

泰嘉股份（002843）/  
 机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2021年7月16日

**评级：增持（首次）**

市场价格：7.87

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

研究助理：谢校辉

Email: xiexh@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	398	403	491	600	736
增长率 yoy%	12.74%	1.27%	21.78%	22.16%	22.64%
净利润（百万元）	62	42	68	91	116
增长率 yoy%	10.81%	-32.70%	63.81%	33.67%	27.75%
每股收益（元）	0.29	0.20	0.32	0.43	0.55
每股现金流量	0.14	0.40	0.53	0.57	0.61
净资产收益率	10.49%	8.57%	7.18%	9.12%	11.16%
P/E	26.77	39.77	24.28	18.16	14.22
PEG	2.48	-1.22	0.38	0.54	0.51
P/B	2.81	3.41	1.74	1.66	1.59

备注：股价取自 2021 年 7 月 16 日

**报告摘要**
**■ 专注锯切业务，公司已成为国内双金属带锯条市场龙头。**

①**公司定位：国内双金属带锯条市场龙头，产品覆盖率高。**公司成立于 2003 年，专注锯切业务多年，主营产品为双金属带锯条，目前是行业内领先的双金属带锯条供应商，目前已覆盖全产品线，产品包括高速钢双金属带锯条及硬质合金带锯条，宽带范围覆盖 13-80mm。公司目前已在全球 40 个国家或地区建立销售服务网络，并在国内 7 个城市建立营销服务中心，与超过 300 家特约经销商建立合作。此外，公司于 2020 年开始布局精密电子制造业务、消费电子产品。

②**经营状况：公司专注行业多年，业绩有望提升。**公司近几年营业收入及净利润呈稳步上升趋势，虽然 2020 年受疫情影响导致净利润有所下滑，但公司通过积极调整确保国内业务稳定，减少公司损失。未来公司在保持锯切业务稳健发展的同时，还将开拓精密制造消费电子产品业务，业绩有望进一步提升。

③**股权结构：股权结构利于公司发展，员工激励充分。**公司实际控制人为方鸿先生，截至 2021 年 6 月间接持有公司 28.60% 的股权，同时中联重科为公司第二大股东，行业龙头赋能助力公司长远稳定发展。公司通过实施股权激励及员工持股计划，进一步提高公司凝聚力及竞争力，促进公司长期持续发展。

**■ 行业层面：下游应用广泛+进口替代趋势，行业龙头充分受益。**

①**双金属带锯条：金属切割加工的“工匠之手”。**双金属带锯条包括高速钢双金属带锯条和硬质合金带锯条，是金属切割加工必备的高效刀具，凭借其硬度高、切割效果好等特点，目前已成为带锯床配置的主要锯条，广泛应用于汽车制造、大型锻造、航空航天、钢铁冶金、核电等制造领域。根据中国海关数据，我国带锯条出口金额由 2017 年 11165.96 万元上升至 2020 年 19175.37 万元，CAGR 达 20%，下游需求增长正在快速拉动带锯条销售金额上升。

②**高速钢双金属带锯条及硬质合金带锯条已成为主流产品。**高速钢双金属带锯条以高速钢为齿材、冷轧合金钢带为背材，在高速切削产生高热情况下仍能保持高的硬度，具有良好的红硬性。硬质合金带锯条以硬质合金为齿材、冷轧合金钢带为背材，具有硬度高、耐磨性好、效率高、精度高、寿命长等特点。

③**行业景气度上升，进口替代趋势明显。**近年来，我国军工制造、轨道交通、航空航天、有色金属、核电等高端装备制造对硬质合金带锯条的需求日益增加，拉动了双金属带锯条行业的发展。国产品牌经历了从无到有，从弱到强的蜕变过程。凭借优质的产品、更有竞争力的价格以及服务，逐步实现进口替代，由 1985 年完全依靠进口发展到 2015 年国产品牌占有率达到 70%。

**■ 竞争力分析：全产品线覆盖+完善市场布局及服务+新业务拓展**

①**产品线覆盖高中低端产品，持续推出新产品。**公司于 2003 年起步于双金属复合钢带业务，并于 2006 年进入双金属带锯条行业，目前产品线已覆盖 13mm 超窄带至 80mm 宽带范围内的全部规格产品。公司高度重视研发并于 2020 年 11 月推出四款新产品，分别为 SHD 涂层系列、TTCUT 系列、HVCUT 系列、INC TECH 系列创新产品。

②**完善的市场布局及技术服务体系。**公司以公司总部、区域服务中心、经销商体系为核心，解决用户在售前、售中、售后过程中面临的锯切难题。目前公司已在全球 40 个

**基本状况**

总股本(百万股)	210.00
流通股本(百万股)	210.00
市价(元)	7.87
市值(百万元)	1652.67
流通市值(百万元)	1652.67

**股价与行业-市场走势对比**


国家或地区建立销售服务网站，并在 7 个城市建立营销服务中心，与超过 300 家特约经销商建立合作。

③**拓展公司业务范围，推动公司业绩增长。**未来公司将在保持锯切业务稳定增长的基础上，培育精密制造消费电子业务，推动公司业绩增长。

- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司是国内双金属带锯条龙头企业，未来伴随制造业“十年更新周期”带来景气度提升，进口替代加速，公司业绩有望进一步增长。预计 2021-2023 年公司 2021-2023 年营收分别为 4.91 亿元、6.00 亿元、7.36 亿元，同比+21.78%、+22.16%、+22.64%；净利润分别为 0.68 亿元、0.91 亿元、1.16 亿元，同比+63.81%、+33.67%、+27.75%，对应 PE 分别 24、18、14 倍。同时公司未来将保持在双金属带锯条行业领先地位的基础上，进一步开拓消费电子行业，下游应用市场将继续延伸。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济引发行业波动风险、下游应用市场波动的风险、公司产品研发不及预期的风险、疫情反复对公司业务影响超预期风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 投资主题

### 报告亮点

**双金属带锯条国产替代背景下，看好泰嘉股份成长性。**公司层面，作为国内领先的双金属带锯条供应商，经过多年积累公司目前已覆盖了全产品线，目前已建立了完善的市场布局及技术服务体系，在全球 40 个国家或地区建立销售服务网站，并在 7 个城市建立营销服务中心，与超过 300 家特约经销商建立合作。行业层面，国内双金属带锯条厂商经历了从无到有，从小到大，从弱到强的阶段，未来伴随制造业“十年更新周期”带来景气度提升，进口替代加速，公司业绩有望进一步提升。我们认为，相较于可比公司，公司估值相对低估。

