

2026 年 07 月 14 日

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚
huwenhan@huayuanstock.com

长鹰硬科(920238.BJ)

——硬质合金“小巨人”，航空航天、3C、半导体等下游应用需求可期

投资要点：

- **长鹰硬科本次发行价格 18.89 元/股，发行市盈率 14.43X，申购日为 2026 年 7 月 15 日。**本次发行数量为 1810 万股，发行后总股本为 9524 万股，本次发行数量占发行后总股本的 19%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 22.28%，老股占可流通股本比例为 14.71%。本次发行战略配售发行数量为 181 万股，占本次发行数量的 10%。有 2 家战略投资者参与公司的战略配售。此次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于“年产 1800 吨高端硬质合金制品项目”和“研发中心建设项目”。“年产 1800 吨高端硬质合金制品项目”建成后，有望有效解决公司目前面临的产能瓶颈，并通过打造智能化、自动化的生产线，优化生产工艺、提升产品品质，巩固并提升公司硬质合金领域的市场份额和行业地位。
- **深耕硬质合金领域，2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 14%。**公司是一家专业从事硬质合金产品研发、生产及销售的高新技术企业，主要产品包括硬质合金和硬质合金工具。**硬质合金是指将难熔金属的碳化钨粉、钴粉、少量抑制剂及成型剂，通过粉末冶金工艺制成的一种高硬度、高耐磨的高性能合金；硬质合金工具类产品已成为公司未来发展的重点领域之一，主要包括数控刀片和工程工具用截齿。**凭借自主研发形成的技术优势、立足精益制造形成的工艺优势、依托深耕市场形成的客户优势，公司的产品及服务获得了国内外客户的广泛认可。公司采取了“终端客户为主、非终端客户为辅”双轮驱动的销售模式，均为买断式销售，**2025 年前五大客户收入占比 20.24%，山特维克集团为第一大客户。**2025 年公司实现营业收入 12.16 亿元（yoy+25.12%）、归母净利润 12,471 万元（yoy+96.44%）。2026Q1 公司实现营收 5.62 亿元（yoy+163.61%）、归母净利润 16,693 万元（yoy+1303.93%）。
- **2015-2024 年全球和我国硬质合金产量 CAGR 分别为 7.51%和 9.50%，硬质合金材料渗透率或将持续提升。**根据中国钨业协会和智研咨询数据，2015-2024 年全球和我国硬质合金产量 CAGR 分别为 7.51%和 9.50%。从产业链来看，硬质合金行业上游主要为碳化钨粉和钴粉生产企业；硬质合金主要用于制造硬质合金工具，硬质合金工具按下游应用领域可以分为切削工具、耐磨工具、凿岩工具等。上述硬质合金工具使用的终端领域广泛分布于金属加工、木材加工、汽车工业、基础设施建设、矿产及能源开采、通用及专用设备制造、模具及耐磨零件制造等领域，同时在**新能源汽车、航空航天、3C 产品、半导体等战略性新兴产业渗透率不断提升。**根据金属加工杂志社，近年来硬质合金材料的使用在下游应用中的占比呈现明显上升趋势，已从 2014 年的约 54%提升至 2023 年的 63%。其中汽车领域是切削刀具最大的应用市场领域之一，占切削刀具总需求的占比约 35%。**中钨高新、厦门钨业、翔鹭钨业、章源钨业、欧科亿和新锐股份为同行业可比公司。**
- **申购建议：建议关注。**成立二十余年以来，公司始终聚焦硬质合金领域，参与起草了多项国家标准和行业标准，承担了省级科技成果转化项目。根据中国钨业协会的公开统计数据，2022 年至 2024 年，公司硬质合金产量的行业排名均位居国内第五名，形成了较为领先的行业地位。同行业公司 PE TTM 中值为 52.8X，建议关注。
- **风险提示：下游行业波动风险、原材料价格波动风险、毛利率波动的风险。**

内容目录

1. 发行信息	4
1.1. 发行情况:发行价格 18.89 元/股, 发行市盈率 14.43X	4
1.2. 募投: 公司募投项目预计总投资额达 3.59 亿元	4
2. 深耕硬质合金领域, 2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 14%	5
2.1. 业务: 2025 年硬质合金的营收达 9.70 亿元, 占主营业务收入的 84.03%	6
2.2. 模式: 2025 年前五大客户收入占比 20.24%, 山特维克集团为第一大客户	8
2.3. 财务: 2025 年公司实现营收 12.16 亿元 (yoy+25.12%)、归母净利润 12471 万元 (yoy+96.44%)	9
3. 2015-2024 年全球和我国硬质合金产量 CAGR 分别为 7.51%和 9.50%	10
4. 申购建议: 建议关注	14
5. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 长鹰硬科本次发行价格 18.89 元/股	4
图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 181 万股	4
图表 3: 公司募投项目预计总投资额达 3.59 亿元	5
图表 4: 黄启君为公司控股股东, 黄启君和陈碧为公司共同实际控制人	5
图表 5: 公司硬质合金具体包括棒材合金、切削工具合金、耐磨工具合金、凿岩及工程工具合金等	6
图表 6: 公司硬质合金工具主要包括数控刀片和工程工具用截齿	7
图表 7: 2025 年硬质合金营收达 9.70 亿元 (单位: 万元)	8
图表 8: 2025 年硬质合金的毛利率为 24.42%	8
图表 9: 2023-2025 年公司前五大客户包括山特维克集团、三一集团等	8
图表 10: 2025 年公司实现营收 12.16 亿元 (yoy+25.12%)、归母净利润 12471 万元 (yoy+96.44%)	9
图表 11: 2015-2024 年全球和我国硬质合金产量 CAGR 分别为 7.51%和 9.50%	10
图表 12: 硬质合金行业的上下游情况	11
图表 13: 2023-2025 年碳化钨价格大幅增长	11
图表 14: 2023-2025 年钴粉价格整体有所增长	11
图表 15: 汽车领域是切削刀具最大的应用市场领域之一, 占切削刀具总需求的占比约 35%	12
图表 16: 预计到 2030 年硬质合金及硬质合金刀具在汽车领域的市场规模将分别达 354.66 亿元和 849.93 亿元	12
图表 17: 预计到 2030 年硬质合金及硬质合金刀具在通用机械和专用机械领域的市场规模将分别达 336.63 亿元和 806.72 亿元	13
图表 18: 预计到 2030 年硬质合金及硬质合金刀具在航空航天领域的市场规模将分别达 345.99 亿元和 829.15 亿元	13
图表 19: 公司同行业公司主要包括中钨高新、厦门钨业等	14
图表 20: 同行业公司 PE TTM 中值为 52.8X (数据截至 2026.07.13)	15

