仅供内部参考，请勿外传

恒锋工具（300488.SZ）

精密专用刀具小巨人，机器人传动件“卖铲人”

恒锋工具是国内精密刀具头部企业，深耕精密刀具行业三十余年。公司构建精密复杂刃量具、精密高效刀具、高端生产性服务三大核心业务板块，产品覆盖拉削刀具、冷挤压成型刀具、精密量具、齿轮刀具、高效钻铣刀具、高效钢板钻、精密螺纹工具七大系列，业务边界从单纯“卖刀具”延伸至“卖加工与测量解决方案”，广泛配套于汽车零部件、航空航天、风电装备等高端制造领域，公司多项产品连续多年市场占有率国内第一，在细分领域深受市场认可。

钨资源带动供需结构变革，刀具行业迎来新一轮上行周期。成刀具是金属切削加工的核心耗材，占机械加工制造成本的 1%-4%。刀具材料以硬质合金、高速钢为主，硬质合金材料刀具使用量正在逐年递增，但高速钢在复杂成型刀具领域仍保持刚性需求。刀具行业已经充分竞争，当前市场高度分散，高端定制化领域仍由特维克、肯纳金属、伊斯卡等欧美企业主导，日韩企业则以通用性、稳定性优势稳居第二梯队。2025 年 2 月起，国家对钨资源实施管控，或从根本上改变全球竞争规则。硬质合金刀具中钨含量通常超过 80%，碳化钨是刀具成本结构中占比最高的单一原材料，其价格中枢的历史性上移，抬高了国内头部企业的利润弹性，同时也使海外竞争对手的供给能力发生系统性收缩，为国产刀具腾出了明确的替代空间。

公司深耕齿轮、螺纹类精密刀具，前瞻卡位人形机器人赛道。谐波减速器的柔轮、刚轮加工，以及行星滚柱丝杠螺纹成型，均高度依赖滚刀、插齿刀、拉刀等特种刀具，与公司现有技术能力高度契合。公司开发的小模数滚刀、插齿刀、精密拉刀、机器人专用丝锥等产品可直接适配机器人核心零部件加工，部分产品已完成客户验证，正逐步转向小批量配套供应。财务层面，公司营收规模持续扩张，毛利率维持稳定，研发持续加码支撑产品迭代升级。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 8.18/9.42/10.84 亿元，同比增长 14.7%/15.2%/15.0%。实现归母净利润 2.04/2.35/2.71 亿元，同比增长 20.4%/15.4%/15.1%。当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 32.2/27.9/24.3X。伴随人形机器人等下游需求持续释放，公司依托精密刀具沉积，业绩有望保持稳健增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：机器人量产进展不及预期风险；应用场景不及预期风险；机器人国产化不及预期风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	608	713	818	942	1,084
增长率 yoy（%）	8.4	17.2	14.7	15.2	15.0
归母净利润（百万元）	129	169	204	235	271
增长率 yoy（%）	-4.4	31.1	20.4	15.4	15.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.68	0.89	1.07	1.23	1.42
净资产收益率（%）	8.8	9.7	10.9	11.3	11.6
P/E（倍）	50.9	38.8	32.2	27.9	24.3
P/B（倍）	4.5	3.8	3.5	3.2	2.8

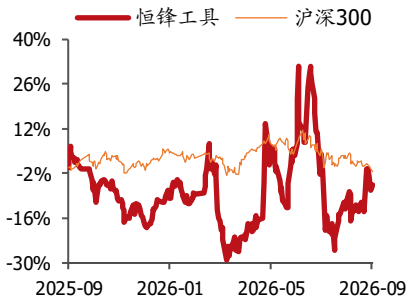
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 14 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	通用设备
09 月 14 日收盘价（元）	34.38
总市值（百万元）	6,574.17
总股本（百万股）	191.22
其中自由流通股（%）	84.85
30 日日均成交量（百万股）	5.08

股价走势



作者

分析师　张一鸣
执业证书编号：S0680522070009
邮箱：zhangyiming@gszq.com
分析师　刘嘉林
执业证书编号：S0680524070005
邮箱：liujialin@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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1253	1344	1424	1825	2069
现金	82	105	116	463	633
应收票据及应收账款	206	215	243	277	314
其他应收款	3	3	3	4	4
预付账款	14	51	56	36	24
存货	147	158	178	204	234
其他流动资产	801	813	827	842	860
非流动资产	983	1063	1100	1068	1017
长期投资	9	10	10	10	10
固定资产	782	898	924	895	848
无形资产	55	53	52	50	49
其他非流动资产	137	102	114	113	111
资产总计	2237	2407	2524	2893	3087
流动负债	173	192	200	355	303
短期借款	50	40	40	40	40
应付票据及应付账款	59	88	88	101	117
其他流动负债	64	63	72	214	146
非流动负债	594	468	455	455	455
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	594	468	455	455	455
负债合计	767	660	655	811	758
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	166	173	173	173	173
资本公积	233	412	412	412	412
留存收益	1022	1158	1341	1555	1801
归属母公司股东权益	1469	1747	1869	2082	2328
负债和股东权益	2237	2407	2524	2893	3087

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	196	170	269	480	296
净利润	129	169	204	235	271
折旧摊销	97	112	132	142	152
财务费用	25	19	13	13	13
投资损失	-6	-9	-11	-12	-13
营运资金变动	-45	-121	-60	101	-127
其他经营现金流	-3	0	-8	-1	-1
投资活动现金流	-721	-100	-158	-98	-88
资本支出	-134	-122	-154	-109	-101
长期投资	0	5	0	0	0
其他投资现金流	-588	17	-4	12	13
筹资活动现金流	476	-47	-98	-35	-38
短期借款	18	-10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	7	0	0	0
资本公积增加	0	179	0	0	0
其他筹资现金流	458	-224	-98	-35	-38
现金净增加额	-49	24	11	347	170

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	608	713	818	942	1084
营业成本	336	395	451	520	602
营业税金及附加	8	8	9	11	12
营业费用	34	42	46	55	64
管理费用	48	52	59	69	81
研发费用	34	40	45	50	60
财务费用	23	19	11	11	4
资产减值损失	-4	-4	0	0	0
其他收益	15	18	20	23	28
公允价值变动收益	9	10	0	0	0
投资净收益	6	9	11	12	13
资产处置收益	0	0	0	0	1
营业利润	150	189	228	262	303
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	150	189	228	262	303
所得税	20	20	24	26	32
净利润	129	169	204	235	271
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	129	169	204	235	271
EBITDA	254	301	371	415	459
EPS（元/股）	0.68	0.89	1.07	1.23	1.42

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	8.4	17.2	14.7	15.2	15.0
营业利润(%)	-0.4	26.4	20.4	14.7	15.7
归属母公司净利润(%)	-4.4	31.1	20.4	15.4	15.1
获利能力					
毛利率(%)	44.8	44.7	44.8	44.8	44.4
净利率(%)	21.3	23.8	24.9	25.0	25.0
ROE(%)	8.8	9.7	10.9	11.3	11.6
ROIC(%)	6.7	7.8	9.3	9.7	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	34.3	27.4	26.0	28.0	24.6
净负债比率(%)	33.8	18.6	16.8	-1.6	-8.7
流动比率	7.2	7.0	7.1	5.1	6.8
速动比率	6.3	5.9	5.9	4.5	6.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	3.6	4.0	4.3	4.4	4.5
应付账款周转率	10.5	9.7	9.5	9.6	9.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.89	1.07	1.23	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	0.89	1.41	2.51	1.55
每股净资产(最新摊薄)	7.68	9.14	9.77	10.89	12.18
估值比率					
P/E	50.9	38.8	32.2	27.9	24.3
P/B	4.5	3.8	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	19.8	19.8	18.6	15.8	13.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 14 日收盘价

内容目录

精密专用刀具小巨人，机器人传动件“卖铲人” 1
一、深耕精密刀具三十载，复杂刀量具领域单项冠军 5
1.1 深耕精密刀具领域，技术积淀构筑竞争优势 5
1.2 收入利润稳步增长，盈利能力持续提升 7
二、钨资源带动供需变革，刀具行业迎来新一轮上行周期 9
2.1 刀具是金属切削加工核心耗材，被称为“工业牙齿” 9
2.2 钨资源管控推动行业格局重塑，新一轮周期已经开启 11
三、精密刀具积淀深厚，率先卡位机器人赛道 15
3.1 机器人量产渐近，上游资本开支有望快速扩张 15
3.2 减速器：关节动力传递核心，精密齿加工决定性能上限 16
3.3 丝杠：机器人线性关节核心部件，螺纹加工刀具为关键卡点 17
3.4 精密刀具迎来人形机器人增量机遇，公司多品类覆盖核心零部件加工 19
四、盈利预测与投资建议 21
4.1 盈利预测 21
4.2 投资建议 22
风险提示 22

