

选矿备件新品放量在即，矿山机械+矿山投资共驱“双轮发展”

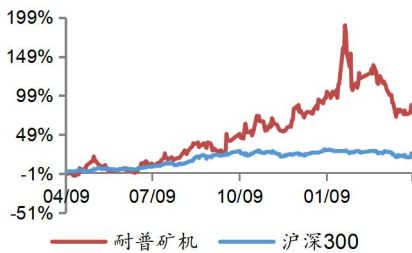
投资评级：增持

首次覆盖

报告日期：2026-04-09

收盘价 (元)	36.52
近 12 个月最高/最低 (元)	59.95/18.56
总股本 (百万股)	169
流通股本 (百万股)	109
流通股比例 (%)	64.87
总市值 (亿元)	62
流通市值 (亿元)	40

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王璐

执业证书号：S0010525040001

电话：18301818122

邮箱：wanglu1@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **耐普矿机：深耕矿山耐磨备件领域，矿山机械+矿山投资共驱“双轮发展”**
耐普矿机是国内矿山耐磨备件领域领先公司，于 2020 年在深交所上市，公司产品应用于金属矿山选矿环节，矿用橡胶耐磨备件为公司核心产品，2025 年新增锻造复合衬板产品在下游客户端试用，后续放量在即；2025 年提出矿山机械+矿山投资“双轮发展”战略。2024 年公司实现收入 11.22 亿元，其中矿用耐磨备件占比 55%、工程 EPC 业务占比 18%；国内收入占比 32%、海外收入占比 68%；2024 年实现归母净利润 1.16 亿元，同比+45%。
- **制造主业：矿山耐磨备件业务稳定增长，海外基地持续拓展**
矿山耐磨备件绑定下游选矿设备，耗材属性支撑需求稳健增长。矿山耐磨备件属于矿山机械行业，需求与全球矿业投资联动，预计 2026 年全球矿山机械市场空间 1407 亿美元，2023-2033 年复合增速 5.7%。公司产品需求 70% 来自铜矿客户，受到铜金属产量的影响；自 2017 年以来，铜矿企业资本开支开启上行通道，带动选矿设备需求开启新一轮上行周期。公司新产品高合金锻造复合衬板将在 2026 年进入放量窗口期。同时，公司持续拓展海外基地，2024 年海外收入占比 68%，预计公司的智利、秘鲁工厂在 2026、2027 年陆续投产，等两大工厂全部投产后，公司全球产能达 25-30 亿元。
- **矿山投资：2025 年起公司新增矿山投资战略布局**
2025 年 5 月公司公告拟投资哥伦比亚 Alacran 铜金银矿，Alacran 铜金银矿床保有资源量矿石量约 98.27 百万吨，铜品位 0.41%、金品位 0.24 克/吨、银品位 2.71 克/吨，按照 2026 年 1 月铜、黄金、白银市场价，大概储量总价值 500 亿元左右。公司原计划在矿山投资之余，投建子公司为其提供设备+EPC+运维服务。由于收购协议条款发生实质性变化，公司于 2026 年 2 月公告终止投资。从战略角度出发，公司会继续实施双轮发展战略，继续关注矿产资源领域的投资机会，优先考虑中亚、东南亚等政局较稳定的国家和地区，同时结合公司的风险承受能力去做合适规模的投资。
- **投资建议**
我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 9.5/12.1/16.0 亿元，同比 -15.6%/+27.7%/+32.1%，归母净利润分别为 1.0/1.5/2.3 亿元，同比 -13.1%/+50.4%/+51.4%，对应 PE 估值 57/38/25 倍。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示**
矿业固定资产投资减少风险；主要原材料价格波动风险；海外经营风险；汇率波动风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11.2	9.5	12.1	16.0
收入同比 (%)	19.6%	-15.6%	27.7%	32.1%
归属母公司净利润	1.2	1.0	1.5	2.3
净利润同比 (%)	45.5%	-13.1%	50.4%	51.4%
毛利率 (%)	37.4%	41.4%	42.7%	43.7%
ROE (%)	7.4%	6.2%	8.8%	12.1%
每股收益 (元)	0.76	0.60	0.90	1.37
P/E	35.61	57.39	38.15	25.19
P/B	2.72	3.58	3.35	3.04
EV/EBITDA	18.89	19.65	15.01	11.39

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 耐普矿机：深耕选矿备件赛道，全球化布局驱动公司成长	6
1.1 公司介绍：选矿备件领先企业，矿山机械+矿山投资驱动“双轮发展”	6
1.2 股权结构：股权结构稳定，海外基地多点布局构建全球服务能力	8
1.3 财务分析：矿山机械制造主业稳健增长，EPC 业务具有波动性	8
2 选矿备件行业：矿业周期上行叠加资本开支共振，耗材属性支撑需求稳健增长	12
2.1 矿山机械：与全球矿业投资需求高度联动，格局较为集中	12
2.2 选矿备件：绑定下游矿山及选矿设备，耗材属性+海外驱动	16
2.3 需求分析：铜价与矿山资本开支共振上行，矿山备件需求平稳增长	17
3 公司逻辑：矿山机械+矿山投资共驱“双轮发展”	22
3.1 制造主业：新型锻造复合衬板放量在即+海外基地持续拓展	22
3.2 矿山投资：公司坚持双轮发展战略，优先考虑政治稳定地区进行适度矿山投资	25
4 盈利预测与公司估值	28
4.1 盈利预测	28
4.2 估值	29
风险提示	30
财务报表与盈利预测	31

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 金属矿石采选流程及所涉及设备	7
图表 3 公司主营业务构成	7
图表 4 公司 2024 年收入结构 (%)	8
图表 5 公司 2022 年-2025H1 主营收入构成 (%)	8
图表 6 股权结构图 (截至 2025 年三季报)	8
图表 7 2019-2025 前三季度 EPC 收入对总营收影响	9
图表 8 2019-2025 前三季度公司归母净利润及增速	9
图表 9 2019-2025 前三季度 EPC 收入及增速	10
图表 10 2019-2025 前三季度橡胶备件收入及增速	10
图表 11 2020-2025 前三季度公司营业收入及增速	10
图表 12 2020-2025 前三季度公司归母净利润及增速	10
图表 13 2020-2025 前三季度公司毛利率及净利率	11
图表 14 2020-2024 年公司国内外营收占比	11
图表 15 矿山机械一般包括采矿设备和选矿设备	12
图表 16 全球矿山机械市场规模	12
图表 17 矿山机械价值量分布	12
图表 18 海外选矿设备主要企业	13
图表 19 矿业行业全部流程及公司产品应用领域	13
图表 20 磨矿系统组成图	14
图表 21 磨机配件及系统分解图	14
图表 22 磨机衬板实物展示图	14
图表 23 圆筒筛构成图	14
图表 24 渣浆泵整机机组	15
图表 25 渣浆泵工作部备件结构图	15
图表 26 旋流器机组示意图	15
图表 27 输送管道图	15
图表 28 浮选机结构图	15
图表 29 浮选机实物展示图	15
图表 30 选矿备件产业链	16
图表 31 全球磨机衬板市场规模	17
图表 32 选矿备件需求分析	17
图表 33 公司收入构成 (按下游矿产行业分类)	18
图表 34 公司产品应用于铜矿案例	18
图表 35 2024-2050E 全球精炼铜总需求 (按行业)	18
图表 36 2024-2050E 全球精炼铜总需求	18
图表 37 2024-2050E 各行业对全球精炼铜需求占比	19
图表 38 2024-2050E 清洁能源技术对全球精炼铜需求占比	19
图表 39 2020-2024 年南美铜矿平均品位	20
图表 40 全球领先矿业企业 2014-2024 年资本支出金额 (百万美元)	20
图表 41 2013-2025 年 LME 铜价	21
图表 42 2014-2024 全球领先矿业公司资本支出	21
图表 43 不同材料衬板性能比较	22
图表 44 橡胶衬板与锰钢衬板对比	22
图表 45 新型锻造复合衬板示意图	23
图表 46 新型锻造复合衬板和传统金属衬板的比较	23
图表 47 新型锻造复合衬板试用案例	23
图表 48 全球铜矿储量分布	24
图表 49 公司 5 大海外产能布局	24
图表 50 Alacran 矿山项目位置	25
图表 51 Alacran 项目计划开发与建设时间线	26

图表 52 收入拆分及预测	28
图表 53 可比公司估值 (截至 2026 年 4 月 8 日)	29

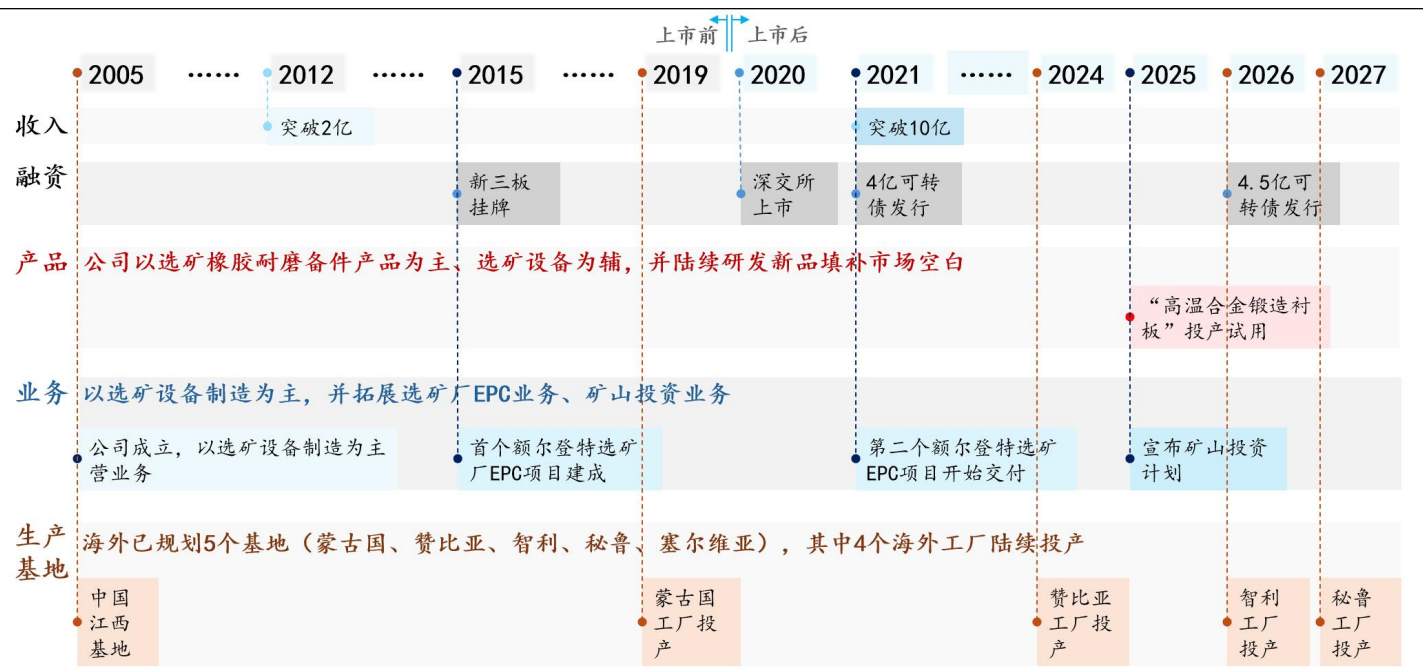
1 耐普矿机：深耕选矿备件赛道，全球化布局驱动公司成长

1.1 公司介绍：选矿备件领先企业，矿山机械+矿山投资驱动“双轮发展”

江西耐普矿机股份有限公司成立于2005年，前身为江西耐普实业有限公司，2020年于深交所创业板上市，是从事重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件专业制造的领先企业。产品结构来看，公司成立初期以选矿基础备件（如橡胶筛网、渣浆泵过流件等）为主，产品线在后期逐渐丰富，至2020上市当年，公司矿用橡胶耐磨备件收入占比65%、选矿设备占比15%、矿用金属备件占比9%、矿用管道占比5%，形成以选矿备件为主、选矿设备整机为辅的产品结构。从业务类型来看，公司坚持以选矿设备制造为主，同时积极拓展选矿厂EPC总包业务，并于2025年宣布矿山投资计划，开启矿山机械+矿山投资“双轮发展”战略。

2024年，公司实现营业收入11.22亿元，其中矿用耐磨备件占比55%、工程EPC业务占比18%；国内收入占比32%、海外收入占比68%。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

公司围绕金属矿山的选矿环节，产品主要分为选矿设备、选矿备件、矿用管道、选矿系统方案及服务（即EPC业务）四大类。从2024年公司主要收入构成看，矿用橡胶耐磨备件、选矿系统方案及服务、矿用金属备件、选矿设备、矿用管道的营收占比分别为54.49%、17.85%、13.03%、11.74%、2.50%。

(1) 选矿备件：产品包括磨机衬板、过流件、圆筒筛、振动筛、旋流器内衬、浮选机备件等，应用于磨矿、分级、浮选作业。公司自主研发的高分子复合耐磨材料选矿备件在耐磨性、耐腐蚀性、环保性等诸多方面优于传统金属材料备件。2024年公司矿用橡胶耐磨备件实现收入6.11亿元，同比增长12.70%，营收占比54.49%，毛利率42.65%；矿用金属备件业务实现收入1.46亿元，同比增长53.70%，营收占比13.03%，毛利率32.86%。