1. 发行信息

1.1. 发行情况: 发行价格 18.89 元/股，发行市盈率 14.43X

长鹰硬科本次发行价格 18.89 元/股，发行市盈率 14.43X，申购日为 2026 年 7 月 15 日。本次发行数量为 1810 万股，发行后总股本为 9524 万股，本次发行数量占发行后总股本的 19%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 22.28%，老股占可流通股本比例为 14.71%。

图表 1：长鹰硬科本次发行价格 18.89 元/股

基本信息	股票代码	920238.BJ	所属国民经济行业	有色金属合金制造
	股票简称	长鹰硬科	发行代码	920238
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	18.89
	募集金额(万元)	34,182	主承销商	东吴证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	1,810	占发行后总股本比例	19.00%
日期与申购限制	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
	路演日	2026-07-14	申购日	2026-07-15
	申购款退回日	2026-07-17	网上最高申购量(万股)	81.42
基本面信息	2025 年总营收(亿元)	12.16	2025 年归母净利润(万元)	12,471.22
	2025 年毛利率	23.21%	2025 年加权 ROE%	17.27%
	2025 年营收增速	25.12%	2025 年归母净利润增速	96.44%
股本信息	发行前总股本(万股)	7,714.29	发行前限售股(万股)	7,402.18
	发行后预计可流通比例	22.28%	老股占可流通股本比例	14.71%
价格信息	发行 PE(LYR)(倍)	14.43	发行后 2025 EPS(元)	1.31

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

注：除发行后预计可流通比例，其余均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 181 万股，占本次发行数量的 10%。有 2 家战略投资者参与公司的战略配售。

图表 2：本次发行战略配售发行数量为 181 万股

序号	名称	承诺认购股数（股）	限售期安排
1	东吴证券长鹰硬科员工参与北交所战略配售集合资产管理计划	1,357,155	12 个月
2	东吴创新资本管理有限责任公司	452,385	12 个月
合计		1,809,540	-

资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.2. 募投：公司募投项目预计总投资额达 3.59 亿元

此次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于“年产 1800 吨高端硬质合金制品项目”和“研发中心建设项目”。“年产 1800 吨高端硬质合金制品项目”建成后，有望有效解决公司目前面临的产能瓶颈，并通过打造智能化、自动化的生产线，优化生产工艺、提升

产品品质，巩固并提升公司硬质合金领域的市场份额和行业地位。“研发中心建设项目”预计将对现有研发部门的升级，并通过引进先进的研发设备和检测试验设备，引进高端行业及技术人才，形成行业及技术专家引领的多层次研发人员梯队，不断提升硬质材料前沿产品研发能力，挖掘前沿技术的应用深度，推动公司未来可持续发展。

图表 3：公司募投项目预计总投资额达 3.59 亿元

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
1	年产 1800 吨高端硬质合金制品项目	27,998.85	26,885.37
2	研发中心建设项目	7,926.66	7,926.66
	合计	35,925.51	34,812.03

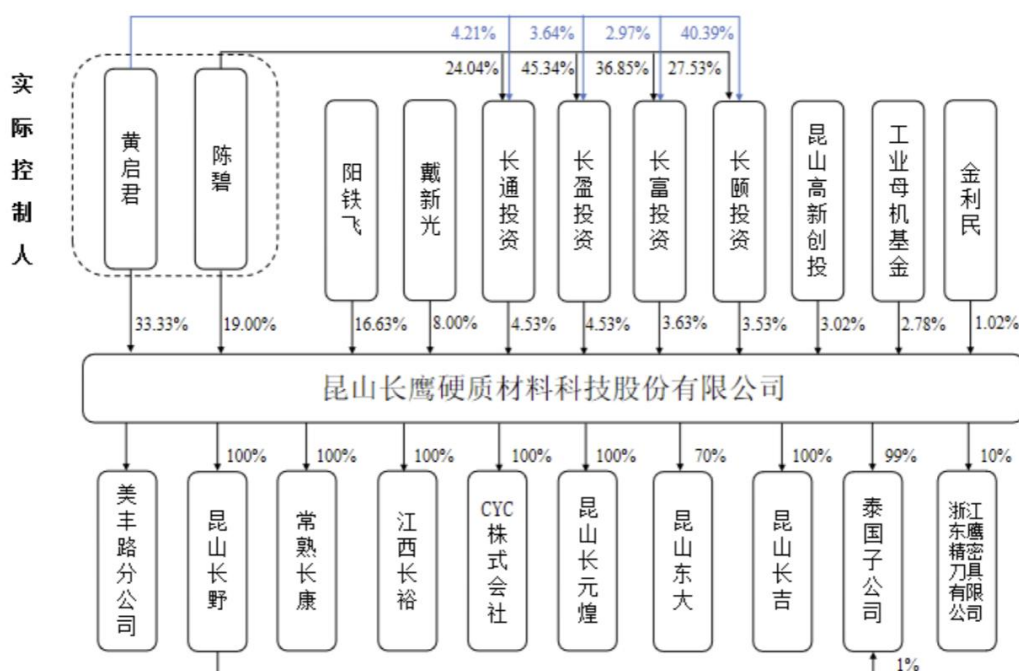
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2. 深耕硬质合金领域，2022-2025 年归母净利润 CAGR 达 14%

公司是一家专业从事硬质合金产品研发、生产及销售的高新技术企业。自成立以来，公司始终聚焦硬质合金领域，凭借自主研发形成的技术优势、立足精益制造形成的工艺优势、依托深耕市场形成的客户优势，公司的产品及服务获得了国内外客户的广泛认可。截至 2025 年末，公司已取得授权专利 47 项，其中发明专利 17 项、实用新型 23 项。

公司控股股东为黄启君，实际控制人为黄启君、陈碧，两人系夫妻关系。截至 2026 年 7 月 14 日，黄启君合计控制公司 46.02% 的股份，二人合计控制公司 68.55% 的股份，为公司的实际控制人。同时黄启君任公司董事长、总经理，陈碧任公司董事、副总经理。

图表 4：黄启君为公司控股股东，黄启君和陈碧为公司共同实际控制人



资料来源：公司招股书、华源证券研究所 注：数据截至 2026.07.14

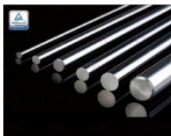
2.1. 业务：2025 年硬质合金的营收达 9.70 亿元，占主营业务收入的 84.03%

公司主要产品包括硬质合金和硬质合金工具，近年来，公司凭借多年硬质合金制造领域的行业经验和竞争优势，有针对性地向产业链下游延伸，拓展了硬质合金工具等产品，丰富了产品线体系，增强了公司的综合竞争力，有望成为公司新的业绩增长点。

