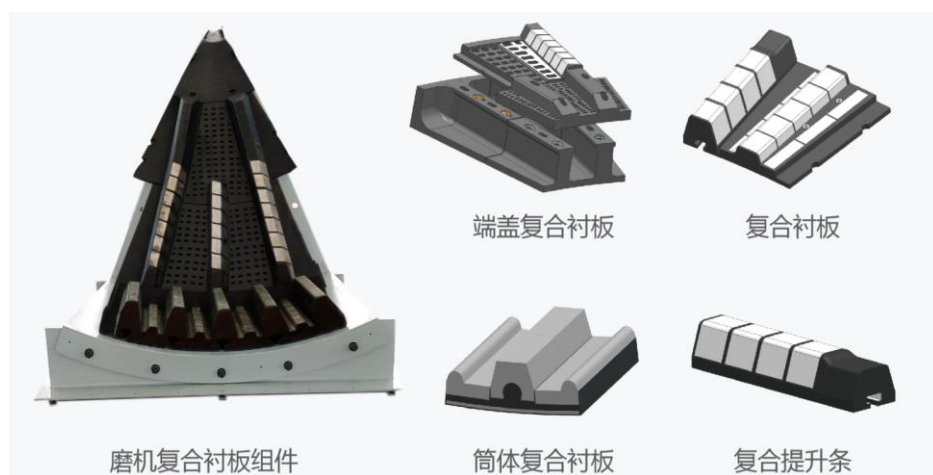
资料来源：公司招股说明书，江西铜业 2022 年年报，国盛证券研究所

三、选矿设备耐磨备件龙头，渗透率提升+品类拓展双轮驱动

3.1 橡胶备件替代金属备件是大势所趋，公司产品覆盖选矿设备全流程

橡胶耐磨备件耗材属性明显，替代金属备件是行业主流趋势。选矿流程设备运行的恶劣条件使得大型现代化矿山选矿厂日常运营中必须周期性的更换生产线中的设备备件以减少设备主机的损耗，因此选矿设备及备件损耗量大，备件更换频次高，备件更换需求持续。公司研发制造的高分子复合耐磨材料选矿备件在耐磨性、环保性等方面优于传统金属材料备件，市场渗透率逐步攀升。以公司最具代表性的产品为半自磨复合衬板为例，其包括进料端衬板、筒体衬板和出料端衬板三个部分，工况环境恶劣，公司自制橡胶衬板使得江西铜业德兴大山选矿厂Φ10.37*5.19m 半自磨设备备件更换周期从 3 个月提升至 5 个月，实现了与筒体衬板同步，提升了设备运转效率，同时产品重量较金属衬板轻 1/4 以上，有效降低能耗、提高处理量。