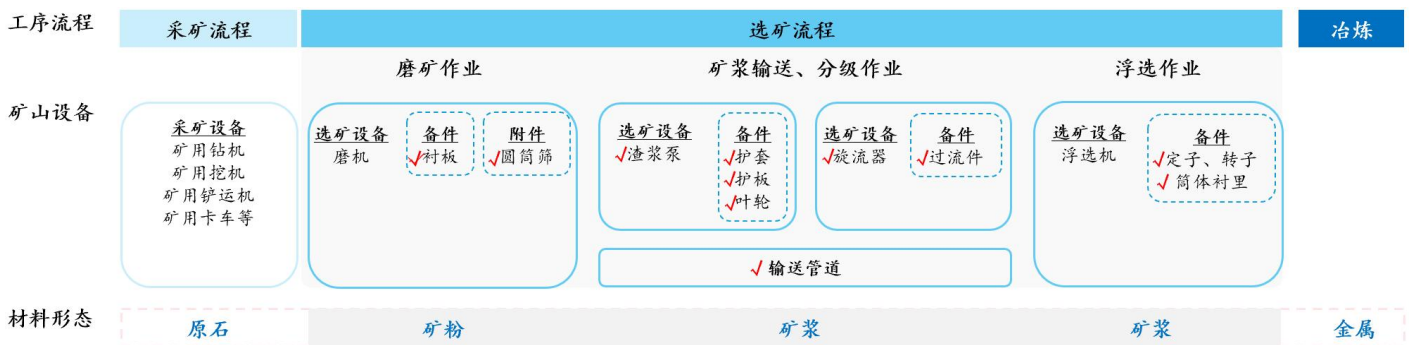
(2) 选矿系统方案及服务（即EPC业务）：公司向客户提供选矿工艺流程

设计、采购、施工等全过程的总承包服务。2022 年至今，公司先后完成蒙古额尔登特“年产量 600 万吨自磨厂房 4 号生产线建造和投产”项目（2022 年完工）、亚美尼亚赞格祖尔铜钼矿 540 万吨处理量选厂（2023 年完工）、额尔登特“选矿厂自磨厂房 200 万吨/年扩建工程”（2024 年完工）等重大项目。2024 年公司 EPC 业务实现收入 2.00 亿元，同比增长 65.87%，营收占比 17.85%，毛利率 25.40%。

(3) 选矿设备：渣浆泵整机和水力旋流器，为矿浆输送分级作业系统的主要设备。在选矿工艺流程中，渣浆泵负责将矿浆池内矿浆输送至分级作业系统。水力旋流器可将不同级别矿浆分离后输送至对应工序处理，公司产品展现出处理量大、易损件寿命长、适用范围广、分级细度高的产品特性。2024 年公司选矿设备业务实现收入 1.32 亿元，同比下降 0.10%，营收占比 11.74%，毛利率 33.45%。

(4) 矿用管道：产品分为钢橡复合管和橡胶软管两个系列，主要用于需要耐磨、耐腐的管路输送系统，如矿山矿浆、尾矿输送等，具有长使用寿命、耐冲击、耐磨、防腐性能。2024 年公司矿用管道业务实现收入 0.28 亿元，同比下降 38.65%，营收占比 2.50%，毛利率 46.95%。

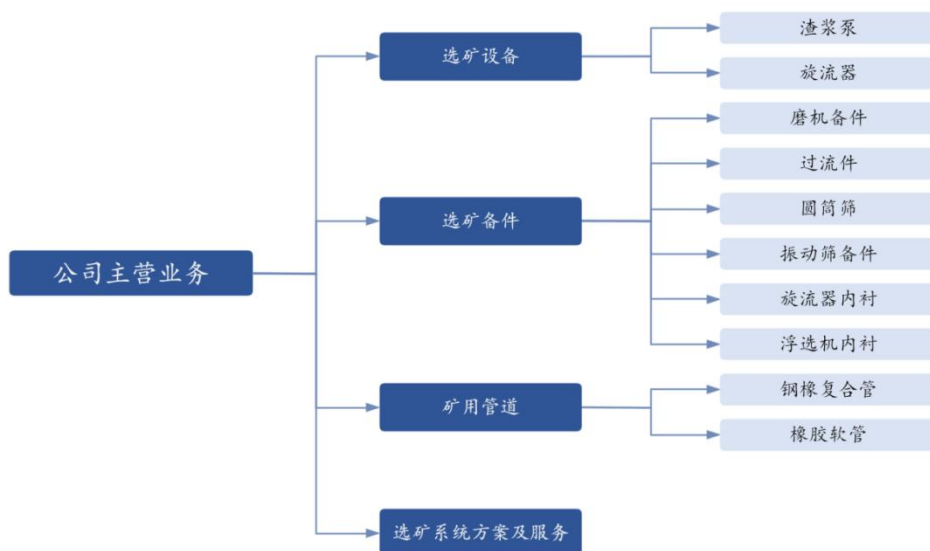
图表 2 金属矿石采选流程及所涉及设备



备注：标 ✓ 为耐普矿机所涉及产品

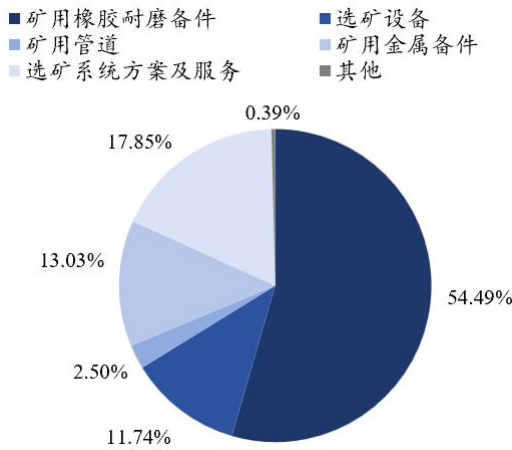
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 3 公司主营业务构成



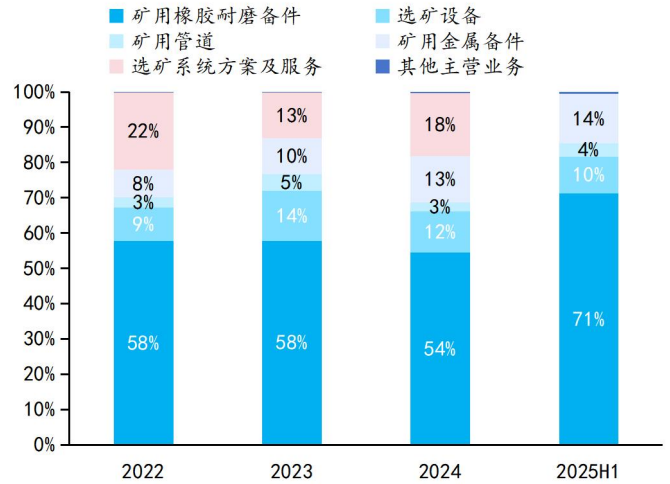
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 公司 2024 年收入结构 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 公司 2022 年-2025H1 主营收入构成 (%)



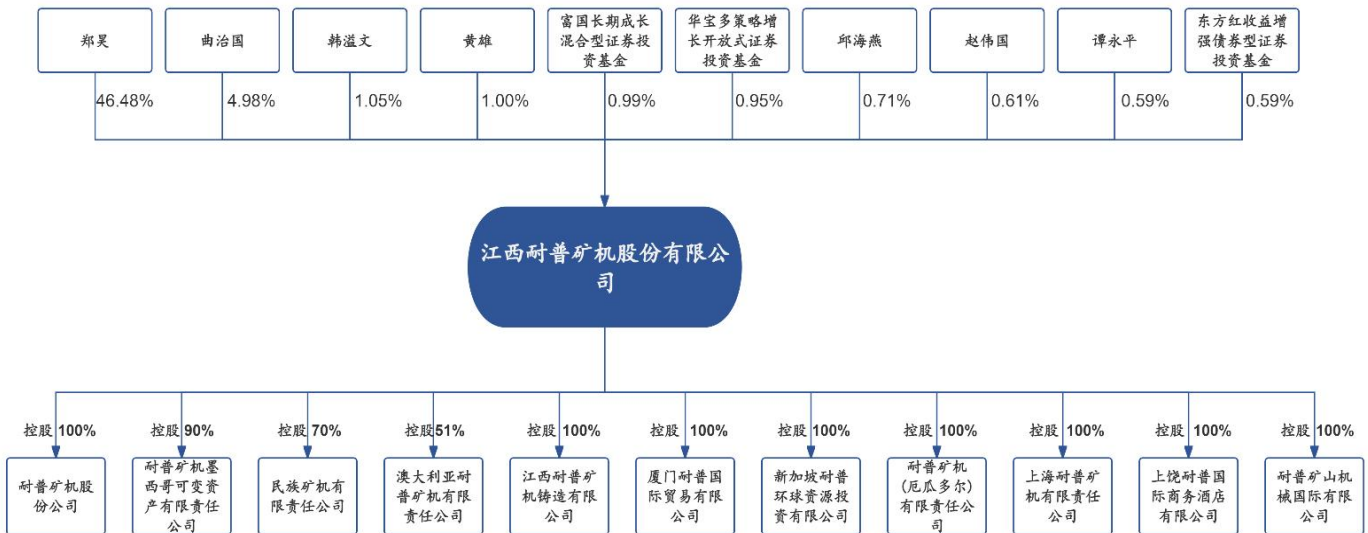
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构：股权结构稳定，海外基地多点布局构建全球服务能力

股权结构集中且稳定。截至 2025 年三季度，公司总股本 1.69 亿股，董事长郑昊为公司实际控制人及第一大股东，直接持有公司 46.48% 股份，股权结构集中。第二大股东为曲治国，持有公司 4.98% 股份。第三大股东为韩溢文，持有公司 1.05% 股份。

海外布局多家子公司，实施国际化发展战略。公司在国内、墨西哥、澳大利亚、新加坡、厄瓜多尔等地设立了多家子公司，以支持面向全球终端市场的直接销售体系以及海外生产基地建设，从而打造覆盖全球矿业发达地区的连锁工厂。

图表 6 股权结构图（截至 2025 年三季度）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 财务分析：矿山机械制造主业稳健增长，EPC 业务具有波动性

营收拆分来看，矿山机械制造主业保持稳健增长，EPC 业务具有波动性。对

比 2024 年和 2025 前三季度公司业绩可以看到：

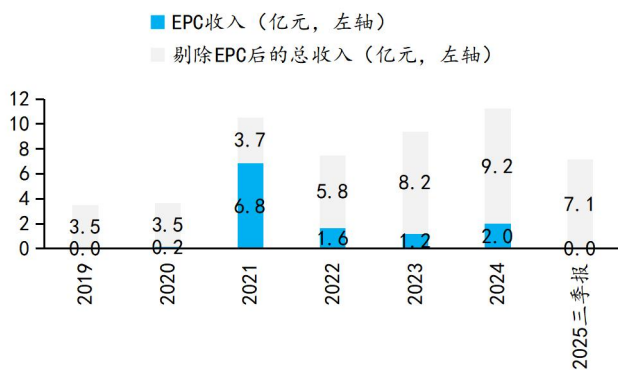
公司 2024 年实现营业收入为 11.22 亿元，同比增长 19.62%，实现归母净利润 1.16 亿元，同比增长 45.46%。其中，EPC 项目贡献收入 2 亿元，收入占比 18%，同比增速 66%；剔除 EPC 后的营业收入 9.2 亿元，同比增速 13%；矿用橡胶耐磨备件收入 6.11 亿元，占比 54%，同比增速 13%。

2025 年前三季度，公司实现营业收入 7.14 亿元，同比下降 22.46%，归母净利润 0.62 亿元，同比下降 48.07%，营收利润下滑系 2025 年前三季度无 EPC 收入；若剔除 EPC 业务，业绩表现基本平稳，其中，矿用橡胶耐磨备件收入同比 -2%。

由于 EPC 业务为项目制，具有偶然性或不连续性；而公司的矿山机械制造业务具有稳定性和连续性，因此对于公司总收入应拆分分析。回顾公司上市以来披露的所有 EPC 业务订单及确收时间，我们梳理如下：收入端来看，公司在 2020-2024 年 EPC 收入分别确认 0.2 亿、6.8 亿、1.6 亿、1.2 亿、2.0 亿，合计确认 11.9 亿 EPC 收入。订单端来看，1) 额尔登特“年产量 600 万吨自磨厂房 4 号生产线建造和投产”EPC 项目（合同总价款 8.6 亿元；2019 年 12 月签订合同，2020 年确认收入 0.2 亿元，2021 年确认收入 6.8 亿元，2022 年 8 月完工投产）；2) 额尔登特矿业“选矿厂自磨厂房 200 万吨/年扩建工程”EPC 项目（合同总价款 2.0 亿元；2023 年 1 月签订合同）；合计披露订单 10.6 亿元。2025Q1-Q3 公司暂未有新 EPC 订单披露和收入确认，因此可预计 2025 年 EPC 业务暂未给公司带来收入和利润。

