

泰嘉股份 (002843.SZ)

进击全球的锯切龙头，消费电子&新能源打开第二成长曲线

公司为国内锯切工具龙头，切入消费电子打造第二成长曲线。公司2003年成立，2006年延伸产业链，开始生产双金属带锯条，2010年完成年产800万米双金属带锯条生产项目，2013年产能突破1300万米，2017年A股上市，2020年开始布局消费电子领域。目前，公司以锯切业务、消费电子业务、产业投资三曲线发展战略为核心，实施“实业+资本”双轮驱动，推动锯切业务和消费电子双主业发展。2021年，公司营业收入5.27亿元（同比+30.64%），归母净利润0.70亿元（同比+68.03%），2022年H1公司营业收入2.88亿元（同比+14.11%），归母净利润0.42亿元（同比+39.66%）。

锯切业务：国产替代加速，公司收购美特森夯实龙头地位、海外市场高速增长。目前双金属带锯条行业国产替代趋势明显，国内厂商依托优质的产品、本土化服务以及价格优势打造强劲的竞争力，龙头企业在国产替代中充分受益。经过多年的发展，公司已构建优良的产品结构，通过领先的全尺寸生产技术和不断加大的研发投入，核心竞争力持续增强。同时，公司坚持国内+国际协同发展，深耕欧美市场，拓展南亚、东南亚市场，目前在40个国家和地区拥有销售服务网络，全国设立7大营销服务中心，拥有300家国内特约经销商，国内市场收购美特森，发挥协同效应，推动公司市占率加速提升，海外市场因俄乌战争，导致欧洲产能供给短缺，公司出口有望维持高速增长，海外市场份额有望持续增长。目前公司与中国航天等下游知名厂商建立长期合作关系，2021年市占率已达国内第一、世界第三。

第二成长曲线：收购雅达，进军消费电子和新能源电源业务。雅达为消费电子、新能源电源行业领先企业，产品涵盖充电器、适配器、定制电源、变压器等电源供应器产品，广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、通信基站、工业及医疗等行业，2014-2021年8年间累计营收近200亿元。消费电子头部客户对供应商要求严苛，认证周期长，通常只会考虑业内头部的电源厂商。公司凭借多年稳定、先进的大规模制造能力和良好的声誉，赢得了众多国内外知名品牌客户的信赖，已与多家世界500强及业内顶尖企业建立了合作关系，包括苹果、华为、惠普、美国先进能源等消费电子行业头部客户。雅达并表后，将助推公司业绩和资产规模大幅提升。

投资建议：我们预计2022-2024年公司实现营业收入10.8、31.7、41.2亿元，同比增长104.6%、194.4%、29.8%；实现归母净利润1.04、1.97、2.73亿元，同比增长48.8%、89.4%、38.7%，对应PE为37.6X、19.9X、14.3X。公司为国内锯切工具龙头，在国产替代趋势下有望充分受益，在俄乌战争背景下海外市场有望维持高速增长；同时，公司消费电子、新能源电源布局顺畅，收购雅达有望显著拉升公司业绩，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：锯条下游市场需求不及预期、产品研发不及预期、国外业务拓展不及预期、消费电子市场开扩不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	403	527	1,078	3,173	4,119
增长率 yoy (%)	1.3	30.6	104.6	194.4	29.8
归母净利润（百万元）	42	70	104	197	273
增长率 yoy (%)	-32.7	68.0	48.8	89.4	38.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.20	0.33	0.49	0.94	1.30
净资产收益率 (%)	8.6	11.8	16.2	28.3	30.0
P/E (倍)	95.2	56.6	38.1	20.1	14.5
P/B (倍)	8.2	6.7	6.0	5.1	3.9

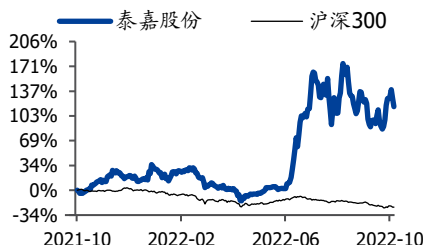
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年10月20日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	通用设备
10月20日收盘价(元)	18.83
总市值(百万元)	3,954.30
总股本(百万股)	210.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	7.55

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 邓宇亮

执业证书编号：S0680121090003

邮箱：dengyuliang@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)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	377	399	374	824	589
现金	65	62	238	94	41
应收票据及应收账款	42	192	24	399	13
其他应收款	5	7	18	56	41
预付账款	8	4	20	49	40
存货	87	108	47	198	427
其他流动资产	170	27	27	27	27
非流动资产	409	614	951	2533	3057
长期投资	22	121	122	124	125
固定资产	341	329	703	2195	2700
无形资产	10	12	11	11	11
其他非流动资产	36	152	115	204	221
资产总计	785	1014	1326	3357	3645
流动负债	284	401	630	2486	2500
短期借款	153	135	0	0	1150
应付票据及应付账款	89	194	544	2339	1229
其他流动负债	42	71	86	146	120
非流动负债	16	22	28	55	50
长期借款	0	0	6	32	27
其他非流动负债	16	22	22	22	22
负债合计	301	423	658	2540	2550
少数股东权益	0	0	5	39	94
股本	210	210	210	210	210
资本公积	128	102	102	102	102
留存收益	229	279	266	318	412
归属母公司股东权益	485	590	663	778	1002
负债和股东权益	785	1014	1326	3357	3645

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	85	176	719	1624	-345
净利润	42	70	108	231	328
折旧摊销	36	38	50	143	251
财务费用	4	10	1	-2	35
投资损失	0	-4	-3	-2	-2
营运资金变动	-18	62	564	1256	-955
其他经营现金流	22	1	-1	-2	-2
投资活动现金流	-58	-203	-383	-1721	-770
资本支出	24	31	401	1581	521
长期投资	-35	-106	-1	-1	-2
其他投资现金流	-69	-278	18	-142	-251
筹资活动现金流	-14	25	-161	-46	-89
短期借款	115	-18	-135	0	0
长期借款	0	0	6	27	-5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-26	0	0	0
其他筹资现金流	-129	69	-32	-73	-84
现金净增加额	13	-2	175	-143	-1203

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	403	527	1078	3173	4119
营业成本	265	313	776	2451	3123
营业税金及附加	6	6	13	38	51
营业费用	19	28	54	121	144
管理费用	31	71	86	238	309
研发费用	15	28	27	63	82
财务费用	4	10	1	-2	35
资产减值损失	-18	-4	0	0	0
其他收益	7	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	1	2	2
投资净收益	0	4	3	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	54	81	126	267	379
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	4	1	2	3	3
利润总额	51	80	124	265	377
所得税	10	10	16	34	49
净利润	42	70	108	231	328
少数股东损益	0	0	4	34	55
归属母公司净利润	42	70	104	197	273
EBITDA	94	124	174	404	662
EPS (元/股)	0.20	0.33	0.49	0.94	1.30

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	1.3	30.6	104.6	194.4	29.8
营业利润 (%)	-26.8	48.6	55.5	112.4	41.8
归属母公司净利润 (%)	-32.7	68.0	48.8	89.4	38.7
获利能力					
毛利率 (%)	34.2	40.5	28.0	22.8	24.2
净利率 (%)	10.3	13.3	9.6	6.2	6.6
ROE (%)	8.6	11.8	16.2	28.3	30.0
ROIC (%)	7.4	10.2	15.9	27.4	16.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.3	41.8	49.7	75.7	69.9
净负债比率 (%)	19.6	14.0	-33.2	-5.4	105.4
流动比率	1.3	1.0	0.6	0.3	0.2
速动比率	0.4	0.7	0.4	0.2	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.9	1.4	1.2
应收账款周转率	7.7	4.5	10.0	15.0	20.0
应付账款周转率	2.6	2.2	2.1	1.7	1.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.20	0.33	0.49	0.94	1.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.40	0.84	3.42	7.73	-1.64
每股净资产 (最新摊薄)	2.31	2.81	3.16	3.71	4.77
估值比率					
P/E	95.2	56.6	38.1	20.1	14.5
P/B	8.2	6.7	6.0	5.1	3.9
EV/EBITDA	42.9	32.6	21.5	9.8	7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 20 日收盘价

内容目录

1 国产锯切工具龙头，业绩快速增长.....	5
1.1 公司为国内锯切工具龙头，切入消费电子打造第二成长曲线.....	5
1.2 公司股权结构稳定.....	7
1.3 公司营业收入快速增长，盈利能力维持高位.....	7
2 锯切业务：国产替代加速，公司收购美特森夯实龙头地位、海外市场高速增长.....	9
2.1 双金属带锯条应用范围广、国产替代加速.....	9
2.2 公司市占率领先，中高端市场国产品牌竞争力提升.....	13
2.3 公司产品矩阵齐全，市场布局完善，收购美特森推动市占率加速提升.....	14
3 第二成长曲线：收购雅达，进军消费电子和新能源电源业务.....	20
3.1 雅达为消费电子、新能源电源领先企业.....	20
3.2 雅达产品矩阵丰富，技术与客户优势突出.....	22
4 盈利预测与投资建议.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 公司发展沿革.....	5
图表 2: 公司主要产品.....	6
图表 3: 公司股权结构图.....	7
图表 4: 2016-2021 年双金属带锯条营收（百万元）及 yoy.....	8
图表 5: 2022 年 H1 各业务线营收占比.....	8
图表 6: 2016-2021 年国外营收（百万元）及 yoy.....	8
图表 7: 2016-2021 年国内外产品销售毛利率.....	8
图表 8: 2018-2022H1 公司各项费用率.....	9
图表 9: 双金属带锯条分类.....	9
图表 10: 金属带锯条.....	10
图表 11: 双金属带锯条.....	10
图表 12: 单金属锯条和双金属锯条的区别.....	10
图表 13: 高速钢金属带锯条与硬质合金带锯条介绍.....	10
图表 14: 高速钢金属锯条制造流程.....	11
图表 15: 硬质合金带锯条制造流程.....	11
图表 16: 双金属带锯条下游行业工业增加值（%）.....	11
图表 17: 双金属带锯条产业链上下游.....	12
图表 18: 双金属带锯条进出口情况.....	12
图表 19: 国外主要厂商简介.....	13
图表 20: 国内主要厂商简介.....	13
图表 21: 中国带锯条进出口总量.....	14
图表 22: 中国带锯条进出口单价.....	14
图表 23: 公司双金属带锯条 2016-2022H1 营业收入及同比变动.....	15
图表 24: 公司双金属带锯条 2016-2022H1 业务毛利率.....	15
图表 25: 公司主要产品情况.....	15
图表 26: 产品生产规格分类.....	16
图表 27: 产品尺寸图.....	17