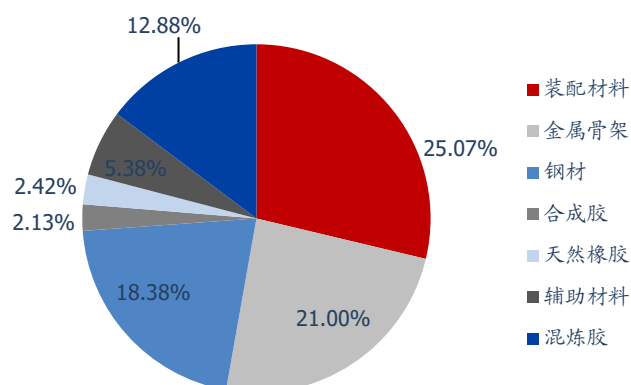
图表 16: 公司复合衬板产品展示



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

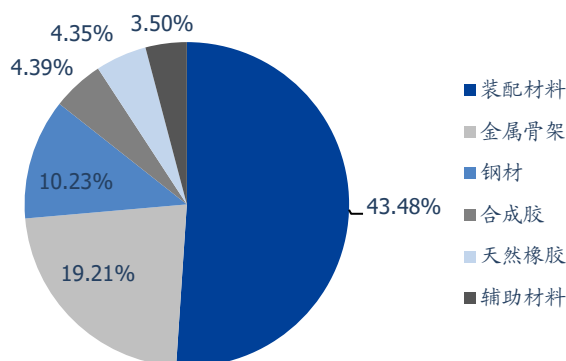
橡胶占原材料比重减少增强公司抗风险能力，表明备件制作技术不断提升。公司产品高分子橡胶耐磨备件由自制混炼胶半成品、和金属骨架置制作而成，其中自制混炼胶半成品由炼胶车间通过天然橡胶、合成胶（丁苯胶、顺丁胶等）、混炼胶以及炭黑等原材料炼制而成；金属骨架由机械制造车间使用法兰、提升条、筛板骨架、螺栓等各类金属铸造件制作而成。橡胶制品车间自主经过裁胶烘胶、填胶、硫化、修边等工序制作完成橡胶耐磨备件。从原材料构成看，2016 年至 2019 年 1-6 月，公司天然橡胶+合成胶+混炼胶占原材料比重基本保持在 20%以下，表明公司受大宗商品价格影响较小，抗风险能力增强，其中合成胶与天然胶占原材料成本由 8.74%降至 4.55%，表明公司的橡胶备件制造技术不断精进，原材料使用效率提高。

图表 17: 耐普矿机 2019 年上半年原材料构成



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 18: 耐普矿机 2016 年原材料构成



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

公司橡胶备件产品覆盖选矿全流程, 匹配多种选矿设备。公司在磨矿作业环节, 主要橡胶耐磨产品有磨机衬板、圆筒筛、橡胶筛网。磨机衬板装配于磨机内部直接承受研磨体和物料冲击和磨擦, 圆筒筛装配于磨机出料口, 用于磨机出料的筛分与选别, 橡胶筛网装配于圆筒筛及振动筛。矿浆输送分级作业环节, 主要产品有渣浆泵橡胶耐磨备件、旋流器橡胶内衬、橡胶软管和钢橡复合管, 浮选作业环节主要产品有浮选机橡胶转子、定子。目前行业大型的自磨机和半自磨机直径已达 12.2 米, 大型球磨机直径已达 8.5 米, 公司的磨机衬板产品覆盖这些规格, 在大直径磨机上, 公司拥有更多的竞争优势。公司为澳大利亚 CPM 矿山研发制造的出料端主要用于国际大规格 $\Phi 12.2 \times 11\text{m}$ 自磨机, 公司为 OT 生产 $\Phi 11.58 \times 7.01\text{m}$ 半自磨机圆筒筛, 该类大型圆筒筛在国内市场具有显著的竞争优势。

图表 19: 公司产品全景一览



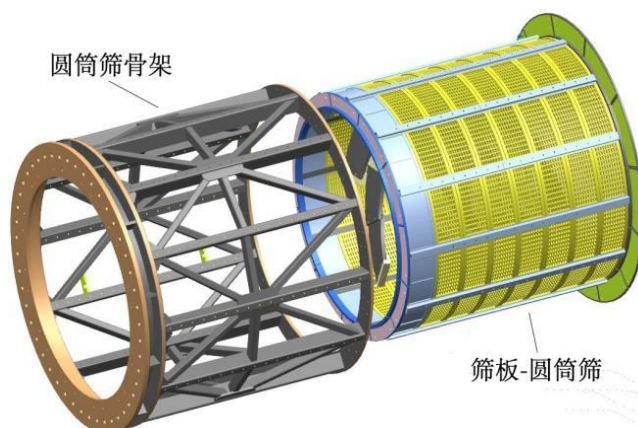
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 20: 公司 450NZJA 渣浆泵在江西铜业使用