(1) 硬质合金

公司生产的硬质合金是指将难熔金属的碳化钨粉、钴粉、少量抑制剂及成型剂，通过粉末冶金工艺制成的一种高硬度、高耐磨的高性能合金。公司硬质合金是作为钻头、刀具、模具等下游制成品的的重要原材料，硬质合金的制备工艺对下游制成品的质量和工艺良品率起着关键作用，客户群体主要为钻头/刀具/模具等下游制成品的生产厂商或使用方。

图表 5：公司硬质合金具体包括棒材合金、切削工具合金、耐磨工具合金、凿岩及工程工具合金等

产品类别	明细产品	产品图示	产品特点及应用
棒材合金	实心圆棒		1、本产品是圆柱形的实心硬质合金，可以根据客户需求，定制长度和精磨加工。2、本产品主要由超细晶粒、亚细晶粒级别的碳化钨制成，具有较高的硬度及韧性。3、本产品用于制作整体硬质合金钻头、铣刀、铰刀、丝锥等圆柄刀具，适用于铣削，钻孔等加工方式。4、加工对象主要为钢、不锈钢、铸铁、铝、钛合金、镍合金、其他有色金属等材料。
	内冷却孔圆棒		1、相较于实心圆棒，本产品通过内螺旋挤压方式，在硬质合金内部形成了直线形或螺旋形的孔道。2、内冷却孔圆棒主要应用于钻头的制作，用其制成的钻头可以通过内部的直线形、螺旋形孔道，将冷却剂传送到高压之下的切割边线。这样的孔道既可以迅速降低加工过程中的高温又可以借助冷却液将产生的机械碎屑迅速清除。既延长了钻头的使用寿命，又缩短了机械设备的重组时间。3、内冷却孔圆棒制成的钻头因其高性能和高效率的特点，主要用于自动加工线及高速加工中心。
切削工具合金	锯齿合金		1、用于制造焊接式圆锯片，是圆锯片刀口的关键工作部位，产品主要包括标准型锯齿、左右锯齿、“V 型”锯齿、背槽锯齿等，加工对象为实木、软木、密度板、刨花板等木质板材以及亚克力、铝合金及其他材质，主要加工方式是铣削，用于切割材料。2、主要应用于家具、家装、林业、园艺、金属加工等行业。
	条块合金		1、用于制作焊接式木材铣削刀，产品主要包括直刀片、羽刀片、方块刀片、可转位刀片、异形刀片等，加工对象为木材、塑料、亚克力等材料，主要用于被加工材料的切割、开槽、刨铣、钻孔、榫接、轮廓成型等。2、主要应用于家具、家装、园艺、模具、塑料制品等行业。
	刀具材料预制件		1、刀具材料预制件采用等静压成型、机械加工成型和半烧等工艺，根据客户图纸需求，在烧结前对料坯通过车、铣、钻等工艺加工出中心孔、盲孔、内冷却孔、螺纹、台阶等槽型，使得产品在合金化前获得最接近客户成品刀具的形状尺寸，满足客户对形状复杂、难以加工的异形坯料需求，能极大程度的提升客户的生产效率。2、主要应用于金属切削刀具，在汽车、铁路、航空航天、装备制造、消费电子零部件加工等相关领域。
耐磨工具合金	冷墩、粉末冶金类模具合金		1、冷墩、粉末冶金类模具合金是制作锻造、冷墩、挤压、冲压等成型模具的核心材料。通过冲压设备如冷墩机、粉末成型压机与成型模具的配合，将材料成型为所需要的形状。2、冷墩模具主要用来生产螺栓、螺钉、螺母、铆钉、销钉等标准紧固件。3、主要应用于汽车、机械制造、电动工具等行业所需的粉末冶金零部件的制造。
	精密冲压合金		1、精密冲压合金用于各类冲压模具的上模冲头与下模刀口的制作材料，为此类模具的核心工作部件。将金属材料由入口端送进冲压模具后，按照成形工艺安排的顺序，通过各个工位的连续冲压，冲裁或切断出符合要求的高精密冲压件。2、主要应用于半导体引线框架模具、手机电脑连接器模具的制作。

凿岩及工程工具合金	凿岩工具齿合金		1、凿岩工具齿合金主要包括球齿、截齿、钎片、冲击钻片、铣刨齿等，是工具的核心工作部位。2、主要应用在矿山、油气开采及基础设施建设领域所需要的冲击和旋挖工具，如潜孔钻、螺纹钻、牙轮钻、钎头、旋挖截齿，通常通过冲击和旋转切割的方式对岩层进行破碎、钻孔和凿岩。
	盾构刀片		1、产品主要是制造盾构机上刀盘的主要材料，晶粒度较粗，具有优异的抗冲击性。盾构刀盘是盾构机施工必不可少的核心部件。2、主要应用于城市管道、管网的施工，公路、铁路、水利等隧道的建设，煤矿巷道的挖掘等。

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

(2) 硬质合金工具

公司在研发生产硬质合金材料过程中，基于积累的丰富技术优势和工艺优势，逐步向产业链下游延伸，成功开发并量产了数控刀片等新品，有效拓宽了客户群体、优化了产品结构。目前，硬质合金工具类产品已成为公司未来发展的重点领域之一。

图表 6：公司硬质合金工具主要包括数控刀片和工程工具用截齿

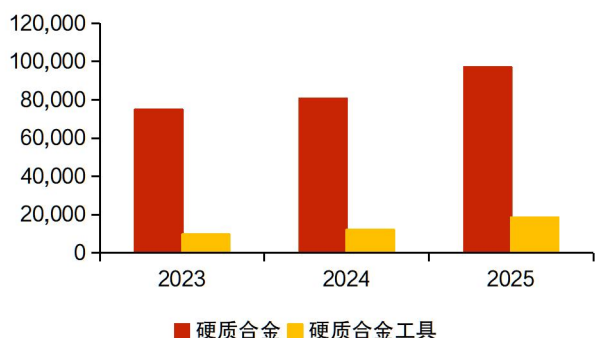
产品类别	产品图示	产品特点及应用
数控刀片		1、数控刀片主要为数控机床用刀具，主要由硬质合金制造，少部分由金属陶瓷制造。数控刀片可应用在金属的车削、铣削、孔加工、切断切槽、螺纹车削等领域，是现代金属切削应用领域的主流产品。2、主要应用于加工不锈钢、钢、铸铁、有色金属等金属材料工件。
工程工具用截齿		1、工程工具用截齿以高硬度和耐磨性著称，兼具抗冲击韧性与耐磨性能，截齿可承受 13 级以上硬岩的高强度冲击，寿命可达普通产品的 2-5 倍。2、主要应用于矿山开采、隧道工程、石油钻探及基础建设等领域，可显著提升掘进效率并降低工具损耗。此外，其耐腐蚀性及防火花设计进一步保障了复杂工况下的作业安全。