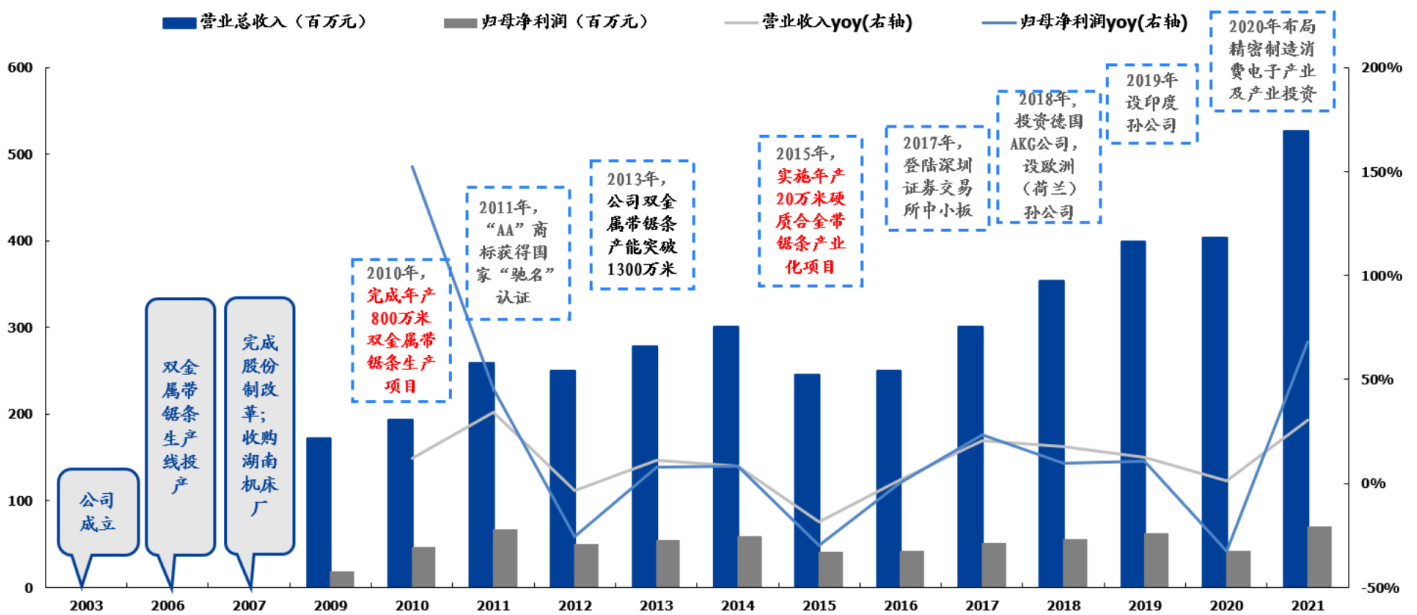
图表 28: 公司历年研发费用及同比变动.....	17
图表 29: 2018-2022H1 公司研发费用率情况	17
图表 30: 公司获奖情况.....	18
图表 31: 公司服务体系与市场布局	18
图表 32: 国内外营业收入及占比.....	19
图表 33: 收购美特森的股权变动.....	19
图表 34: 美特森主要财务数据.....	19
图表 35: 罗定雅达历史沿革	20
图表 36: 罗定雅达/深圳雅达股权结构图	21
图表 37: 交易完成后, 泰嘉股份将持有铂泰电子 63.49%股权	21
图表 38: 罗定雅达 2014-2022 年 4 月营业收入.....	22
图表 39: 罗定雅达 2014-2022 年 4 月净利润及净利率.....	22
图表 40: 罗定雅达主要产品及功能	23
图表 41: 罗定雅达生产车间.....	23
图表 42: 罗定雅达主要产品生产流程.....	24
图表 43: 2022 年 1-4 月雅达公司前五大客户销售情况	24
图表 44: 罗定雅达主要客户	24
图表 45: 盈利预测.....	25
图表 46: 可比公司估值对比 (亿元)	25

1 国产锯切工具龙头，业绩快速增长

1.1 公司为国内锯切工具龙头，切入消费电子打造第二成长曲线

公司为国内锯切工具龙头，切入消费电子打造第二成长曲线。公司于2003年10月在湖南长沙成立，2005年第一条双金属复合钢带生产线正式投产。2006年，由于前两大客户决定自己生产复合材料，公司拓展了产业链，开始生产双金属带锯条，并于2010年完成年产800万米双金属带锯条生产项目，在2013年产能突破1300万米。2015年，公司实施了年产20万米硬质合金带锯条产业化项目，填补了国内带锯条行业高端产品的空白。2017年，公司登陆深圳证券交易所中小板，提出了“双五十战略”，即未来3至5年双金属带锯条国内市场占有率达到50%，出口销售额占公司总销售额的50%。以此为指导，2018年，公司入股德国AKG公司、设立欧洲（荷兰）孙公司，2019年设立印度孙公司，国际化进程进一步加快。2020-2021年，公司进军精密制造消费电子产业和产业投资领域，在锯切业务“双五十”发展战略的基础上明确了公司十四五发展规划，即在十四五期间，围绕先进制造发展主轴线，以锯切业务、消费电子业务、产业投资三曲线发展战略为核心，实施“实业+资本”双轮驱动，推动锯切业务和消费电子双主业发展。2021年，公司营业收入5.27亿元（同比+30.64%），归母净利润0.70亿元（同比+68.03%）。其中，国内营业收入4.13亿元（同比+20.24%），出口收入1.14亿元（同比+90.36%），占公司营业收入的21.60%。2022年H1公司营业收入2.88亿元（同比+14.11%），归母净利润0.42亿元（同比+39.66%），保持良好发展势头。

图表1：公司发展沿革



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司实现带锯条产品线全覆盖，技术升级与业务扩展并驾齐驱。在锯切业务方面，公司目前的产品主要分为高速钢双金属带锯条和硬质合金带锯条2大类，包括4大品牌，8种规格，14大系列，248种齿形，覆盖13-80mm带宽的高端、中端和经济型产品。目前，公司双金属带锯条年产能规模近2500万米，其中，硬质合金带锯条年产能规模为60万米。从产业链来看，公司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；下游行业主要包括机械加工、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、航空航天、有色金属、核电等行业。高速钢双金属带锯条主要应用

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、大型锻造等领域；硬质合金带锯条主要应用于航空航天、有色金属、核电等领域。

- **高速钢双金属带锯条：**高速钢双金属带锯条由于应用领域较广，在国内双金属带锯条市场占主导地位，是公司最主要的产品。在带锯条生产领域，宽度在27mm~41mm之间的锯条属于常规尺寸产品；宽度小于27mm的锯条属于超窄带，主要用于精度较高的锯切；宽度大于41mm的锯条属于宽带，主要用于特种锯切；超窄带和宽带的生产、加工难度较大，技术含量较高。国内大部分中小规模生产厂商仅能生产27mm~41mm内少数几种标准规格的锯条；少部分企业可生产27mm~41mm内全部规格的产品。公司除了27mm-41mm内的产品以外，还在2010年成功生产出80mm宽型双金属带锯条和13mm超窄双金属带锯条，目前已掌握了成熟的生产技术，覆盖了从13mm超窄带至80mm宽带范围内全部规格的产品。围绕产品规格，公司形成了较完善的品牌矩阵，飞钜、立钜是中低端品牌，AA、Fastre是中端品牌，泰钜、嘉钜是高端品牌。
- **硬质合金双金属带锯条：**硬质合金双金属带锯条在国内代表双金属带锯条生产的高技术水平。其硬度高、耐磨性好，切割高硬度金属材料 and 有色金属能力强、精度高，在汽车制造业中铸铝的锯切效率是高速钢带锯条的3-4倍。但硬质合金加工难度大，在应用到带锯条生产时需解决焊接、热处理、磨齿等一系列技术难题，之前只有美国、德国、日本等少数发达国家掌握其关键生产工艺。公司经过多年研发，于2009年成功生产出硬质合金带锯条，并于2011年8月被认定为国家重点新产品。
- **消费电子：**在新业务消费电子方面，公司的产品包括充电器、数据线、连接器和转换器等，广泛应用于计算机、办公系统、医疗、通讯和工业等领域。

图表2：公司主要产品

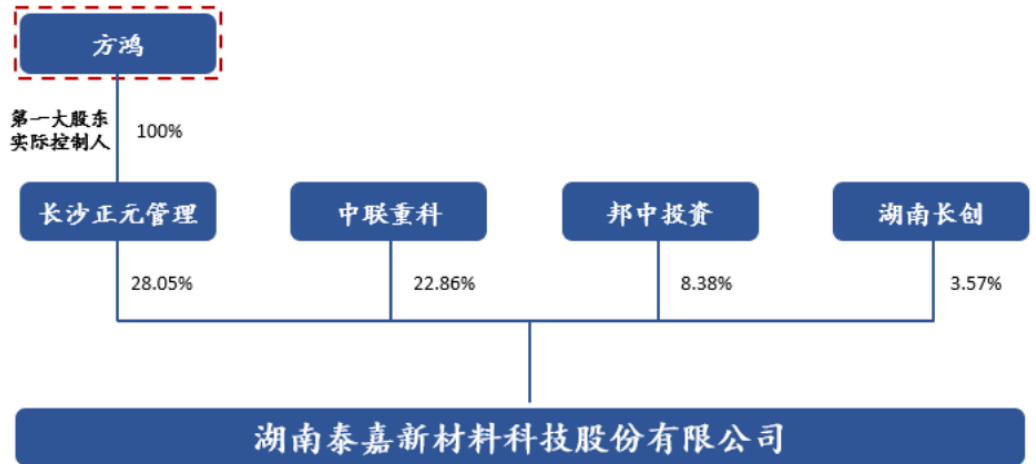
产品系列	产品特点	产品图示
高速钢双金属带锯条	TANCUT 泰钜 切削精度高，有很好的齿部红韧性、耐磨性和背部疲劳强度，适合于耐热钢、不锈钢、轴承钢及工具钢等难切材料中尺寸较大的材料切削，以及其他材料对精度和效率要求较高的切削	
	JUSTCUT 嘉钜 切削精度高，有较好的齿部红韧性、耐磨性和背部疲劳强度，适合于工具钢、轴承钢和合金钢中硬度较高、尺寸较大的材料的切削，以及其他材料对精度和效率有一定要求的切削	
	AA Fastre 对广泛的材料有很好的切削适应性，有齐全的尺寸规格和齿形系列，在对轴承钢、合金钢、碳结钢和低合金钢的常规切削时有很好的综合性能，是应用最为广泛的一个产品	
	FICUT 飞钜 主要针对以碳素钢、易切钢、低合金钢等一般金属的常规切削，适合一般尺寸以及异型结构钢材的切削，在使用量较大的一般材料的常规切削中有较好的性价比	
	LEAPCUT 立钜 主要针对以碳素钢、易切钢、低合金钢等一般金属的常规切削，适合切削强度不是很高，被切材料经常变化的切削，产品价格有较强的冲击力	
硬质合金带锯条	TANCUT 泰钜 应用于硬度高、尺寸大的耐热钢、工具钢等难切材料切削，军工和航空材料中的特殊钛合金、铝合金切削；还应用于有色金属铝、铜等材料的高速切削	

资料来源：公司招股说明书，公司官网，国盛证券研究所

1.2 公司股权结构稳定

公司股权结构稳定。由公司董事长方鸿 100%控股的长沙正元企业管理有限公司持有公司 28.05%的股份，为公司控股股东。方鸿还通过湖南长创间接持有公司其他股权，是公司的实际控制人。公司第二大股东为工程机械龙头中联重科，持有公司 22.86%的股份，有利于公司高效决策和长期稳定发展。