### 投资逻辑

**双金属带锯条龙头供应商，未来成长空间广阔。**公司双金属带锯条产品已覆盖全宽带范围，主要可分为高速钢双金属带锯条及硬质合金带锯条两种类型。①双金属带锯条下游应用广阔，出口金额呈上升趋势。我国带锯条出口金额由 2017 年 11165.96 万元上升至 2020 年 19175.37 万元，CAGR 达 20%。②制造业景气度上升拉动双金属带锯条市场需求。近年来，我国汽车制造、军工制造、轨道交通等高端装备制造业持续发展，对硬质合金带锯条的需求日益增加，拉动了双金属带锯条行业的发展。③国产替代趋势明显，1985 年以前国内双金属带锯条全部依靠进口，经过多年发展，2015 年本土品牌产品市场占有率已达到 70%。

### 关键假设、估值与盈利预测

**(1) 双金属带锯条相关业务：**公司作为国内双金属带锯条龙头供应商，未来伴随下游应用延伸及进口替代趋势，假设公司双金属带锯条业务保持稳定增长趋势。

**(2) 双金属复合钢带：**公司国内外业务已全面恢复，双金属复合钢带需求旺盛，预计双金属复合钢带收入将保持稳定高速增长。

**(3) 消费电子：**公司围绕先进制造主线基础上，拟开拓精密消费电子相关业务，假设相关业务保持稳步增长。

根据上述假设，我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 4.91 亿元、6.00 亿元、7.36 亿元，分别同比+21.78%、+22.16%、+22.64%；净利润分别为 0.68 亿元、0.91 亿元、1.16 亿元，分别同比+63.81%、+33.67%、+27.75%。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 内容目录

<b>1、专注锯切业务，公司已成为国内双金属带锯条龙头供应商</b> .....	<b>6</b>
1.1 公司定位：国内双金属带锯条市场龙头供应商，产品覆盖率高 .....	6
1.2 经营状况：专注行业多年，业绩有望提升 .....	7
1.3 股权结构：股权结构利于公司发展，员工激励充分 .....	9
<b>2、行业层面：下游应用广泛+进口替代趋势，行业龙头充分受益</b> .....	<b>10</b>
2.1 双金属带锯条：金属切割加工的“工匠之手” .....	10
2.2 主流产品：高速钢双金属带锯条及硬质合金带锯条 .....	11
2.3 行业景气度上行，进口替代趋势明显 .....	13
<b>3、竞争力分析：全产品线覆盖+完善市场布局及服务+新业务拓展</b> .....	<b>15</b>
3.1 专注行业多年，全产品线覆盖 .....	15
3.2 完善的市场布局及技术服务体系 .....	15
3.3 进入消费电子行业，拓展公司业务范围 .....	16
<b>4、首次覆盖，给予“增持”评级</b> .....	<b>17</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 2020 年公司主营业务占比图.....	7
图表 3: 公司主要产品介绍.....	7
图表 4: 公司营收及净利润情况.....	8
图表 5: 公司毛利率及净利率变化趋势.....	8
图表 6: 公司期间费用占营业收入比重变化趋势.....	8
图表 7: 公司研发费用及占营业收入比重情况.....	9
图表 8: 公司经营活动现金流净额持续为正.....	9
图表 9: 公司股权结构图.....	10
图表 10: 2017-2020 年中国带锯条进出口金额.....	10
图表 11: 双金属带锯条与单金属带锯条区别.....	11
图表 12: 高速钢双金属带锯条生产工艺流程.....	11
图表 13: 高速钢双金属带锯条-TANCUT 系列.....	11
图表 14: 硬质合金带锯条生产工艺流程.....	12
图表 15: 硬质合金带锯条.....	12
图表 16: 双金属带锯条处于产业链中游.....	12
图表 17: 双金属带锯条下游行业工业增加值 (%).....	13
图表 18: 国外主要厂商.....	13
图表 19: 国内主要厂商.....	14
图表 20: 国产品牌市占率情况.....	14
图表 21: 带锯条进口单价及出口单价对比.....	14
图表 22: 公司带锯条产品尺寸覆盖范围.....	15
图表 23: 公司新产品主要情况.....	15
图表 24: 公司三级技术服务体系.....	16
图表 25: 主要客户情况.....	16
图表 26: 公司营销网络情况.....	16
图表 27: 公司消费电子产品-电源.....	16
图表 28: 公司消费电子产品-数据线.....	16
图表 29: 公司业绩分拆.....	17
图表 30: 可比公司估值情况.....	17
图表 31: 泰嘉股份盈利预测模型.....	19

## 1、专注锯切业务，公司已成为国内双金属带锯条龙头供应商

### 1.1 公司定位：国内双金属带锯条市场龙头供应商，产品覆盖率高

- 公司专注于锯切业务，主营产品为双金属带锯条。**公司成立于 2003 年，致力于金属锯切工具的研发、生产、销售和金属锯切技术服务，是行业内领先的双金属带锯条供应商。2006 年双金属带锯条生产线正式投产，产业链得到延伸；2010 年完成年产 800 万米双金属带锯条项目；2013 年，双金属带锯条产能突破 1300 万米；2017 年在深交所中小板上市，公司坚持国际化发展战略，在全球打造了协同并进的发展布局。据公司官网数据，公司目前已在全球 40 个国家或地区建立销售服务网络，并在国内 7 个城市建立营销服务中心，与超过 300 家特约经销商建立合作。此外，公司于 2020 年开始布局精密电子制造业务、消费电子产品。

**图表 1：公司发展历程**

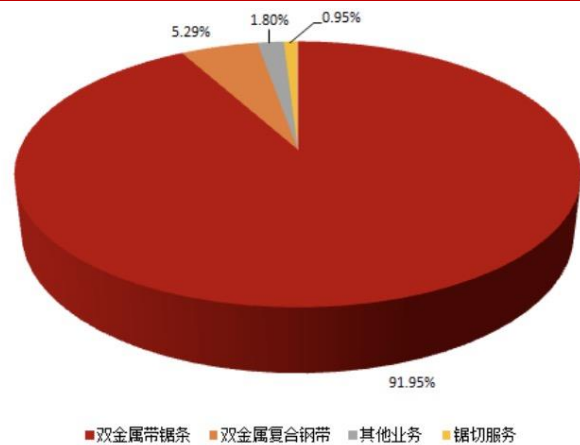


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司带锯条已覆盖全产品线。**公司产品包括高速钢双金属带锯条及硬质合金带锯条、圆锯片等，其中带锯条宽带范围为 13-80mm，基本覆盖带锯条高端、中端、经济型产品。公司目前主要产品双金属带锯条分为高速钢双金属带锯条和硬质合金带锯条两大类，4 大品牌，8 种规格，11 大系列，248 种齿形。此外，公司其他产品及服务包括双金属复合钢带及锯切服务等。