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

收入情况：公司主营业务产品包括硬质合金和硬质合金工具。2023-2025 年，硬质合金销售收入分别为 7.49 亿元、8.06 亿元和 9.70 亿元，占主营业务收入的比例分别为 88.78%、87.05%和 84.03%。2023-2025 年，硬质合金销量分别为 1,721.08 吨、1,851.82 吨及 1,942.17 吨，公司加大产品营销力度、优化产品品类并不断提升产品品质，产品的销量保持上升趋势。2024 年，硬质合金的销售单价相对稳定，销售收入增长主要来源于销售数量的增长。2025 年，硬质合金的销售单价大幅上涨，主要受原材料价格大幅上涨、下游行业需求旺盛等因素共同影响，公司实现成本的有效传导；2023-2025 年，硬质合金工具销售收入分别为 9,463.27 万元、11,990.86 万元和 18,445.16 万元，占主营业务收入的比例分别为 11.22%、12.95%和 15.97%。硬质合金工具营收呈现快速增长的趋势，是公司新的业绩增长点。

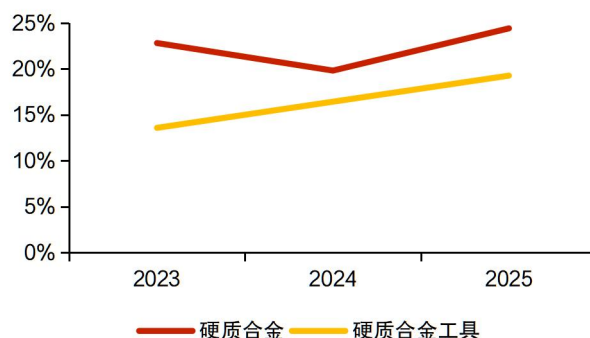
毛利率情况：分产品来看，2023-2025 年，硬质合金毛利率分别为 22.82%、19.82%和 24.42%。2024 年该产品毛利率同比下降 3.00pcts，主要系市场竞争加剧、原材料碳化钨粉价格上涨和用工成本增加。2025 年该产品毛利率同比增长 4.60pcts，主要系实现了成本的有效传导和优化了用工成本；2023-2025 年，硬质合金工具毛利率分别为 13.58%、16.43%和 19.27%。该产品毛利率有所增长，主要系规模效应凸显导致单位成本降低、公司数控刀片产品议价能力与成本传导效率显著增强和公司加快推进产品结构优化升级等多重因素所致。

图表 7：2025 年硬质合金营收达 9.70 亿元（单位：万元）



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 8：2025 年硬质合金的毛利率为 24.42%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.2. 模式：2025 年前五大客户收入占比 20.24%，山特维克集团为第一大客户

公司销售中心下设国内业务部和国际业务部，分别负责公司内外销的销售工作。公司在保证老客户稳定的同时，通过行业会议、行业展会、客户拜访、客户介绍等方式进行产品推广和新客户开发。公司结合实际情况采取了“终端客户为主、非终端客户为辅”双轮驱动的销售模式，均为买断式销售。2025 年，公司前五大客户分别为山特维克集团、三一集团、常州市鑫瑞合金工具有限公司、HARTMETALL UND WERKZEUG SYSTEME WILKE GMBH. 和 GSE MATERIALS B.V.。2023-2025 年，公司前五大客户的销售收入分别为 19,985.33 万元、21,538.46 万元和 24,608.48 万元，占公司当期销售收入的比例分别为 22.68%、22.16% 和 20.24%，不存在向单个客户销售比例超过 50% 的情形，不存在依赖少数客户的情形。

图表 9：2023-2025 年公司前五大客户包括山特维克集团、三一集团等

年度	序号	客户名称	销售收入（万元）	占比（%）
2025	1	山特维克集团	6,957.61	5.72
	2	三一集团	6,710.42	5.52
	3	常州市鑫瑞合金工具有限公司	4,669.40	3.84
	4	HARTMETALL UND WERKZEUG SYSTEME WILKE GMBH.	3,269.02	2.69
	5	GSE MATERIALS B.V.	3,002.03	2.47
		合计	24,608.48	20.24
2024	1	山特维克集团	6,113.12	6.29
	2	常州市鑫瑞合金工具有限公司	4,369.40	4.5
	3	三一集团	4,146.80	4.27
	4	GSE MATERIALS B.V.	3,497.82	3.6
	5	株洲华锐精密工具股份有限公司	3,411.33	3.51
		合计	21,538.46	22.16
2023	1	常州市鑫瑞合金工具有限公司	4,979.05	5.65
	2	山特维克集团	4,815.78	5.47
	3	株洲华锐精密工具股份有限公司	4,053.93	4.6
	4	三一集团	3,701.12	4.2
	5	广东长钢金属材料有限公司	2,435.46	2.76
		合计	19,985.33	22.68