图表 3: 公司股权结构图



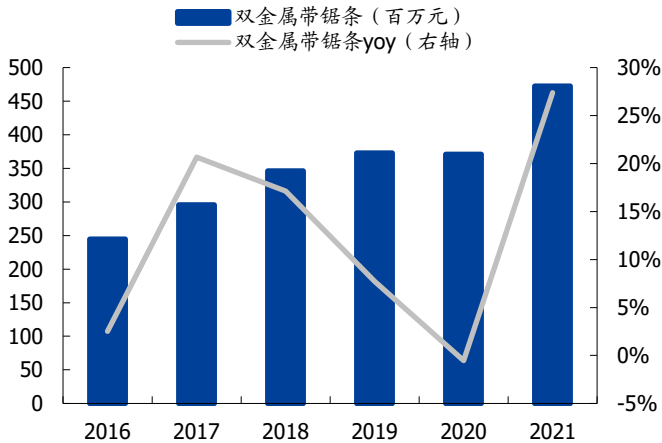
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3 公司营业收入快速增长，盈利能力维持高位

公司营业收入稳定增长，双金属带锯条产品市场逐步扩张。双金属带锯条产品创造了公司 85% 以上的收入，带动公司营业收入从 2016 年的 2.49 亿元增长至 2021 年的 5.27 亿元，产品毛利率保持在 40% 左右。2020 年，因出口占比较大的欧美地区新冠疫情比较严重，公司总收入增速明显放缓，但随着疫情形势缓和，公司收入在 2021 年实现较大回弹，同比增长率达到 30.64%。

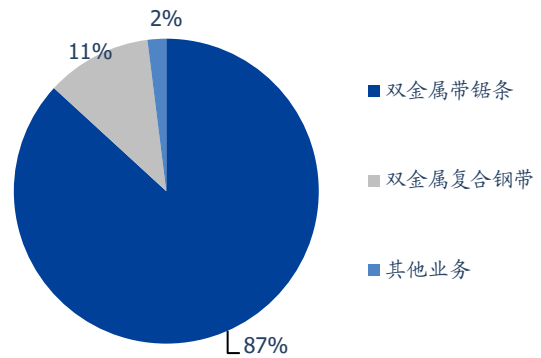
公司在高端市场持续发力，产品结构不断优化。2018 年公司高端产品市场占有率与销售额持续增加，销售额同比增长 22%。2019 年公司相继推出 MTCUT 系列精密磨齿型双金属带锯条、TCB-WOOD 系列高端木工硬质合金带锯条及 CB-X925 系列硬质合金带锯条三款新产品，并当年实现销售近百万元；同时高端产品市场占有率与销售额持续增加，其中高端产品出口销售实现了近 50% 的增长。2021 年公司高端泰钜 HB 系列产品销售额同比增长 8.84%，中高端产品销售额同比增长 99.86%；硬质合金带锯条销售额同比增长 57.88%，硬质合金带锯条出口额同比增长 109.84%。

图表4: 2016-2021年双金属带锯条营收(百万元)及yoy



资料来源: wind, 国盛证券研究所

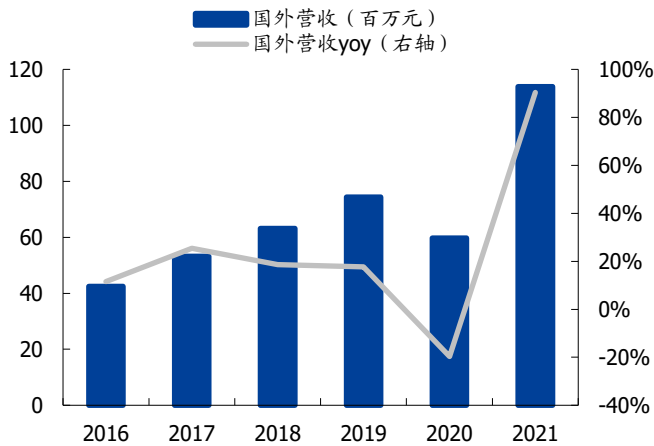
图表5: 2022年H1各业务线营收占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

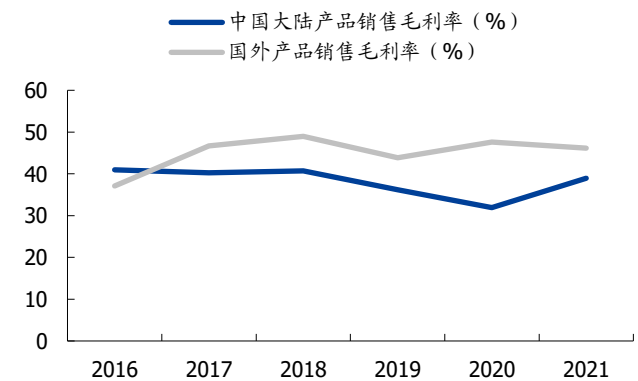
公司持续推进国际化战略，海外市场不断扩张。海外营收在公司总收入中的占比呈上升趋势，出口收入同比增长率保持较高水平。2018年，公司设立荷兰孙公司 BICHAMP B.V.、参股德国 AKG，实现出口 6321.40 万元，占比 17.90%，同比增长 18.67%。2019年，公司设立印度孙公司，在东南亚开拓“一带一路”国际市场，海外销售同比增长 17.70%。2021年，公司出口销售收入同比增长 75.80%，并在越南建立消费电子制造基地，从事精密制造相关业务。目前，公司已在荷兰、德国、印度、越南投资布局，产品远销包含欧美在内的四十多个国家和地区。由于海外市场基本无需提供售后服务，出口产品的毛利率水平较高，随着出口收入在总收入中占比的增加，公司整体毛利率水平有望得到改善。

图表6: 2016-2021年国外营收(百万元)及yoy



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表7: 2016-2021年国内外产品销售毛利率

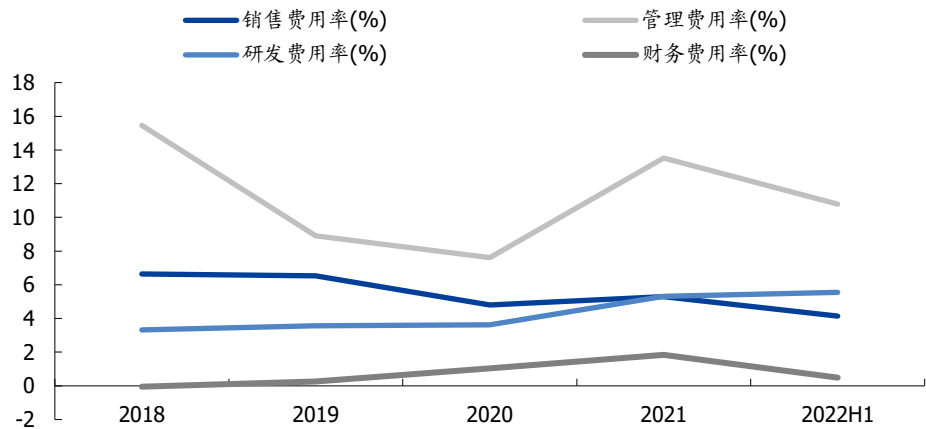


资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司各项费用率管控良好，加大研发投入增强核心竞争力。近年来，公司除研发费用外的各项费用率呈现下降态势，规模效应逐步显现。2018年以来，公司研发费用不断增加，研发费用率呈现上升趋势，这一方面是因为双金属带锯条行业具有技术密集的属性，技术创新为公司保持竞争优势的关键，另一方面是由于近两年公司开始进军精密制造行业，拓展了消费电子业务。截至 2022 年上半年，公司有效专利数共有 114 项，其中发明专利 53 项，实用新型专利 60 项，外观设计专利 1 项，在行业中具有较大优势。2021 年，公司研发人员数量增加 80.77%，研发投入同比增长 91.79%，消费电子相关项目的研究

逐渐推进。

图表 8: 2018-2022H1 公司各项费用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



2 锯切业务: 国产替代加速, 公司收购美特森夯实龙头地位、海外市场高速增长

2.1 双金属带锯条应用范围广、国产替代加速

双金属带锯条是金属切割加工必备的高效刀具。双金属锯条主要用于切割各种钢材和有色金属, 如铸铁、铸钢、轧制圆钢、方钢、管材, 具有切割精度高、表面质量好、切割效率高等特点。其制作工艺是将两种不同特性的合金钢焊接在一起, 再经机加工、热处理等一系列工艺制作而成的消耗性刀具, 其锯齿部分为一种金属, 其余部分为另一种金属, 按选材和生产工艺可主要又可以分为高速钢带锯条和硬质合金带锯条。

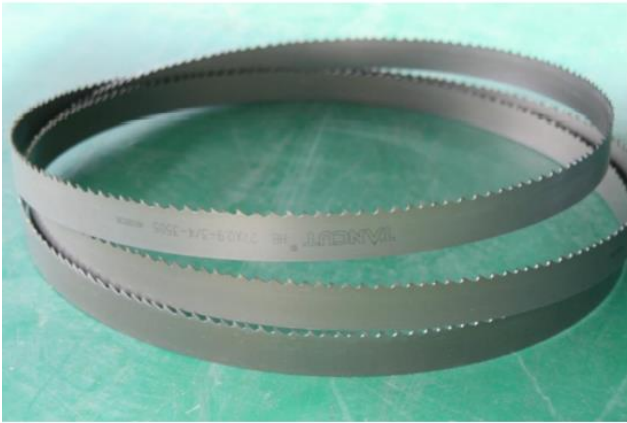
- 高速钢双金属带锯条是选用高速钢作齿部材料, 冷轧合金钢带作背部材料, 将两种材料焊接在一起, 再经机加工、热处理等工序制造的高性能锯条。
- 硬质合金带锯条是以硬质合金为齿材, 冷轧合金钢带为背材, 通过高频电阻焊将两种材料焊接在一起, 经磨齿等工序制作而成的高硬度带锯条。

图表 9: 双金属带锯条分类

产品类别	品牌名称	应用领域	产品图图示
高速钢双金属带锯条	“TANCUT 泰钜”; “JUSTCUT 嘉钜”; “AA”、“Fastre”; “FICUT 飞钜”; “LEAPCUT 立钜”	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	“TANCUT 泰钜”	航空航天、有色金属、核电等行业	

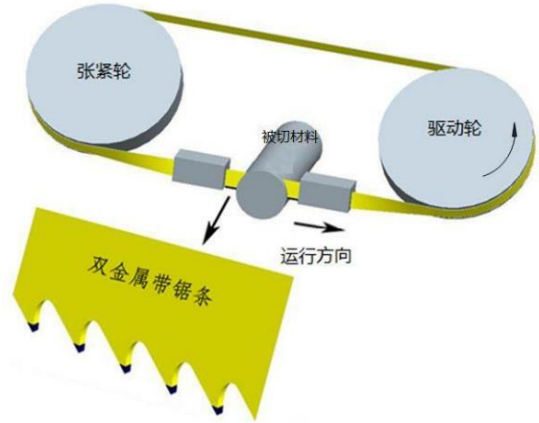
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 10: 金属带锯条



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 11: 双金属带锯条



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

双金属带锯条能够解决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, 较大幅度提高了带锯条的切割效率。