图表 2: 2020 年公司主营业务占比图



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司产品下游应用情况。**双金属带锯条是金属切割加工必备的高效刀具，被喻为“工匠之手”，主要用于切割各种钢材和有色金属，具有切割精度高、表面质量好、切割效率高等特点，广泛应用于机械制造、汽车零部件、钢铁冶金、金属加工、船舶、模具加工、轨道交通、大型锻造、航空航天、核电等制造领域。双金属带锯条是带锯床的易耗品，其最终用户既包括大型设备制造厂，也涵盖了诸多中小机械加工企业，呈现出集中度低、区域分散的特点。硬质合金带锯条锯齿硬度和切削效率更高，主要用于切割超硬合金，如航空航天领域使用的高温合金和钛合金，以及核电设备中所需的双相不锈钢。2009 年后，国内成功开发了首条硬质合金带锯条生产线，实现了国产硬质合金带锯条零的突破。

图表 3: 公司主要产品介绍

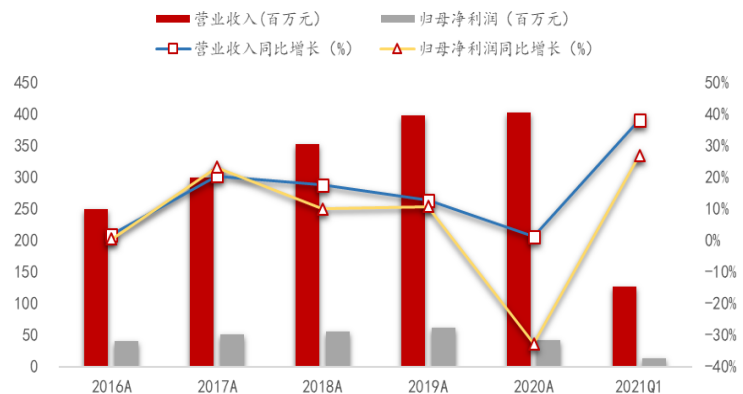
	产品	产品样图	应用领域
泰嘉股份	高速钢双金属带锯条		高速钢双金属带锯条选用高速钢为齿部材料，冷轧合金钢带为背部材料，应用于机械加工、汽车零部件、钢铁冶金、模具加工、军工制造、轨道交通、大型锻造等行业。
	硬质合金带锯条		硬质合金带锯条以硬质合金为齿材，冷轧合金钢带为背材。制作工艺、切割效率更高，主要应用于航天航空、有色金属、核电等行业。
	圆锯片		刀头采用金属陶瓷等，高精度研磨设备加工，保证了锯片的精度。主要应用于尺寸较小、较规则的实心棒料的切割。

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

### 1.2 经营状况: 专注行业多年, 业绩有望提升

- **专注双金属带锯条业务多年，公司业绩呈稳定增长趋势。**根据公司 2021 年一季报显示，公司 2021 年一季度实现营业收入 1.28 亿元，同比增长 38.14%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比增长 26.92%。根据公司 2020 年年报，公司 2020 年实现营业收入 4.03 亿元，同比上升 1.27%；实现归母净利润为 0.42 亿元，同比降低 32.70%。2020 年业绩下滑较大原因主要系受疫情影响严重，公司通过积极调整确保国内业务稳定，但国外业务因出口占比较大的欧美地区新冠疫情较为严重，导致销售业绩下滑。公司未来将持续锯切业务模式创新和产品创新，促进第一主业稳健发展；同时开拓精密制造消费电子业务，业绩有望得到进一步提升。

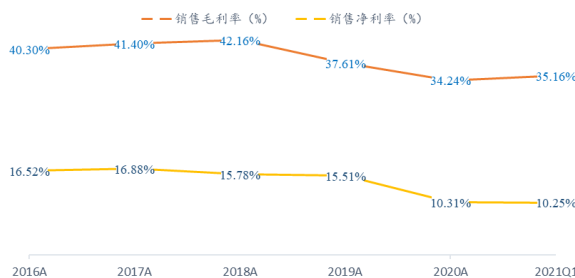
**图表 4：公司营收及净利润情况**



来源：公司公告，中泰证券研究所

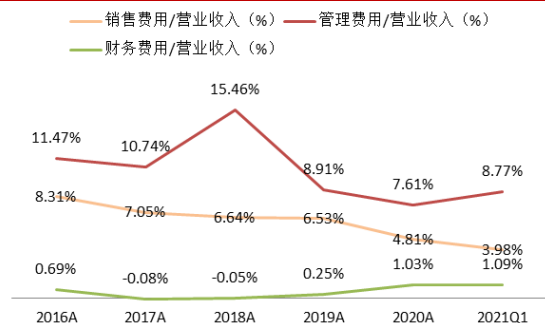
- **盈利能力保持良好，期间费用率略有波动。**2020 年以前，公司各细分产品销售收入稳步上涨，且整体毛利率维持在 34-42%左右水平，净利率水平亦保持在稳定水平。受疫情原因影响，2020 年销售业绩下滑，国外业务收入同比下降 19.67%，同年毛利率较上年下降 3.37%。2016-2021 年第一季度公司期间费用有所波动，分别为 20.47%、20.9%、25.37%、19.26%、17.07%、17.45%。

**图表 5：公司毛利率及净利率变化趋势**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 6：公司期间费用占营业收入比重变化趋势**



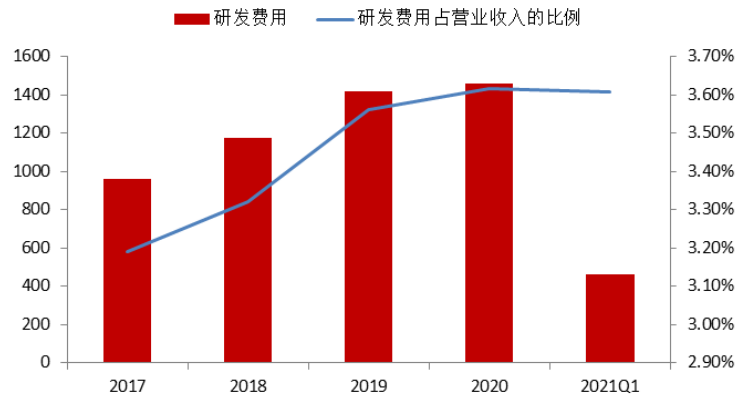
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **研发投入驱动技术升级，催化公司业绩增长。**双金属带锯条行业属于技术密集型行业，需要企业有深厚的技术积淀，同时需要持续保持研发能力，满足客户对锯条齿形、材质等方面的升级需求。公司作为行业领先企业，高度注重技术研发，坚持技术创新。在提升公司产品质量与性能方面，取得了突出的成果，提高了公司产品综合竞争力。公司研发费用投入持续上升，2020 年研发费用为 1458.53 万元，较上年同比上涨