图表目录

图表 1: 公司发展历程 5
图表 2: 公司股权结构（截至 2026H1） 5
图表 3: 公司产品矩阵 6
图表 4: 2022-2026H1 公司营业收入（亿元） 7
图表 5: 2022-2026H1 公司归母净利润（亿元） 7
图表 6: 2022-2026H1 公司毛利率和净利率（%） 7
图表 7: 公司分业务毛利率情况（%） 7
图表 8: 公司相关费用率情况 8
图表 9: 2021-2025 年公司研发费用（百万元） 8
图表 10: 工具行业的分类 9
图表 11: 刀具基础材料介绍 9
图表 12: 国内刀具材料使用占比（2023 年） 10
图表 13: 国内刀具材料占比变化趋势 10
图表 14: 各类齿轮刀具 10
图表 15: 全球金属切削刀具市场规模 11
图表 16: 全球金属切削刀具下游应用占比（2025 年） 11
图表 17: 国内金属切削工具市场规模 11
图表 18: 中国刀具市场竞争格局 12
图表 19: 国产刀具企业主要材料及产品类别 12
图表 20: 2024 年以来碳化钨粉价格走势（元/公斤） 13
图表 21: 刀具公司单季度营业收入 13
图表 22: 刀具公司单季度归母净利润 13
图表 23: 刀具公司毛利率情况 14
图表 24: 刀具公司存货情况 14
图表 25: 全球主要国家机器人产业最新规划 15
图表 26: 海外头部机器人厂商量产进展 15
图表 27: 中国机器人头部厂商量产进展 16
图表 28: 机器人零部件相关供应商 2026H1 Capex 16
图表 29: 行星减速器构造 17
图表 30: 谐波减速器构造 17
图表 31: 谐波减速器生产流程 17

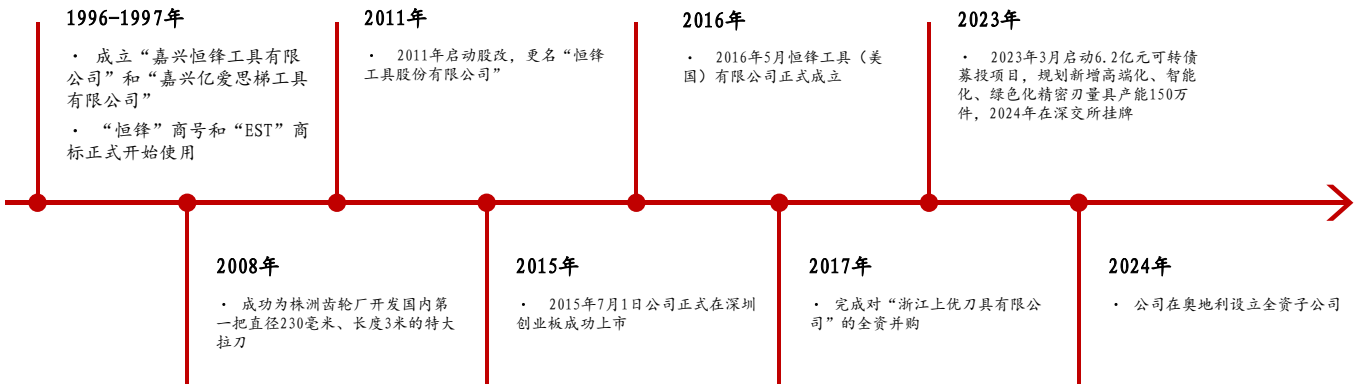
图表 32: 行星滚柱丝杠结构 18
图表 33: 行星滚柱丝杠与滚珠丝杠、梯形丝杠各方面对比 18
图表 34: 滚珠丝杠副制作工艺流程 18
图表 35: 行星滚柱丝杠副螺纹加工方法对比 19
图表 36: 行星滚柱丝杠螺纹副的加工工艺方法 19
图表 37: 旋风硬铣削加工原理图 19
图表 38: 恒锋工具机器人零部件制造相关产品 20
图表 39: 公司收入拆分（百万元） 21
图表 40: 可比公司估值水平（数据截至 2026 年 9 月 14 日） 22

一、深耕精密刀具三十载，复杂刃量具领域单项冠军

1.1 深耕精密刀具领域，技术积淀构筑竞争优势

恒锋工具股份有限公司成立于 1997 年，2015 年于深交所创业板上市。主营业务聚焦于精密复杂刃量具、精密高效刀具、高端生产性服务，产品广泛应用于汽车零部件、航空航天、智能驱动、机器人、风电装备等高端装备制造领域。公司已构建从设计、制造到应用服务的完整数控刀具产业链，多项核心技术达国际先进、国内领先水平。发展过程中先后完成股改上市、海外布局及 6.2 亿元可转债扩产高端刃量具产能，获评国家科技进步二等奖、工信部“单项冠军示范企业”，“专精特新小巨人”等荣誉，“恒锋 EST”为国产替代进口首选自主品牌。

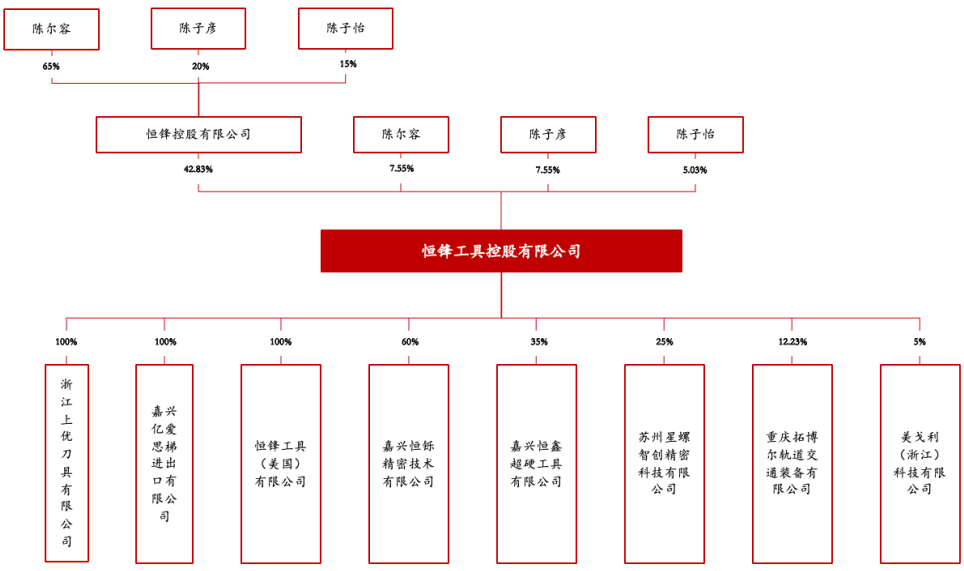
图表1：公司发展历程



资料来源：恒锋工具公司官网，国盛证券研究所

恒锋工具控股有限公司实际控制人为陈尔容、陈子彦、陈子怡家族。其中，恒锋控股有限公司持有上市公司 42.83%股权，陈尔容、陈子彦、陈子怡三人直接持股比例分别为 7.55%、7.55%、5.03%；而恒锋控股由陈尔容、陈子彦、陈子怡分别持股 65%、20%、15%，家族合计通过直接+间接方式牢牢掌控上市公司控制权。

图表2：公司股权结构（截至 2026H1）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

从产品结构看，恒锋工具目前已形成精密复杂刃量具与精密高效刀具两大产品种类，并叠加高端生产性服务，业务边界已经从“卖刀具”延伸至“卖加工与测量解决方案”。其中，精密复杂刃量具包括拉削刀具、冷挤压成型刀具、精密量具、齿轮刀具四大系列；精密高效刀具包括铣削刀具、钻削刀具、丝锥三大系列，总计七大系列。