图表 12: 单金属锯条和双金属锯条的区别

产品	构成	区别
单金属带锯条	齿部材料和背部材料均为同种金属	1、 性能: 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。 2、 效率: 单金属锯条只能作直线往复运动, 回程不能切割材料; 而双金属带锯条可实现环状结构, 保持同一方向做循环不断的切割运动, 切割效率提高 50%。
双金属带锯条	使用两种以上材料: 齿部材料为高速钢或者硬质合金, 背部材料为冷轧合金	3、 成本: 单金属带锯条厚度大、切缝宽, 对加工材料耗损大, 成本高, 因此逐渐被双金属带锯条替代。

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

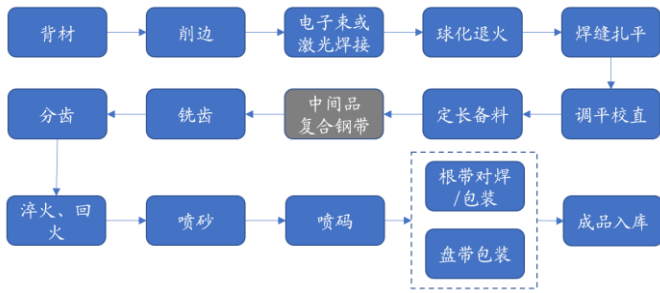
高速钢金属锯条应用于难加工的金属材, 硬质合金带锯条应用于高硬材料切割。高速钢含有钨、钼、铬、钒、钴等碳化物形成合金元素, 合金元素总量达 10~25%, 在高速切削产生高热情况下(约 500°C)仍能保持高的硬度, 具有良好的红硬性。在国内发展历程较长, 广泛用于切割碳钢、合金钢、结构钢、有色金属、不锈钢、模具钢等较难加工的金属材料。与高速钢双金属带锯条相比, 硬质合金带锯条具有以下特点: 1、硬质合金带锯条齿部硬度高、耐磨性优; 2、硬质合金带锯条切割效率高、精度高、寿命长。基于上述特点, 硬质合金带锯条主要适用于高速钢双金属带锯条无法切割的高硬材料和高效率切割, 如高温合金、高速钢等高硬材料, 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 13: 高速钢金属带锯条与硬质合金带锯条介绍

产品	构成	优势	应用范围
高速钢金属带锯条	高速钢作齿部材料, 冷轧合金钢带作背部材料	成本低	广泛用于切割碳钢、合金钢、结构钢、有色金属、不锈钢、模具钢等较难加工的金属材料
硬质合金带锯条	硬质合金作齿部材料, 冷轧合金钢带作背部材料	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	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

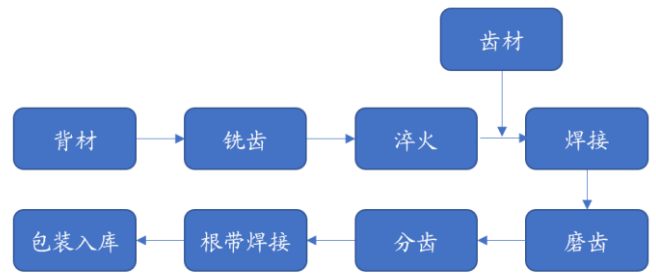
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 14: 高速钢金属锯条制造流程



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

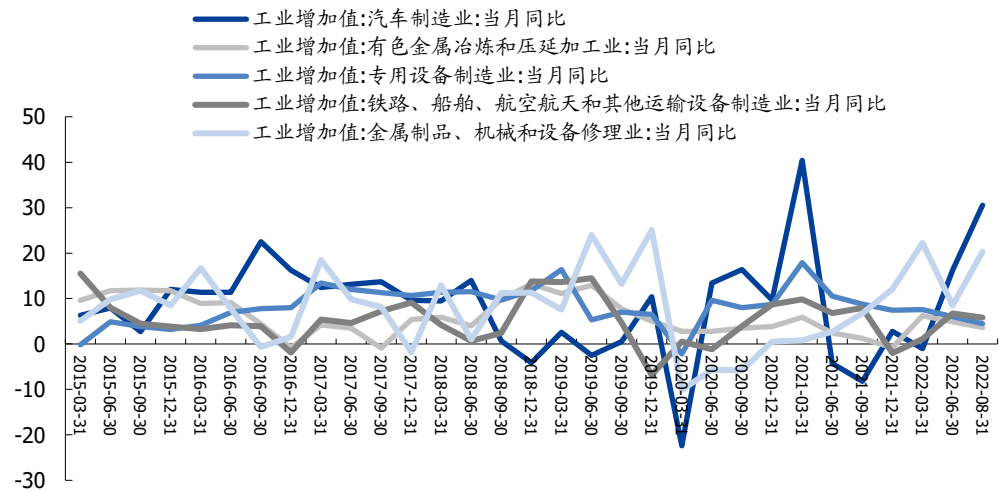
图表 15: 硬质合金带锯条制造流程



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

制造业景气度回升, 双金属带锯条需求增长。 高端制造业已经成长为推动我国经济发展的新引擎, 航空装备制造、核电装备制造、卫星装备制造、物联网相关装备、海洋工程装备和轨道交通装备等产业受到政策倾斜, 拉动上下游产业环节蓬勃发展, 双金属带锯条产品需求日益增长。

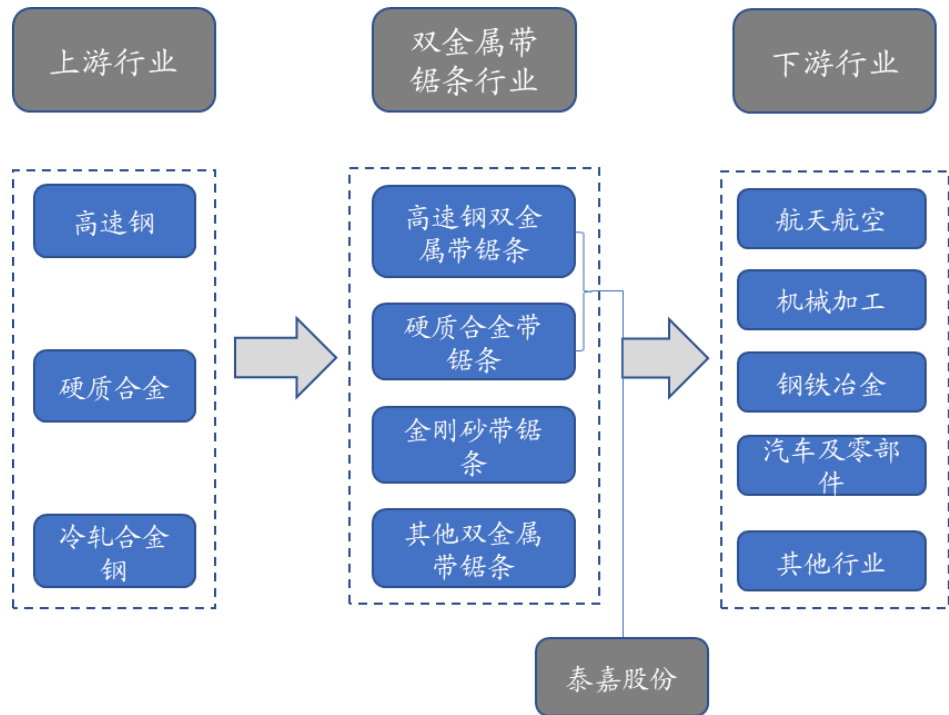
图表 16: 双金属带锯条下游行业工业增加值 (%)



资料来源: 中国海关, 国盛证券研究所

双金属带锯条应用范围广泛, 受单一行业波动的影响较小。 公司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。高速钢和硬质合金具有硬度高、耐磨性高等优点, 以上述两种金属为原料生产的高速钢丝和硬质合金颗粒是制作双金属带锯条齿材的重要原料; 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、模具加工、军工制造、轨道交通、大型锻造、航空航天、有色金属、核电等行业, 应用领域十分广阔。可见单个行业的波动对双金属带锯条的影响不大, 但是仍然受到整个制造业的景气程度的影响。

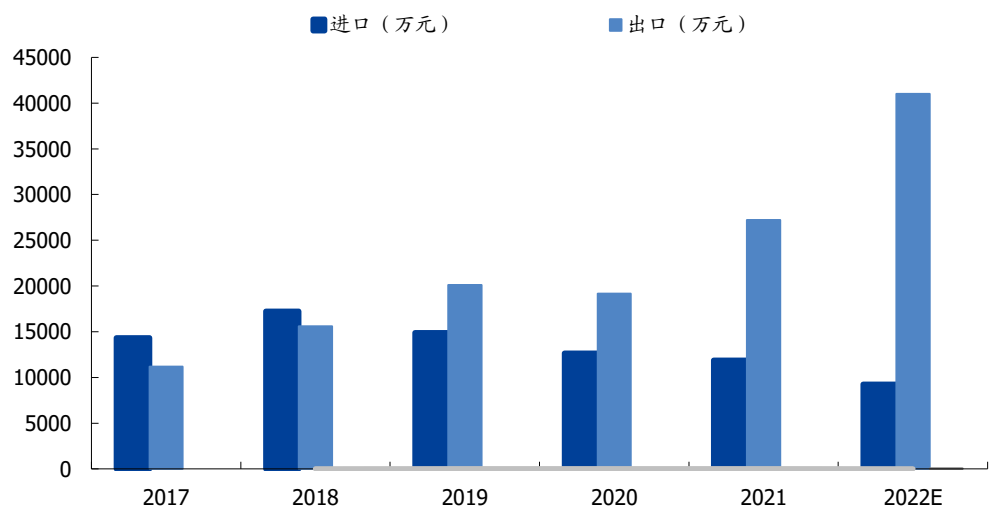
图表 17: 双金属带锯条产业链上下游



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

双金属带锯条国产替代趋势明显, 出口持续增加, 进口持续减少。国内厂商凭借优质的产品和服务、更有优势的产品价格与国外市场展开竞争, 逐步实现国产替代。根据中国海关数据显示: 2017年-2021年我国双金属带锯条的进口额从14339万下降到11875万, CAGR为-4%; 2017年-2021年我国双金属带锯条的出口额从11166万上升到27205万, CAGR为19%。2022年1-8月进口额为6173万, 取月平均值估计2022年全年进口额为9260万; 2022年1-8月出口额为27342万, 取月平均值估计2022年全年进口额为41013万, 预计净出口额将进一步拉大。

图表 18: 双金属带锯条进出口情况



资料来源: 中国海关, 国盛证券研究所

2.2 公司市占率领先，中高端市场国产品牌竞争力提升

公司市占率业内领先。我国的双金属锯条行业起始于二十世纪八十年代，最初技术和原材料完全依靠进口，国产产品停留在低端市场。海外品牌由于较早进入行业，在中高端市场占据领先地位，根据中国机床工具行业协会锯床分会数据，2004年以前欧美和日本品牌占据70%以上的市场份额。随着中国制造业走向高质量发展道路，国内品牌经过多年的发展与积累开始崭露头角，以更高质量的产品和更具优势的价格扭转国外垄断的局面。2021年泰嘉股份锯切业务市占率已达到国内第一，世界第三。