2.86%；2021 年第一季度研发费用为 460.09 万元，同比上涨 41.97%。

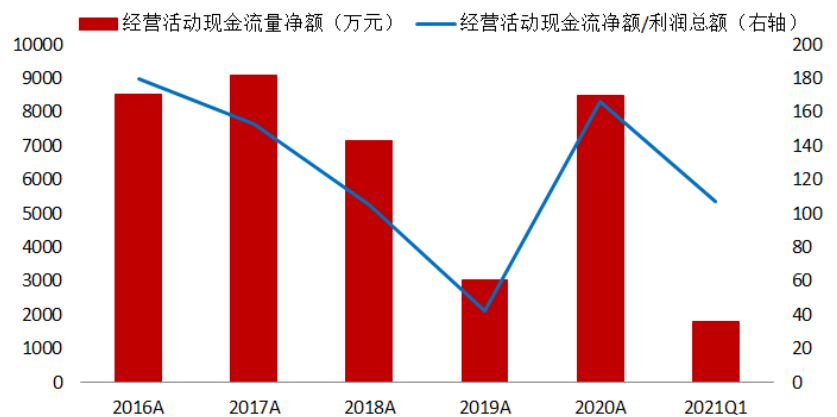
**图表 7：公司研发费用（万元）**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **现金流持续为正，经营质量健康。** 得益于稳健的生产经营，公司每年年底经营活动产生的现金流量净额均为正。2021 年第一季度活动产生的现金流量净额为 1814.98 万元，同比增长 972.52%，主要系销售回款增加、采购支付现金减少等因素所致。2020 年度经营活动产生的现金流量净额同比上升主要系贷款收回增加及购买商品支付减少所致。

**图表 8：公司经营活动现金流净额持续为正**

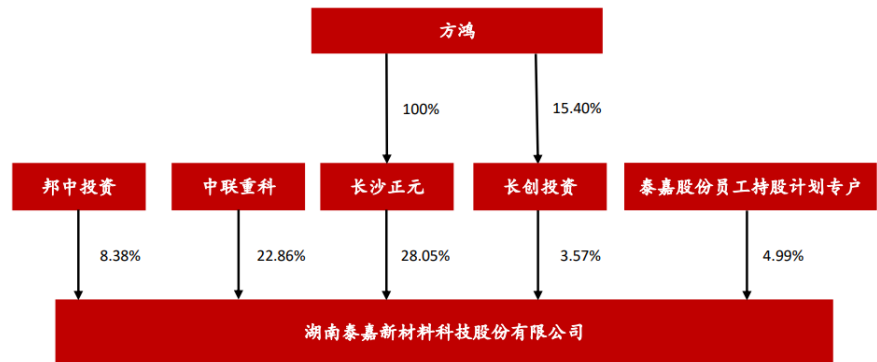


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 1.3 股权结构：股权结构利于公司发展，员工激励充分

- **股权结构有利于公司发展。** 公司控股股东为长沙正元企业管理有限公司、实际控制人为方鸿先生。截至 2021 年 6 月，方鸿先生通过长沙正元、长创投资间接持有公司 28.60% 的股权，担任公司董事长、董事，同时中联重科为公司第二大股东，行业龙头赋能将助力公司长远稳定发展。
- **实施股权激励及员工持股计划。** 根据公司 2021 年 6 月公告，公司向任职的核心经营人才及核心技术人才实施股权激励，授予公司股票期权数量为 420 万份，占公司股本总额的 2%，行权价格为 5.62 元/份。此外公司通过回购股份方式累计回购股份约 1050 万股，约占公司总股本 5%，其中 1048 万股用于员工持股计划，占公司总股本 4.99%。实施股权激励及员工持股计划，将进一步提高公司凝聚力及竞争力，促进公司长期持续发展。

图表 9: 公司股权结构图 (截至 2021 年 6 月)



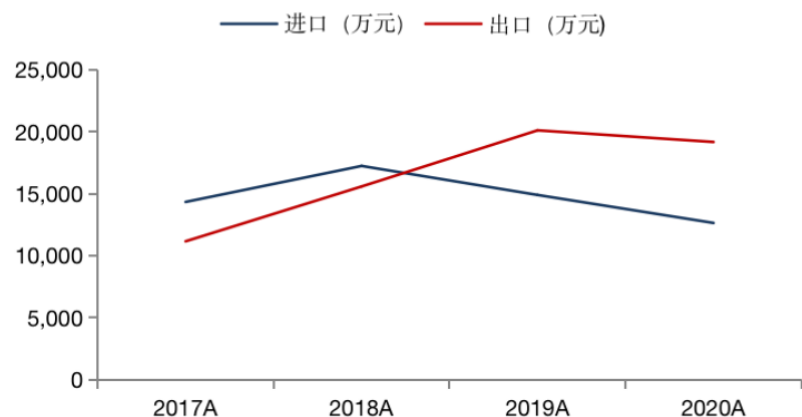
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 2、行业层面: 下游应用广泛+进口替代趋势, 行业龙头充分受益

### 2.1 双金属带锯条: 金属切割加工的“工匠之手”

- **双金属带锯条被喻为“工匠之手”，是金属切割加工必备的高效刀具。**双金属带锯条由两种不同特性的合金钢焊接而成，广泛应用于汽车制造、大型锻造、航空航天、钢铁冶金、核电等制造领域，用于切割各种钢材和有色金属，具有切割精度高、切割断面质量好、切割效率高等特点。近几年随着下游应用需求上升，我国带锯条出口金额由 2017 年 11165.96 万元上升至 2020 年 19175.37 万元，除 2020 年受疫情影响导致出口金额小幅下降外，出口金额呈现逐年上升趋势，CAGR 达 20%；而带锯条进口金额自 2018 年起逐渐下降，由此可见近年来进口替代趋势更为明显。

图表 10: 2017-2020 年中国带锯条进出口金额



来源: 中国海关, 中泰证券研究所

- **创新双金属材料设计, 提高切割效率。**双金属带锯条以高速钢或硬质合金作为齿部材料、冷轧合金钢带作为背部材料, 解决了早期单金属带锯条无法同时满足锯齿硬度和锯背柔韧的矛盾。与单金属带锯条相比, 双金属带锯条锯齿硬度高, 切割效果好, 背脊抗疲劳强、能承受较大张力, 做到了齿材硬度和背材柔韧的统一, 较大幅度地提高了带锯条的切割效

率。

**图表 11: 双金属带锯条与单金属带锯条区别**

产品	构成	区别
单金属带锯条	齿部材料与背部材料均为同种金属构成。	<p>1、性能及效率：双金属带锯条锯齿硬度高，切割效果好，背脊抗疲劳强、能承受较大张力，做到了齿材硬度和背材柔韧的统一，较大幅度提高了带锯条的切割效率；</p> <p>2、形状及运动方向：双金属带锯条可实现环状结构，保持同一方向作循环不断的切割运动；单金属带锯条无法实现环状结构，仅可作直线往复运动切割材料，由于弓锯切在回程不进行切削，所以工作效率仅为双金属带锯条工作效率的50%。</p> <p>3、损耗情况：单金属带锯条厚度大，切缝宽，对被加工材料损耗大，因此在金属切削加工领域已逐渐被淘汰。</p>
双金属带锯条	使用两种以上材料：以高速钢或硬质合金作为齿部材料，冷轧合金钢带作为背部材料。	