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

2.3. 财务：2025 年公司实现营收 12.16 亿元（yoy+25.12%）、归母净利润 12471 万元（yoy+96.44%）

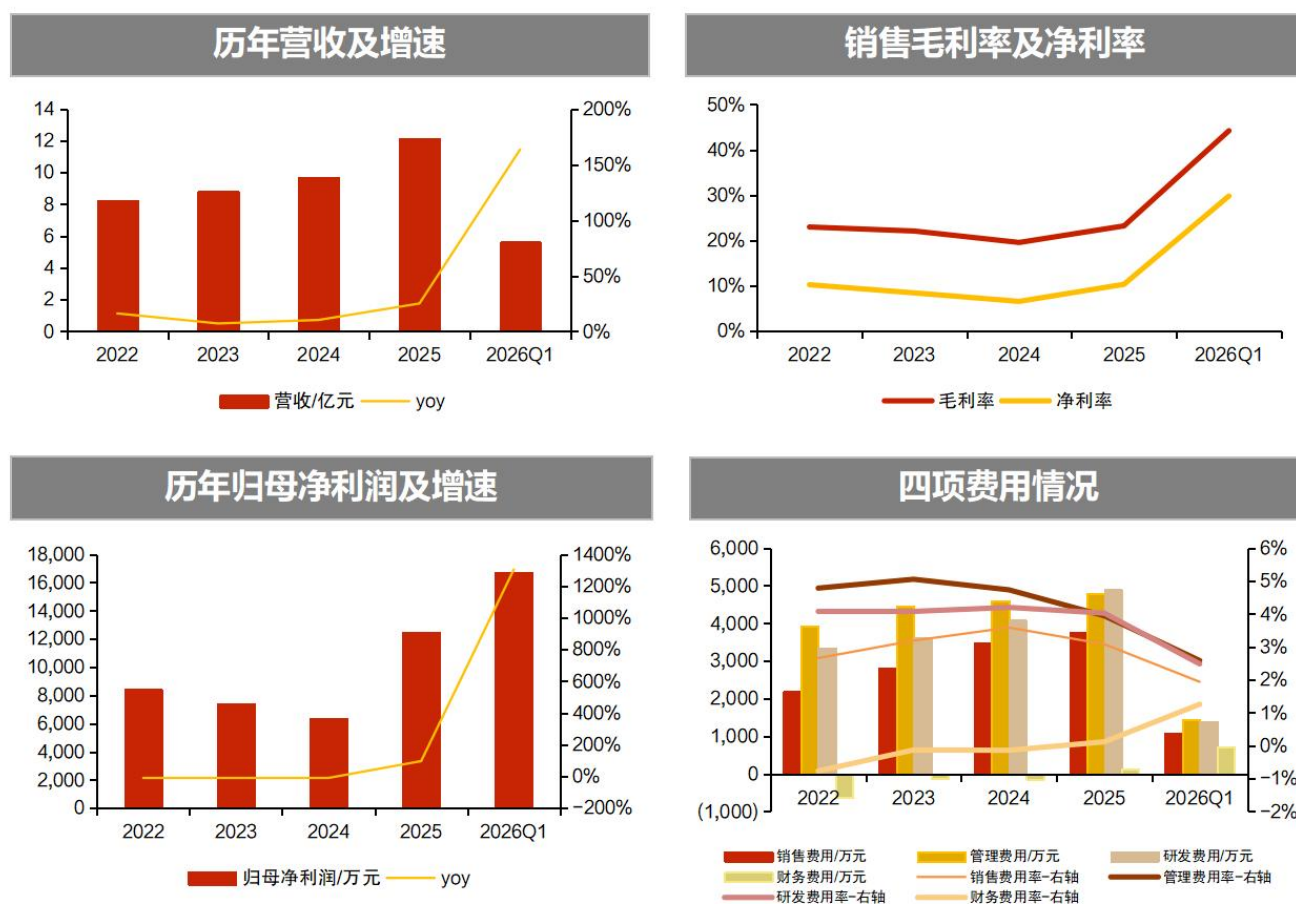
营收方面，2022-2026Q1，公司营业收入分别为 8.22 亿元、8.81 亿元、9.72 亿元、12.16 亿元和 5.62 亿元，同比分别增长 16.16%、7.14%、10.30%、25.12%和 163.61%。

利润方面，2022-2026Q1，公司归母净利润分别为 8408.74 万元、7417.35 万元、6348.63 万元、12471.22 万元和 16693.15 万元，同比分别变化-9.62%、-11.79%、-14.41%、+96.44%和+1303.93%。

盈利能力方面，2022-2026Q1，公司销售毛利率分别为 22.96%、22.07%、19.55%、23.21%和 44.20%，净利率分别为 10.22%、8.42%、6.54%、10.32%和 29.80%。

成本管控方面，2022-2026Q1，公司期间费用分别为 8836.42 万元、10752.74 万元、12020.27 万元、13570.57 万元和 4639.56 万元，期间费用率分别为 10.74%、12.20%、12.37%、11.16%和 8.26%。2023-2025 年，公司期间费用金额随业务规模持续扩大相应增长，期间费用率有所波动，主要系营业收入增长带动规模效应所致。

图表 10：2025 年公司实现营收 12.16 亿元（yoy+25.12%）、归母净利润 12471 万元（yoy+96.44%）



资料来源：iFind、华源证券研究所

3. 2015-2024 年全球和我国硬质合金产量 CAGR 分别为 7.51%和 9.50%

根据招股书，随着国民经济各领域持续向好，以及国内外对于硬质合金需求的不断提升，我国硬质合金的产销量保持上升趋势；同时，在如高端装备制造、航空航天、半导体和新能源等新兴产业不断涌现的背景下，行业内具有研发创新优势的企业根据终端应用需求，不断开拓硬质合金产品的应用边界，打开了更为广阔的市场空间。根据中国钨业协会数据，近年来我国硬质合金产量呈现持续增长的趋势，从2015年的26,500吨增至2024年的60,000吨，复合增长率达到9.50%，体现了较高的增长速度。随着硬质合金产品在全球制造业应用领域的不断拓展和深化，其产业规模也在不断提升，根据智研咨询的统计数据，从2015年的7.24万吨增至2024年的13.89万吨，复合增长率达到7.51%。作为全球最大的硬质合金生产国，我国在全球产业链中的地位与日俱增，我国硬质合金产品产量占全球的比例也从2015年的36.60%上升至2024年的43.20%。

图表 11：2015-2024 年全球和我国硬质合金产量 CAGR 分别为 7.51%和 9.50%

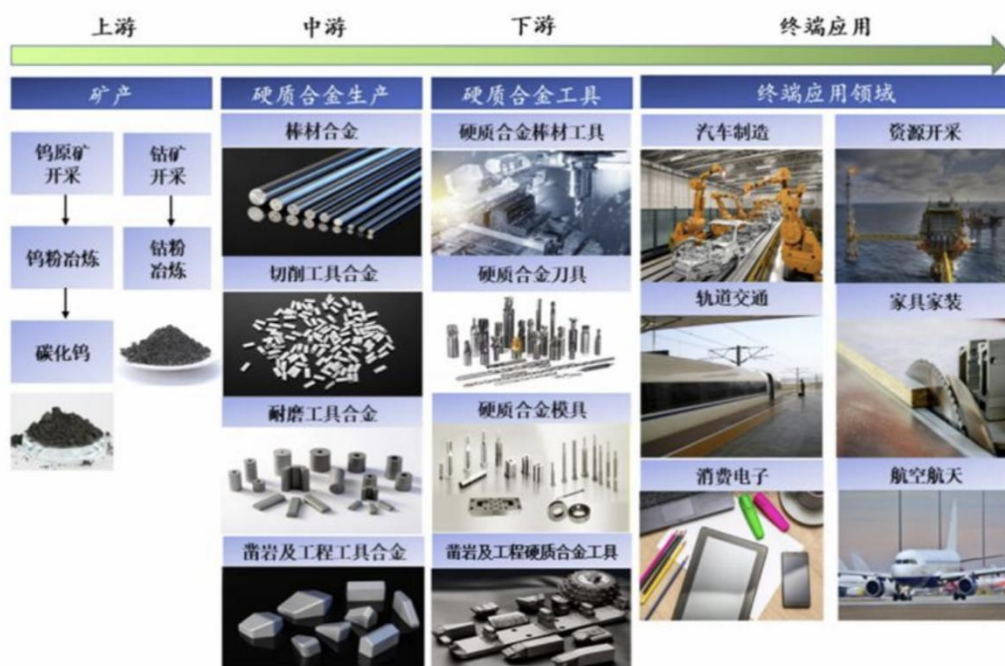


资料来源：中国钨业协会、智研咨询、招股书、华源证券研究所

根据招股书，我国蕴藏的丰富的钨矿对硬质合金行业的发展提供了重要的资源基础。根据美国地质调查局公布的数据，截至2024年，中国的钨精矿储量占全球的52%左右。作为全世界最大的钨开采国家，中国钨精矿产量对全球供应具有重要影响，根据美国地质调查局公布的数据，截至2024年，中国钨精矿产量达到67,000吨，占全球钨精矿产量的82.72%。