图表 19: 国外主要厂商简介

国外主要厂商	成立时间	主要业务
雷诺仕 (LENOX)	1915	美国雷诺仕公司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 (STARRET)	1880	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、锯类产品生产厂家之一，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)	1927	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条双金属带锯条产品。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)	1946	日本天田株式会社是一家专业生产金属加工机械的大型跨国公司，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。
威库斯 (WIKUS)	1958	德国威库斯公司是欧洲最大的锯条制造商之一，主要提供工具钢带锯条、双金属带锯条、硬质合金带锯条和金钢砂带锯条四种产品
罗特根 (RONTGEN)	1899	德国罗特根公司业务范围覆盖金属切割工具、金属切割工具测试设备等领域。公司的双金属带锯条和硬质合金带锯条用户遍布全球，是国际市场上主要的带锯条生产企业之一。

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 20: 国内主要厂商简介

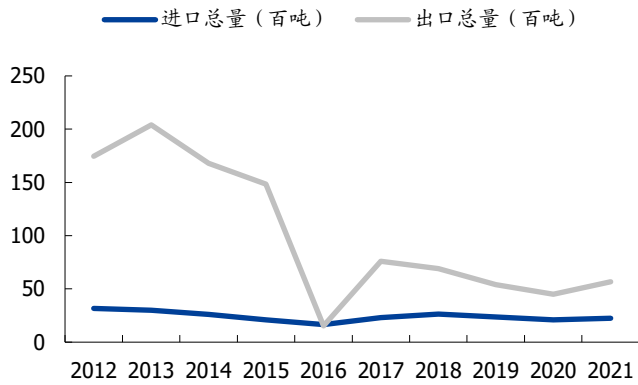
国内主要厂商	成立时间	主要业务
泰嘉股份	2003	金属加工锯切工具的研发、生产、销售和金属锯切技术服务，以及精密电子制造业务、消费电子产品
恒而达	1995	模切工具、锯切工具、裁切工具等金属切削工具研发、生产和销售
本溪工具股份有限公司	1998	研发、生产复合钢带、双金属带锯条、高精度硬质合金带锯条
本溪双金锯业有限公司	2003	双金属带锯条、带锯床的生产销售以及相关生产线的开发

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

低端市场竞争加剧，中高端市场国产品牌竞争力提升。锯条市场低端产品的竞争已趋于白热

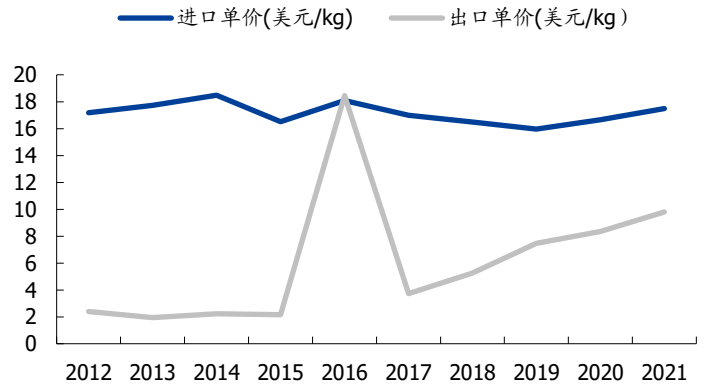
化，低价格薄利润成为企业业绩内耗的重要原因。国内企业开始以产品升级驱动市场份额提升，着眼行业中高端产品领域。随着金属切具行业的技术创新和产业升级，以泰嘉、恒而达一批国内企业率先在高端产品领域取得进展，产品覆盖带锯条中高端型产品，高端产品的销售比例逐年增长。2017年以来我国带锯条产品进口单价维持17.0美元/kg左右，出口单价由17年3.7美元/kg增长到21年9.7美元/kg，国产锯条产品竞争力稳定提高。

图表 21: 中国带锯条进出口总量



资料来源: United Nations Comtrade Database, 国盛证券研究所

图表 22: 中国带锯条进出口单价



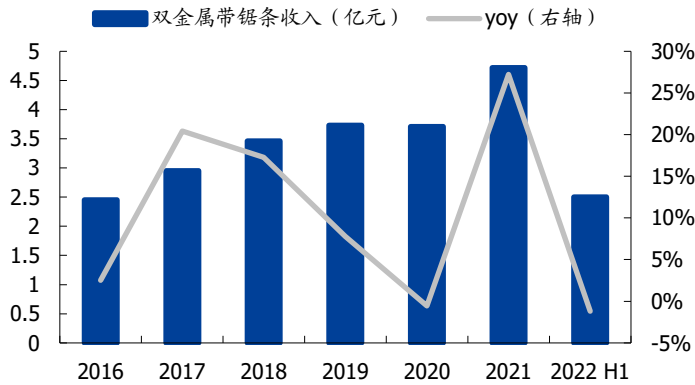
资料来源: United Nations Comtrade Database, 国盛证券研究所

2.3 公司产品矩阵齐全，市场布局完善，收购美特森推动市占率加速提升

公司产品矩阵齐全，为市场竞争奠定基础。作为锯条行业龙头企业，公司拥有两大产品种类、4大品牌、14个大系列及248种齿型，已构建优良的锯切产品结构，全面参与全球市场经济型、中端、高端产品竞争。后续将主要在以下方面着力：一是顺应工业快速发展带来的市场快速扩大的需求，发展经济型产品，满足需求的同时加速替代。二是加大高端产品的研发与推广力度，针对进口品牌占据的难切材料市场推出高端锯切产品，逐步替代。三是加快开发新产品，近年针对特殊的锯切需求，公司开发针对性的产品。

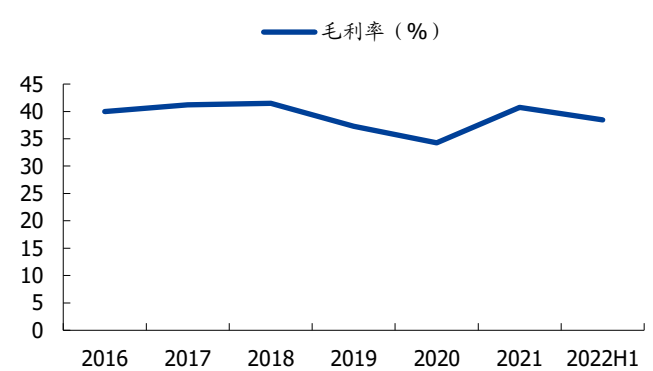
- 2021年，公司双金属带锯条业务实现营业收入4.72亿元，同比增长26.07%；2022年H1，公司双金属带锯条业务实现营业收入2.50亿元，同期营收基本持平。2020年公司双金属带锯条业务收入增速明显下滑主要系新冠疫情影响，随着2021年疫情形势缓和，业绩呈现反弹趋势；2022年上半年增速持平，主要系国内华东疫情以及宏观经济趋缓、制造业景气度下降导致国内市场整体趋缓，全年来看，海外市场因俄乌战争，导致欧洲产能供给短缺，公司出口有望维持高速增长，海外市场份额有望持续提升。
- 2021年，公司双金属带锯条业务毛利率40.73%，同比增长6.47pct；2022年上半年受到新冠疫情和大宗商品价格上涨的影响，毛利率略微下降至38.46%。公司双金属带锯条原材料之前主要依赖进口，单价较普通钢材更高，随着国内钢厂开始推进研发和批量生产，国产锯条原材料钢材替代明显加快。2021年公司钢带从国内供应商采购比例达七成左右，国产原材料价格优势将对产品毛利率产生积极影响。此外，由于海外市场基本无需提供售后服务，出口产品的毛利率水平较高，随着公司持续推进国际化战略，海外市场不断扩张，公司双金属带锯条业务毛利率水平有望得到改善。

图表 23: 公司双金属带锯条 2016-2022H1 营业收入及同比变动



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 公司双金属带锯条 2016-2022H1 业务毛利率



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所











公司高端产品表现良好, 竞争力显著提高。通过持续不断的新产品研发、产能建设和技改投入, 公司产品丰富, 结构优良, 高端产品的销售比例逐年增长, 为公司构建了基本的“护城河”, 也为公司参与市场全面竞争提供了核心竞争能力。由于公司上市后并未披露具体产品销售结构, 根据招股说明书, 2016 年公司高端产品营收已占比达到 22%; 2020 年高端泰钜系列产品销售收入同比增长 12.05%, 高端硬质合金带锯条销售额同比增长 36.92%。2021 年高端泰钜系列产品销售收入同比增长 8.84%, 高端硬质合金带锯条销售收入同比增长 57.88%, 中高端产品实现销售收入约 2.7 亿元, 同比增长 27%, 占公司带锯条销售收入的 59%; 2021 年中高端产品出口收入同比增长 75.80%。中高端产品营收增速较快, 国内高端市场市占率逐步提高, 相比国外企业已具有一定竞争力。

中低端市占率领先, 保持龙头地位。在不断拓展高端产品市场的同时, 公司积极布局中、低端市场, 针对锯条产品高消耗、需求大、需求多样化的特点, 公司提供多型号的经济型、中端锯条产品, 密切贴合客户需求, 在经济型产品市场上表现优异。

公司产品具备国际竞争力。在高速钢双金属带锯条领域, 衡量产品性能的指标主要有锯条的使用寿命、锯条寿命的稳定性以及锯条的使用效率。公司产品上述三项指标在国产产品中均处于行业领先地位, 并接近国际先进水平。(以使用寿命为例, 公司 41mm 以下尺寸的高端产品使用寿命已接近或超过部分规格的国际顶尖品牌产品, 41mm 以上尺寸产品的使用寿命与国际顶尖品牌产品的差距在逐步缩小, 已与进口产品展开直接竞争。)目前国内双金属带锯条生产企业主要生产 27mm~41mm 的中低端高速钢双金属带锯条, 公司同国内企业的竞争主要是在中低端市场, 竞争对手包括本溪工具股份有限公司、本溪双金锯业有限公司等; 在高端市场, 公司的竞争对手主要为国外企业, 如美国的雷诺仕 (LENOX)、施泰力 (Starrett) 和多尔 (DOALL), 日本的天田株式会社 (AMADA), 瑞典的百固 (BAHCO), 德国的威库斯 (WIKUS)、埃贝尔 (EBERLE)、罗特根 (RONTGEN) 等。

图表 25: 公司主要产品情况

种类	型号	产品定位	产品介绍	产品图示	适用领域
双金属带锯条	TANCUT 泰钜	TANCUT 泰钜高性能型	齿材采用特种高速钢, 耐磨性、红硬性优异; 采用深齿沟设计。齿尖的高耐磨性和高耐热性满足高效锯切的需求。		适合于锯切多种难切材料。
		TANCUT-SHD 涂层高性能型			适合于锯切多种难切材料。
	TTCUT	TTCUT 厚壁管专用型	专为厚壁管材料定制的齿形。		尤其适用于厚壁材料和成束厚壁钢构件的锯切。
	HVCUT	HVCUT 钢构件专用型	专为钢构件材料设计的齿形, 根据不同锯齿的特性进行针对性设计。		尤其适用于钢构件材料的锯切。
AA	AA 优质通用型	中端	采用自主知识产权的热处理工艺生产; 拥有多系列规格选择, 使用范围非常广泛。		通用型, 适用范围广泛。