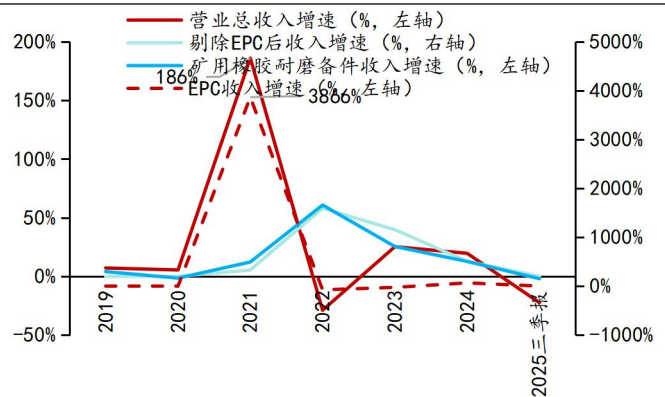
矿山机械制造业务总体表现相对稳定，新产品放量在即。2024 年、2025 年前三季度矿用橡胶耐磨备件收入分别为 6.1 亿、5.0 亿元，同比增速为 13%、-2%，增速相对稳定，但有小幅下滑趋势。公司不断投入研发，2025 年推出锻造复合衬板、复合陶瓷渣浆泵等新产品，填补市场空白，并获得下游客户高度认可。公司新品放量在即，有望驱动矿山机械制造业务稳步增长。

图表 7 2019-2025 前三季度 EPC 收入对总营收影响



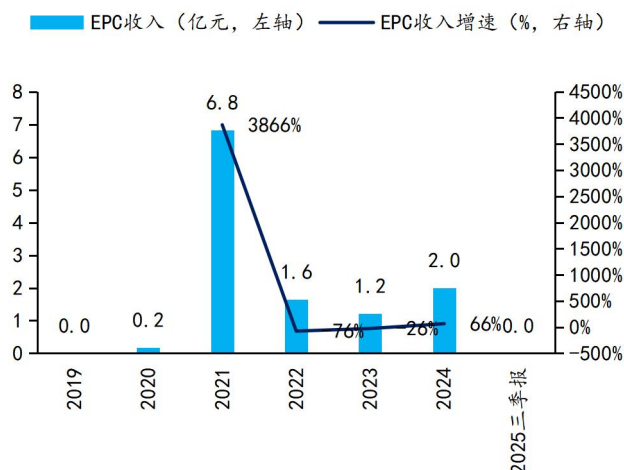
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 2019-2025 前三季度公司归母净利润及增速



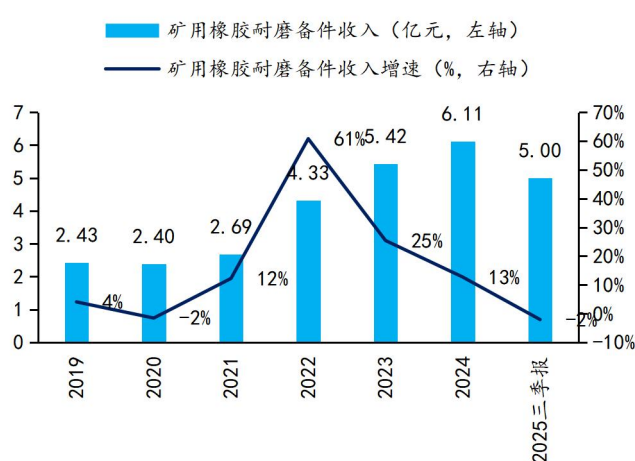
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 2019-2025 前三季度 EPC 收入及增速



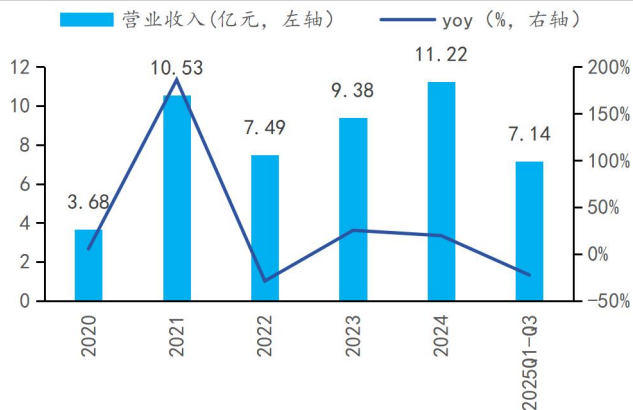
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 2019-2025 前三季度橡胶备件收入及增速



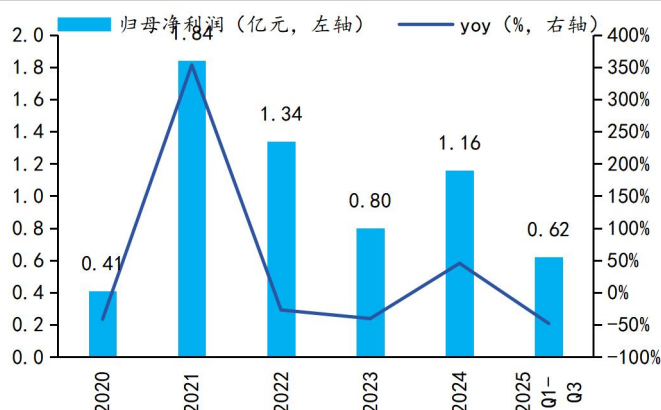
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 2020-2025 前三季度公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 2020-2025 前三季度公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

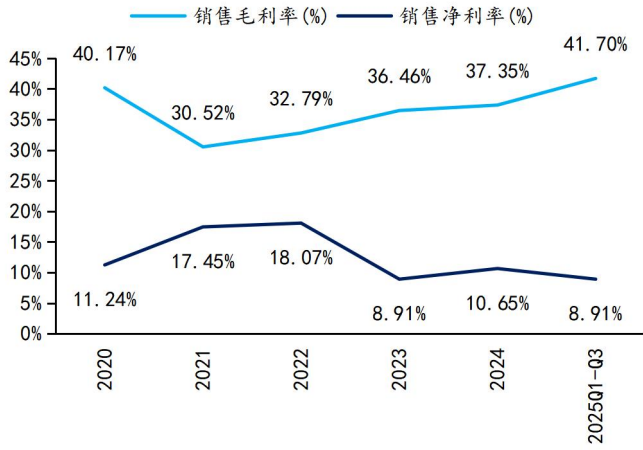
上市后，公司综合毛利率处于 31%-42% 区间，综合毛利率波动主要受收入结构变化影响。2020 年至 2025 年前三季度，公司综合毛利率分别为 40.2%/30.5%/32.8%/36.5%/37.4%/41.7%，综合毛利率在 2021 年较低主要系当年确认 6.8 亿 EPC 业务收入，占当年总收入的 65%。分业务看，矿用橡胶备件为高毛利业务，2021 年至 2025Q3 毛利率稳定在 37%-44% 区间，期间收入占比为 25.55%-71.25%；系统方案及服务（即 EPC 业务）毛利率处于 21%-26% 区间，在公司中属于相对低毛利率业务，其收入占比较大影响公司综合毛利率。

费用端多重因素扰动，公司净利率呈现阶段性波动。2021 年至 2025 年前三季度，公司净利率分别为 17.5%/18.1%/8.9%/10.7%/8.9%，2023 年开始公司净利率明显下滑主要受期间费用影响，影响因素包括 2022 年股权激励后开始计提股权激励费用影响管理费用、海外新基地投产增加折旧影响管理费用、海外渠道建设产生相关销售费用、可转债利息及汇率波动影响财务费用等。具体来看，2021-2025 前三季度销售费用率为 3.4%/6.6%/7.1%/6.9%/9.5%，波动上升主要系公司加速推进全球化战略，海外市场渠道建设、客户拓展等投入增加；研发费用率为 2.4%/3.8%/3.7%/3.5%/4.7%，二代复合衬板产品尚处于试用阶段，相关投入未实现资本化；管理费用率为 4.4%/11.5%/13.9%/13.6%/14.1%，2022 年费率中枢上移主要系员工持股计划实施过程中产生的股份支付费用所致。

公司海外营收占比维持在五成以上，全球化战略落地成效显著。2020-2024

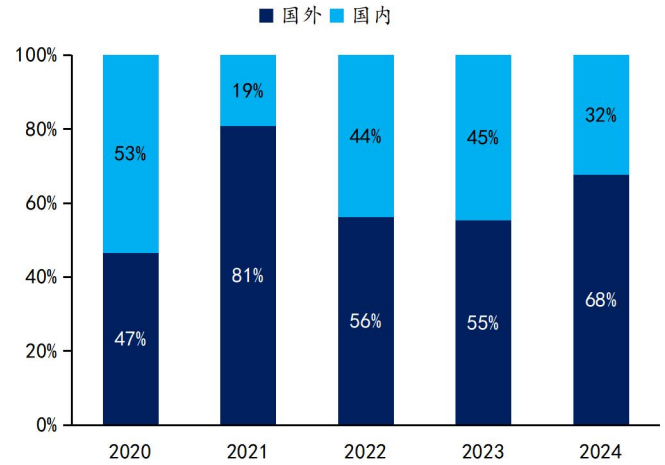
年公司海外收入占比分别为 47%、81%、56%、55%、68%，其中 2021 年海外收入占比增至 81%，主要系当年 6.8 亿 EPC 收入确认全部来自蒙古国额尔登特项目所致。

图表 13 2020-2025 前三季度公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 2020-2024 年公司国内外营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 选矿备件行业：矿业周期上行叠加资本开支共振，耗材属性支撑需求稳健增长

2.1 矿山机械：与全球矿业投资需求高度联动，格局较为集中

矿山机械一般包括采矿设备和选矿设备，选矿设备是矿山机械的重要细分赛道。从含矿物质的原石到高纯度金属，需历经开采、选矿、冶炼一系列复杂的工业流程。矿山机械制造是指用于各种固体矿物及石料的开采和洗选的机械设备及其配套设备制造，一般包括采矿设备和选矿设备，如采掘设备、凿岩设备、破碎设备、粉磨设备、筛分设备、洗选设备及其各种备件等。具体分类如下：

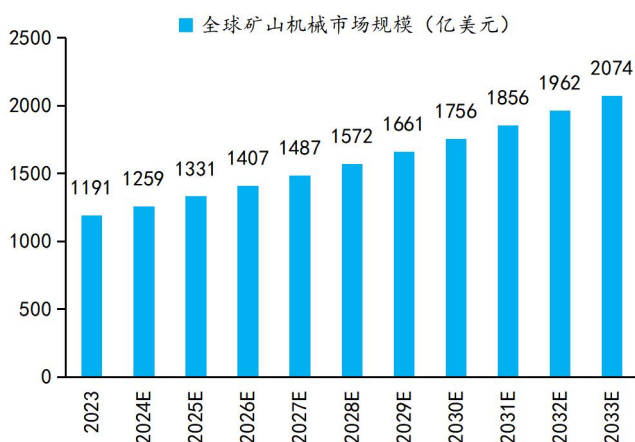
图表 15 矿山机械一般包括采矿设备和选矿设备

类别	主要机械
采矿设备	矿用钻机、矿用挖机、矿用铲运机、矿用卡车等
选矿设备	破碎设备、粉磨设备、矿浆输送设备、筛分设备、脱水设备等

资料来源：公司公告，华安证券研究所

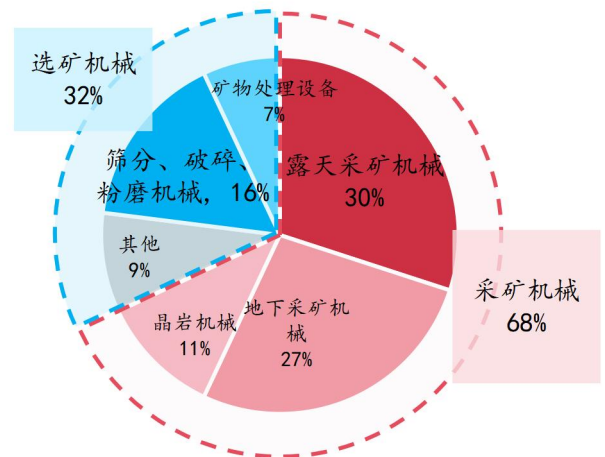
预计 2026 年全球矿山机械市场空间 1407 亿美元，2023-2033 年复合增速 5.7%。在全球矿业行业市场发展的背景下，全球矿业行业投入呈上升趋势，带动全球矿山机械市场稳步增长。根据 Precedence Research 统计，全球矿山机械市场规模预计将从 2023 年的 1191 亿美元以 5.7% 的年复合增长率进行增长，于 2026 年达到 1407 亿美元，于 2033 年达到 2074 亿美元。选矿设备作为矿山机械的重要细分领域，根据 Coherent Market Insights 统计，选矿机械设备约占矿山机械设备整体规模的 32%，选矿设备市场未来空间广阔，据此推算 2026 年全球选矿设备市场空间约 450 亿美元。