图表3：公司产品矩阵

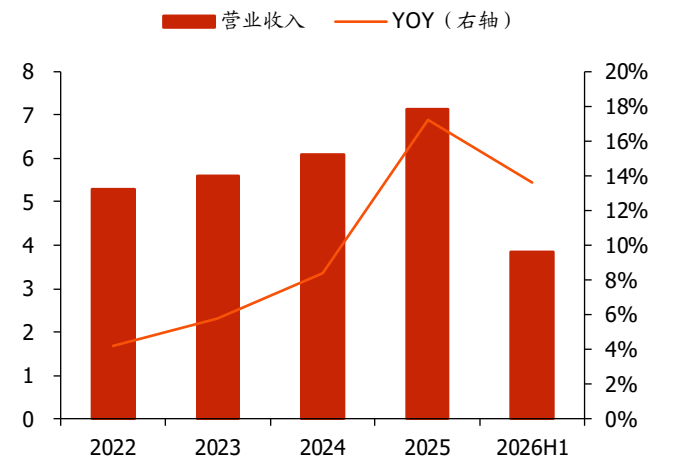
大类	产品种类	产品简介	产品应用
精密复杂刃量具	拉削刀具	各种高精度花键拉刀、自动变速器螺旋拉刀、行星内齿圈螺旋拉刀、硬质合金花键拉刀、内齿圈特大拉刀、液压泵专用拉刀、超越离合器特型拉刀、核电支撑板拉刀、细小拉刀等；涡轮盘轮槽拉刀、转向器齿条拉刀、端面齿平面多键拉刀、筒式拉刀、汽车制动钳支架拉刀、高精度键槽拉刀、机夹式拉刀、各类刀盒、刀筒、刀架及夹具等。	广泛应用于航空发动机、燃气轮机、机器人关节、电站设备、汽车传动系统及其它精密机械零部件的批量化制造场景。
	冷挤压成型刀具	花键搓齿刀、螺纹搓齿刀、油槽搓齿刀、花键滚轧刀、螺纹滚轧刀、蜗杆滚轧刀、花键挤压芯棒、花键挤压模、内花键冷挤压刀等。	搓齿、滚轧刀具主要用于轴类传动件外花键、外螺纹、油槽、蜗杆等的成型加工，也可进行滚花、校直；挤压模、挤压刀常用于内、外花键的冷拔、旋锻、冲压加工工艺。
	精密量具	花键塞规、花键环规、螺纹塞规、螺纹环规、花键芯轴、涨紧芯轴、标准齿轮、内外花键跨棒距量仪、齿轮齿圈跨棒距量仪、内外花键齿厚量仪、手持式专用花键量仪、其它相关量仪等。	环塞规适用于花键、螺纹的合格判定，量仪适用于加工过程中具体尺寸和形位精度的在线测量。
	齿轮刀具	高速钢/硬质合金滚刀、齿条铣刀、插齿刀、高速钢/硬质合金车齿刀（滚插刀）、硬质合金特小模数齿轮刀具、硬质合金蜗杆铣刀等。	滚刀、插齿刀、车齿刀（滚插刀）应用于各种高精度齿轮、蜗轮蜗杆以及花键的加工，可湿切也可干切。硬质合金特小模数齿轮刀具应用于人形机器人关节 RV 减速器、谐波减速器等内外齿轮的加工。齿条铣刀应用于汽车转向器齿条的铣削加工，特别适合于中小批量、多品种的生产场景。
	铣削刀具	轮槽铣刀、叶根铣刀、锯条铣刀、球道铣刀、螺纹铣刀、花键铣刀、航空叶轮叶盘叶片铣刀、可转位机夹式成型铣刀等。	广泛应用于汽轮机关键部件加工、航空发动机关键部件加工和复材加工，还广泛应用于轿车传动系统等速万向节部件球道铣削、转向器转子铣削、螺纹铣削以及其他精密机械成型铣削加工领域。
精密高效刀具	钻削刀具	各种柄型硬质合金钢板钻、高速钢钢板钻、钢轨钻、开孔器及夹头、顶针等附件、宝塔钻、机夹式和焊接式 BTA 钻头、机夹式枪钻和系列刀片等。	钢板钻主要应用于船舶、钢结构板、桥梁、管道打孔等领域，钢轨钻主要应用于铁路轨道建设及铁路养护维修领域，BTA 主要应用于石油化工、锅炉容器、核电管板等领域难加工材料的深孔加工，枪钻主要应用于新能源电机轴通孔、高压油管、模具水道孔等高要求深孔加工领域。
	丝锥	螺母丝锥、涡壳丝锥、球笼丝锥、连杆丝锥、轮毂丝锥、齿条丝锥、风电丝锥、工程机械丝锥、机器人丝锥等。	广泛应用于汽车、能源装备、3C、机器人关节、紧固件、工程机械等行业先进制造领域

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

1.2 收入利润稳步增长，盈利能力持续提升

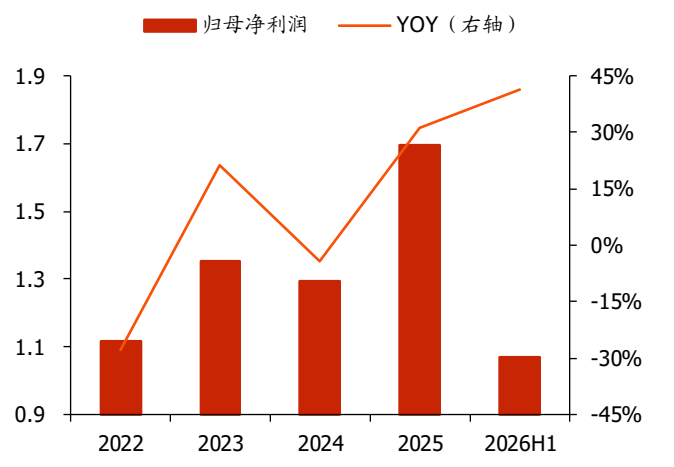
营收持续扩张，归母净利润波动较大。2022-2025 年公司营业收入持续增长，营收规模由 5.3 亿元提升至 7.1 亿元，同比增速逐年上行，2025 年营收增速接近 18%，增长动能较强；2026 年上半年营收规模为 3.8 亿元，同比增速有所放缓。盈利端，公司归母净利润呈现明显波动特征，2022-2023 年利润与同比增速同步抬升；2024 年归母净利润下滑、增速转负；2025 年业绩大幅反弹，归母净利润达到 1.7 亿元，同比增速显著走高；2026 年上半年归母净利润为 1.1 亿元，利润持续优化。整体来看，公司营收中长期保持扩张态势，业绩弹性较大。

图表4：2022-2026H1 公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

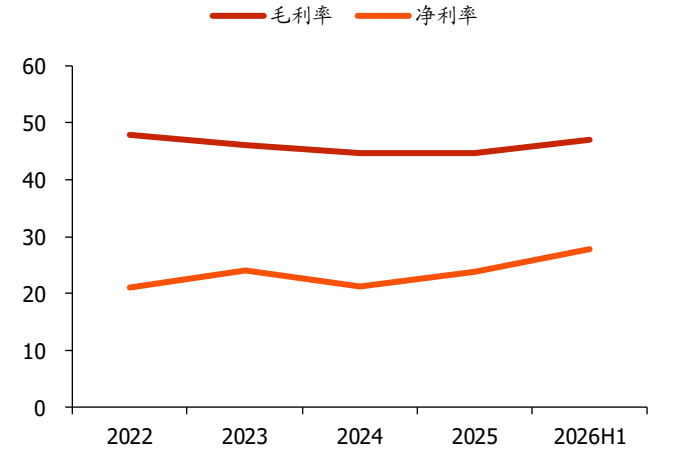
图表5：2022-2026H1 公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

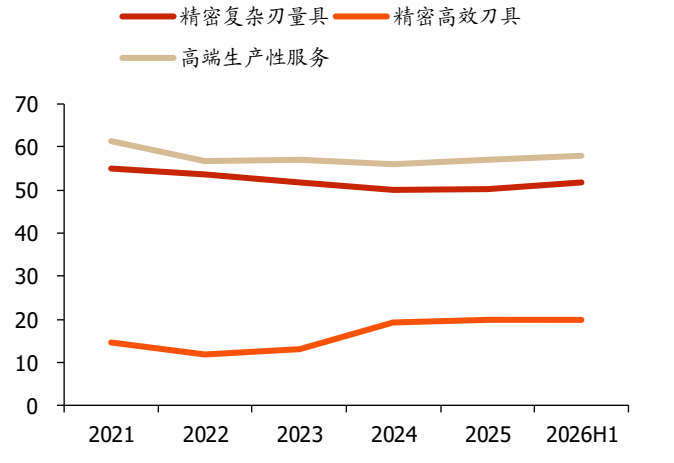
毛利率维稳，净利率持续修复。自 2022 年起，公司整体毛利率整体维持在 45%左右，管控较为优秀；净利率呈波动上行态势，盈利水平持续改善。分业务看，高端生产性服务毛利率长期居于三大业务首位，维持在 56%-62%区间，精密复杂刃量具作为公司核心收入来源，毛利率次之，整体保持 50%以上。高端生产性服务为公司提供高毛利支撑，精密高效刀具板块盈利改善打开中长期增长空间。

图表6：2022-2026H1 公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

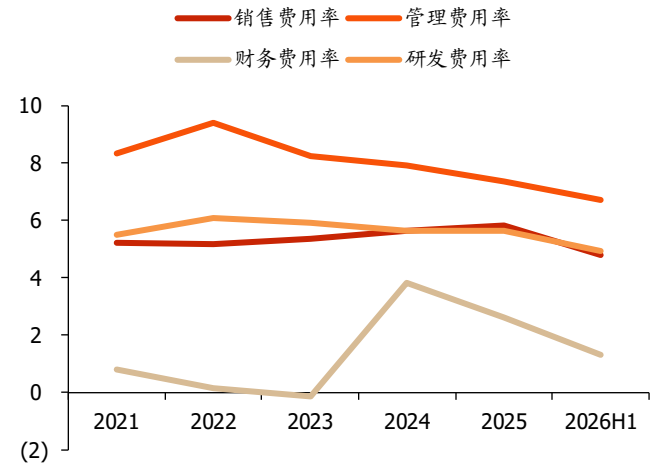
图表7：公司分业务毛利率情况（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

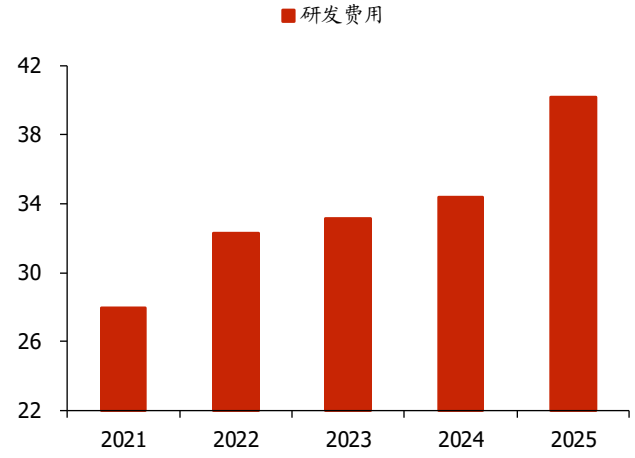
费用率整体呈分化走势，研发投入持续加码。2021-2026H1，公司期间费用管控总体稳定，其中管理费用率、研发费用率总体呈下降趋势；其中 2026H1 财务费用率明显下滑，主要系可转债转股后债券余额减少、对应计提的债券利息费用相应下降所致。与此同时，研发投入逐年递增，2021-2025 年研发费用总额由 28 百万元提升至 40 百万元以上，持续的高研发投入为公司刀具产品技术迭代提供了有力支撑。