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 21: 橡胶耐磨圆筒筛



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3.2 技术壁垒明显, 公司产品性能比肩国际水平

公司坚持大型化高端化战略道路, 创新能力稳居行业前沿。公司产品和技术应用于选矿环节, 具体应用于磨矿、矿浆输送及分级和浮选作业, 其自主研发制造的 450NZJA、550NZJA、650NZJA、750NZJA 规格的大型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。公司出口口径 450mm 以上规格的大型渣浆泵已广泛应用于 KSO 金矿公司、额尔登特矿业公司 (Erdenet)、阿拉马雷克、江西铜业、伊春鹿鸣、太钢集团岚县矿业有限公司等大型矿山项目, $\Phi 838-7$ 水力旋流器组打破了国际巨头垄断, 填补了国内大型水力旋流器组空白。此外, 公司还拥有 8000 吨平板硫化机和 $\Phi 4500 \times 17000\text{m}$ 硫化罐, 公司对大型选矿设备橡胶耐磨备件的制造能力和制造工艺均处于国内前沿。

图表 22: 耐普矿机产品研发历程

时间	突破
2009	耐普品牌象征的重型橡胶渣浆泵整机、橡胶过流件、旋流器过流件, 浮选机转子定子相应而生
2010	研发生产出匹配中信重工磨机的橡胶衬板。
2012	研发出结合橡胶材料和耐磨合金、陶瓷等材料各自性能优势的复合材料耐磨衬板
2013	研发生产出橡胶耐磨软管
2014	NP16 号新型耐磨橡胶研发成功
2015	突破大型圆筒筛设计制造难题
2016	额尔登特扩产项目调试、投产, 成套能力和整体服务能力得到提高
2017	新结构振动筛筛板及自动成型设备
2018	自磨机弧形出料端衬板诞生, 新型橡胶耐磨软管

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

公司技术壁垒明显, 产品性能获得一众客户认可。公司的产品在主要技术指标方面可以达到大型跨国企业集团所代表的国际先进水平, 包括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 Compnaia 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: 650NZ1A 出口厄瓜多尔米拉多



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 耐普矿机水力旋流机



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 国内外客户加速拓展, 铜-铁-锂等多矿种扩张打开成长空间

头部客户合作关系稳定, 促进公司业绩稳健增长。2018 年以来, 公司先后与中信重工、江铜集团等优质大客户签订了战略合作协议, 同时, 已与铜陵有色、紫金矿业、北矿院、KAZMineralsLLC、OyuTolgoiLLC、美伊电钢等国内外知名矿业公司或矿业设备制造商建立了稳定的合作关系。2022 年公司前五大客户合计销售金额 5.12 亿元, 合计销售金额占年度销售总额 68.42%。公司客户主要分为三类: 一类是直接矿业客户, 如紫金矿业、江西铜业、额尔登特矿业等矿业企业; 第二类是整机厂商, 如中信重工、北矿院等, 其购买公司的橡胶耐磨备件作为配套产品销售给客户; 第三类是直接竞争对手, 比如美伊电钢, 其不生产橡胶耐磨备件。长期看, 销售给海外直接矿业客户的产品具备更大的成长空间, 是公司重点开发的客户方向。