图表 16 全球矿山机械市场规模



资料来源：Precedence Research，华安证券研究所

图表 17 矿山机械价值量分布



资料来源：Coherent Market insights，华安证券研究所

选矿设备呈现国外集中、国内分散的竞争格局。国际选矿设备制造行业较为集中，垄断程度较高，Weir Group、KSB 及 Metso Corporation 等大型跨国集团占据了较大的市场份额，根据公司 2025 年可转债信用评级报告，当前以伟尔、美卓、凯士比为代表的大型跨国集团，在国际市场占据超 70% 的市场份额；国内选矿设

备制造行业集中度较低，企业较为分散，绝大部分选矿设备制造企业主要生产一种产品。根据《中国重型机械工业年鉴》，2014年按规模划分的国内矿山机械行业大型企业的营业收入合计占国内矿山机械行业总营业收入不到30%，小型企业的营业收入占比超50%。

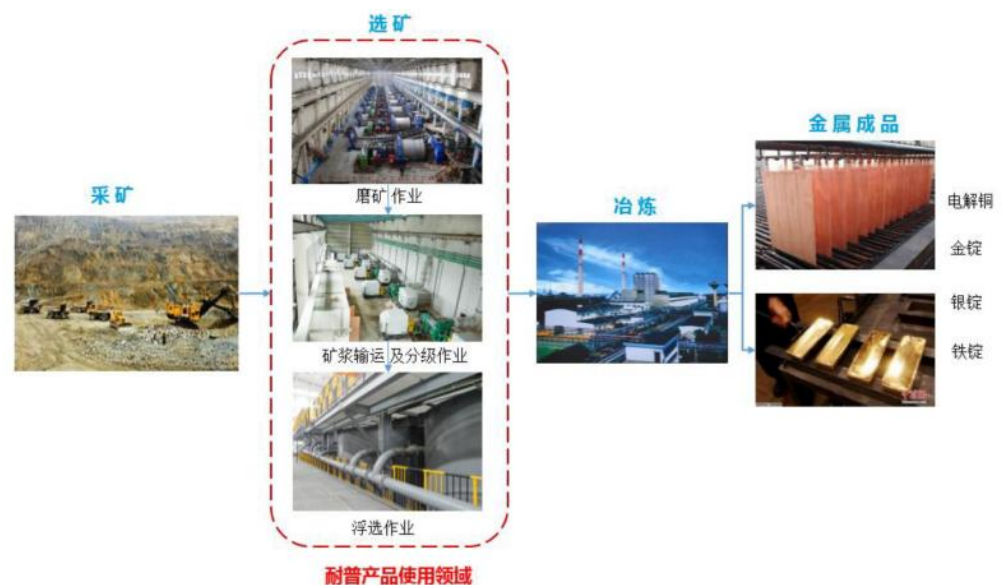
图表 18 海外选矿设备主要企业

公司	伟尔集团	德国凯士比	AIA Engineering	美卓
成立时间	1871年	1871年	1979年	2020年
地点	英国	德国	印度	芬兰
相关产品	提供渣浆设备解决方案，涵盖泵阀、衬胶、破碎筛分、管道、离心机、水力旋流器、耐磨衬里、磨机衬板及输送设备等	产品适用于采矿固液混合液压输送、制造、化工石化、运输、能源、水运及废水处理领域；提供泵阀及系统的全流程服务	供应预热器、窑炉、冷却器铸件，圆锥/锤式/叶轮/立式冲击破碎机耐磨件，以及管磨机、棒磨机、立式磨机内部件与高性能铣削系统	矿山领域产品覆盖主机、备件、服务三大板块，形成装载、输送、碎磨、洗选、筛分全环节产品矩阵，并配套备件及服务业务
全球布局	在全球共拥有超120家子公司，覆盖超50个国家和地区	全球拥有100家子公司、170个服务中心	在美国、中国、智利、南非等全球10余个国家拥有子公司和代表处	在近50个国家拥有约17000名员工

资料来源：耐普矿机可转债募集说明书，华安证券研究所

耐普矿机产品应用于选矿环节，包括选矿设备和选矿备件。选矿环节是连接原矿开采与冶炼加工的工序流程，其目的在于对低品位原矿进行加工、提纯，最终产出满足冶炼标准的高品位精矿。耐普矿机的产品涉及选矿环节所有作业流程，具体包括磨矿、矿浆输送、分级和浮选作业。选矿设备作业时需与高硬度矿石频繁摩擦，易引发齿轮板断裂、衬板开裂等故障，进而造成设备磨损，因此具备高耐磨性与长使用寿命属性的耐磨备件对保障设备运行效率、降低运维成本至关重要。公司选矿设备包含渣浆泵、旋流器及圆筒筛等，耐磨备件包含渣浆泵过流件，磨机橡胶复合衬板，圆筒筛及振动筛橡胶筛网，浮选机叶轮、定子，耐磨管道等。

图表 19 矿业行业全部流程及公司产品应用领域

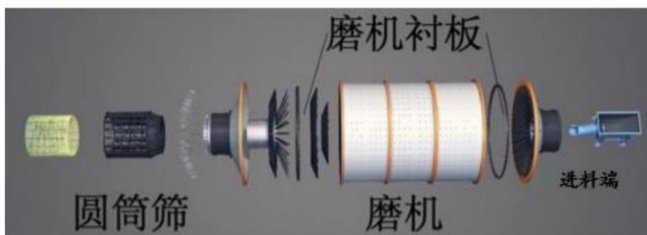


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司产品主要涵盖以下三个选矿作业系统：（1）磨碎作业系统、（2）矿浆输送分级作业系统、（3）浮选作业系统。

磨碎作业系统主要用到的选矿设备为磨机及其附件圆筒筛，其主要备件为磨机衬板。碎磨作业即破碎和磨矿作业，是将原矿碎磨成粉的过程，一般通过破碎机将原矿大石破碎成小块，而后以磨机为核心对矿石研磨成粉，再由圆筒筛和振动筛筛分矿粉颗粒。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。磨机衬板的作用是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。

图表 20 磨矿系统组成图



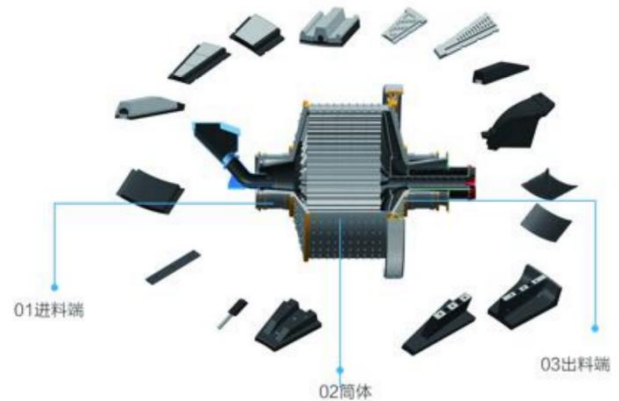
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 22 磨机衬板实物展示图



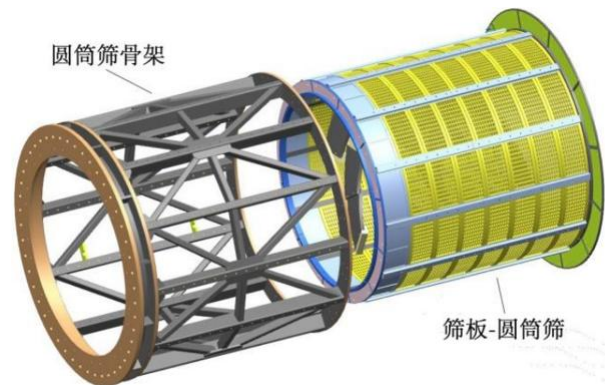
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 磨机配件及系统分解图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 圆筒筛构成图



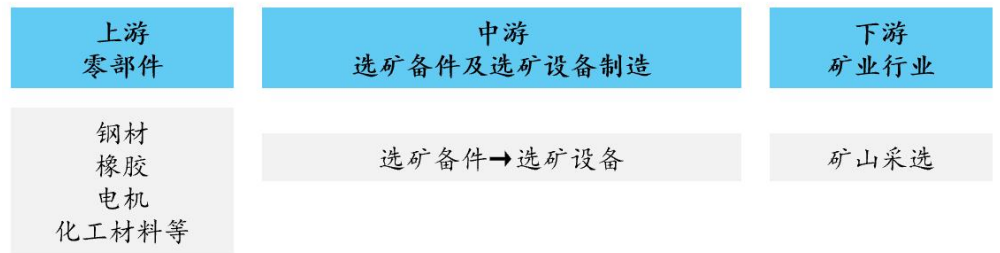
资料来源：公司公告，华安证券研究所

矿浆输送分级作业主要由渣浆泵，旋流器，输送管道等组成：渣浆泵为矿浆输送提供动力，管道为输送载体，旋流器为矿浆分级。经碎磨作业达标的矿粉进入泵池，按相应比例与水混合，形成矿浆。矿浆通过渣浆泵提供动力进行压力输送，经由管道进入旋流器分级矿物，旋流器利用离心力与重力作用将不同矿粉物料按其沉降速度的不同分成若干粒度级别，溢流部分进入浮选工序，沉沙部分进入再循环或进入尾矿。

2.2 选矿备件：绑定下游矿山及选矿设备，耗材属性+海外驱动

选矿备件行业属于选矿设备行业的分支，其上游零部件及原材料主要包括电机设备、钢材、橡胶、化工材料等，下游需求主要来自于下游矿业公司日常经营时设备消耗备件的更换需求以及矿山新建、扩建、改建项目需求。

图表 30 选矿备件产业链



资料来源：华安证券研究所整理

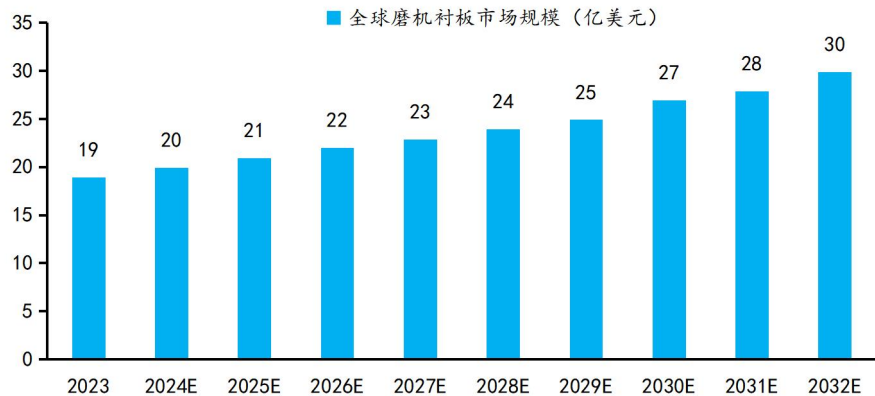
矿用耐磨备件是矿山设备运营的核心耗材，下游矿企对选矿备件的需求具有**持续性与稳定性**。矿山行业是典型的重资产行业，且具有建设期固定资产投入巨大，运营期投入相对较小的特点。在矿石价格较低或者需求预期较差的时候，新建矿山计划或矿山技术改造计划一般会综合考虑市场预期和前景的前提下采取缓建或停建的措施，规避过大投入持续占用资金而无法取得合理现金回报的风险。但是已建设且投产的大型矿山，其日常生产运营受矿石价格波动影响不大。其对专业设备备件的需求更具有持续性：

一方面，由于矿山选矿作业工况严苛，设备损耗率高，矿企普遍通过高频更换备件的方式降低主机设备损耗，使得选矿备件的销量保持稳定。另一方面，选矿备件成本在矿山项目整体运营成本中占比极低，即便面临宏观经济下行、矿石价格波动或行业资本开支收缩等压力，矿企无需通过削减备件采购来控制成本，因此，行业低谷期内备件需求仍能保持较强韧性。

选矿备件壁垒包括客户壁垒和质量壁垒。
1) 质量壁垒：选矿备件作为选矿设备运转不可缺少的消耗件，其稳定可靠的品质保障矿业公司的日常生产经营。矿业公司会严格的甄选设备及备件供应商资质，通常审核程序中会对供应商的研发测试能力、制造设备、工艺流程、质量管控、工作环境甚至经营状况等各个方面提出非常严格的标准。
2) 客户壁垒：一旦确定合作关系，为保证其选矿厂维持稳定的生产经营，大型矿业公司不会轻易改变供应商。这种严格的供应商资质认证机制以及长期战略合作关系，对拟进入该行业的企业形成了较高壁垒。

选矿备件因具有较强的耗材属性，主要应用于选矿设备的售后市场。备件品种较多，根据不同选矿机器、不同工段、同一机器内不同部位寿命都不相同，寿命跨度非常大，以耐普矿机备件为例，公司磨机备件寿命 3-6 个月，渣浆泵备件寿命 1-3 个月，管道寿命 2-6 年左右，大部分产品更换周期在 3-6 个月左右。以磨机设备中易磨损、更换量和消耗量最大的磨机衬板为例，根据《矿山机械杂志》数据，目前大型半自磨机衬板使用寿命普遍仅为 2-6 个月，大型球磨机衬板使用寿命约为 10-12 个月，高频更换特性决定其需求具备刚性。在矿山存量设备维护与增量产能释放的双重驱动下，行业增长动能充沛，根据 Fortune Business Insights 预测，全球磨机衬板市场规模将由 2023 年的约 20 亿美元增长至 2032 年的约 30 亿美元。根据 2022 年 1 月 13 日耐普矿机调研信息，磨机衬板是选矿备件中最大的一个产品，约占选矿备件 50% 的市场规模。