图表8：公司相关费用率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：2021-2025 年公司研发费用（百万元）



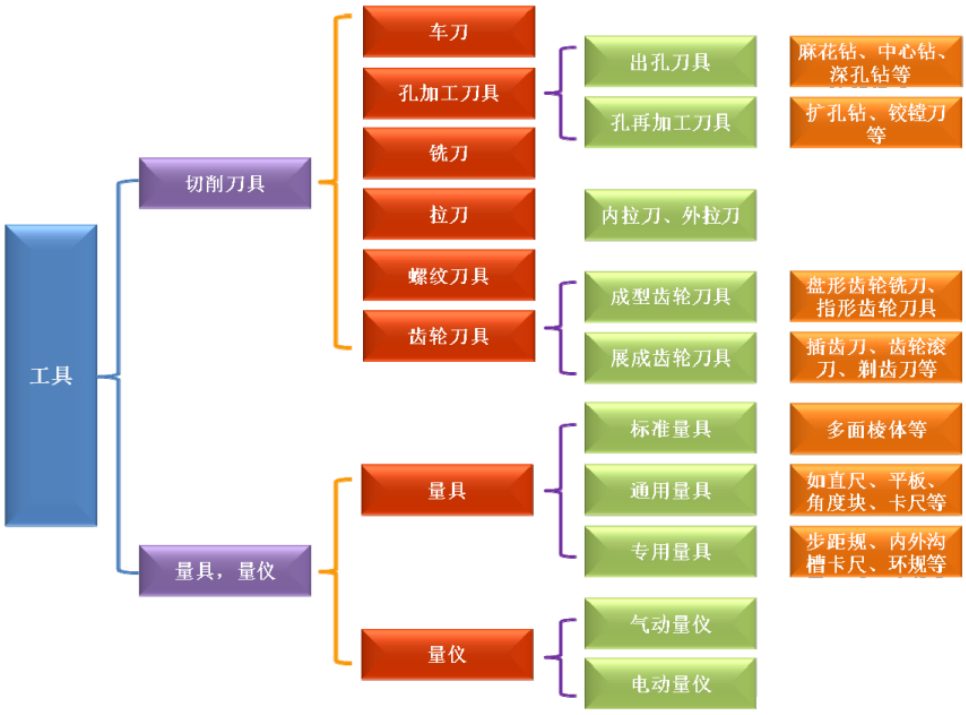
资料来源：Wind，国盛证券研究所

二、钨资源带动供需变革，刀具行业迎来新一轮上行周期

2.1 刀具是金属切削加工核心耗材，被称为“工业牙齿”

刀具属于机床工具下属的工具子行业，是金属切削加工的核心耗材。刀具虽仅占机械加工制造成本的 1%-4%，却直接决定了加工效率与产品质量，被称为“工业牙齿”。切削刀具按加工方式分类，可分为车刀、孔加工刀具、铣刀、拉刀、螺纹刀具、齿轮刀具等。

图表10：工具行业的分类



资料来源：恒锋工具招股书，国盛证券研究所

刀具材料以硬质合金、高速钢为主，陶瓷与超硬材料也有各自应用场景。刀具材料仍相互配合，又彼此竞争。高速钢虽然硬度、耐磨性和耐热性较差，但抗弯强度高且价格便宜，适用于中低速切削。硬质合金在硬度和韧性方面表现均衡，耐热性和耐磨性优于高速钢，但不适合冲击性强的加工环境。金刚石具有极高的硬度和耐磨性，适合加工有色金属和非金属，而立方氮化硼则适用于高温合金和淬硬钢等难加工材料。金属陶瓷材料硬度高、红硬性好，广泛应用于金属加工、模具制造及军工等领域，欧美和日韩企业在此领域具有较强竞争力。

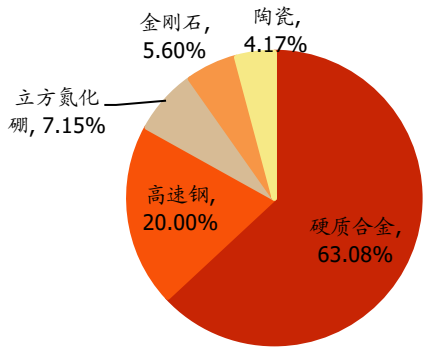
图表11：刀具基础材料介绍

材料	介绍
高速钢	强度高、韧性好，适合复杂刀具（如钻头、铣刀），硬度 62-67HRC，热硬性 500-600℃
硬质合金	硬度 89-93HRA，耐磨性强，热硬性 800-1000℃，适用于高速切削（车刀、铣刀），但脆性大
陶瓷	硬度 90-95HRA，耐高温（1200-1400℃），适合淬火钢、冷硬铸铁等硬材料精密切削
超硬材料	金刚石（10000HV，适合非铁金属/非金属）与立方氮化硼（CBN，热稳定性 1300-1500℃，适合钢铁材料硬态切削）

资料来源：华经情报网，国盛证券研究所

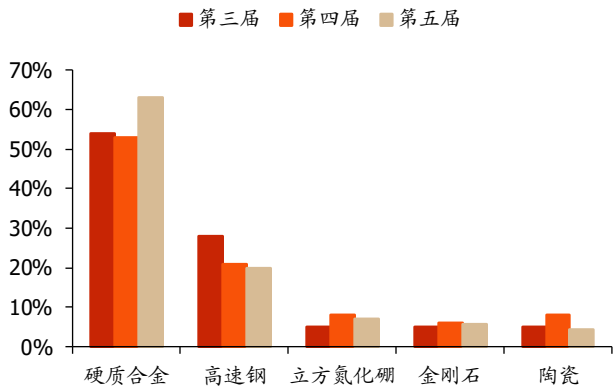
硬质合金材料刀具使用量正在逐年递增，但高速钢在复杂成型刀具领域仍保持刚性需求。根据金属加工杂志社《第五届切削刀具用户调查分析报告》，硬质合金凭借硬度与韧性的均衡表现以及涂层技术的持续渗透，占比从第四届调查的 53.00%显著提升至第五届的 63.08%。排名第二的是高速钢，占比 20.00%，高速钢虽因数控机床替代传统机床而呈逐年下降趋势，但在丝锥、钻头、齿轮刀具等复杂成型刀具和低速非数控加工场景中仍保持刚性需求。

图表12：国内刀具材料使用占比（2023 年）



资料来源：《第五届切削刀具用户调查分析报告》，国盛证券研究所

图表13：国内刀具材料占比变化趋势



资料来源：《第五届切削刀具用户调查分析报告》，国盛证券研究所

精密复杂刀具近年来出现新的需求方向，如减速器、丝杠加工等。精密复杂刀具是为特定工件的特定加工工序量身设计的非标刀具，其典型品类包括拉削刀具、齿轮刀具（滚刀、插齿刀、车齿刀、剃齿刀）、冷挤压成型刀具和轮槽铣刀等，核心加工方式涵盖齿轮成型加工、拉削成型加工、精密螺纹加工以及复杂型面的铣削与钻削。这类刀具的下游应用集中于对传动精度有刚性要求的领域。近年来，机器人核心零部件加工正在成为新的需求方向——谐波减速器柔轮的外齿圈和行星滚柱丝杠的直齿与螺纹结构，对刀具的微模数加工精度提出了更高要求，同时刀具的几何参数与客户的工件材料、机床刚性和切削参数深度绑定，需要长期服务主机厂的案例积累来沉淀。

图表14：各类齿轮刀具

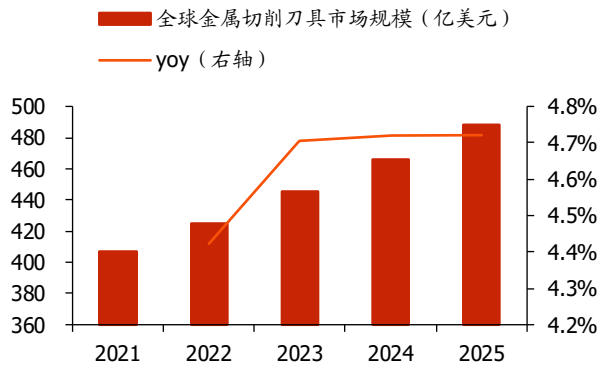


资料来源：恒锋工具官网，国盛证券研究所

2.2 钨资源管控推动行业格局重塑，新一轮周期已经开启

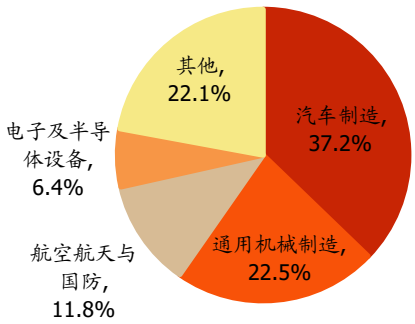
全球刀具市场是一个规模近 500 亿美元，增速约 4.6%的稳健赛道。根据 GMI 数据，2025 年全球金属切削刀具市场规模约为 488 亿美元，同比增长 4.7%，2021-2025 年复合增长率约为 4.6%，增长较为稳健。GMI 预计到 2034 年行业规模将增长至 784 亿美元，2025-2034 年复合增长率为 5.4%。从应用结构来看，汽车制造、通用机机械制造仍然是刀具的基本盘，2025 年占比分别为 37.2%、22.5%。此外，航空航天与国防占比 11.8%，电子及半导体设备制造占比 6.4%。行业整体需求生命周期处于成熟期，但高精度、长寿命工具细分品类仍处于快速成长期，如 2025 年医疗器械加工工具增速跃升至 16.3%，反映出细分市场的结构性变化。