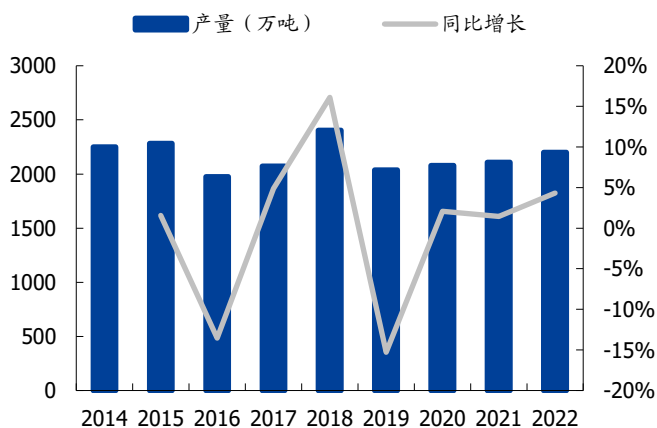
图表 25: 耐普矿机客户简介

名称	公司简介
江铜集团	中国有色金属行业集铜采、选、冶、加于一体、现代化程度最高的国有特大型企业, 中国第二大的铜工业生产基地和重要的黄金、白银及硫化工原料产地, 也是江西省最大的企业。
铜陵有色	一家集铜金属采选, 冶炼, 加工, 贸易为一体的上市公司, 是新中国最早建立起来的铜工业基地, 是目前国内产业链最为完整的综合性铜业生产企业之一, 主要从事铜矿勘探、采选、冶炼和深加工等业务。
中信重工	中信重工已成为国家创新型企业和高新技术企业, 具有全球竞争力的矿业装备和水泥装备制造、服务商, 中国重型机械制造骨干企业之一, 中国低速重载齿轮加工基地, 中国大型铸锻和热处理中心。被誉为“中国工业的脊梁, 重大装备的摇篮”。
紫金矿业	一家以金、铜、锌等金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团, 是中国最大的上市黄金企业、第一大矿产锌生产商、第三大矿产铜生产商, 是中国矿业行业效应最好、控制金属矿产资源最多、最具竞争力的大型矿业公司之一。
KAZ Minerals PLC	集团是主要资产位于哈萨克斯坦的大型自然资源集团, 是从从事采矿、加工、冶炼、精炼及销售铜与铜产品(包括阴极铜及铜杆)的全面综合铜生产商。根据 GFMS 的资料, 集团是哈萨克斯坦最大铜矿公司(哈萨克斯坦为独联体第二大铜矿生产国, 仅次于俄罗斯)及世界第十一大铜矿公司。根据世界白银协会的资料, 集团是全球第十一大银生产商。
Oyu Tolgoi LLC	奥尤陶勒盖有限公司是一家外资矿业公司, 其拥有蒙古南部奥尤陶勒盖地区的铜金矿项目的采矿权, 奥尤陶勒盖项目是目前世界上最大的铜矿之一。奥尤陶勒盖有限公司北京代表机构为其驻华机构, 主要为母公司提供在华有关矿业技术、矿山工程管理、矿山设施建设、服务与货物采购营销等方面的联络工作。

资料来源: 公司招股说明书, 前瞻网, 紫金矿业公司官网, 中信重工公司官网, 百度百科, 国盛证券研究所

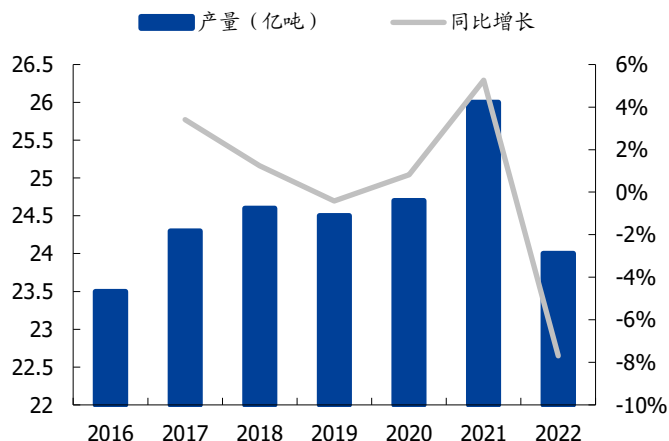
选矿设备应用矿种拓展，带动客户加速发展。目前公司产品应用逐步从铜矿像铁矿、锂矿，带动选矿设备及备件销量上升。从矿产资源上看，铜矿、铁矿、锂矿产量基数巨大，呈现稳定增长的态势，美国地质勘探局最新数据显示，2022 年，全球铜矿产量达到 2200 万吨，全球铁矿产量达到了 24 亿吨。公司在 2022 年年报中表示将继续有效维护铜矿、铁矿行业现有大客户的合作关系，同时继续推进公司产品在锂矿业的应用，开发锂矿业的客户，不断推广公司产品在有色金属矿山的应用，创造新的收入增长点。