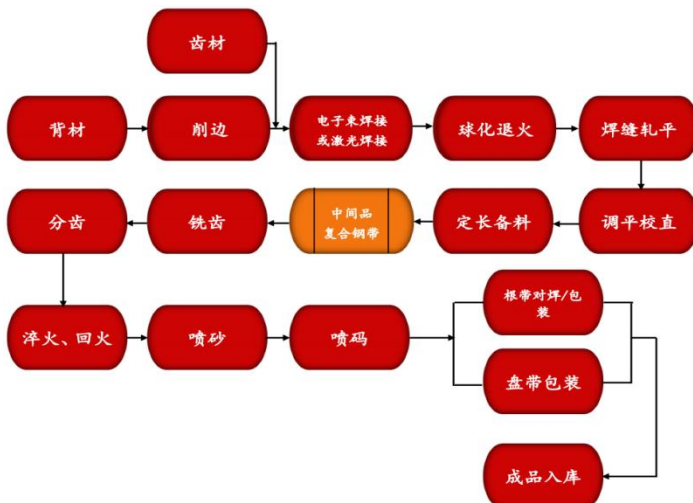
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **双金属带锯条已成为带锯床配置的主要锯条。**双金属带锯条解决了单金属带锯条无法同时满足带锯条在锯齿硬度和锯背柔韧的问题，目前已成为市场主流产品类型。而依据生产工艺及原材料的不同，双金属带锯条可分为高速钢双金属带锯条、硬质合金带锯条、金刚砂带锯条及其他双金属带锯条。其中，高速钢双金属带锯条和硬质合金带锯条为金属切割的主流产品。

## 2.2 主流产品：高速钢双金属带锯条及硬质合金带锯条

- **高速钢双金属带锯条发展多年，下游应用广泛。**高速钢双金属带锯条选用高速钢为齿部材料，冷轧合金钢带为背部材料，将两种材料焊接在一起，再经机加工、热处理等工序制造的高性能锯条。高速钢含有钨、钼、铬、钒、钴等碳化物形成合金元素，合金元素总量达 10~25%，在高速切削产生高热情况下(约 500℃)仍能保持高的硬度，具有良好红硬性。高速钢双金属带锯条在国内市场发展多年，广泛应用于切割碳钢、合金钢、结构钢、有色金属、不锈钢、模具钢等较难加工的材料。

**图表 12: 高速钢双金属带锯条生产工艺流程**



**图表 13: 高速钢双金属带锯条-TANCUT 系列**



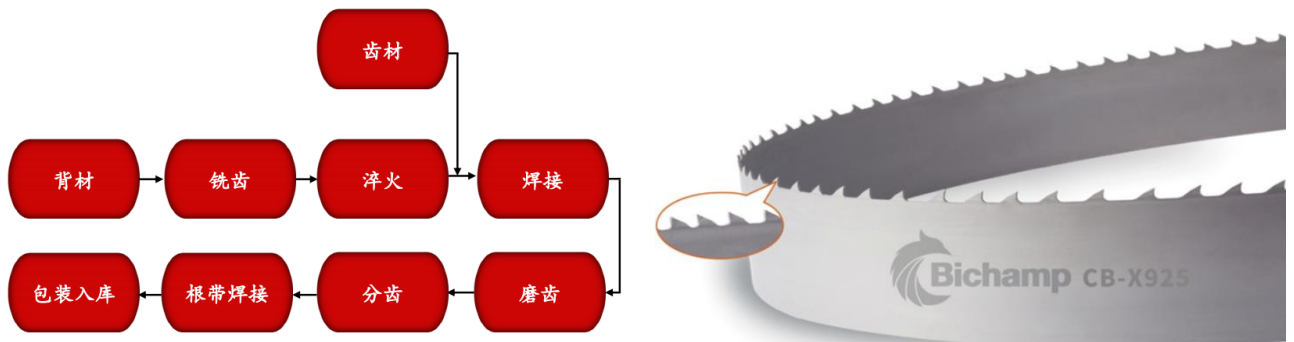
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **硬质合金带锯条技术要求更高，应用于高端材料切割。**2009 年之前我国不具备硬质合金带锯条生产技术，该部分市场全部被国外企业垄断，而在 2009 年国内厂商成功开发第一条硬质合金带锯条生产线，国产替代时代正式开启。硬质合金带锯条制作工艺、切割效率更高，是以硬质合金为齿材，冷轧合金钢带为背材，通过高频电阻焊将两种材料焊接在一起，经磨齿等工序制作而成的高硬度带锯条。其与高速钢双金属带锯条相比，具有以下特点：1、硬质合金带锯条齿部硬度高、耐磨性优；2、硬质合金带锯条切割效率高、精度高、寿命长。硬质合金带锯条系列聚焦超硬合金材料切割，如航空航天领域使用的高温合金和钛合金，以及核电设备中所需的双相不锈钢。凭借优异的产品性能，硬质合金带锯条被广泛应用于核电、军工和航空材料中的特殊钛合金、铝合金切削。

图表 14：硬质合金带锯条生产工艺流程

图表 15：硬质合金带锯条

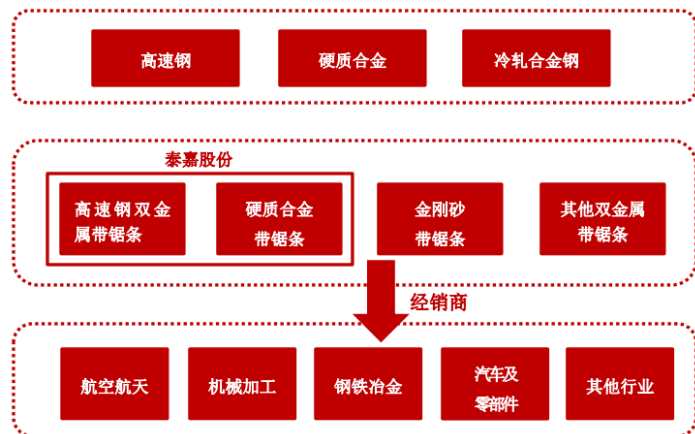


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **双金属带锯条属于产业链中游，下游应用广泛。**双金属带锯条上游行业主要为高速钢、硬质合金钢、冷轧合金钢等钢铁行业，其中高速钢、硬质合金钢具有硬度高、耐磨性高等特点，作为制作双金属带锯条的齿部重要原料，而冷轧合金钢带具有弹性好、抗疲劳性强、塑性和韧性好等优点，可作为生产双金属带锯条的背材。下游行业主要包括机械加工、汽车零部件、钢铁冶金、航天航空、军工制造、轨道交通、大型锻造、有色金属、核电等行业。