图表15：全球金属切削刀具市场规模



资料来源：GMI，国盛证券研究所

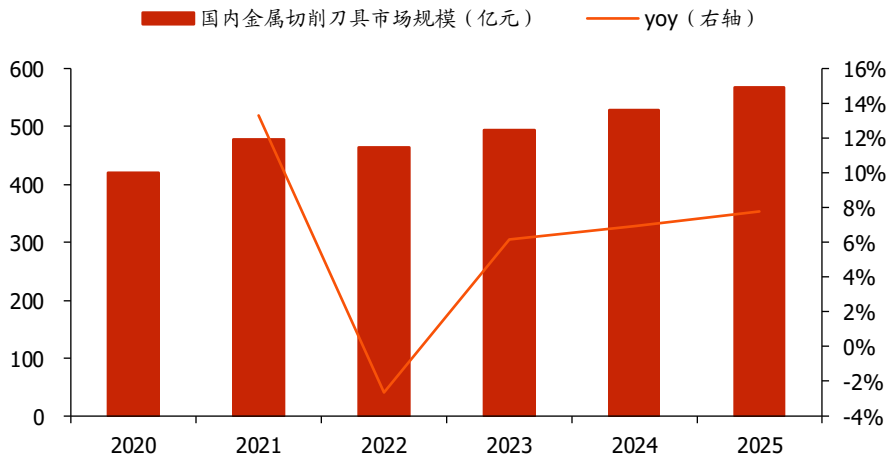
图表16：全球金属切削刀具下游应用占比（2025 年）



资料来源：产业世界，国盛证券研究所

中国是全球金属切削刀具行业的重要市场，2025 年市场规模达到 568.4 亿元，增速 7.8%。根据中国机床工具工业协会及欣兴工具公告，2022-2024 年国内行业市场规模分别为 464.61/493.31/527.45 亿元，同比-2.6%/+6.2%/+6.9%，行业持续回暖、稳步向上。2025 年国内金属切削刀具市场规模进一步提升至 568.40 亿元，同比增长 7.8%，增速进一步加快。

图表17：国内金属切削工具市场规模



资料来源：欣兴工具公告，国盛证券研究所

刀具行业市场高度分散，呈现分层竞争局面，高端定制化领域仍由欧美企业主导。根据 Global Market Insights 的数据，2024 年全球金属切削刀具市场前五大企业合计占据约 20%的市场份额，山特维克以超过 8.5%的份额位居第一，以色列伊斯卡、OSG 株式会社、三菱材料株式会社、京瓷株式会社分列其后。中国刀具市场已形成清晰的竞争梯队和差异化定位。第一梯队为山特维克、肯纳金属、伊斯卡等欧美企业，主导高端定制化

市场，以整体切削解决方案为核心竞争力；第二梯队为三菱、京瓷、特固克等日韩企业，产品通用性高、稳定性好、性价比均衡；第三梯队为国产企业，数量众多，主要依靠价格和服务优势参与中低端竞争，但正逐步向中高端渗透。

图表18：中国刀具市场竞争格局

梯队	代表企业	核心特征
第一梯队（欧美）	山特维克、肯纳金属、伊斯卡等	主导高端定制化刀具市场，技术力量雄厚，以向客户提供整体切削解决方案为主，产品定制化，但价格昂贵
第二梯队（日韩）	三菱、京瓷、特固克、克洛伊等	产品通用性高、稳定性好、性价比高
第三梯队（国产）	恒锋工具、中钨高新、欧科亿、华锐精密等	通过价格和服务优势赢得较多中低端市场份额，正在向中高端渗透

资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

国产刀具头部企业结合自身技术特点，形成差异化竞争优势。刀具行业的下游应用广泛，包括钢结构工程、轨道交通、造船业、能源装备、机械制造、石油工程等，根据加工对象、加工环境、加工用途、加工效率等不同，具有极多的细分领域；在各细分领域内，根据客户需求不同，刀具企业还需研制各系列、各规格的产品。因此，行业内刀具企业结合自身技术特点，在特定的细分领域进行产品开发和技术积累，其主要产品具有较大的差异。

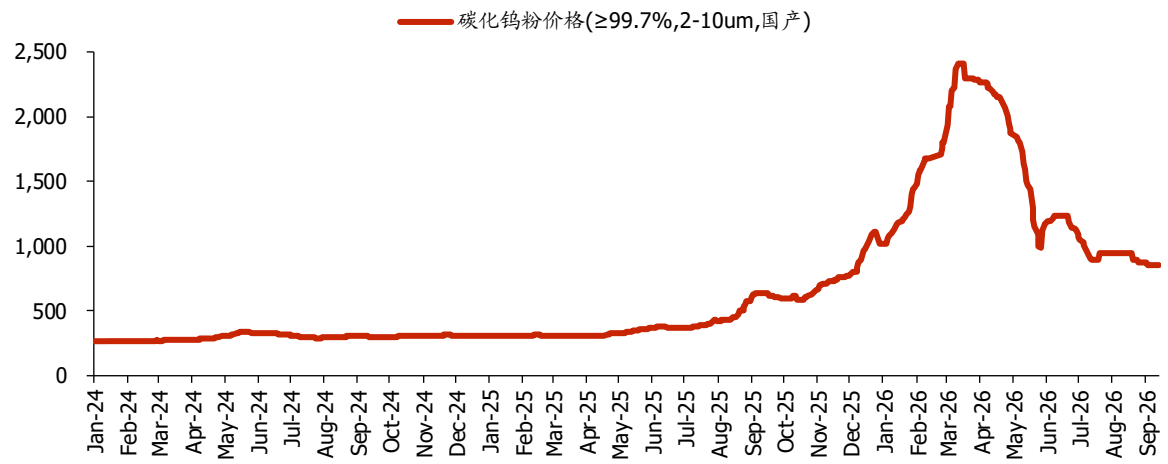
图表19：国产刀具企业主要材料及产品类别

企业	材料	主要产品	产品类别
恒锋工具	工具钢为主	拉削刀具、齿轮刀具等复杂刀具	刀具、量具等
华锐精密	硬质合金为主	车削刀片、铣削刀片等	刀具、刀片等
欧科亿	硬质合金为主	锯齿刀片及圆片等	刀具、刀片及硬质合金棒材、圆片等
沃尔德	CVD 金刚石、聚晶金刚石等超硬材料，硬质合金	钻石刀轮、铰刀、PCD/PcBN 刀片等	刀具、刀片及材料等
欣兴工具	硬质合金、工具钢（高速工具钢为主）	钢板钻、孔钻、铲钻等孔加工刀具	刀具、刀片及刀杆等

资料来源：欣兴工具招股书，国盛证券研究所

国家对钨资源的管制正在推动刀具行业发生供给侧变革，或从根本上改变全球竞争规则。2025 年 2 月，商务部与海关总署联合发布公告，对仲钨酸铵、氧化钨、碳化钨等钨相关物项实施出口管制，同时钨精矿开采总量指标同比缩减 6.45%。这一政策的直接后果是碳化钨粉价格从 2025 年初的约 310 元/公斤持续攀升，至 2026 年 1 月初已升至逾 1000 元/公斤，同比涨幅达 231%，2026 年 3 月进一步触及 2410 元/公斤的历史高点，较 2025 年初涨幅高达 681%。硬质合金刀具中钨含量通常超过 80%，碳化钨是刀具成本结构中占比最高的单一原材料，其价格中枢的历史性上移。或从根本上改变了刀具行业的成本曲线和竞争规则。

图表20：2024 年以来碳化钨粉价格走势（元/公斤）

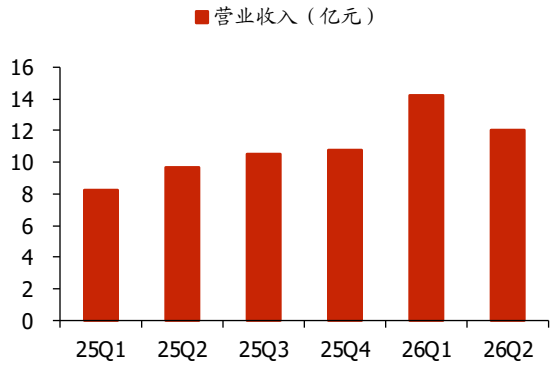


资料来源：wind，国盛证券研究所

我们认为，钨管控引发的成本冲击和供给收缩，带来两方面系统性影响，可能从根本上改变全球刀具行业的竞争规则，加速本土头部品牌国产替代：

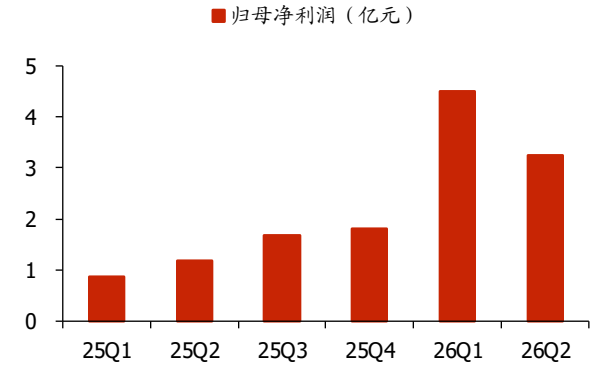
（1）钨价暴涨带来的成本压力正在通过提价传导至终端，而拥有低价库存的头部企业在此过程中实现了显著的利润弹性。国内头部刀具企业 2025 年以来已面向客户发布多轮终端产品调价通知，提价传导的利润效应在业绩端已经显现。头部企业凭借涨价前积累的低价库存，在原材料成本飙升与产品提价之间存在时间差，这个剪刀差直接转化为利润弹性。同时由于价格上涨的棘轮效应，原材料价格开始回落后，利润空间也不会短期迅速归零，头部企业仍有利润垫应对价格调整。2026 年国内头部刀具企业报表已经逐渐得到反馈。