图表 31 全球磨机衬板市场规模



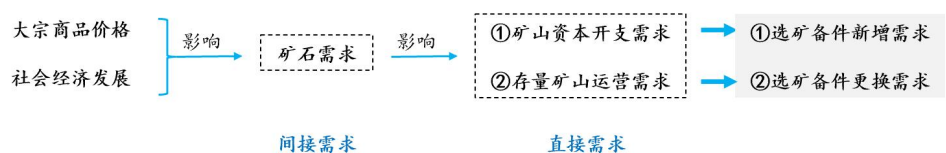
资料来源：公司公告，华安证券研究所

国外矿产资源丰富，且选矿厂靠近矿山建设的特点，使得海外市场为国内选矿备件企业重点布局领域。由于选矿设备应用工况恶劣，设备故障易发生从而导致停机损失并拖累生产经营效率，因此矿企对选矿设备及备件整体采购的时效性要求较高。而多数矿山企业地处偏远山区，交通运输条件受限，因此选矿设备企业普遍就近设立工厂、仓库，缩短供应链周期，同时配套提供维保服务，天然带动备件产品销售。根据 2024 年 4 月 25 日公司投资者交流公告，中国是冶炼大国，矿产资源开采量整体只占全球 7-8% 左右，矿产资源主要集中在海外，国内大部分的金属矿石需要从国外进口。以耐普矿机为例，公司未来重心是开发国际客户，根据 2022 年 4 月 7 日调研纪要，未来国际业务收入需要达到公司整体营收的 80%。

2.3 需求分析：铜价与矿山资本开支共振上行，矿山备件需求平稳增长

矿山资本开支和矿山运营带来选矿备件的增量和更换需求。选矿设备制造企业的需求主要来自于下游矿业公司日常经营时设备消耗备件的更换需求以及新建、扩建、改建项目需求。当宏观经济增长乏力时，将导致大宗商品价格步入下行趋势，下游矿业企业的新建、改建项目受需求及价格的影响，相应地减少了新建、扩建、改建项目的固定资产投资，从而对选矿设备制造行业整机设备需求产生了一定影响。除非矿石价格进一步下跌至低于采矿变动成本线，已建成矿山工程仍会正常运行，其设备消耗备件更换的需求保持稳定。

图表 32 选矿备件需求分析

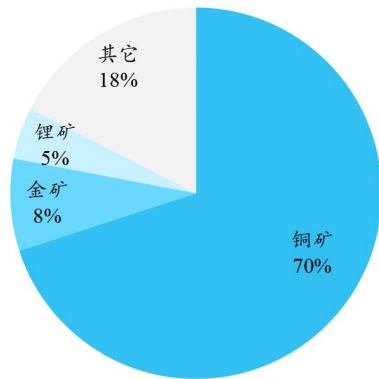


资料来源：华安证券研究所整理

公司产品需求 70% 来自铜矿，受到铜金属产量的影响。公司产品主要运用于有色金属、黑色金属矿山的选矿环节。根据耐普矿机 2024 年 4 月 25 日投资者交

流信息，公司 70% 的收入来自铜矿，8% 来自黄金，4%~5% 来自锂矿，其余部分来自铁矿石。公司产品不受铜价影响，而是受到铜金属产量的影响。

图表 33 公司收入构成（按下游矿产行业分类）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

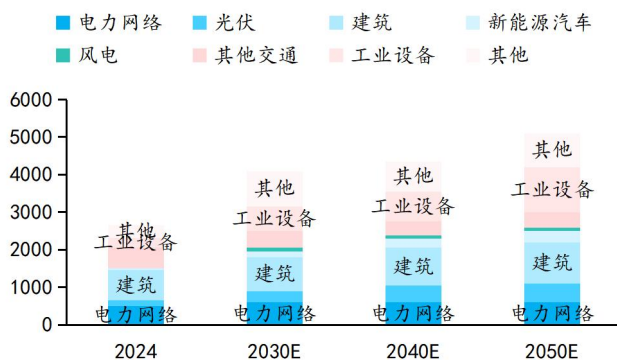
图表 34 公司产品应用于铜矿案例

地区	矿山名称
江西德兴	江西铜业德兴铜矿
安徽铜陵	铜陵有色冬瓜山铜矿
安徽铜陵	铜陵有色沙溪铜矿
黑龙江黑河	紫金矿业多宝山铜矿
赞比亚铜带	金诚信鲁班比铜矿
蒙古额尔登特	蒙古额尔登特铜矿
塞尔维亚博尔	紫金矿业塞紫铜矿
刚果金塞卢	五矿刚果金铜钴矿
菲律宾宿务	卡门铜矿
赞比亚铜带	赞比亚谦比希铜矿

资料来源：公司官网，华安证券研究所

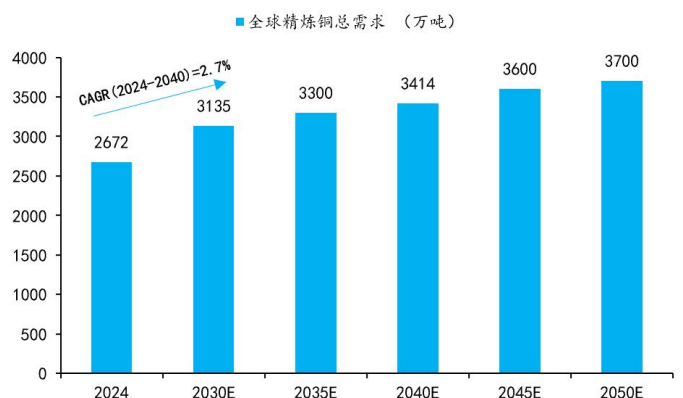
全球铜矿资源需求持续增长，带动全球矿山设备和耐磨备件需求市场扩容。根据 IEA 预计，全球精炼铜需求将从 2024 年的 2672 万吨提升至 2030 年的 3135 万吨，年化复合增速为 2.7%。纵观 2024 年的全球精炼铜需求构成，建筑和电网是铜需求的最大来源，分别占比 30% 和 19%。往后展望，驱动全球精炼铜需求的三个主要领域分别是新能源汽车、工业设备、光伏：1) 新能源汽车是需求占比提升最快的领域，需求占比预计从 2024 年的 2% 提升至 2030 年的 5%。2) 同期，工业设备板块需求占比从 10% 提升至 21%，主要得益于全球制造业扩张和电气化进程。3) 而光伏板块需求占比也将从 6% 提升至 10%。

图表 35 2024-2050E 全球精炼铜总需求（按行业）



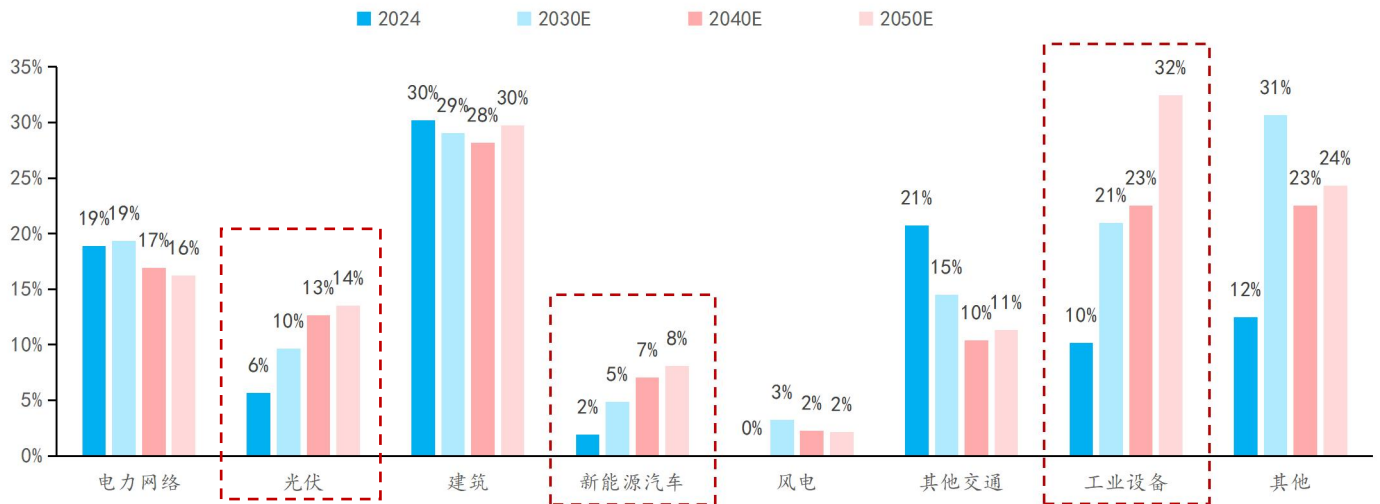
资料来源：IEA，华安证券研究所

图表 36 2024-2050E 全球精炼铜总需求



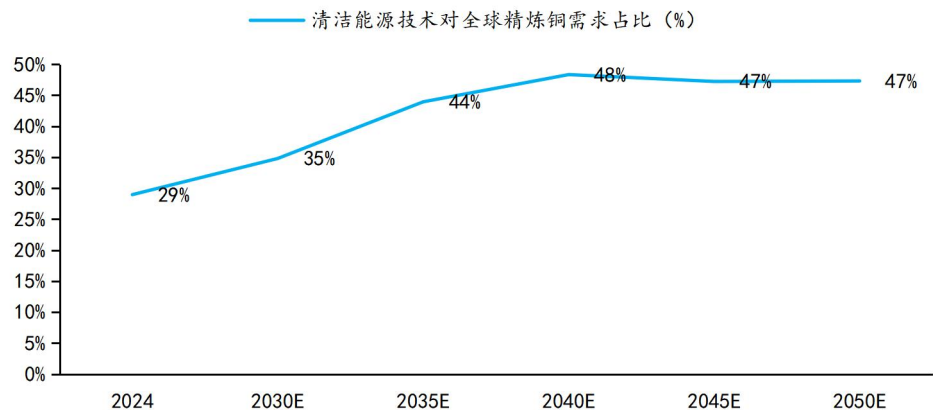
资料来源：IEA，华安证券研究所

图表 37 2024-2050E 各行业对全球精炼铜需求占比



资料来源: IEA, 华安证券研究所

图表 38 2024-2050E 清洁能源技术对全球精炼铜需求占比



资料来源: IEA, 华安证券研究所

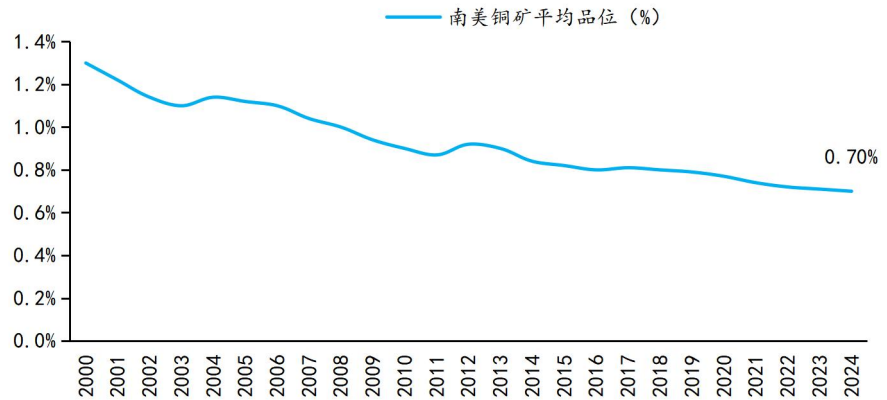
此外, AI 的发展也将成为全球精炼铜总需求的重要驱动因素。AI 数据中心需求伴随 AI 增长, AI 数据中心对于基础设施和电力有极高要求。由于 AI 数据中心对电力的巨大需求, 铜凭借其优异的导电性、导热性、耐用性和经济性, 成为传统及 AI 数据中心的关键材料。在数据中心的铜主要用于配电设备、冷却系统和网络基础设施: **1) 配电系统:** AI 服务器机架对电力和散热的更高要求, 催生了对铜用量更大的配电系统(如电力电缆、母线排和电气连接器)。 **2) 热交换器:** AI 服务器需要更先进的冷却基础设施, 铜在热交换器中被广泛使用。 **3) 网络基础设施:** 尽管许多应用正逐步转向光纤电缆, 铜仍被用于部分数据传输线缆。

根据 IEA 预测, 到 2030 年, 数据中心的铜用量可能在 25 万吨至 55 万吨之间, 相当于全球铜需求的 1%-2%。如果 AI 需求增长速度更快, 该占比可能进一步提高。

铜矿品位的下降也是矿山耐磨备件需求的提升因素。长期以来, 矿企基于短期经济效益最大化的考量, 优先开采易选冶、高品位矿床, 导致高品位铜矿资源逐步枯竭, 剩余可开采资源转向低品位、难处理矿源。根据 S&P Global 报告, 以全球