硬质合金带锯条	FICUT 飞钹	FICUT 飞钹标准通用型	经济型	高性价比的通用型产品系列。		适用于中、小型尺寸的普通材料。	
	DTCUT	DTCUT 高低齿型	中端	高低齿齿形设计；具有高的穿透性和高分层能力。		适合大型难加工实心材料的锯切。	
		DTCUT-SHD 涂层高低齿型		齿尖的高耐磨性和高耐热性满足高效锯切的需求。		适合大型难加工实心材料的锯切。	
	MTCUT	MTCUT 精密磨齿型	中端	采用国家发明专利工艺制造；能有效减少锯切振动，提高带锯条耐用性。		适用于大尺寸模具钢、不锈钢、工具钢等难切材料加工。	
		MTCUT-SHD 涂层磨齿型		齿尖的高耐磨性和高耐热性满足高效锯切的需求。		适用于大尺寸模具钢、不锈钢、工具钢等难切材料加工。	
	PROCUT	PROCUT-AA 抗拉齿型	中端	抗拉齿设计；先进的热处理工艺和齿形优化组合。		适合于型管材、型材及成束材料的锯切。	
		PROCUT-EX 抗拉齿型		抗拉齿设计，能有效减少成排拉齿现象的发生。		适合大中型管材、型材的成束锯切。	
		PROCUT-FT 抗拉齿型	经济型	高性价比的通用型抗拉齿产品。		适合于普通材质中小型管材、型材和成束材料的锯切。	
	硬质合金带锯条	CB	CB-X925 高温合金专用型	高端	多层分齿型设计，专为锯切高温合金大型工件优化。		适用于大型高温合金。
CB-MP 通用分齿型			采用三层分齿设计和先进的齿尖焊接工艺、背材热处理工艺。				适用于普通带锯床上的锯切应用。
CB-PRO 多层分齿型			多层设计，叠加高精度的齿尖磨削技术和分齿技术。				针对难切材料设计。
TCB		TCB-WOOD 木工专用型	高端	采用高端进口亚细晶硬质合金刀头和国际一流进口设备生产。		木质材料。	
		TCB-MP 通用不分齿型		高精度的齿尖磨削技术和不分齿齿形设计，通用性较强。			通用型，适用范围广泛。
		TCB-PRO AL 多层不分齿型		专为高速切削设计；通过特殊齿型设计、齿尖焊接、热处理工艺等提升产品性能。			

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

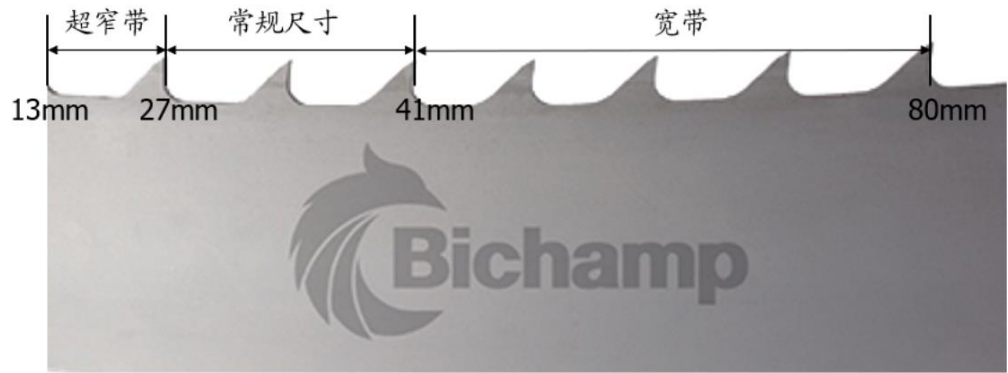
产品规格丰富，生产技术领先。在带锯条生产领域，宽度在 27mm~41mm 之间的锯条属于常规尺寸产品；宽度小于 27mm 的锯条属于超窄带，主要用于精度较高的锯切；宽度大于 41mm 的锯条属于宽带，主要用于特种锯切；超窄带和宽带的生产、加工难度较大，技术含量较高。目前国内大部分中小规模生产厂商仅能在 27mm~41mm 范围内生产少数几种标准规格锯条；部分优秀企业可生产 27mm~41mm 毫米范围内全部规格产品；少数几家行业领先企业具备超窄带和宽带生产能力。经过多年自主创新和产品开发，公司具有全尺寸生产能力，产品覆盖了从 13mm 超窄带至 80mm 宽带范围内全部规格的产品，同时也是国内少数有能力生产 13mm 超窄带和 80mm 宽带的企业。

图表 26: 产品生产规格分类

规格	类型	技术难度	适用范围	生产企业
<27mm	超窄带	大	精度较高的锯切	少数行业领先企业
27~41mm	常规尺寸	常规	常规锯切	大部分可生产少数几种规格，部分优秀企业可生产全部规格
41~80mm	宽带	大	特种锯切	少数行业领先企业

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 27: 产品尺寸图

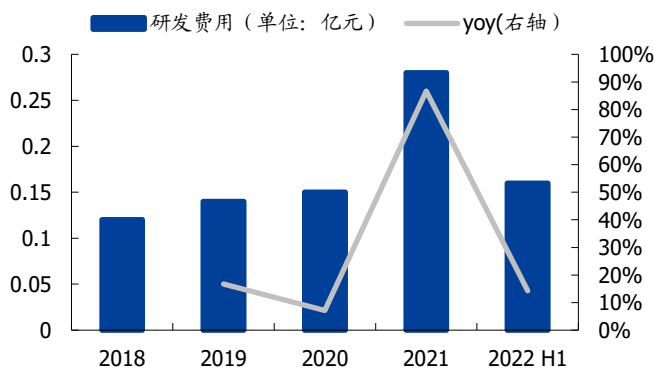


全尺寸生产覆盖

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

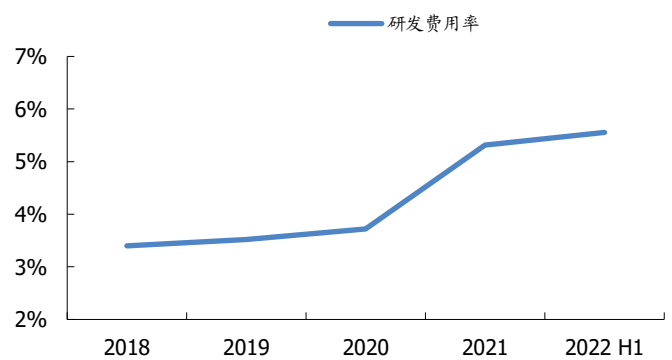
公司加大研发投入, 打造核心竞争力。2018年-2022年H1, 公司持续加大研发投入, 研发费用率从3.32%提升至5.55%, 呈现持续上升的态势, 其中, 2021年研发费用达0.28亿元, 同比增长高达91.79%; 2022年H1, 研发费用已达到0.16亿元, 同比增长14.29%。研发投入的持续扩大使得公司在国内同行形成了明显的优势: 1) 平台优势, 公司建立了高端锯切工具用特殊钢基材湖南省工程研究中心、湖南省高速高效双金属锯切工程技术研究中心, 并获批建立了国家级博士后科研工作站, 上述平台在产品创新、工艺创新、成果转化、人才培养等方面发挥了重要作用; 2) 人才优势, 公司建有一支高学历的研发队伍, 并聘用多位国际行业专家作为指导; 3) 技术优势, 近年来在产品、工艺研发方面形成多项具有国际先进水平的成果; 4) 体系优势, 建有完备的研发管理与运行机制。2022年上半年, 公司共计申请专利3项, 其中发明专利3项, 实用新型0项; 获授权专利18项, 其中发明专利8项, 实用新型10项。截至2022年6月, 公司有效专利数共计114项, 其中发明专利53项, 实用新型60项, 外观专利1项, 专利数量领先同行。

图表 28: 公司历年研发费用及同比变动



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 2018-2022H1 公司研发费用率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 公司获奖情况



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

系统管理增强客户粘性, 技术服务支持营销升级。公司以锯切技术学院为核心支持, 建立了三级技术服务体系, 致力于解决用户在售前、售中、售后过程中面临的锯切难题, 优化了客户购买体验。2018 年, 三级技术服务系统全年开展一级技术服务 25 次, 锯切学院主办培训班 12 期, 有效增加了客户粘性。公司还建立了网络销售平台与 CRM 系统, 拥有 300 多家产品经销服务商, 并在华东区和华北区建立了物流配送中心和技术服务中心, 实现了线上线下一体化联动, 快速反应。

图表 31: 公司服务体系与市场布局



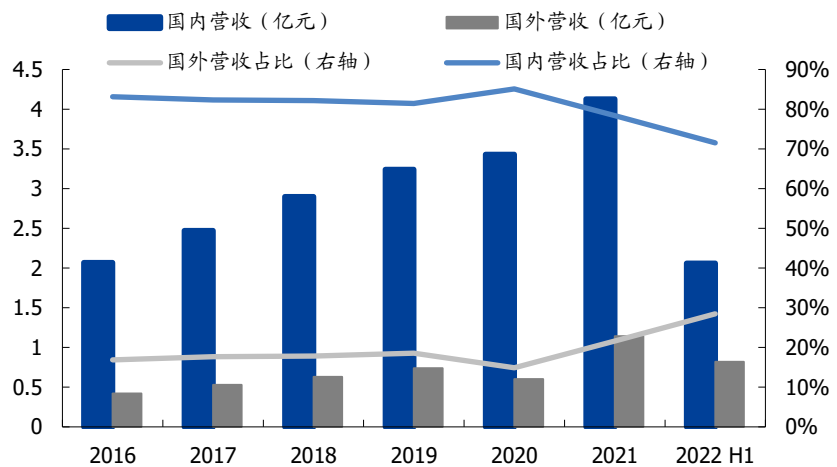
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司市场布局完善, 国内外协同发展取得突破。公司坚持国内+国际协同发展, 深耕欧美市场, 拓展南亚、东南亚市场, 目前在 40 个国家和地区拥有销售服务网络, 全国设立 7 大营销服务中心, 拥有 300 家国内特约经销商。目前公司已与中国航天等下游部分知

名厂商建立长期合作关系。

公司海外市场有望维持高速增长。公司实施国际化发展战略，构建全球营销服务网络，随着国际化战略的深入推进，公司已相继在香港、荷兰、德国、印度布局，在加拿大、新西兰、日本、韩国等地拥有品牌独家代理，全球化布局初现，其中参股德国 AKG 公司，建立了辐射欧美的基地，充分发挥研发、生产、销售等领域的深度协同效应；投资印度子公司，建立了拓展“一带一路”市场的服务平台。2021年，公司海外市场克服疫情影响，在中高端产品推广、自有品牌市场培育和开发、新客户拓展等均取得突破，成为2021年重要增量市场，2021年，公司实现营业收入5.26亿元，同比增长30.64%，其中，国内实现营业收入4.13亿元，同比增长20.24%；海外市场实现收入1.13亿元，同比增长90.36%，出口收入占比为21.60%。2022年H1，公司实现营业收入2.88亿元，其中，国内实现营业收入2.06亿元，同比增长0.51%；海外市场实现收入0.82亿元，同比增长73.34%，出口占比为28.39%，公司2022上半年国内营收基本持平，海外市场成为主要的业绩增长点。全年来看，海外市场因俄乌战争，导致欧洲产能供给短缺，公司出口有望维持高速增长，海外市场份额有望持续提升。