图表21：刀具公司单季度营业收入



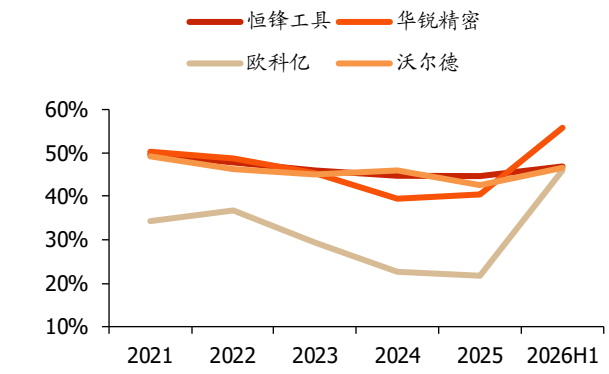
资料来源：wind，国盛证券研究所 注：选取恒锋工具、华锐精密、欧科亿、沃尔德合计口径

图表22：刀具公司单季度归母净利润



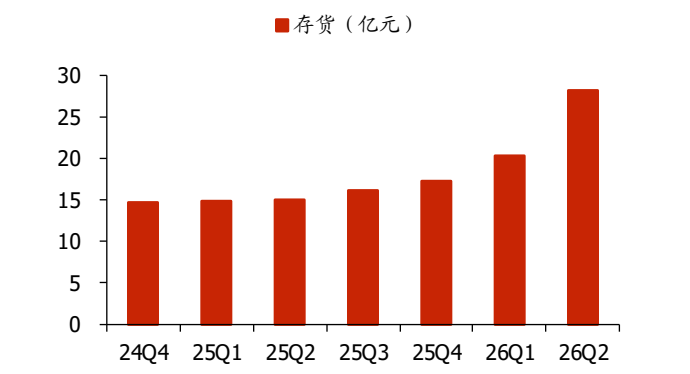
资料来源：wind，国盛证券研究所 注：选取恒锋工具、华锐精密、欧科亿、沃尔德合计口径

图表23：刀具公司毛利率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表24：刀具公司存货情况



资料来源：wind，国盛证券研究所注：选取恒锋工具、华锐精密、欧科亿、沃尔德合计口径

（2）中小刀具企业和日韩竞争对手正在经历供给能力的系统性收缩，本土头部品牌将加速国产替代。中小刀具企业因资金压力难以进行充足的原材料储备，更多的市场需求正在向头部品牌聚集。在海外供给端，中国对日钨相关品类的出口在 2026 年 2 至 5 月期间降至零，住友电气工业社长井上治公开确认“从中国的采购已完全停止”，该公司用于飞机加工的工具价格最多上涨逾 60%，机床巨头 OSG 也宣布钻孔机等产品价格最多上涨 75%。日韩刀具企业因钨原料断供或成本高企而被迫涨价甚至停产，其供给能力和价格竞争力同时受到压缩，为国产刀具腾出了明确的替代空间。

三、精密刀具积淀深厚，率先卡位机器人赛道

3.1 机器人量产渐近，上游资本开支有望快速扩张

人形机器人产业已经从技术验证阶段逐步进入工业场景交付和产能爬坡阶段。据 Smart Analytics Global（SAG）的数据，2026 年上半年全球人形机器人出货量约 1.91 万台，较 2025 年同期的 5100 台同比增长近 300%，交出了规模化落地的阶段性成果。全球多国加速出台人形机器人产业顶层规划，中国、日本、韩国、美国相继推出专项政策，从采购落地、多场景应用、平台自主化、Physical AI 产业培育等维度夯实行业发展基础。

图表25：全球主要国家机器人产业最新规划

地区	最新政策	时间	核心内容
中国	《2026 年具身智能发展规划》	2026 年	国家电网计划 2026 年集中采购各类具身智能设备约 8500 台，总投资约 68 亿元，重点覆盖电力巡检、带电作业、应急救援、仓储物流等场景。
日本	新版机器人战略	2026 年	日本提出新版机器人战略，计划推动机器人在制造、医疗、护理、农业、物流等 18 个领域部署，到 2040 年实现约 1000 万台机器人应用。
韩国	AI 人形机器人国家项目	2026 年	韩国启动 AI 人形机器人国家项目，计划 2026-2030 年投入约 504 亿韩元，围绕机器人硬件、软件、AI 模型、电池及量产体系建设，推动自主 AI 人形机器人平台发展。
美国	AI Action Plan	2025 年	推动人工智能向制造业、自动化和物理世界延伸，强化 AI 技术在机器人、先进制造等领域应用，加速 Physical AI 产业发展。

资料来源：观研天下数据中心，国盛证券研究所

海内外头部厂商量产节奏持续提速，海内外机器人头部厂商 2025 年已实现规模化出货。海外 FigureAI、特斯拉 Optimus 加速量产落地，国内宇树、智元持续扩大下线规模，小鹏启用机器人产线，优必选订单快速增长。2026 年持续推进产线落地、订单放量与产品迭代，行业由原型测试阶段迈入规模化量产前夜。

图表26：海外头部机器人厂商量产进展

时间	FigureAI	1XTechnologies	特斯拉
2025 年	Figure03 于 2025 年 10 月发布并面向规模制造设计，BotQ 首代产线设计年产能 1.2 万台，目标未来 4 年累计生产 10 万台	-	-
2026 年进展	· 截至 2026 年 4 月已生产超 350 台，生产效率提升至每小时 1 台 · 第 1000 台 Figure 03 人形机器人正式走下生产线	2026 年启动美国交付；现有工厂年产能最高 1 万台，并计划至 2027 年底提升至 10 万台以上/年	5 月 1 日官宣 Optimus Gen-3 正式迈入量产阶段，首批量产机型已完成下线并启动内部实测工作，叠加特斯拉加州原 Model S/X 整车工厂已改造为人形机器人产线，计划 2026 年底实现量产，商业化落地节奏进一步明确

资料来源：电子工程专辑，观研天下数据中心，北京日报，新浪财经，国盛证券研究所

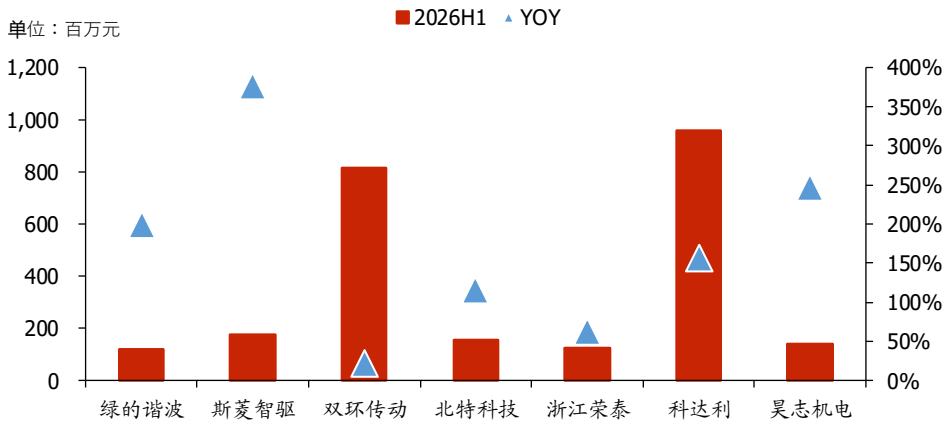
图表27：中国机器人头部厂商量产进展

时间	小鹏集团	宇树科技	智元机器人	优必选
2025 年	2025 年处于应用测试及产品迭代阶段	人形机器人出货量超过 5,500 台	人形机器人出货量 5,168 台	全尺寸具身智能人形机器人销量 1079 台
2026 年进展	· 计划于 2026 年底正式启动量产，并率先用于门店导购等场景，2027 年面向中国及海外市场上市交付 ·9 月 8 日，自主设计开发的“全球首条高阶通用人形机器人自动化产线”正式启用	· 2026 年 7 月，公司旗下所有仿生双足人形机器人，累计生产下线总量达到 18000 台	截至 2026 年 H1 已实现全品类人形合计 15000 台	· 截至 6 月 30 日，U1 订单全渠道累计突破 13361 台 · 全系列人形机器人累计下线约 3000 台，包含早年消费小型人形与新款工业人形 · 优必选 2026 年 6 月官宣第 15000 台机器人下线

资料来源：i黑马公众号，新浪财经、中国电子报、盖世汽车，观研天下数据中心，国盛证券研究所

人形机器人量产渐近，上游核心零部件企业扩产意愿显著提升，资本开支进入扩张周期。从 2026 年上半年行业数据观察，多家机器人零部件供应商资本开支同比实现明显增长，企业持续投入资金用于产线建设与精密加工设备采购，为减速器、丝杠等核心传动部件的规模化交付储备产能。