铜矿最富集的南美洲地区为例，铜矿平均品位呈现下行趋势，从2000年的1.3%下滑至2024年0.7%。矿石品位下降意味着单位矿石的金属铜产出量下降，且会导致矿石难磨程度更高。矿企为维持原有产量，需要大幅提升矿石处理量，进而直接推高选矿备件消耗成本。因此，铜矿品位的下降将显著拉动矿山对耐磨备件的需求。

图表 39 2020-2024 年南美铜矿平均品位

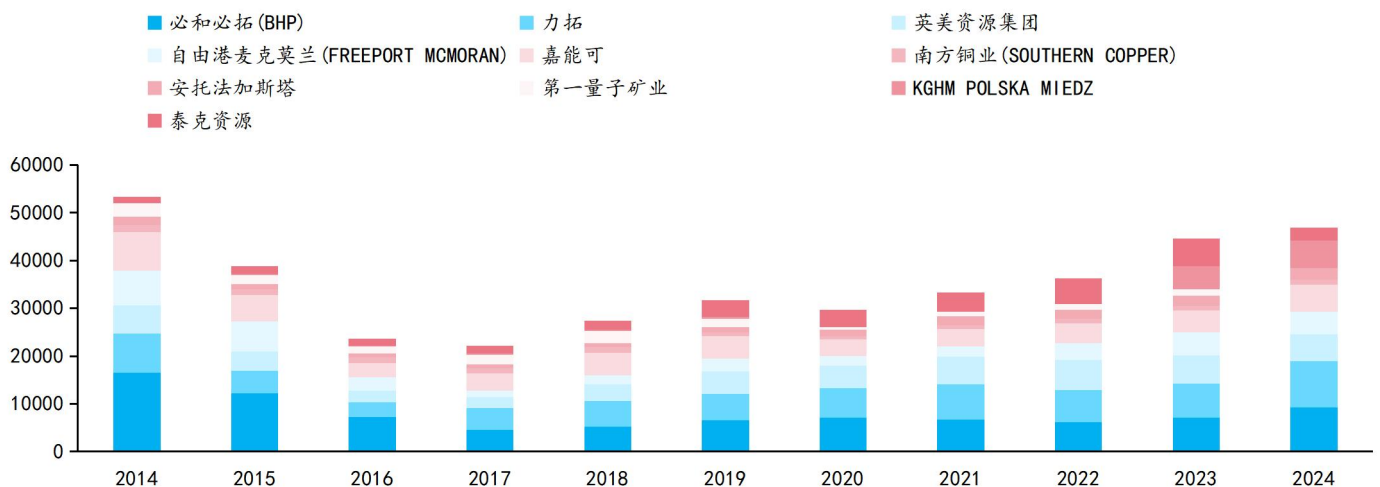


资料来源：IEA，华安证券研究所

长期来看，铜矿资本开支和铜价长期走势呈现正相关关系。铜矿企业资本开支和铜价具有显著的正相关关系，但存在滞后性和传导链条。铜价变化到矿企调整资本开支，再到机械公司确认收入，通常有6-18个月的时滞。矿企需要时间评估价格持续性，再做投资决策。全球前几大铜矿商（如必和必拓、嘉能可、自由港）的资本开支决策，对整个矿山机械行业的影响远大于中小矿企。

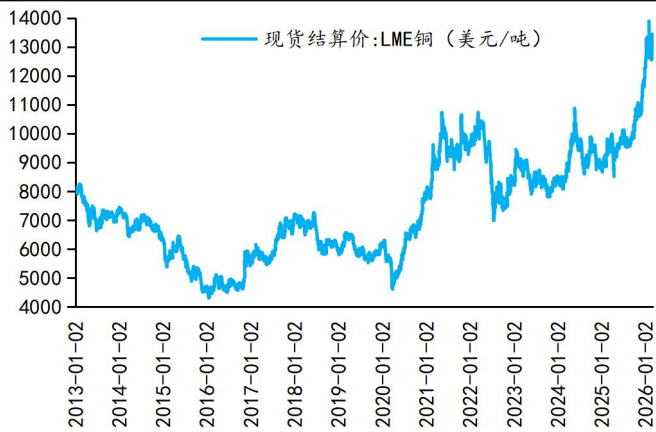
自2017年以来，铜矿企业资本开支开启上行通道，带动选矿设备需求开启新一轮上行周期。我们对全球部分领先矿业企业2014-2024年资本支出进行复盘，可以看到资本开支规模自2017年触底后持续回升，2024年统计样本矿业企业资本支出总额突破468亿美元，2017年至2024年复合增长率为11.26%。资本开支扩张周期下，带动选矿设备更新、新增、改造等需求。

图表 40 全球领先矿业企业 2014-2024 年资本支出金额 (百万美元)



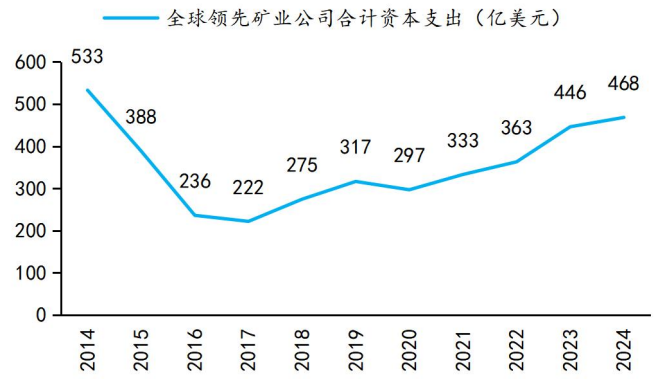
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 41 2013-2025 年 LME 铜价



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 42 2014-2024 全球领先矿业公司资本支出



资料来源: Wind, 华安证券研究所

3 公司逻辑：矿山机械+矿山投资共驱“双轮发展”

3.1 制造主业：新型锻造复合衬板放量在即+海外基地持续拓展

矿用橡胶备件渗透率 10% 处于低位，未来仍具替代增长空间。矿用耐磨衬板材质主要分为金属与橡胶两大品类。金属衬板方面，早期主流的高锰钢衬板在大型磨机应用中易断裂、易发生塑性流变，后续金属衬板虽拓展至高锰钢、高铬铸铁、中高合金钢等多元材质，但仍未解决重量大、韧性差、能耗高的痛点。橡胶衬板具备轻量、耐腐、安装便捷、节能降耗等优势，却因硬度低导致耐磨性和抗冲击性受限。目前矿用橡胶耐磨备件市场渗透率仅 10%，金属类备件仍占据行业主要市场份额，橡胶衬板的性能突破有望打开广阔替代空间。

耐磨衬板材质迭代，橡胶金属复合材质成为技术升级方向。新型复合材料通过结合多种材料优势，突破单一材料局限，为选矿设备性能提升和行业效率优化提供了全新解决方案。橡胶金属复合衬板兼具金属衬板及橡胶衬板优势，在保持橡胶衬板高耐磨性、耐腐蚀性、质量轻便的优势上，通过在橡胶衬板上镶嵌合金件，实现金属高硬度抗冲击与橡胶吸能防变形的性能协同，成为衬板材质技术升级的重要方向。

图表 43 不同材料衬板性能比较

材质	优点	缺点	典型适用场景
高锰钢	抗磨损、抗强冲击、韧性强	噪音大、重量大、屈服强度低、在大型磨机中易断裂	早期球磨机，冲击载荷较大的场合
高铬铸铁	耐磨、耐热、耐腐蚀	韧性差、加工难度大、成本较高	湿磨机部件、渣浆泵叶轮和内衬等
中高合金钢	硬度高、耐磨性显著优于高锰钢、综合力学性能好	韧性下降，在强冲击下仍有开裂风险；重量仍较大，不利于节能	现代干磨、湿磨球磨机的主流金属衬板选择
橡胶	耐腐蚀、轻便、降噪节能	耐磨性和抗冲击性有限，不适用于大直径磨机和强冲击的一段磨矿	二段磨矿、再磨作业等冲击较小的湿法磨矿场景
橡胶金属复合材料	橡胶层缓冲降噪、减轻重量；金属提升条保障提升能力和耐磨性，综合性能平衡	结构设计与复合工艺要求高、成本较高	大型半自磨机、球磨机，尤其重视减重降耗的工况

资料来源：《半自磨机结构与筒体衬板研究进展及发展趋势》等，华安证券研究所

图表 44 橡胶衬板与锰钢衬板对比

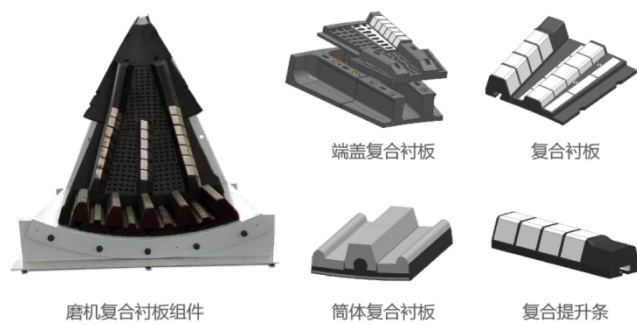
指标	使用周期 (h)	衬板重量 (t)	噪音 (dB)	吨矿球耗 (kg/t)	日用电量 (kWh)	吨矿电耗 (kWh/t)	处理矿量 (t / d)	钢耗成本 (元/t)	电耗成本 (元/t)
锰钢衬板	5760	76	100.5	0.66	17792	5.08	3500	4.68	3.81
橡胶衬板	7200	40	88.2	0.64	17167	4.9	3580	4.54	3.68
橡胶衬板相对变化	↑25.0%	↓47.4%	↓12.3dB	↓3.0%	↓3.5%	↓3.5%	↑2.3%	↓0.14	↓0.13

资料来源：《橡胶衬板在金源选矿厂球磨机中的应用》，华安证券研究所

公司最新研发的高合金锻造复合衬板，全方位赋能下游矿企降本增效与提质升级。相较传统金属衬板，公司产品创新采用特殊锻造工艺与高合金材料，通过

NR 天然橡胶、Q235B 钢、耐磨钢板的三层复合结构设计，实现产品性能的全方位跃升。具体来看，该产品耐磨性远超传统铸造合金材料，使用寿命延长 1-2 倍；量身定制设计驱动磨机台效提升 10%；同时，衬板整体重量较传统产品减轻 20%-30%，有效降低磨机运转负荷，助力能源消耗下降 3%-7%；此外，产品兼具运行稳定和拆装便利等优势，有效降低检修频率和缩短检修停机时间。

图表 45 新型锻造复合衬板示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 46 新型锻造复合衬板和传统金属衬板的比较

指标分类	传统衬板	锻造复合衬板	提升/降幅
台效表现	307.48 t/h	335.37 t/h	+9.1%
衬板重量	63 吨	52 吨	-17.5%
能耗	2743 kW	2638 kW	-3.8%
运维效率	2 天/次	1 天/次	+50%
使用寿命	4 个月	7 个月	提升近 1 倍

资料来源：公司公众号，华安证券研究所

公司锻造复合衬板产品已在国内外多家选矿厂成功试用，先发优势打开公司成长空间。作为全球首创的独家产品，公司锻造复合衬板已成功在西藏、安徽、赞比亚、墨西哥、刚果金等国内外多家选矿厂试用，为公司打开长期成长空间奠定坚实基础。由于产品生产工艺复杂、前期投入规模较高，准入门槛较高；并且产品从研发到完成小试、终试及矿山客户验证并实现商业化落地，至少需要 3-5 年，公司凭借先发优势，有望快速占领市场份额。此外，公司已在国内外完成产品专利布局，将进一步筑牢竞争护城河，驱动公司在耐磨备件细分领域的领先地位持续巩固。