图表 26: 2014-2021 年全球铜产量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2016-2022 年全球铁矿产量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 公司产品在铁矿应用



橡胶软管应用于客户西澳铁矿



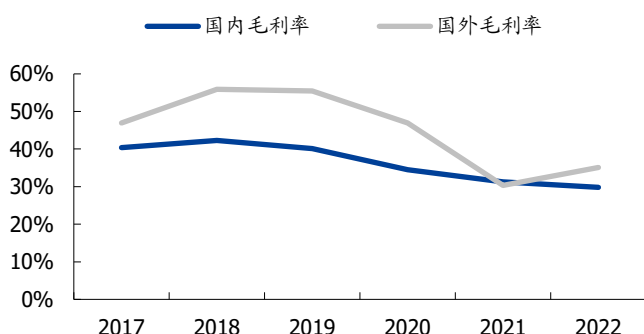
钢橡胶复合管应用于客户西澳铁矿

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3.4 公司加速海外市场拓展，一带一路背景下 EPC 业务带来更大业绩弹性

海外矿产资源丰富，公司持续开拓国际市场。公司 2022 年海外收入占比 56.24%，国内收入占比 43.76%，从毛利率角度看，海外业务毛利率 35.11%，明显高于国内收入毛利率。针对海外市场，公司通过业务不断开拓，由成立初期利用中资矿业公司和国内大型矿山设备制造商将产品带到国际市场，提高公司产品的知名度，发展到目前公司产品直接销售到蒙古国、澳大利亚、哈萨克斯坦、俄罗斯、秘鲁、老挝、刚果金和赞比亚等矿产资源丰富的国家。为打造覆盖全球的生产营销网络，建设全球连锁工厂，公司将打造以江西上饶为中心，以蒙古国、赞比亚、智利为依托，建设覆盖国内、中亚、非洲、美洲的生产基地。目前，江西上饶新园区已建设完成并投入使用，蒙古国工厂在 2019 年已投入使用，赞比亚工厂正有序建设，预计今年可以建设完成，智利工厂已购买土地，目前正进行建设前的前置审批手续，后期将陆续开工建设。同时，公司已在一带一路多个国家设立了控股子公司，并拟在俄罗斯和塞尔维亚新设子公司，打造覆盖全球的营销网络，进行全球化经营。

图表 29: 耐普矿机 2017-2022 年国内外收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 耐普矿机在全球网点



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

业绩弹性显著增强，EPC 项目助力公司海外业务放量。公司 EPC 项目持续受益于“一带一路”政策的推进，整体看，“一带一路”沿线国家拥有丰富的矿产资源，是世界矿物原材料的主要供给基地，但是普遍存在勘探开发开采能力相对较弱的问题，这给我国的采选矿设备及配套件制造企业提供广阔的空间和机遇，同时，国内中资矿山企业在海外矿产资源获取和开发上不断“开疆拓土”，也带动了公司相关产品需求的放量，如紫金矿业的卡莫阿铜矿、铜陵有色的米拉多铜矿等。2019 年 12 月，公司与蒙古国额尔登特矿业公司签订了工程建造合同，公司承接额尔登特“年产量 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，该项目于 2022 年 8 月顺利完工并投产，随着额尔登特 EPC 项目顺利完工并投产，公司在 EPC 项目上已积累了较丰富的经验，同时基于公司对选矿流程的熟悉及客户数据的积累，EPC 项目将作为公司未来重点的开发方向，带动公司海外业务加速突破。