图表28：机器人零部件相关供应商 2026H1 Capex



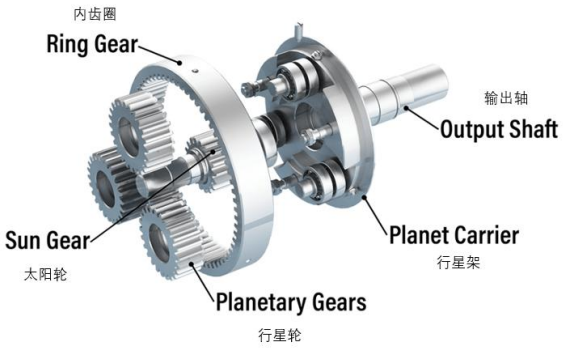
资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.2 减速器：关节动力传递核心，精密齿加工决定性能上限

减速器是连接动力源和执行机构的中间机构，由多个齿轮组成的传动零部件，具有匹配转速和传递转矩的作用。在机器人关节方案中，减速器主要包括行星、谐波、摆线针轮和 RV 减速器，人形机器人多采用谐波与行星减速器。

仅供内部参考，请勿外传

图表29：行星减速器构造



资料来源：PowerElectric，国盛证券研究所

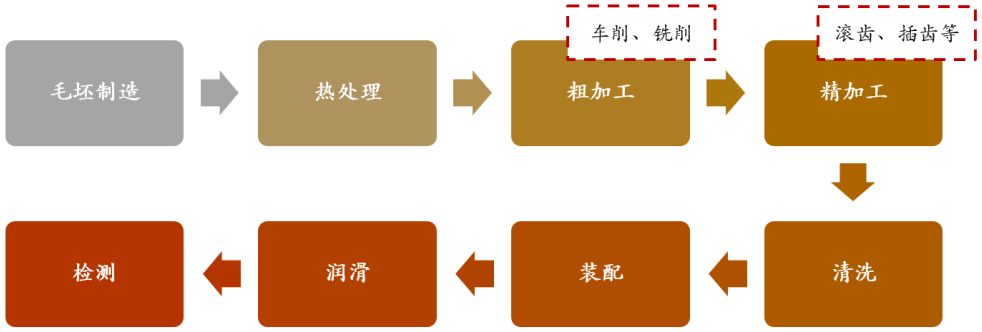
图表30：谐波减速器构造



资料来源：绿的谐波招股书，国盛证券研究所

谐波齿轮传动具有传动比大、体积小、承载能力强和传动精度高等优点，核心组成包含柔轮、刚轮、波发生器。为保证精密传动特性，在制造过程中应严格保证各部件的精度和质量。其中，高精度柔轮是保证谐波齿轮接近于零侧隙啮合精密传动的关键，现较多采用定制加长滚刀对大变位柔轮进行加工。定制加长滚刀费用较高；刚轮内齿轮大批量的制造常采用插齿刀加工。

图表31：谐波减速器生产流程



资料来源：金属加工，国盛证券研究所

齿轮是减速器的核心，其加工精度直接影响传动效率、噪音和使用寿命。具体分为插齿、滚齿、剃齿、磨齿等工艺。

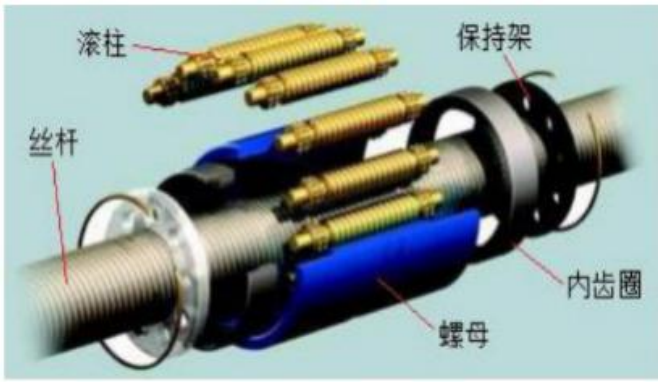
- **滚齿**：效率高，适用于批量生产，但表面质量一般，需后续精加工（如剃齿、珩齿）提高寿命。
- **插齿**：适合内齿轮加工，但齿面粗糙度较高，需精整。
- **磨齿**：精度最高（可达 ISO 3-5 级），显著提高接触疲劳和弯曲疲劳强度，但成本较高。
- **珩齿**：改善齿面粗糙度和微观几何形状，适用于淬火后齿轮的终加工。
- **剃齿**：提高齿面质量，但仅适用于未淬火齿轮。

3.3 丝杠：机器人线性关节核心部件，螺纹加工刀具为关键卡点

丝杠品类丰富，人形机器人应用场景下主流可分为梯形丝杠、滚珠丝杠和行星滚柱丝杠三类，为整机价值占比较高的核心零部件。参考特斯拉 Optimus Gen3 方案，单台人形机器人线性关节需搭载 14–16 根行星滚柱丝杠，单机搭载数量多、属于刚性需求部件。丝杠价值量不仅来自较大的单机用量，产品核心壁垒更集中于精密制造工艺：丝杠加工

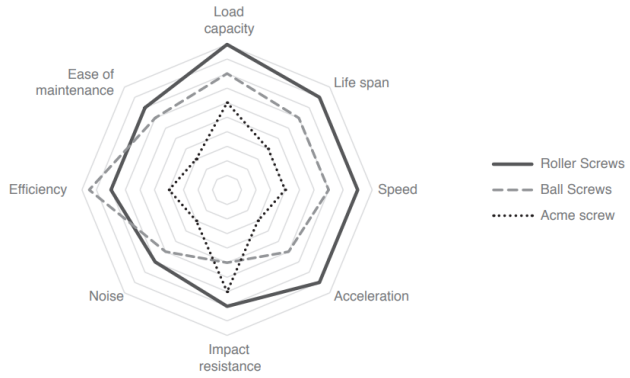
链路长、工序复杂，涉及多道超高精度加工环节，对加工装备与工艺控制能力要求严苛，属于精密传动件中技术壁垒较高的零部件。

图表32：行星滚柱丝杠结构



资料来源：陈晖《行星滚柱丝杠螺纹的硬态车削加工技术研究》，国盛证券研究所

图表33：行星滚柱丝杠与滚珠丝杠、梯形丝杠各方面对比

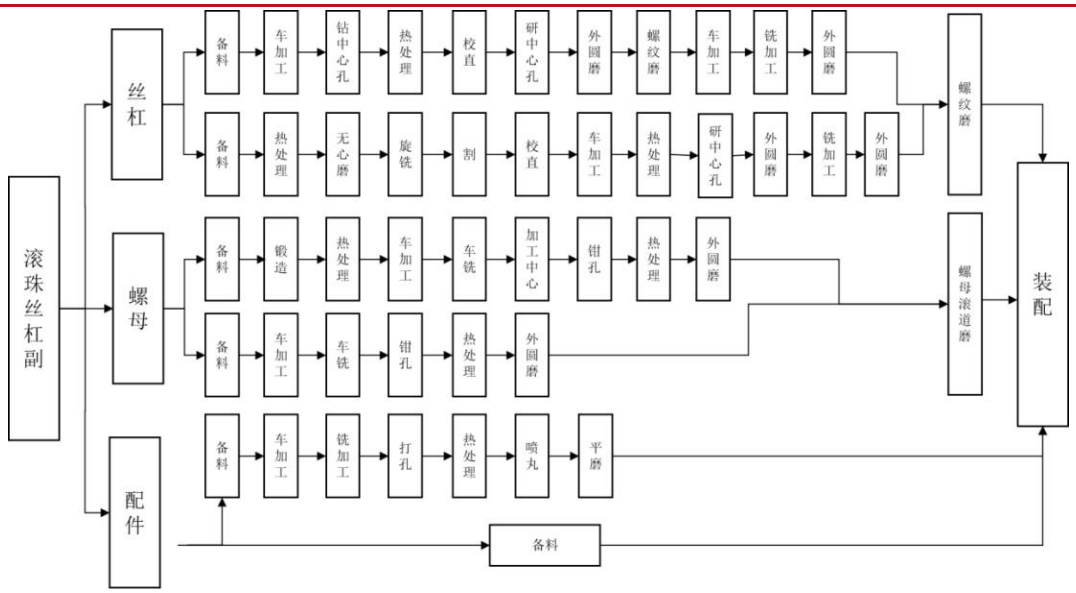


资料来源：MOOG，国盛证券研究所

注：Roller Screws 行星滚柱丝杠，Ball Screws 滚珠丝杠，Acme screw 梯形丝杠

行星滚柱丝杠螺杆主体加工工序分为车、铣、磨三大环节，分别对应车床、铣床、磨床。磨削工序直接决定成品丝杠的加工精度、表面质量与一致性，因此螺纹磨床是丝杠制造的核心硬件设备。当前国产磨床可稳定满足 C3-C4 中端丝杠批量生产，但在 C0-C2 超高精度丝杠量产场景下，批量良率稳定性仍存在短板。

图表34：滚珠丝杠副制作工艺流程



资料来源：南京化纤公告，国盛证券研究所

螺纹加工工艺是丝杠加工的核心壁垒。行星滚柱丝杠依靠零件间的螺纹啮合实现传动功能，螺纹的加工精度将直接影响系统的传动精度、使用寿命、与平稳性，故优化螺纹的加工技术是提升行星滚柱丝杠整体性能的关键。目前滚柱丝杠螺纹的制造技术主要有车削、磨削、轧制及铣削。