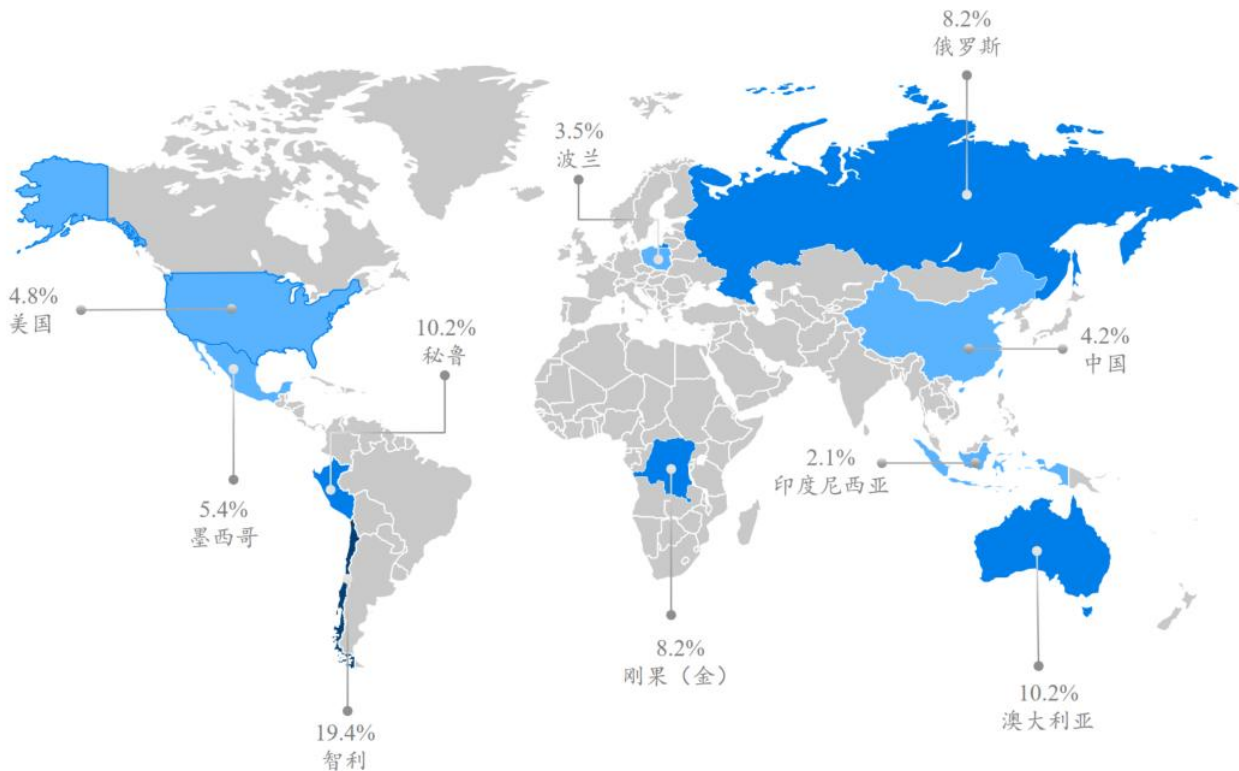
图表 47 新型锻造复合衬板试用案例

地区	试用矿山/客户	应用场景/机型	关键试用效果
国内	安徽某大型矿企选矿厂	Φ8.53×4.27m 半自磨机	累计使用 131 天，在客户限制衬板结构的前提下，寿命仍提升近 50%；处理量提升 40%，电单耗下降 7.5%，球耗下降 2.5%
国内	江西铜业	-	已投入使用，属重要标杆客户
国内	西藏某选矿厂	Φ7.5×3.2m 半自磨机	寿命提升接近 1 倍，设备台效提升 9.1%；电单耗下降 12.7%，钢球单耗 7.8%，拆装时间缩短 50%
国外	赞比亚某项目	-	原金属衬板寿命 1-4 个月，替换二代锻造复合衬板后使用寿命达 7.2 个月
国外	墨西哥集团	-	已签署试用协议，预计 2026 年开始广泛推广

资料来源：公司公告，华安证券研究所

海外铜矿资源丰富，选矿设备出海符合市场导向。全球铜矿储量分布呈现明显的地域集中性，铜矿集中分布在智利、澳大利亚、秘鲁和刚果金等国。根据美国地质调查局数据，2024 年全球铜矿总储量为 9.8 亿吨，其中智利占比 19.4%，秘鲁占比 10.2%，澳大利亚占比 10.2%，前三大国家占据了全球约 40% 的铜矿资源储量。资源高度集中的分布格局，叠加海外铜矿开发进程提速，为选矿设备出海打开广阔市场空间。

图表 48 全球铜矿储量分布



资料来源: U.S. Geological Survey, 华安证券研究所

公司海外市场布局先发优势显著，全球化运营体系日趋完善。公司海外市场开拓起步较早，初期借助中资矿业企业及国内大型矿山设备制造商的渠道优势实现产品出海。伴随全球化战略推进，公司逐步构建面向海外终端市场的直接销售体系，同步完成海外子公司与办事处的本地化布局，国际市场版图持续拓宽。目前，公司产品已远销蒙古国、智利、墨西哥、厄瓜多尔、秘鲁、哈萨克斯坦、澳大利亚、俄罗斯等多个国家。

为贴近客户市场、提升响应速度并降低运营成本，公司已在赞比亚、蒙古国建立了生产基地。截至 2026 年 1 月，公司在建智利工厂和秘鲁工厂，其中，智利工厂已基本建设完成，待取得政府竣工验收后即可投产，秘鲁工厂预计 2027 年可具备生产能力。智利和秘鲁工厂完全投产后，合计考虑其他生产基地产能，公司的全球总产能可达 25-30 亿元。当下，公司仍规划在塞尔维亚设立基地，形成了辐射非洲、亚洲、拉美及欧洲的全球供应链体系，全球的生产及服务能力有望进一步完善。

图表 49 公司 5 大海外产能布局

基地	主要产品	主要服务客户	产能	投产情况
蒙古国	矿山设备安装、维修维护服务、制造存储一体化	奥尤陶勒盖 (Oyu Tolgoi) 金铜矿、额尔登特铜钼矿等	--	2019 年投产
赞比亚	耐磨备件	非洲当地矿山 (如赞比亚-刚果(金)铜矿带客户)	一期已投产，年产能 4000 吨	2024 年投产
智利	耐磨备件	智利及南美矿业客户	规划年产能 4000 吨	已基本建设完成，待取得政府竣工验收后即可投产

秘鲁	耐磨备件	拉美地区（智利、墨西哥等）矿业客户	规划年产 1.2 万吨新材料选矿耐磨备件；另备案年产 4000 吨矿用耐磨备件项目	2025 年动工，2027 年计划投产
塞尔维亚 (规划中)	预计类似其他基地的耐磨备件	东欧及北非矿区（如紫金矿业在塞的铜金矿）	--	处于规划阶段，已设立全资孙公司

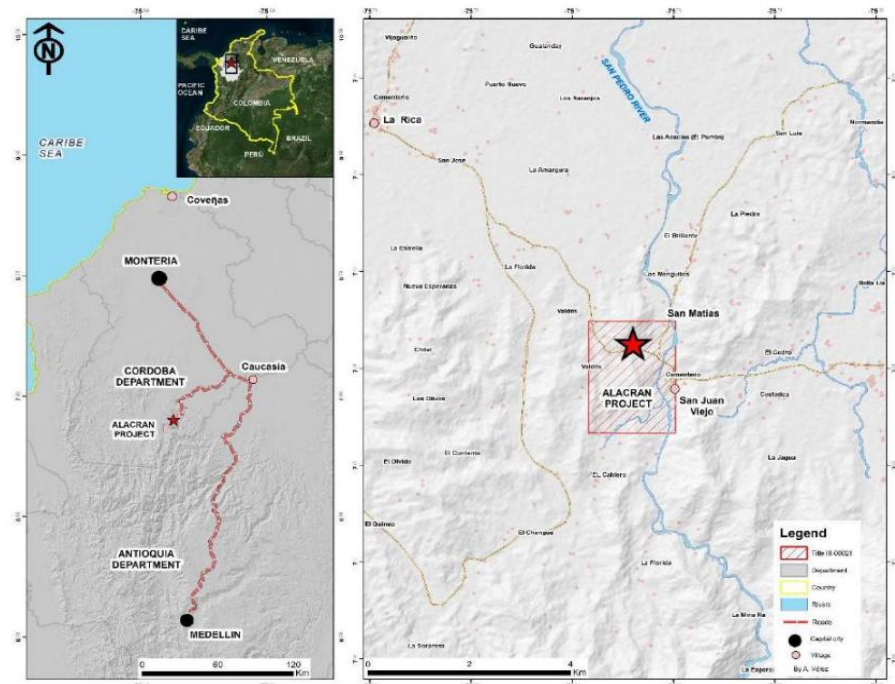
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 矿山投资：公司坚持双轮发展战略，优先考虑政治稳定地区进行适度矿山投资

2025 年 5 月公司公告拟投资哥伦比亚 Alacran 铜金银矿，2026 年 2 月公告终止该投资。Alacran 矿山位于哥伦比亚北部科尔多瓦省，矿种为铜金银多金属矿，采用露天开采模式。根据公司披露的 2023 年 12 月出具的该矿山可行性研究报告，该矿山投资概算 4.204 亿美元，建设期为 2 年，原计划 2027 年建成、2028 年投产，矿山寿命预计 14.2 年，项目税后 NPV 为 3.6 亿美元，IRR 为 23.8%，投资回收期预计 3 年。公司原本计划总投资 1.4 亿美元（4500 万美元获得该矿山项目平台公司 22.5% 股权+建设 9459 万美元），2026 年 2 月终止原因为交易条款变更，公司无违约。

根据 2026 年 1 月金属市场价估算，Alacran 矿储量总价值约 500 亿元。Alacran 铜金银矿床保有资源量矿石量约 98.27 百万吨，铜品位 0.41%、金品位 0.24 克/吨、银品位 2.71 克/吨，对应铜储量为 40.29 万吨左右，黄金储量 23.5 吨左右，白银储量 260 吨左右，按照 2026 年 1 月铜、黄金、白银市场价，大概储量总价值 500 亿元左右。

图表 50 Alacran 矿山项目位置



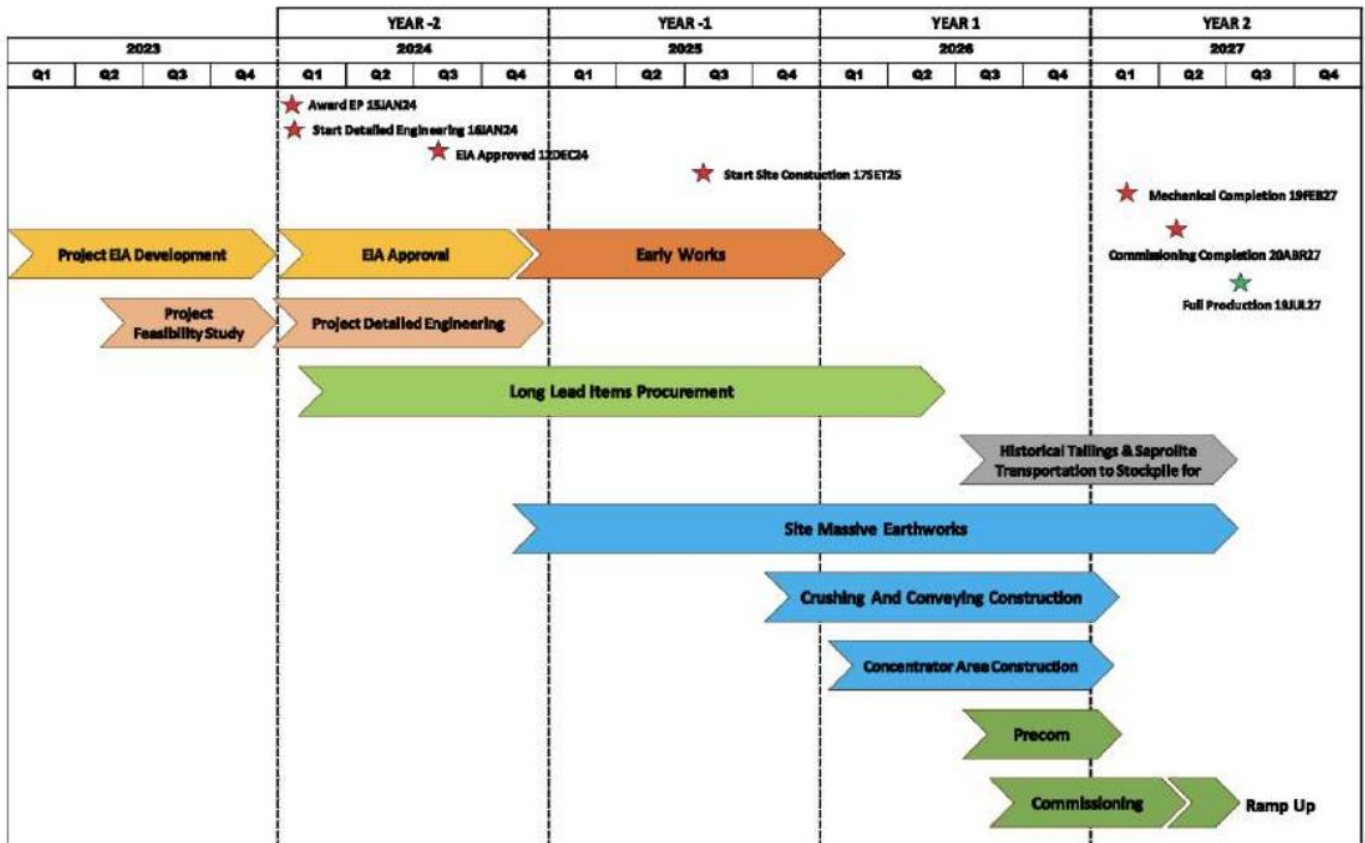
资料来源：Cordoba，华安证券研究所

公司原计划在矿山投资之余，投建子公司为其提供设备+EPC+运维服务。公

公司于 2025 年 5 月 7 日出资 4500 万美元获瑞士维理达资源 22.5% 股权，间接获得 Alacran 矿山项目 22.5% 股权；并于 2025 年 7 月 10 日按持股比例向 Alacran 铜金银矿项目增资 9459 万美元用于建设矿山，累计投资约 1.4 亿美元。同时，公司拟在哥伦比亚设立全资子公司，承接项目设备供应、售后维保及本地市场开拓，形成“投资+服务”一体化布局。