根据招股书，硬质合金行业上游主要为碳化钨粉和钴粉生产企业。硬质合金主要用于制造硬质合金工具。硬质合金工具按下游应用领域可以分为切削工具、耐磨工具、凿岩工具等。上述硬质合金工具使用的终端领域广泛分布于金属加工、木材加工、汽车工业、基础设施建设、矿产及能源开采、通用及专用设备制造、模具及耐磨零件制造等领域，近年来，随着研发投入的增加和产品品质的提升，硬质合金产品在新兴产业的渗透率持续提升，终端应用领域不乏新能源汽车、航空航天、3C产品、半导体等战略性产业。

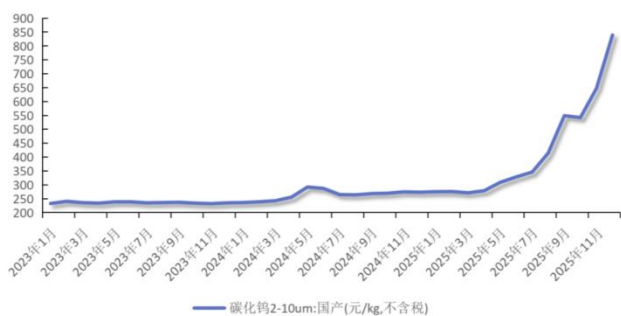
图表 12：硬质合金行业的上下游情况



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

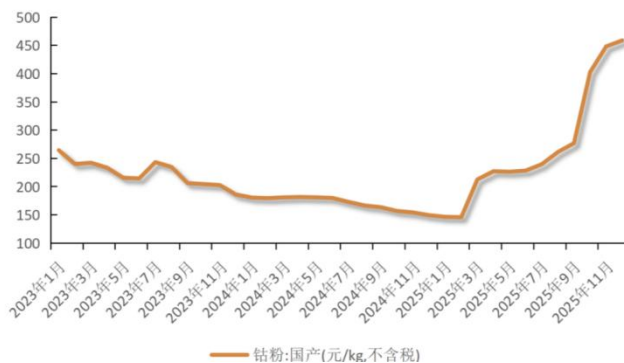
根据公司招股书，碳化钨和钴作为硬质合金的上游原材料，其价格主要受矿产量、下游行业需求、生产成本、冶炼技术水平等因素影响，原材料价格波动对硬质合金行业的整体盈利水平将产生一定影响。

图表 13：2023-2025 年碳化钨价格大幅增长



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

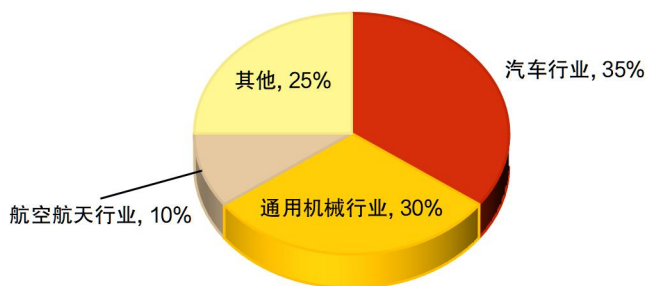
图表 14：2023-2025 年钴粉价格整体有所增长



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，硬质合金材料因其高硬度、高抗弯强度与韧性、高耐磨性，在下游终端领域应用广泛，属于较为理想的刀具及工具材料。根据金属加工杂志社，近年来硬质合金材料的使用在下游应用中的占比呈现明显上升趋势，已从 2014 年的约 54% 提升至 2023 年的 63%，采用硬质合金制成的各类硬质合金刀具和工具已成为机械加工、矿产开采、精密制造等领域不可或缺的关键材料。

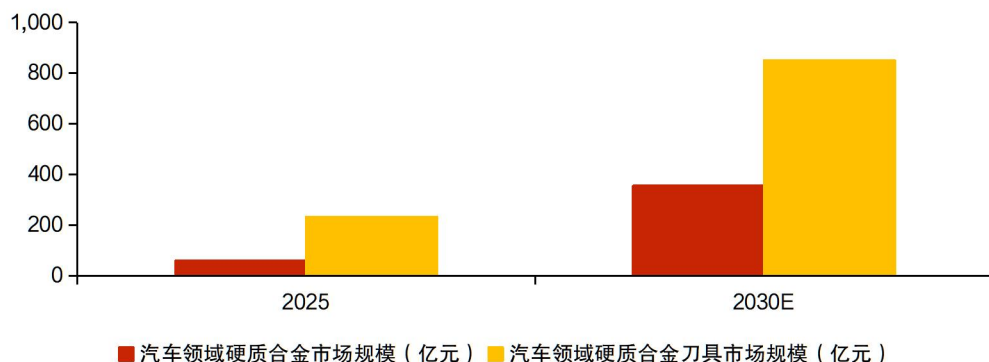
图表 15：汽车领域是切削刀具最大的应用市场领域之一，占切削刀具总需求的占比约 35%



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，新能源汽车轻量化材料（铝合金、高强度钢）的应用，以及耐热钢/钛合金、铝（镁）合金及碳纤维材料的使用量提升，使得新能源汽车的单车刀具消耗量更大，**行业经验数据约为传统燃油车的 2.5 倍**。随着新能源汽车渗透率持续提升，预计到 2030 年新能源汽车销量占比将超过 50%。而一体化压铸、电池托盘等新工艺以及轻量化趋势推动铝合金、高强度钢加工占比增加，使得硬质合金刀具更具加工优势。预计到 2030 年，汽车领域硬质合金刀具使用的整体渗透率将进一步提升。根据《金属加工》数据，2025 年我国在汽车领域的硬质合金及硬质合金刀具市场需求分别为 57.89 亿元和 231.55 亿元，考虑该领域需求持续增长以及硬质合金工具单价上涨，预计到 2030 年，硬质合金及硬质合金刀具在该领域的市场容量将达到 354.66 亿元和 849.93 亿元。