图表 32: 国内外营业收入及占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购美特森, 发挥协同效应, 推动公司市占率加速提升。今年10月, 公司为推进锯切业务“双五十”发展战略, 以1.15亿元收购美特森100%的股权。美特森成立于2018年10月, 主营业务为双金属带锯条研发、生产和销售。美特森具备低投资成本和高运营效率的经营优势, 低制造成本和优质产品的性价比竞争优势, 同时地处发达的工业大省江苏、沿海城市连云港, 具有较好的市场地域优势、人才优势和人力资源成本的相对优势, 具有较大的发展潜力和成长空间。公司收购美特森能通过资源整合和协同发展, 充分发挥整合带来的规模优势、协同优势, 在产能布局、制造能力、营销网络、供应链管理、技术研发等方面产生互补协同价值, 有助于公司快速提高带锯条产能, 丰富产品类别, 进一步提高公司市场竞争力, 快速提升市占率。

图表 33: 收购美特森的股权变动

股东名称	出资额 (万元)	持股比例
收购前		
宋江华	1,400	70%
肖建民	600	30%
收购后		
泰嘉股份	2,000	100%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 美特森主要财务数据

项目 (万元)	2021年	2022年H1
资产总额	9,474.44	10,874.20
负债总额	6,523.24	7,362.54
净资产	2,951.21	3,511.66
营业收入	6,188.43	3,210.81
营业利润	1,083.11	393.37
净利润	925.2	370.45
净经营现金流	1,201.20	933.77

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3 第二成长曲线：收购雅达，进军消费电子和新能源电源业务

3.1 雅达为消费电子、新能源电源领先企业

罗定雅达为消费电子、新能源电源行业领先企业，市场地位突出。罗定雅达成立于1995年，自成立之日起，公司即专注于电源产品，逐渐成为全球主要消费电子电源生产基地之一，在全球电源行业有着突出的品牌知名度和市场地位优势。公司主营业务为消费电子产品的研发、生产和销售，同时也布局新能源电源领域，产品品类丰富，业务范围涵盖消费性电子电源、高频开关式电源、汽车电源、电线产品、磁性电子元件及其配件，具有突出的产品品质保障和研发能力。公司产品生产规模大、供应效率高，优异的产品质量和供货能力使公司赢得了众多国内外知名品牌客户的信赖，成为苹果、华为等多家世界500强及消费电子行业顶尖企业的供应商。

深圳雅达主要向罗定雅达提供配套服务。深圳雅达成立于2019年，由罗定雅达前母公司 Consumer HK 出资设立，主营业务是向罗定雅达提供配套服务，业务范围主要为充电领域，其所有销售收入均来自对罗定雅达的服务费。

图表 35: 罗定雅达历史沿革



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

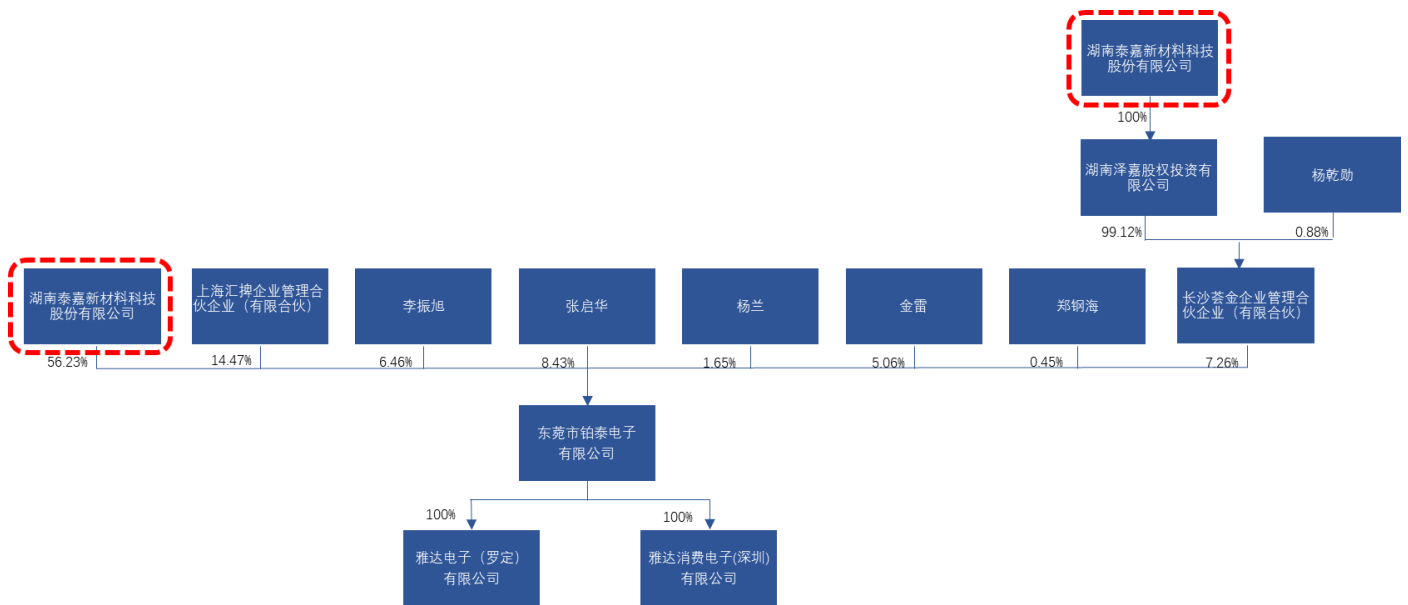
罗定雅达历史悠久，在电源行业积淀深厚。罗定雅达成立近30年来，历经三次股权收购转让，但始终专注于电源产品的生产销售，通过不断积淀行业经验与客户资源，发展成为全球消费电子电源行业的领先企业之一。

- 罗定雅达成立于1995年，由雅达国际出资150万美元设立，作为雅达能源（Astec Power）电源转换产品的中国制造基地。雅达能源是全球领先的电源公司，能够提供从1w-6kw的AC/DC、DC/DC电源转换产品，其在1996年实现了约6亿美元的营业收入。
- 1999年，雅达能源被全球电源行业头部企业爱默生电气（EMERSON ELECTRIC）收购。作为艾默生在中国的主要生产基地，雅达的产品品类涵盖了包括UPS电源、模块电源、通讯电源在内的各类电源，具有深厚的技术储备和产品生产能力。2000-2007年间，雅达国际陆续对罗定雅达进行增资，注册资本逐渐提升至1490万美元。
- 2019年6月，Consumer HK（股东为美国铂金基金）出资设立深圳雅达，注册资本50万美元，深圳雅达的主要业务是向罗定雅达提供配套服务。
- 2019年8月，雅达国际与Consumer HK签订股权转让协议，将其持有的罗定雅达100%股权转让给Consumer HK。转让完成后，Consumer HK同时持有罗定雅达和深圳雅达100%股权。
- 2021年6月及8月，铂金基金通过Consumer HK与铂泰电子（泰嘉股份控股公司）签订股权转让协议，将其持有100%股权的罗定雅达和深圳雅达相继转让给铂泰电子。此时，通过铂泰电子，泰嘉股份间接持有雅达罗定和雅达深圳各47.6%的股权。

成为两家公司的主要股东。同年7月，泰嘉股份与铂泰电子、罗定雅达、深圳雅达共同签署战略合作协议，拟就消费电子领域的业务协同、技术研发、资源共享、资本运营等多个领域深入合作，并取得同等条件下优先参与铂泰电子及其各子公司后续股权融资的权利。

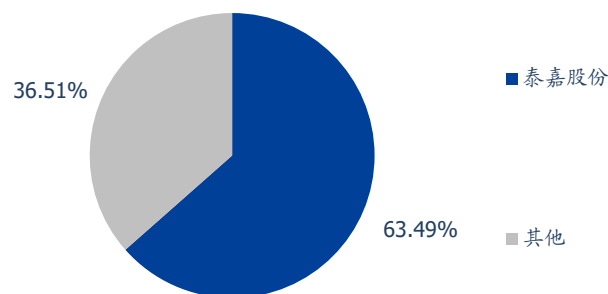
- 2022年9月，泰嘉股份发布公告，其控制的长沙荟金以现金方式对罗定雅达、深圳雅达的母公司——铂泰电子进行增资，增资后长沙荟金直接持有铂泰电子8%股权。此前，泰嘉股份已通过海容基金持有铂泰电子48.08%表决权，本次交易完成后，泰嘉股份通过海容基金和长沙荟金合计持有铂泰电子52.23%表决权，实现对铂泰电子的控制，并将铂泰电子纳入合并报表范围。
- 2022年10月，泰嘉股份通过受让海容基金（占铂泰电子44.23%的股权）、郑钢海（占铂泰电子4.04%的股权）、李振旭（占铂泰电子3.50%的股权）的股权，公司将直接持有铂泰电子51.77%股权，有助于公司加强对铂泰电子的控制和整合优化资源配置。同时，在本次受让完成后，公司计划解散海容基金，有助于公司降低经营管理成本和提高运营效率。此外，公司拟以东莞消费电子业务研发基地的实物资产和无形资产对铂泰电子进行增资，增资完成后，公司将直接持有铂泰电子56.23%股权。叠加公司控制的长沙荟金持股7.26%，公司合计持股比例为63.49%。