图表 16：双金属带锯条处于产业链中游

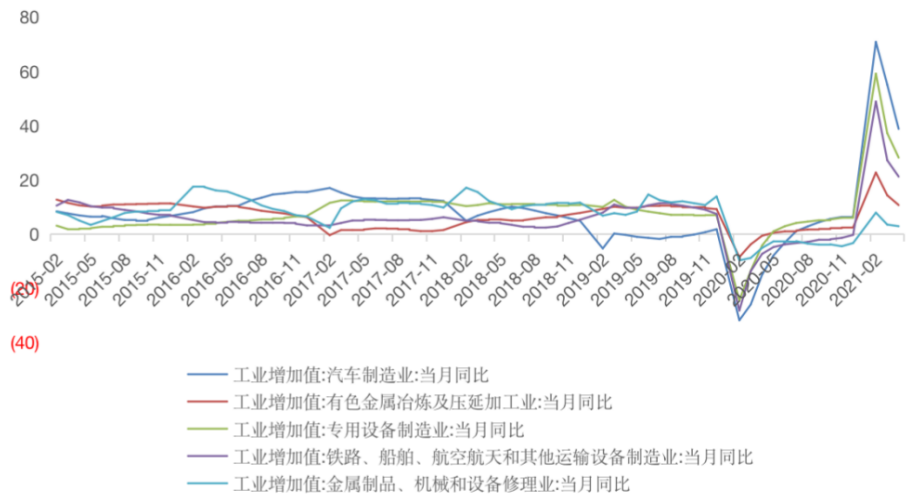


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

### 2.3 行业景气度上行，进口替代趋势明显

- **制造业景气度上升，双金属带锯条与国家制造业水平息息相关。**近年来，我国汽车制造、军工制造、轨道交通、航空航天、有色金属、核电等高端装备制造业持续发展，对高性能和高品质的硬质合金带锯条的需求日益增加，拉动了双金属带锯条行业的发展。

**图表 17: 双金属带锯条下游行业工业增加值 (%)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **国外品牌优势仍在，占据高端市场份额。**欧美及日本国家较早进入行业，如美国雷诺仕、日本天田株式会社、德国威库斯等外资企业凭借先进生产工艺、过硬的产品质量，长期占据我国高端双金属带锯条市场。近年来随着我国制造业生产工艺发展，逐渐出现了优秀的国产厂商，如泰嘉股份、恒而达及本溪工具等，与国外企业展开竞争。

**图表 18: 国外主要厂商**

国外企业	企业简介
雷诺仕 (LENOX)	美国雷诺仕公司成立于1915年，多年来一直从事锯切工具的生产和服务，在超过70个国家开展业务。
施泰力 (Starrett)	美国施泰力公司成立于1880年，为纽约证券交易所上市公司。经过一百多年的发展，施泰力目前已成为世界最大的量具及锯类产品生产厂家之一，施泰力公司锯类产品包括双金属带锯条、曲线锯、往复锯及手锯片等。
多尔 (DOALL)	美国多尔公司成立于1927年，多尔公司于1933年发明出世界上第一台带锯床，并于1964年发明了世界上第一根双金属带锯条产品。目前多尔公司是美国唯一一家提供所有锯切用产品的公司，产品涵盖锯床、锯条、切削液和材料处理等锯切相关产品。
天田株式会社 (AMADA)	日本天田株式会社成立于1946年，是一家专业生产金属加工机械的大型跨国公司，天田株式会社于1969年研制成功双金属带锯条和带锯床，其产品的研发、生产处于国际领先水平。

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所



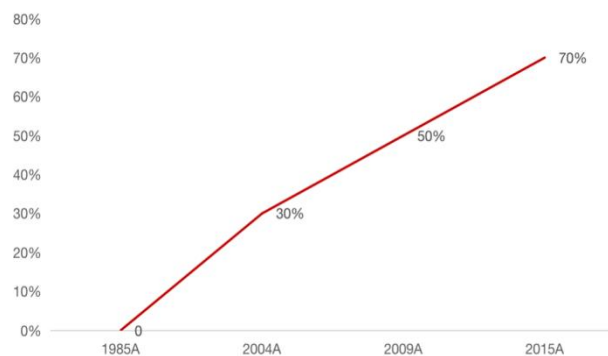
图表 19: 国内主要厂商

国内厂商	企业简介
泰嘉股份 (002843. SZ)	成立于 2003 年, 并于 2017 年上市, 公司是国内双金属带锯条领先供应商, 产品线覆盖高中低端产品。
恒尔达 (300946. SZ)	成立于 1995 年, 并于 2021 年上市。公司基于多年对金属材料与热处理的研究积累, 形成了金属热处理工艺、金属材料加工技术和自动化专用装备制造三大核心自主知识产权与技术优势, 主要从事模切工具、锯切工具、裁切工具等金属切削工具研发、生产和销售, 并逐步延伸至产业链下游, 为客户提供配套智能数控装备。
本溪工具 股份有限公司	成立于 1998 年, 是以原国营本溪工具厂为主体组建而成的有限责任公司。该公司是国家机床工具行业重点骨干企业之一, 也是目前国内生产双金属带锯条最大生产企业之一。其拥有斯尔、三义、雄狮、诺曼斯等品牌双金属带锯条产品。
本溪双金锯业 有限公司	成立于 2003 年, 该公司经营范围为双金属带锯条、带锯床的生产销售以及相关生产线的开发。其拥有赛瑞森牌 (SRS) 品牌双金属带锯条。

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

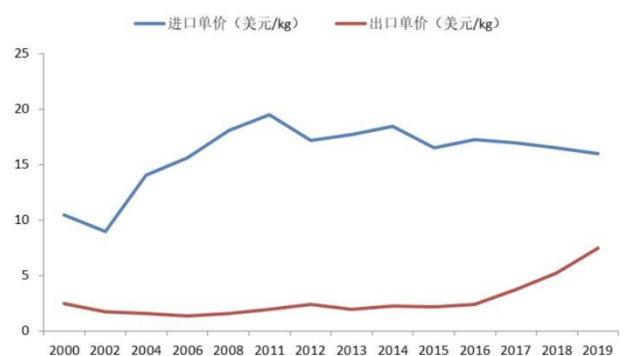
- 国内厂商迅速发展, 加快进口替代步伐。根据中国机床工具行业协会锯床分会数据, 1985 年以前国内双金属带锯条全部依靠进口, 经过多年发展, 2015 年本土品牌产品市场占有率已达到 70%。国产厂商凭借优秀的产品及服务、更有竞争力的价格, 与国外企业竞争, 逐步实现产品的进口替代。