图表 16：预计到 2030 年硬质合金及硬质合金刀具在汽车领域的市场规模将分别达 354.66 亿元和 849.93 亿元

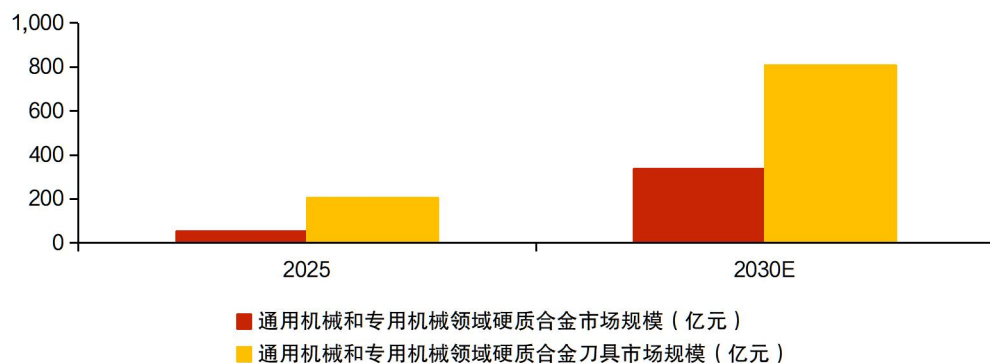


资料来源：《金属加工》、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，硬质合金刀具在通用机械领域的应用主要涵盖泵阀类零件（如不锈钢法兰、阀门、流体部件）、液压件、通用零部件以及各类机械基础件的精密加工。近年来通用机械行业市场规模持续扩大，企业数量和营收规模均实现稳步增长。截至 2024 年，全行业实现营业收入 10,739.39 亿元，2025 年上半年，行业 8,842 家规模以上企业营业收入已完成 5,218.15 亿元，同比增长 4.45%。随着制造业自动化改造和设备更新需求，泵阀类零件、液压件、轴承等核心零部件加工精度要求的不断提高，以及硬质合金可转位刀具对传统高速钢

刀具的替代，硬质合金及其刀具产品需求或将不断提升。根据《金属加工》数据，2025 年在通用机械和专用机械领域的硬质合金及硬质合金刀具市场需求分别为 51.08 亿元和 204.31 亿元。预计至 2030 年，硬质合金及硬质合金刀具在该领域的市场容量将达 336.63 亿元和 806.72 亿元。

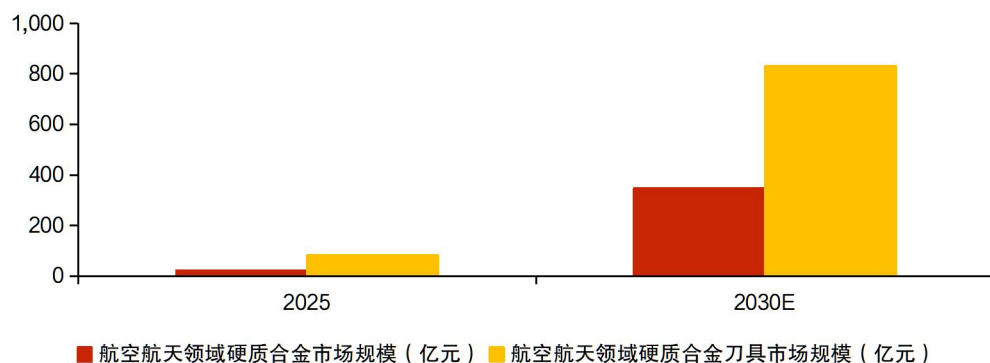
图表 17：预计到 2030 年硬质合金及硬质合金刀具在通用机械和专用机械领域的市场规模将分别达 336.63 亿元和 806.72 亿元



资料来源：《金属加工》、公司招股书、华源证券研究所

根据公司招股书，航空航天装备制造属于精密制造行业，航空航天材料多为钛合金、高温合金、高强度钢、复合材料等高性能难加工材料，结构多为深腔、深孔、复杂曲面等弱刚性零件，部件种类多样、加工工艺繁复，因此对长寿命、高可靠性的高性能刀具有迫切需求。目前，航空航天领域正迎来高速增长周期。全球商业航空市场规模预计将从 2025 年的 3,400.4 亿美元增长至 2030 年的 4,456.4 亿美元，复合年增长率或将达 5.7%。在民用飞机领域，根据中国商飞，未来 20 年中国航空市场将接收 50 座以上客机 8,725 架，市场价值约 8.97 万亿元。庞大的飞机制造和零部件加工需求或将为国产高性能硬质合金刀具带来广阔的市场空间。根据《金属加工》数据，2025 年在航空航天领域的硬质合金及硬质合金刀具市场容量分别为 20.43 亿元和 81.72 亿元，预计到 2030 年，硬质合金及硬质合金刀具在该领域的市场容量将达到 345.99 亿元和 829.15 亿元。

图表 18：预计到 2030 年硬质合金及硬质合金刀具在航空航天领域的市场规模将分别达 345.99 亿元和 829.15 亿元



资料来源：《金属加工》、公司招股书、华源证券研究所

中钨高新（000657.SZ）、厦门钨业（600549.SH）、翔鹭钨业（002842.SZ）、章源钨业（002378.SZ）、欧科亿（688308.SH）和新锐股份（688257.SH）为同行业可比公司。