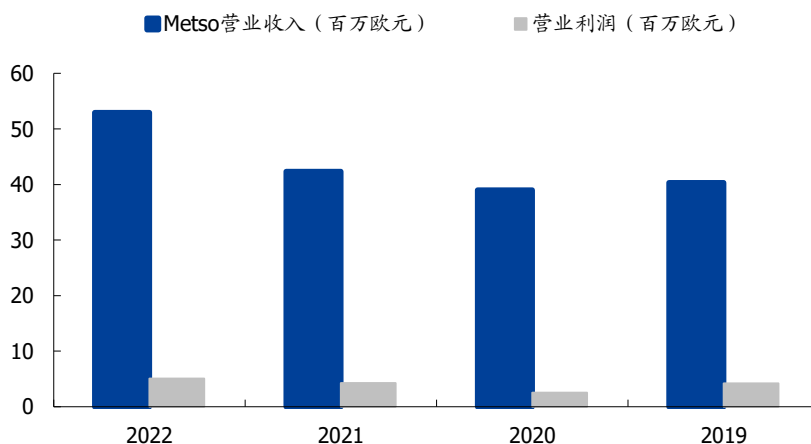
图表 31: 耐普矿机 EPC 项目合同签订

合同签订时间	合同内容	总价款
2023 年 1 月 30 日	江西耐普矿机与蒙古国额尔登特矿业公司签订了工程建造合同, 公司承接额尔登特矿业公司“选矿厂自磨厂房 200 万吨/年扩建工程”相关的供货、工程服务等工作。	超 3000 万美元
2019 年 12 月 24 日	江西耐普矿机与蒙古国额尔登特矿业公司签订了工程建造合同, 公司承接额尔登特矿业公司“年产量 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。	1.26 亿美元
2011 年	江西耐普矿机与中信重工合作承接蒙古国额尔登特矿业公司“年产量 600 万吨自磨厂房 3 号生产线建造和投产”相关的供货、工程服务等工作。	

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

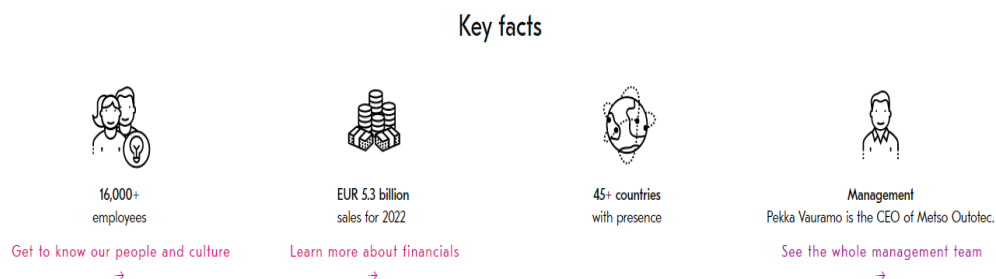
设备带动备件放量, 对标国外巨头, 公司成长路径明确。公司设备销量带动备件稳步上升, 2022 年公司矿用橡胶耐磨备件销售 10847.89 吨, 环比增长 56.71%, 公司橡胶耐磨备件在国内产品种类多, 技术领先, 与国内中信重工、江西铜业等深度绑定, 橡胶备件基本盘稳定。从全球行业竞争对手看, 以 Metso 为代表的国外选矿设备和备件厂商占据主导地位, 其中, Metso 是一家在矿物加工、金属加工与回收领域拥有专业技术的独特的新公司, 总部位于芬兰, 在赫尔辛基纳斯达克上市, Metso 具备产品类别齐全、技术工艺先进、能够提供全流程服务等优势, 具有较强的竞争力。长期看, 公司有望对标国外巨头 Metso, 成长路径明确。