图表 36: 罗定雅达/深圳雅达股权结构图



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

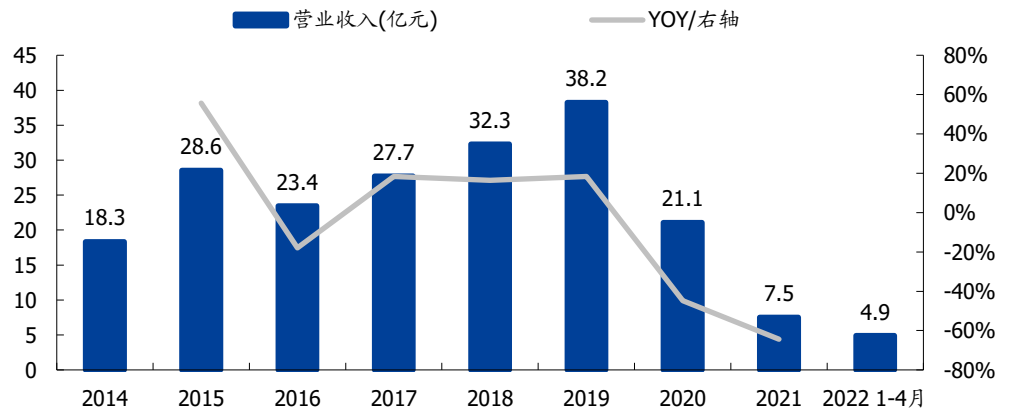
图表 37: 交易完成后，泰嘉股份将持有铂泰电子 63.49% 股权



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

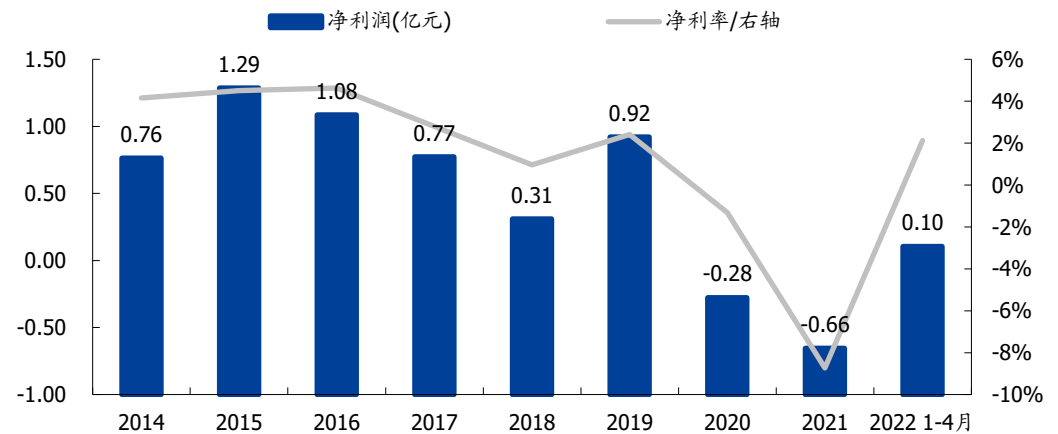
2014-2021年，公司作为电源充电器重要供应商，累计收入近**200亿元**。罗定雅达在2014-2021年8年间，累计实现营业收入接近200亿元，除2021年不足10亿元以外，其他年份营收都在18亿元以上。2020-2021上半年，部分低功率型号充电器（5W）产品逐渐退出市场，公司重要客户的手机产品不再标配充电器，外加原股东方寻求出售雅达，公司在业务上采取收缩策略，导致公司订单、销售收入和净利率同时出现下滑。2021年Q4，被泰嘉股份控股公司——铂泰电子收购后，受益于母公司积极扩张、控费增效的整合策略，雅达重新赢得重要客户的信任，订单逐步恢复，产能利用率上升，公司业务企稳向好。2022年1-4月，罗定雅达实现营业收入**4.9亿元**，净利润**1042.35万元**。

图表 38: 罗定雅达 2014-2022 年 4 月营业收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 罗定雅达 2014-2022 年 4 月净利润及净利率





资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 雅达产品矩阵丰富，技术与客户优势突出

公司主营产品为消费电子、新能源领域电源，品牌和市场地位行业领先。罗定雅达作为铂泰电子的全资子公司，曾经属于世界 500 强企业、全球电源行业巨头美国艾默生公司的全资子公司，是全球消费电子电源行业的领先企业之一。罗定雅达拥有接近 30 年的技术积累和行业经验，产品和技术成熟度高，在全球电源行业有着突出的品牌知名度和市场地位优势，与全球一线消费电子品牌长期保持合作和供应关系。公司电源类产品包含

充电器及适配器、定制电源以及变压器等在内的电源供应器产品，广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、通信基站、工业及医疗等行业。目前，公司生产的产品型号超过 1000 余种。

图表 40: 罗定雅达主要产品及功能

产品类别	代表产品	产品功能	产品图片
充电器及适配器	手机、平板电脑充电器	用于手机、平板电脑等消费类电子产品的充电	
定制电源	开关电源	用于工业、通讯或服务器产品的电源模块	
变压器	服务器类变压器	交流转直流，高压转低压	
	通讯电源类变压器	交流转直流，高压转低压	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

产品研发测试能力突出，实验室与测试平台行业领先。罗定雅达拥有国内领先的电源研发实验室和测试平台，满足各个功率段电源产品的研发需求。公司各类产品可靠性检测试验设备累计 60 余台，涵盖了电磁兼容、机械、电性能测试以及各类环境试验，能够充分暴露产品在不同应力下的质量表现、失效模式和失效机理，监控产品变异，为产品可靠性提供有效保障。目前，公司已通过了中国、美国、欧盟、日本、德国、澳大利亚、新加坡、瑞士等多个国家和地区电源产品的安规认证。同时，取得的汽车行业 IATF16949 技术规范认证（认证范围：电源）使得公司能够向车载电源领域进行业务拓展。

图表 41: 罗定雅达生产车间

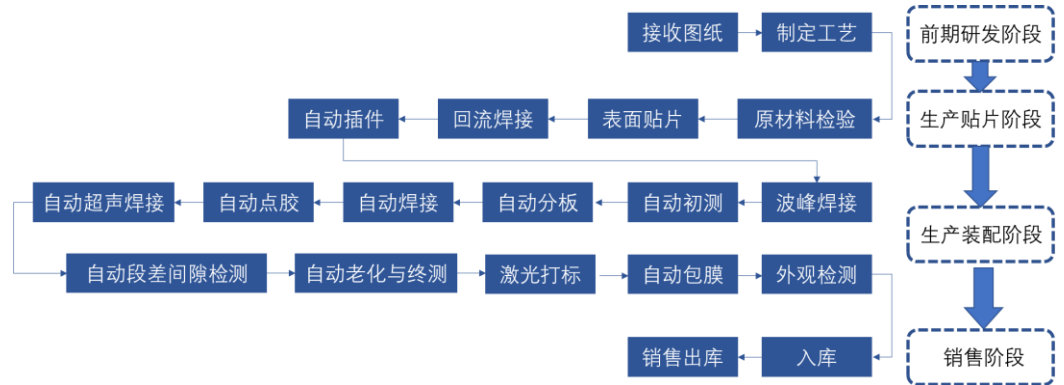


资料来源: 泰嘉股份公众号, 国盛证券研究所

公司拥有先进大规模制造能力，快速响应客户需求。消费电子配件行业产品多品种、跨品类、多工序的特点，要求企业拥有大规模制造能力的同时，能够快速响应客户需求，灵活调整生产计划。罗定雅达拥有高度自动化的电源成品生产线，充电器年产能力最高可达 1.6 亿只，全球出货量累计超过 20 亿只，在中国大陆充电器制造基地中排名前列。

公司具备 SMT、磁性元器件、线缆等核心零组件自制能力，可以为客户提供电源一站式解决方案。同时，公司经过多年经验积累，已形成能够满足全球知名消费电子品牌需求的快速响应能力和灵活调整生产计划、管控成本的柔性化生产能力，能够持续实践精益生产和数字化转型，改善和提升运营效率。

图表 42: 罗定雅达主要产品生产流程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司主要客户为华为、苹果等消费电子头部企业，高质量产品助力客户持续开拓。消费电子头部客户对供应商要求严苛，认证周期长，通常只会考虑业内头部的电源厂商。公司凭借多年稳定、先进的大规模制造能力和良好的声誉，赢得了众多国内外知名品牌客户的信赖，已与多家世界 500 强及业内顶尖企业建立了合作关系，包括苹果、华为、惠普、美国先进能源等消费电子行业头部客户。今年以来，公司客户持续拓展，雅达电子斩获华为 TQC/CEG 颁发的“2021 年度精益改善奖”，该奖项重点对 OEM/ODM 企业的精益管理、质量控制、客户支持方面进行综合评价，雅达电子在多家供应商中总成绩排名第一。

图表 43: 2022 年 1-4 月雅达公司前五大客户销售情况

客户名称	销售内容	销售金额 (万元)
客户甲	充电器、大屏电源	18,847.94
客户乙	充电器	17,431.12
客户丙	充电器	10,041.77
中山雅特生科技有限公司	变压器加工	1,973.69
Intra Brands Limited	充电器	952.73
合计		49,247.24

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 罗定雅达主要客户



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4 盈利预测与投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。公司为国内锯切工具龙头，在国产替代趋势下充分受益，在俄乌战争背景下海外市场有望维持高速增长，市占率已达国内第一、世界第三；同时，消费电子布局顺畅，收购雅达有望显著拉升公司业绩。我们预计2022-2024年公司实现营业收入10.8、31.7、41.2亿元，同比增长104.6%、194.4%、29.8%；实现归母净利润1.04、1.97、2.73亿元，同比增长48.8%、89.4%、38.7%，对应PE为37.6X、19.9X、14.3X。考虑到公司在锯条领域的绝对龙头地位，同时消费电子与新能源电源业务有望快速放量，公司理应享受一定的龙头估值溢价以及成长估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 45: 盈利预测

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	403.18	526.70	1,077.78	3,173.18	4,119.20
YOY	1.27%	30.64%	104.63%	194.42%	29.81%
毛利率	34.24%	40.53%	28.03%	22.75%	24.19%
双金属带锯条业务					
收入	370.73	472.23	603.27	754.17	975.77
YOY	-0.53%	27.38%	27.75%	25.01%	29.38%
毛利率	34.26%	40.73%	40.00%	40.00%	41.00%
国内营收		354.17	396.67	444.27	510.92
YOY			12%	12%	15%
国内占比		75.00%	65.75%	58.91%	52.36%
国外营收		118.06	206.60	309.90	464.85
YOY			75%	50%	50%
国外占比		25.00%	34.25%	41.09%	47.64%
消费电子业务					
收入			1,600.00	2,320.00	3,016.00
YOY			113.03%	45.00%	30.00%
毛利率			8.00%	16.50%	18.20%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 可比公司估值对比 (亿元)

证券简称	总市值	2022E 净利润	2023E 净利润	2024E 净利润	2022E YOY	2023E YOY	2024E YOY	2022E PE	2023E PE	2024E PE
欧陆通	47.10	1.04	2.53	4.07	-6.4%	143.3%	60.7%	45.4	18.6	11.6
可立克	85.38	2.13	3.40	5.08	708.9%	59.8%	49.5%	40.2	25.1	16.8
恒而达	38.82	1.23	1.54	1.94	14.2%	25.2%	26.0%	31.6	25.2	20.0
平均值								39.0	23.0	16.1
泰嘉股份	39.08	1.04	1.97	2.73	48.8%	89.4%	38.7%	37.6	19.9	14.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 欧陆通、可立克、恒而达均选自2022年10月21日Wind一致预测。)

风险提示

锯条下游市场需求不及预期。公司产品双金属带锯条为工业生产环节的重要部件之一，主要切割对象是各类钢材及有色金属，广泛应用于钢铁冶金、汽车零部件、机械加工、航空航天等行业，与国民经济紧密相关。如果宏观经济整体景气度下行，制造业增速放缓，将会导致双金属锯条需求下滑。

产品研发不及预期。双金属带锯条处于技术密集型行业，新产品从研发到最终实现产业化过程中存在较多不确定因素，若发生研究方向错误、技术难题无法攻克、产业化无法实施、技术人才流失或被竞争对手技术赶超等情况，将会对公司业务造成不利影响。

国外业务拓展不及预期。2021年公司锯条业务出口收入占比为21.60%，如果出现疫情反复、国际贸易摩擦加剧等不利因素，出口风险或将进一步增大，将对公司收入和盈利产生一定影响。

消费电子市场开扩不及预期。消费电子为公司布局的新领域，其下游行业品牌集中度较高，子公司雅达目前主要客户为该行业规模较大的头部企业，对公司产品需求量也较大，导致公司客户相对集中。若头部客户因消费电子市场低迷等原因对公司产品的需求大幅下降，则会对公司业绩产生不利影响。

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

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

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

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