截至 2026 年 1 月，Alacran 矿山项目仍处于环评审批阶段。Alacran 矿山项目于 2023 年正式启动，整体开发周期规划为 4 年，分前期筹备、早期工程与土建、主体设施建设、调试与投产四阶段梯次推进。2023 年 12 月，项目完成矿床可行性研究，正式切入开发阶段。矿山建设需取得两项核心许可：采矿技术工作计划(PTO)已于 2021 年 11 月提交，环境影响评估(EIA)于 2023 年 12 月完成提交。截至 2026 年 1 月，项目仍处于 EIA 审批环节，推进节奏略滞后于原计划。根据规划，环评获批后项目将正式开工建设，预计建设期 2 年，建成后将依次开展调试与投产工作，产能释放预期有望逐步兑现。

图表 51 Alacran 项目计划开发与建设时间线



资料来源：2023 年 Alacran 矿床可行性研究，华安证券研究所

由于收购协议条款发生实质性变化，公司于2026年2月公告终止投资。由于2026年1月，Alacran铜金银矿相关金属的价格，较2023年12月完成的Alacran铜金银矿床可行性研究所使用的经济效益测算参考价格已有较大幅度变化，Cordoba矿业提出有关收购协议条款修订。公司认为收购交割的先决条件及部分重要条款发生重大变化，且全球地缘政治风险上升，考虑到公司风险承受能力，公司于2026年2月公告决定终止参与认购维理达资源新发行股份，同时，基于认购维理达资源新发行股份事项所产生的其他投资事项将一并终止，包括拟投资建设Alacran铜金银矿项目及对外投资设立哥伦比亚子公司项目。

从战略角度出发，公司会继续实施双轮发展战略。一方面继续完善全球化生产布局，做大做强选矿耐磨备件主业；另一方面会继续关注矿产资源领域的投资机会，优先考虑中亚、东南亚等政局较稳定的国家和地区，同时结合公司的风险承受能力去做合适规模的投资。

4 盈利预测与公司估值

4.1 盈利预测

考虑到 2026 及 2027 年智利和秘鲁工厂有望投产，以及公司新型锻造复合衬板放量在即，我们预计公司 2025-2027 年矿用橡胶耐磨备件业务收入同比分别+2%、32%、38%。考虑到近期暂无选矿系统方案及服务订单披露，保守预计 2025-2027 年暂无相关业务收入。利润方面，由于公司主要原材料价格相对比较稳定，且矿用橡胶耐磨备件、矿用金属备件、矿用管道业务保持增长，我们预计公司综合毛利率水平维持平稳，预计 2025-2027 年公司综合毛利率为 41%、43%、44%。

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 9.5/12.1/16.0 亿元，归母净利润分别为 1.0/1.5/2.3 亿元，同比-13%/+50%/+51%，2025-2027 年对应 PE 为 57/38/25 倍。

图表 52 收入拆分及预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	7.5	9.4	11.2	9.5	12.1	16.0
yoy (%)	-28.9%	25.3%	19.6%	-15.6%	27.7%	32.1%
营业成本 (亿元)	5.0	6.0	7.0	5.6	6.9	9.0
毛利率 (%)	32.79%	36.46%	37.35%	41.39%	42.72%	43.69%
一、矿用橡胶耐磨备件						
营业收入 (亿元)	4.3	5.4	6.1	6.2	8.2	11.3
yoy (%)	60.8%	25.4%	12.7%	2.0%	32.0%	37.5%
营业成本 (亿元)	2.7	3.1	3.5	3.5	4.4	6.0
毛利率 (%)	37.9%	43.7%	42.7%	44.0%	46.0%	47.0%
二、矿用金属备件						
营业收入 (亿元)	0.6	1.0	1.5	1.7	2.1	2.6
yoy (%)	7.8%	60.7%	53.7%	19.7%	21.9%	24.1%
营业成本 (亿元)		0.7	1.0	1.0	1.3	1.6
毛利率 (%)		23.8%	32.9%	41.0%	39.0%	38.0%
三、选矿设备						
营业收入 (亿元)	0.7	1.3	1.3	1.1	1.3	1.5
yoy (%)	-7.9%	86.5%	-0.1%	-16.0%	17.7%	17.7%
营业成本 (亿元)		1.0	0.9	0.8	0.9	1.1
毛利率 (%)		26.2%	33.4%	27.0%	28.0%	29.0%
四、矿用管道						
营业收入 (亿元)	0.21	0.46	0.28	0.33	0.37	0.42
yoy (%)	11.9%	114.9%	-38.7%	17.3%	13.3%	12.3%
营业成本 (亿元)		0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
毛利率 (%)		36.90%	46.95%	40.0%	41.0%	42.0%
五、选矿系统方案及服务						
营业收入 (亿元)	1.6	1.2	2.0	0.0	0.0	0.0
yoy (%)		-26.3%	65.9%	-	-	-
营业成本 (亿元)	1.3	0.9	1.5	-	-	-
毛利率 (%)	21.7%	24.5%	25.4%	0.0%	0.0%	0.0%

六、其他业务

营业收入 (亿元)	0.01	0.02	0.04	0.05	0.06	0.08
yoy (%)		91.7%	108.8%	20%	20%	20%
营业成本 (亿元)		0.01	0.02	0.02	0.03	0.03
毛利率 (%)		63.98%	50.07%	57.03%	54.00%	55.51%

资料来源: iFind, 华安证券研究所

4.2 估值

我们选取 A 股相关公司作为耐普矿机的可比公司。公司所处申万行业分类为机械设备-通用设备-磨具磨料类, 可比公司包括南矿集团、凤形股份、四方达、浙矿股份、中信重工。上述公司与耐普矿机主营业务相近, 2025-2027 年可比公司 PE 均值为 59、47、38 倍。

耐普矿机作为选矿备件细分行业领先企业, 受益于矿企资本开支, 2025 年新增锻造复合衬板产品在下游客户端试用, 后续放量在即; 海外产能方面, 预计公司的智利、秘鲁工厂在 2026、2027 年陆续投产, 等两大工厂全部投产后, 公司全球产能达 25-30 亿元; 此外, 公司提出矿山机械+矿山投资“双轮发展”战略。后续业绩增长潜力有望期待, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 53 可比公司估值 (截至 2026 年 4 月 8 日)

公司	(亿元)	营业收入 (亿元)				净利润 (亿元)				PE (倍)			
	市值	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
南矿集团	42	7.8	0.0	0.0	0.6	-	-	-	-	46	-	-	-
凤形股份	23	5.9	0.0	0.0	-0.6	-	-	-	-	-	-	-	
四方达	108	5.2	0.0	0.0	1.2	-	-	-	-	79	-	-	
浙矿股份	35	6.5	7.1	7.9	0.8	0.9	1.1	1.4	25	39	33	25	
中信重工	279	80.3	82.9	92.3	3.7	3.8	4.6	5.6	51	80	61	50	
平均值										50	59	47	38
耐普矿机	58	11.2	9.5	12.1	1.2	1.0	1.5	2.3	37	57	38	25	

资料来源: iFind, 华安证券研究所预测

风险提示

矿业固定资产投资减少的风险。公司市场定位于大型现代化有色金属和黑色金属矿石采选企业和大型矿山机械制造企业,如果宏观经济环境发生重大变化或下游金属价格大幅下跌,矿山企业可能会大幅减少矿业固定资产投资,缩减对选矿设备的采购需求,这种情况将会对公司所处的行业经营环境产生一定影响,不利于公司有效开拓增量市场。

主要原材料价格波动的风险。公司产品主要为选矿设备及耐磨备件,具有较强专用性、非标准化的特点。公司采用订单化生产模式,且具有一定的生产周期,因此公司产品价格的调整相对于原材料价格的大幅波动有一定的时滞性。如果未来原材料价格持续大幅波动,且公司未能及时调整产品售价以将原材料价格上涨的压力传导至下游客户,或者不能根据市场情况及时调整采购计划导致采购成本趋高,则原材料价格波动将直接影响公司的生产成本,从而影响公司产品的毛利率,进而对公司的经营业绩和盈利水平产生影响。

海外经营风险。公司境外收入增长较快且占比较高。经过持续多年的海外矿山市场开拓,公司产品已远销蒙古国、智利、墨西哥、厄瓜多尔、秘鲁、哈萨克斯坦、澳大利亚、俄罗斯等多个国家,具备一定的市场地位和品牌知名度。此外,公司已在蒙古、赞比亚、智利等地布局工厂,并在十余个国家和地区设立了子公司或办事处、服务团队,积极开展海外经营。若未来全球经济周期波动、国际贸易摩擦加剧,相关国家或地区的贸易政策、政治经济政策、法律法规等发生重大不利变化,导致境外市场需求疲软,使得公司与境外客户合作出现波动、境外新客户拓展不及预期等情况出现,将影响公司境外收入规模,从而对公司经营业绩产生不利影响。

汇率波动的风险。若人民币兑美元以及公司其他主要结算币种汇率出现大幅波动,而公司未能及时与客户调整外币销售价格,或未及时结汇,可能会对公司收入及利润水平产生较大不利影响。此外,人民币汇率波动将直接影响人民币的国际购买力,从而对国外客户在中国的采购需求造成较大影响,进而影响公司的营业收入。

财务报表与盈利预测

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11.6	12.9	15.0	17.5
现金	5.2	7.3	7.8	7.7
应收账款	2.0	1.7	2.2	2.9
其他应收款	0.0	0.0	0.1	0.1
预付账款	0.2	0.2	0.2	0.3
存货	2.6	2.1	2.9	4.0
其他流动资产	1.4	1.5	1.9	2.6
非流动资产	14.2	14.2	14.5	14.3
长期投资	0.3	0.3	0.3	0.3
固定资产	8.6	9.2	10.0	10.1
无形资产	1.4	1.5	1.6	1.7
其他非流动资产	4.0	3.2	2.6	2.2
资产总计	25.7	27.1	29.5	31.9
流动负债	5.3	5.8	7.0	8.5
短期借款	0.8	1.1	1.3	1.2
应付账款	2.3	1.9	2.4	3.3
其他流动负债	2.2	2.9	3.3	4.0
非流动负债	4.5	4.8	4.9	4.0
长期借款	2.2	2.4	2.7	2.8
其他非流动负债	2.3	2.5	2.2	1.3
负债合计	9.8	10.7	11.9	12.5
少数股东权益	0.1	0.2	0.2	0.3
股本	1.6	1.7	1.7	1.7
资本公积	5.3	5.2	5.2	5.2
留存收益	8.9	9.4	10.4	12.2
归属母公司股东权益	15.8	16.2	17.3	19.1
负债和股东权益	25.7	27.1	29.5	31.9

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0.3	2.9	2.8	3.4
净利润	1.2	1.0	1.6	2.4
折旧摊销	0.8	1.6	1.8	2.0
财务费用	0.0	0.1	0.2	0.2
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-1.7	0.1	-0.7	-1.1
其他经营现金流	2.8	0.9	2.3	3.5
投资活动现金流	-3.7	-1.6	-2.1	-1.9
资本支出	-4.6	-2.0	-2.1	-1.9
长期投资	0.8	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	0.0	0.5	0.0	0.0
筹资活动现金流	1.6	0.8	-0.3	-1.7
短期借款	0.4	0.3	0.2	-0.1
长期借款	1.7	0.2	0.3	0.1
普通股增加	0.5	0.1	0.0	0.0
资本公积增加	2.2	-0.1	0.0	0.0
其他筹资现金流	-3.2	0.3	-0.8	-1.7
现金净增加额	-1.7	2.1	0.5	-0.1

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11.2	9.5	12.1	16.0
营业成本	7.0	5.6	6.9	9.0
营业税金及附加	0.1	0.1	0.1	0.1
销售费用	0.8	0.8	1.0	1.3
管理费用	1.5	1.5	1.8	2.2
财务费用	0.0	0.1	0.1	0.1
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	1.4	1.2	1.9	2.8
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	1.4	1.2	1.9	2.8
所得税	0.2	0.2	0.3	0.5
净利润	1.2	1.0	1.6	2.4
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.1
归属母公司净利润	1.2	1.0	1.5	2.3
EBITDA	2.26	2.91	3.80	4.93
EPS (元)	0.76	0.60	0.90	1.37

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	19.6%	-15.6%	27.7%	32.1%
营业利润	41.2%	-13.9%	52.3%	50.0%
归属于母公司净利润	45.5%	-13.1%	50.4%	51.4%
获利能力				
毛利率 (%)	37.4%	41.4%	42.7%	43.7%
单位:亿元	10.4%	10.7%	12.6%	14.4%
ROE (%)	7.4%	6.2%	8.8%	12.1%
ROIC (%)	5.7%	4.8%	6.7%	9.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	38.1%	39.4%	40.4%	39.2%
净负债比率 (%)	61.5%	65.0%	67.9%	64.5%
流动比率	2.18	2.20	2.14	2.07
速动比率	1.49	1.63	1.51	1.35
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.36	0.43	0.52
应收账款周转率	6.10	5.12	6.32	6.35
应付账款周转率	3.66	2.69	3.26	3.18
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.60	0.90	1.37
每股经营现金流(摊薄)	0.18	1.71	1.68	2.03
每股净资产	9.99	9.62	10.27	11.32
估值比率				
P/E	35.61	57.39	38.15	25.19
P/B	2.72	3.58	3.35	3.04
EV/EBITDA	18.89	19.65	15.01	11.39

分析师与研究助理简介

分析师：王璐，华安证券研究所机械设备组负责人

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。