图表 32: Metso 公司业绩情况介绍



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: Metso 公司简介



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

考虑到公司业务主要聚焦于选矿设备及备件的生产以及相关 EPC 承接，所以对几块主要业务分别做出假设：**1）矿用橡胶耐磨备件**，公司耐磨备件在国内竞争优势明显，随着橡胶耐磨备件渗透率的进一步提升以及公司品类的进一步拓展，我们预计橡胶备件产品收入有望加速放量，预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 48%/37%/31%，随着国外客户占比提升，产品毛利率有望稳中有进，预计未来三年保持在 38%以上；**2）选矿设备**，公司选矿设备产品布局齐全，随着国产化进程加速以及公司自身产品竞争力的提升，我们预计 2023-2025 年选矿设备收入增速分别为 83%/48%/32%，毛利率方面，稳定在 29%左右；**3）矿用管道**，矿用管道作为公司选矿设备和耐磨备件的补充产品预计将随着其他两项业务的放量稳定增长，预计 2023-2025 年收入增速分别为 33%/29%/11%，毛利率整体保持在 26%左右；**4）矿用金属备件**，公司具备金属备件的生产能力，考虑到耐磨备件是公司主要核心产品，且该项业务体量较小，预计公司 2023-2025 年收入保持稳健增长，增速达到 14%/19%/13%，毛利率整体稳定在 30%以上；**5）选矿系统方案及服务**，公司 EPC 业务主要来源于海外，随着公司国际业务的持续开展和国内“一带一路”建设的加速推进，公司该项业务有望在未来带来持续稳定的现金流，预计 2023-2025 年收入增速为 41%/30%/13%。

费用率方面，我们主要考虑到三个因素：1）员工持股计划新增股份支付费用；2）发行可转债带来的每年利息支付；3）新园区投产后带来的固定资产折旧增加。预计随着公司营业收入的稳步增长，期间剔除以上三个因素影响下的费用支出将随着收入增长而稳步提升，同时，随着公司降本增效措施和管理制度的进一步优化，期间费用增长率将慢于营收增速，因此，在考虑员工持股计划、可转债利息支付以及固定资产折旧影响下，我们预计 2023-2025 年，公司销售费用率为 6.5%/6.3%/5.9%，管理费用率为 11.0%/10.0%/8.0%，研发费用率为 3.5%/3.5%/3.5%。

预计 2023-2025 年公司归母净利润为 0.86/1.45/2.30 亿元。

图表 34: 公司主营业务收入拆分 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7.49	10.96	14.90	18.76
Yoy	-28.97%	46.43%	35.95%	25.91%
毛利率	32.79%	32.79%	33.24%	34.07%
矿用橡胶耐磨备件	4.32	6.41	8.81	11.51
Yoy	60.77%	48.38%	37.44%	30.65%
毛利率	37.92%	38.01%	38.48%	39.16%
选矿设备	0.71	1.30	1.93	2.55
Yoy	-7.90%	83.10%	48.46%	32.12%
毛利率	29.72%	29.76%	29.74%	29.75%
矿用管道	0.21	0.28	0.36	0.40
Yoy	11.87%	33.33%	28.57%	11.11%
毛利率	26.19%	26.38%	26.42%	26.49%
矿用金属备件	0.59	0.67	0.80	0.90
Yoy	7.80%	13.56%	19.40%	12.50%
毛利率	30.51%	30.54%	30.55%	30.55%
选矿系统方案及服务	1.63	2.30	3.00	3.40
Yoy	-74.02%	41.10%	30.43%	13.33%
销售费用率	6.63%	6.50%	6.30%	5.90%
管理费用率	11.49%	11.00%	10.00%	8.00%
研发费用率	3.77%	3.50%	3.50%	3.50%
归母净利润	1.34	0.86	1.45	2.30

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

考虑到公司作为国内橡胶耐磨备件头部企业以及公司耐磨备件产品的耗材属性,我们选取国内同样具备耗材属性的机床刀具龙头公司欧科亿和华锐精密作为可比公司,同时考虑到公司 EPC 项目未来具备较强可持续性,并与主营业务相互配合,我们选取国内矿山工程建设和运营的优质企业金诚信作为可比公司。