图表 20: 国产品牌市占率情况



来源: 中国机床工具行业协会锯床分会数据, 中国产业研究信息网, 中泰证券研究所

图表 21: 带锯条进口单价及出口单价对比



来源: United Nations Comtrade Database, 中泰证券研究所



### 3、竞争力分析：全产品线覆盖+完善市场布局及服务+新业务拓展

#### 3.1 专注行业多年，全产品线覆盖

- **全产品线覆盖，下游客户稳定。**公司于 2003 年起步于双金属复合钢带业务，并于 2006 年进入双金属带锯条行业，目前已覆盖高端、中端及低端不同档位产品。国内双金属带锯条企业的技术水平呈现明显“金字塔”格局，宽度在 27-41mm 之间的带锯条属于常规尺寸产品，而宽度小于 27mm 属于超窄带锯条，宽度大于 41mm 的锯条属于宽带锯条，加工难度更大。公司经过多年发展，目前产品线已覆盖 13mm 超窄带至 80mm 宽带范围内的全部规格的产品，可广泛应用于下游各个领域。

图表 22：公司带锯条产品尺寸覆盖范围



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **高度重视研发，持续推出新产品。**双金属带锯条属于技术密集型行业，公司高度重视研发能力，投入研发，并持续不断推出新产品。2020 年 11 月公司推出了四款新产品，分别为 SHD 涂层系列、TTCUT 系列、HVCUT 系列、INCTECH 系列创新产品，依次靶向高效锯切、厚壁管、大型钢构件、高速锯切领域。

图表 23：公司新产品主要情况

产品	应用领域	产品描述
SHD 涂层系列	高速锯切领域	采用了 PVD 技术，涂层的硬度均在 2000HV 以上，最高可达 3500HV，高硬度大大提高了表明耐磨性。涂层作为“防护盾”能够紧紧包裹住刀具，隔绝外部的热量传递至齿尖，大大降低了切削时齿尖的温度，兼具高硬、减磨、隔热等特点，在锯切不锈钢、模具钢、工具钢等材料时，实现锯切寿命、锯切效率双提升。
TTCUT 系列	厚壁管切削领域	专为厚壁管材料定制的齿形。采用更大前角，有效增加锯齿的切入性。设计了一种全新的楔角，通过增加锯齿的宽度来提高锯齿的抗崩性，有效降低崩齿、打齿的风险。采用第三代热处理技术，锯刃耐磨性和带体柔性获得了完美结合。尤其适用于厚壁材料和成束厚壁钢构件的锯切。
HVCUT 系列	大型钢构件切削领域	专为钢构件材料设计的齿形，拥有完全知识产权。根据不同锯齿的特性进行针对性设计。尤其适用与钢构件材料的锯切。
INCTECH 系列	高速高效领域	在工厂生产加工环节已经经过了磨合这一过程，上线之后即可以使用。INCTECH 波形底边系列产品通过底边形状的特殊设计，可以迫使带锯条按照一定规律产生偏转，在不对锯切参数进行调整的情况下仍可提高锯齿切入性，提高锯切效率和带锯条寿命。根据追踪调查，最高可提高 50% 以上。

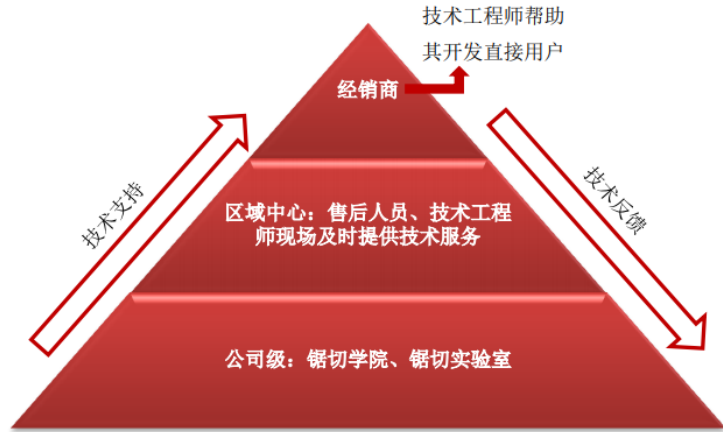
来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 3.2 完善的市场布局及技术服务体系

- **完善的服务体系，增强客户粘性。**公司以公司总部、区域服务中心、经

销商体系为核心，解决用户在售前、售中、售后过程中面临的锯切难题。通过整合现有资源、实现人力优势、技术优势、产品优势等深度对接，夯实技术服务体系。

**图表 24：公司三级技术服务体系**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **全球市场布局，下游客户稳定。**公司目前已在全球 40 个国家或地区建立销售服务网络，并在国内 7 个城市建立营销服务中心，与超过 300 家特约经销商建立合作。同时，公司凭借全产品线覆盖，与下游行业内知名厂商如中国航天、比亚迪、中国中车及上海大众等客户建立长期合作关系。

**图表 25：主要客户情况**



来源：公司官网，中泰证券研究所

**图表 26：公司营销网络情况**



来源：公司官网，中泰证券研究所

### 3.3 进入消费电子行业，拓展公司业务范围

- **布局精密制造消费电子行业，推动公司业绩增长。**未来公司在保持主业双金属带锯条业务稳定增长基础上，将培育精密制造消费电子业务，目前公司已经在广东东莞建立精密电子研发中心，未来伴随业务开展，将为公司带来新的利润增长点。

**图表 27：公司消费电子产品-电源**      **图表 28：公司消费电子产品-数据线**



来源：公司官网，中泰证券研究所

来源：公司官网，中泰证券研究所

#### 4、首次覆盖，给予“增持”评级

- 公司是国内双金属带锯条龙头企业，未来伴随制造业“十年更新周期”带来景气度提升，进口替代加速，公司业绩有望进一步增长，预计2021-2023年公司营收分别为4.91亿元、6.00亿元、7.36亿元，同比+21.78%、+22.16%、+22.64%；净利润分别为0.68亿元、0.91亿元、1.16亿元，同比+63.81%、+33.67%、+27.75%，对应PE分别24、18、14倍。同时公司未来将保持在双金属带锯条行业领先地位的基础上，培育精密制造消费电子业务，下游应用市场将继续延伸。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 29：公司业绩分析