图表 19：公司同行业公司主要包括中钨高新、厦门钨业等

公司名称	经营情况及市场地位	技术实力
中钨高新 (000657.SZ)	是一家主要从事硬质合金及钨、钼、钽、铌等有色金属及其深加工产品和装备的研制、开发、生产、销售的上市公司，其主要产品为硬质合金、化合物及粉末以及刀片等。2025 年，中钨高新实现销售收入 176.39 亿元，归属于母公司股东净利润 12.81 亿元。	公司秉承“创新驱动、科技引领”可持续发展战略，持续加强科研项目布局和科研平台建设，布局基础性、紧迫性、前沿性、颠覆性等原创性技术研究，培育和发展战略新兴产业和未来产业，以系列重磅科技成果为我国高质量发展注入“钨”力量，全面提升公司科技创新水平和科技管理水平，不断提升公司核心竞争力。
厦门钨业 (600549.SH)	从事钨精矿、钨钼中间制品、粉末产品、丝材板材、硬质合金、切削刀具、各种稀土氧化物、稀土金属、稀土发光材料、磁性材料和稀土贮氢、系列锂电池材料等其他能源新材料的生产、销售与研发。2025 年，厦门钨业实现销售收入 462.65 亿元，归属于母公司股东净利润 23.09 亿元。	厦门钨业拥有专业高效的研发团队，聚焦钨钼、稀土和能源新材料三大产业的基础理论研究和应用技术开发，依托国家钨材料工程技术中心、高端储能材料国家地方联合工程研究中心和福建省稀土材料及应用工程技术研究中心，厦门钨业通过持续的自主创新和较强的研发能力，解决了多项国家层面产业链供给安全问题，推动了行业技术的进步。
翔鹭钨业 (002842.SZ)	主营业务包括钨精矿、钨制品、硬质合金及钨深加工产品的生产与销售。2025 年，翔鹭钨业实现销售收入 24.09 亿元，归属于母公司股东净利润 1.44 亿元。	翔鹭钨业拥有较为丰富的钨粉末系列产品，通过在超细碳化钨粉和超粗碳化钨粉两个方向持续的技术攻关，在碳化钨粉的粒度分布、颗粒集中度、减少团聚和夹粗等方面取得了领先的技术水平。
章源钨业 (002378.SZ)	是国内集钨的采选、冶炼、制粉、硬质合金和深加工为一体的大型钨行业骨干企业。2025 年，章源钨业实现销售收入 52.02 亿元，归属于母公司股东净利润 2.90 亿元。	公司为“国家高新技术企业”“第三批国家创新型企业”，设有“博士后科研工作站”，并拥有“国家认定企业技术中心”，先后获批“江西省钨制品技术创新中心”“江西省钨制品工程研究中心”和“江西省研究生工作站”等研发创新平台；同时与高校联合设立了“中国地质科学院博士（后）工作站”“中南大学博士后研究基地”等产学研合作平台。
欧科亿 (688308.SH)	主营业务为数控刀具产品和硬质合金产品的研发、生产和销售，主要产品包括数控刀具产品和硬质合金产品。2025 年，欧科亿实现销售收入 14.57 亿元，归属于母公司股东净利润 1.04 亿元。	公司高度重视基材和涂层技术创新，通过产学研深度合作、产业链合作开发及自主开发等多种方式，实现了一系列工艺优化。公司科研项目“钛合金高速高效切削用 TiB ₂ 复合涂层刀具”获批湖南省“揭榜挂帅”重点科研项目，“AlCrN/AlCrO 多层复合涂层的微结构及高温耐磨性调控机理”获批湖南省自然科学基金青年 C 类项目。
新锐股份 (688257.SH)	主要从事硬质合金及工具的研发、生产和销售，主要产品包括硬质合金、硬质合金工具及其配套产品。2025 年，新锐股份实现销售收入 24.93 亿元，归属于母公司股东净利润 2.26 亿元。	新锐股份矿用工具合金及硬质合金凿岩工具相关的核心技术达到国内领先水平，推动新锐股份在国内多个矿用工具合金的细分应用领域占据较高的市场份额，帮助新锐股份的矿用牙轮钻头产品国内市场份额排名第一，并且具备在国际市场上与跨国公司竞争的能力。
公司	公司是专业从事硬质合金研发、生产和销售的国家级高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业，公司凭借持续的研发投入和技术积累，将产品技术创新不断向高性能、高精度方向升级，构建了具有高强度、高韧性、耐腐蚀、耐高温、耐冲击等各有侧重的产品系列，应用于新能源电池、钛合金加工等多个新兴领域。2025 年，公司实现销售收入 12.16 亿元，归属于母公司股东净利润 1.20 亿元。	公司作为高新技术企业，历来重视产品研发及技术创新，公司拥有较为完善的内部研发体系和技术开发制度，经过多年的发展，公司被认定为“国家级专精特新重点‘小巨人’”、“江苏省高性能硬质合金工程技术研究中心”、“江苏省企业技术中心”，并已建立了一支拥有百余名，稳定专业的研发团队，在硬质合金材料和产品研发方面取得了较为深厚的技术积累，截至 2025 年末，公司已获得了包括 17 项发明专利在内的 47 项专利权。公司凭借多年在硬质合金产品领域的研发及取得的多项关键生产工艺和技术，为公司未来业绩发展在技术层面奠定了坚实的基础。

资料来源：各公司公告、公司招股书、华源证券研究所

4. 申购建议：建议关注

成立二十余年以来，公司始终聚焦硬质合金领域，坚持以市场需求为导向、以研发创新为基础，在技术和产品领域具有较强的竞争优势，参与起草了多项国家标准和行业标准，承担了省级科技成果转化项目。根据中国钨业协会的公开统计数据，2022-2024 年，公司硬质合金产量的行业排名均位居国内第五名，形成了较为领先的行业地位。同行业公司 PE TTM 中值为 52.8X，建议关注。

图表 20：同行业公司 PE TTM 中值为 52.8X（数据截至 2026.07.13）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2025 年营收/亿元	2025 年归母净利润/万元	2025 年毛利率	2025 年净利率	2025 年研发费用率
中钨高新	000657	1580.44	81.09	176.39	128066.73	23.67%	7.89%	4.34%
厦门钨业	600549	938.90	30.95	462.65	230937.42	17.90%	7.24%	3.76%
翔鹭钨业	002842	121.61	31.51	24.09	14370.41	14.36%	5.97%	3.55%
章源钨业	002378	319.58	50.79	52.02	29042.56	16.25%	5.55%	4.06%
欧科亿	688308	184.81	61.63	14.57	10361.06	21.73%	6.69%	6.13%
新锐股份	688257	270.07	54.86	24.93	22615.83	33.51%	10.47%	4.75%
均值		569.23	51.81					
中值		294.82	52.83					
长鹰硬科	920238.BJ	-	-	12.16	12471.22	23.21%	10.32%	4.02%

资料来源：iFind、华源证券研究所

5. 风险提示

下游行业波动风险：公司从事硬质合金产品的研发、生产和销售，始终以“专注发展为全球硬质材料及应用科技的引领者”为企业愿景，为新兴科技提供更硬、更强的材料。硬质合金产品下游应用领域广泛，涉及装备制造、消费电子、汽车制造、家具家装、基础设施建设、矿产能源、半导体、新能源、航空航天等国民经济的各个领域。若宏观经济下行导致相关行业出现重大不利变化，将会影响对硬质合金的需求量，进而影响到公司产品的销售，给公司的业绩带来不利影响。

原材料价格波动风险：公司生产所用的原材料主要为碳化钨粉、钴粉。碳化钨粉和钴粉的市场价格受全球经济发展、产业结构调整、全球供需情况和国际进出口政策等诸多因素的影响。2023-2025 年，公司原材料占主营业务成本较高，分别为 76.77%、76.10%和 80.02%。因此原材料价格波动对公司生产成本和经营业绩存在较大影响。

毛利率波动的风险：2023-2025 年，公司主营业务毛利率分别为 21.79%、19.38%和 23.60%，2023-2024 年，硬质合金产业主要原材料碳化钨价格持续上涨，与此同时，受下游行业短期需求萎缩、市场竞争加剧的影响，公司原料成本不能全部转嫁给需求方，公司毛利率出现下降。若钨产业链上下游市场供需情况变化，导致碳化钨价格剧烈波动，公司销售单价和毛利率存在下降可能。若未来全球经济衰退，碳化钨等原材料价格保持高位或进一步提升，则公司可能出现毛利率下滑的风险。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。