考虑到公司短期由于员工持股计划、可转债利息支付以及新园区投产后带来的固定资产折旧增加对费用率造成较大影响,进而对公司净利润情况造成较大干扰,从而使得其与可比公司相比存在估值上的波动。因此,我们参考将员工持股计划的股份支付费用剔除后的归母净利润,以其进行可比公司估值比较。

整体看,可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 23.9/14.9/13.5x,公司 2023-2025 年 PE 为 28.1/16.6/10.5x,剔除股份支付的 PE 为 21.8/15.8/10.5x,考虑到公司的产品技术水平和全球化布局战略,未来随着费用端扰动因素的消退,我们长期看好公司业绩保持高速增长,公司橡胶耐磨复合备件处于国内领先地位,耗材属性明显,理应充分享受行业龙头估值溢价,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 35: 可比公司估值对比 (总市值取 2023/4/24 收盘价, 可比标的盈利预测取 Wind 预测值)

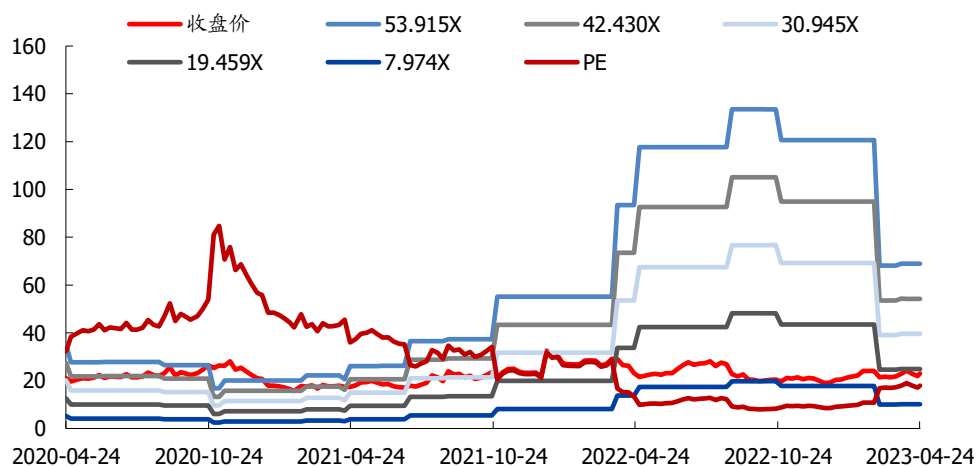
公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
华锐精密	60	2.40	3.32	4.28	25.1	18.2	14.1
欧科亿	67	3.32	4.24	5.27	20.2	15.9	12.8
金诚信	197	9.57	18.49	-	20.6	10.7	-
平均	-	-	-	-	23.9	14.9	13.5
耐普矿机	24	0.86	1.45	2.30	28.1	16.6	10.5
耐普矿机(剔除股份支付费用)	24	1.10	1.52	2.30	21.8	15.8	10.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 2022 年股份支付费用 783 万, 2023 年 Q1 支付 594 万, 预计 2023 年全年 2400 万, 2024 年预计支付剩余费用约 700 万

从长期估值水平看, 公司估值水平远低于历史平均估值水平。

图表 36: 耐普矿机估值处于底部区间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

橡胶耐磨备件渗透率提升不及预期风险：公司核心产品为橡胶耐磨复合备件，若橡胶耐磨备件对传统金属备件替代不及预期，将对公司收入和利润产生不利影响。

海外客户开拓不及预期风险：公司核心战略和未来发展方向在海外市场，海外市场矿产资源也较国内更为丰富，毛利率更高，若公司海外客户开拓不及预期，可能会对公司未来发展和经营造成不利影响。

行业竞争格局恶化风险：公司主要竞争对手为海外矿山设备及备件巨头，随着公司未来发展壮大，若行业竞争格局逐步恶化，价格竞争愈发激烈，将对公司经营造成不利影响。

行业空间测算风险：公司所处细分行业市场空间测算是基于多个假设进行的推算，若核心假设变量出现变化，可能造成行业空间测算不准确的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com