业务/百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	假设条件
双金属带锯条相关业务收入	347.04	373.97	374.58	449.50	539.40	647.27	目前公司双金属带锯条业务保持稳定增长趋势。2020年受疫情影响增速放缓，公司作为国内双金属带锯条龙头供应商，未来伴随下游应用延伸及进口替代趋势，预计双金属带锯条业务将保持20%增速。
双金属带锯条相关业务收入YOY (%)	16.94%	7.76%	0.16%	20.00%	20.00%	20.00%	
双金属带锯条相关业务收入占比 (%)	98.28%	93.93%	92.91%	91.55%	89.93%	87.99%	
双金属带锯条相关业务毛利率 (%)	41.66%	37.49%	34.93%	36.21%	35.57%	35.89%	
双金属带锯条相关业务毛利润	144.58	140.19	130.85	162.76	191.87	232.31	2020年双金属复合钢带业务收入受疫情影响增速放缓，目前公司境内外业务已全面恢复，假设双金属复合钢带业务未来保持40%高速增长。
双金属复合钢带业务收入	0.47	15.32	21.32	29.85	41.80	58.51	
双金属复合钢带业务收入YOY (%)	13.56%	3136.40%	39.21%	40.00%	40.00%	40.00%	
双金属复合钢带业务收入占比 (%)	0.13%	3.85%	5.29%	6.08%	6.97%	7.95%	
双金属复合钢带业务毛利率 (%)	39.53%	18.42%	19.67%	19.04%	19.35%	19.20%	公司围绕先进制造主轴线，拟开拓精密消费电子相关业务，考虑其他业务综合收入基数较低，未来维持60%高速增长。
双金属复合钢带业务毛利润	0.19	2.82	4.19	5.68	8.09	11.23	
其他业务收入	5.62	8.83	7.28	11.64	18.63	29.80	
其他业务收入YOY (%)	161.03%	57.22%	-17.59%	60.00%	60.00%	60.00%	
其他业务收入占比 (%)	1.59%	2.22%	1.80%	2.37%	3.11%	4.05%	综合上述假设，公司未来三年营业收入将保持约20%高速增长。
其他业务毛利率 (%)	73.29%	76.04%	41.48%	58.76%	50.12%	54.44%	
其他业务毛利润	4.12	6.71	3.02	6.84	9.33	16.22	
合计营业收入	353.12	398.12	403.18	490.99	599.82	735.59	
合计营业收入YOY (%)	17.61%	12.74%	1.27%	21.78%	22.16%	22.64%	
合计毛利率 (%)	42.16%	37.61%	34.24%	35.70%	34.89%	35.31%	
合计毛利润	148.88	149.72	138.07	175.29	209.30	259.77	

来源：wind，中泰证券研究所

图表 30：可比公司估值情况

公司	代码	2021/7/16 股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
恒而达	300946.SZ	54.99	1.86	1.75	2.30	3.12	29.56	31.49	23.92	17.63
山东威达	002026.SZ	14.10	0.60	0.83	1.11	1.47	23.50	16.91	12.70	9.58
均值							26.53	24.20	18.31	13.60

来源：公司公告，中泰证券研究所 注：可比公司的EPS、PE来自wind一致预期，截取时间为2021年7月16日。

## 5、风险提示

- **宏观经济引发行业波动风险。**双金属带锯条是制造行业不可缺少的重要部件之一，其发展和宏观经济的整体景气程度关系密切，如果宏观经济条件出现下行，将对双金属带锯条行业产生影响；
- **下游应用市场波动的风险。**公司双金属带锯条主要应用于机械加工、汽车零部件、钢铁冶金、航天航空、军工制造、轨道交通、大型锻造、有色金属、核电等行业。后续如果双金属带锯条行业发生不利变化或拓展进度不及预期，导致对产品需求下滑，将对公司业绩造成影响；
- **公司产品研发不及预期的风险。**双金属带锯条属于技术密集型行业，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响；
- **疫情反复对公司业务影响超预期风险。**2020 年处开始新型冠状病毒疫情在全球范围陆续爆发，全球各行各业均受到了冲击，公司的生产经营也受到了一定程度的影响。短期内可能因疫情反复导致行业内企业复工复产有所滞后，从而对公司业务产生超预期的不利影响；
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**报告中部分数据研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。

图表 31: 泰嘉股份盈利预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	65	572	652	711	营业收入	403	491	600	736
应收票据	0	-4	-10	-14	营业成本	265	316	391	476
应收账款	42	56	63	74	税金及附加	6	7	8	10
预付账款	8	9	11	14	销售费用	19	22	24	29
存货	87	101	122	148	管理费用	31	39	42	51
合同资产	0	0	0	0	研发费用	15	19	21	26
其他流动资产	175	215	257	308	财务费用	4	5	5	5
流动资产合计	377	949	1,095	1,241	信用减值损失	1	-1	-1	-1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-18	-10	-9	-8
长期股权投资	22	22	22	22	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	341	305	373	383	投资收益	0	0	0	0
在建工程	13	13	-87	-137	其他收益	7	10	11	13
无形资产	10	9	9	8	营业利润	54	83	111	142
其他非流动资产	22	24	23	24	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	408	373	340	300	营业外支出	4	0	0	0
资产合计	785	1,322	1,435	1,541	利润总额	51	84	112	143
短期借款	153	153	153	153	所得税	9	16	21	27
应付票据	49	54	83	105	净利润	42	68	91	116
应付账款	40	95	118	146	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	42	68	91	116
合同负债	2	3	4	4	NOPLAT	45	72	95	121
其他应付款	4	4	4	4	EPS (摊薄)	0.20	0.32	0.43	0.55
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	36	47	57	69	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	284	356	419	481	会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	1.3%	21.8%	22.2%	22.6%
其他非流动负债	16	16	16	16	EBIT增长率	-24.0%	59.8%	32.2%	26.6%
非流动负债合计	16	16	16	16	归母公司净利润增长率	-32.7%	63.8%	33.7%	27.7%
负债合计	300	372	435	497	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	485	949	998	1,040	毛利率	34.2%	35.7%	34.9%	35.3%
少数股东权益	0	1	2	4	净利率	10.3%	13.9%	15.2%	15.8%
所有者权益合计	485	950	1,000	1,044	ROE	8.6%	7.2%	9.1%	11.1%
负债和股东权益	785	1,322	1,435	1,541	ROIC	9.5%	8.1%	10.1%	12.3%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	38.3%	28.1%	30.3%	32.3%
					债务权益比	34.9%	17.8%	16.9%	16.2%
					流动比率	1.3	2.7	2.6	2.6
					速动比率	1.0	2.4	2.3	2.3
					<b>营运能力</b>				
单位:百万元					总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5
会计年度	2020E	2021E	2022E	2023E	应收账款周转天数	47	36	36	34
经营活动现金流	85	111	120	129	应付账款周转天数	52	77	98	100
现金收益	81	110	129	162	存货周转天数	128	107	103	102
存货影响	15	-14	-21	-25	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应收影响	35	-1	5	-1	每股收益	0.20	0.32	0.43	0.55
经营性应付影响	-26	59	53	49	每股经营现金流	0.40	0.53	0.57	0.61
其他影响	-20	-42	-47	-55	每股净资产	2.31	4.52	4.75	4.95
投资活动现金流	-58	1	0	0	<b>估值比率</b>				
资本支出	-27	0	0	0	P/E	40	24	18	14
股权投资	15	0	0	0	P/B	3	2	2	2
其他长期资产变化	-46	1	0	0	EV/EBITDA	26	19	16	13
融资活动现金流	-14	395	-40	-70					
借款增加	115	0	0	0					
股利及利息支付	-52	-45	-78	-87					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-77	440	38	17					

来源: wind, 中泰证券研究所



## 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。