旋风铣依托高速刀盘上的硬质合金/CBN 成型刀具完成螺纹铣削，可实现干切削与难加工材料的高效加工，主轴运行稳定性强。针对淬硬材料的硬旋铣工艺可实现“以铣代磨”，丝杠螺纹滚道加工效率较纯磨削提升数倍，兼顾效率与精度，是滚珠丝杠滚道成型的重要方案，在人形机器人丝杠加工中的应用有望增加。

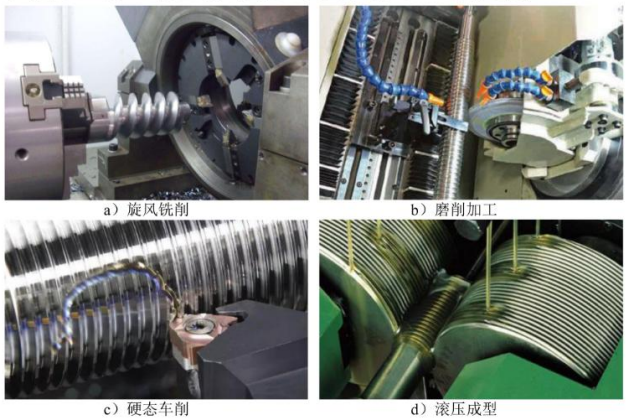
仅供内部参考，请勿外传

图表35：行星滚柱丝杠副螺纹加工方法对比

对比维度	车削	铣削	磨削	轧制
材料要求	材料有足够的强度，表面硬度高，芯部韧性好	材料稳定良好，外圆圆柱度及表面粗糙度要求高，淬硬层深度及硬度均匀	外圆及中心孔要求高，材料需要合理的热处理工艺	材料表面质量、外圆尺寸、圆度、直线度要求较高，有适当的强度和均匀的组织结构，有良好的塑性
相关刀具	车刀（数控车床）	铣刀	砂轮（磨床）	-
加工精度	精度可达 G3–G5 级，齿型稳定性一般，表面粗糙度值 Ra 为 1.6μm 以下	精度可达 G3–G5 级，表面质量略低于磨削，表面粗糙度值 Ra 可达 0.8μm	精度可达 G1 级，导程精度高，圆度好，齿型精度高，表面粗糙度值 Ra 为 0.4μm 以内	精度可达 G9 级，齿型精度差，外观光滑
制造成本	设备要求不高、刀具磨损较快	设备投入高，刀具成本高	制造成本较高	设备投入较大
应用领域	汽车自动化生产线、塑料等	民用设备、人形机器人等	军工、航空航天、机床、人形机器人、医疗器械和光学设备等	机械设备、汽车零部件、电子设备等

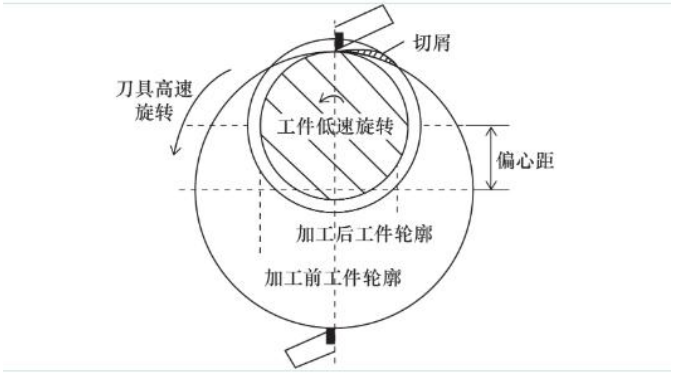
资料来源：王建修等《行星滚珠丝杠副技术分析及装备应用》，精创机床，盛证券研究所

图表36：行星滚柱丝杠螺纹副的加工工艺方法



资料来源：陈晖《行星滚柱丝杠螺纹的硬态车削加工技术研究》，国盛证券研究所

图表37：旋风硬铣削加工原理图



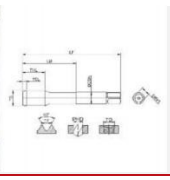
资料来源：宋现春，孙悦《旋风硬铣削加工技术及其在精密滚珠丝杠加工中的应用》，国盛证券研究所

3.4 精密刀具迎来人形机器人增量机遇，公司多品类覆盖核心零部件加工

人形机器人产业扩张打开精密刀具行业增量空间。相较于传统工业设备，人形机器人减速器、行星滚柱丝杠等核心零部件对加工精度、表面质量要求更高；叠加钛合金、高强钢等难加工材料的广泛应用，倒逼精密刀具向高硬度、长寿命方向升级。当前行业正从试样验证转向小批量配套，未来随着整机量产落地，高精度复杂刀具、量检具需求有望持续释放。

公司依托齿轮、螺纹、花键加工刀具的技术积淀，深度布局人形机器人赛道。公司相关产品已在工业机器人精密减速器领域实现客户落地，多款机器人专用刀具获得行业权威奖项；公司已将人形机器人纳入核心发展战略，通过引进高端设备扩充小模数滚刀、插齿刀、精密拉刀产能，并设立专项研发专班，抢抓产业化机遇，拓展高端客户。

图表38：恒锋工具机器人零部件制造相关产品

类型	产品	应用	
拉削刀具	小模数内齿圈拉刀	机器人关节	
齿轮刀具	硬质合金滚刀	人形机器人关节 RV 减速器、谐波减速器等内外齿轮的加工	
丝锥	机器人丝锥	机器人关节	 

资料来源：恒锋工具，国盛证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司主要从业的业务包括：精密复杂刃量具、精密高效刀具、高端生产性服务（精密修磨服务、加工工艺服务、检验检测服务、定制设计服务、新产品同步开发服务等）。由钨资源管控带来的供给侧变革已显著优化刀具公司盈利水平，钨资源的稀缺性为长期影响因素，作用于刀具价格并最终改变供需格局，持续推进国产替代进程。同时人形机器人等新兴赛道催生对减速器、丝杠等产品的定制化刀具需求。因此我们预计公司精密复杂刃量具、精密高效刀具业务能维持稳定的增速和毛利率。公司高端生产性服务依靠前两大核心业务，受益于机器人等高端定制化领域放量，该项业务规模有望同步提升。综上，我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 8.18/9.42/10.84 亿元，同比增长 14.7%/15.2%/15.0%。实现归母净利润 2.04/2.35/2.71 亿元，同比增长 20.4%/15.4%/15.1%。

图表39：公司收入拆分（百万元）

	2025	2026E	2027E	2028E
精密复杂刃量具				
营业收入	442.50	507.99	588.25	676.49
yoy	18.45%	14.80%	15.80%	15.00%
营业成本	220.11	253.99	292.36	334.86
毛利率	50.26%	50.00%	50.30%	50.50%
精密高效刀具				
营业收入	163.66	186.57	215.30	254.91
yoy	22.86%	14.00%	15.40%	18.40%
营业成本	131.40	149.63	174.39	209.03
毛利率	19.71%	19.80%	19.00%	18.00%
高端生产性服务				
营业收入	92.39	104.40	114.84	124.03
yoy	3.62%	13.00%	10.00%	8.00%
营业成本	39.80	43.85	48.23	52.09
毛利率	56.92%	58.00%	58.00%	58.00%
其他业务				
营业收入	14.51	19.15	23.75	28.50
yoy	17.67%	32.00%	24.00%	20.00%
营业成本	3.22	3.83	4.99	6.27
毛利率	77.82%	80.00%	79.00%	78.00%
合计				
营业收入	713.05	818.11	942.14	1,083.93
yoy	17.23%	14.73%	15.16%	15.05%
营业成本	394.53	451.30	519.97	602.25
毛利率	44.67%	44.84%	44.81%	44.44%

资料来源：wind，国盛证券研究所

4.2 投资建议

我们选取中钨高新、沃尔德、华锐精密、欧科亿作为可比公司，对恒锋工具进行估值对比分析。中钨高新是中国钨行业龙头企业，业务覆盖硬质合金切削刀具、钨产业链上下游，具备完整的产业链一体化优势；沃尔德聚焦高端超硬刀具材料与制品，产品广泛应用于半导体精密加工、航空航天等领域；华锐精密是国内知名的硬质合金切削刀具制造商，主营硬质合金数控刀具的研发、生产和销售业务；欧科亿专注于数控刀具产品和硬质合金制品的研发、生产和销售，硬质合金制品产品包括锯齿刀片、棒材和圆片，广泛引用于切割各种非金属材料和金属材料工件。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.04/2.35/2.71 亿元，同比增长 20.4%/15.4%/15.1%，当前市值对应 PE 分别为 32.2/27.9/24.3X。公司刀具主业稳步放量，伴随人形机器人、高端数控机床等下游需求持续释放，业绩有望保持稳健增长。依托精密刀具制造积淀，公司持续拓展精密零部件加工业务，打开增长曲线。首次覆盖，予以“买入”评级。

图表40：可比公司估值水平（数据截至 2026 年 9 月 14 日）

公司名称	股票代码	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
中钨高新	000657.SZ	1348.24	12.81	45.40	52.99	61.71	49.3	29.7	25.4	21.8
沃尔德	688028.SH	181.44	0.95	1.41	1.76	2.41	103.1	128.4	103.0	75.3
华锐精密	688059.SH	115.16	1.87	5.10	6.01	7.42	39.5	22.6	19.2	15.5
欧科亿	688308.SH	133.52	1.04	5.97	6.94	9.03	48.5	22.3	19.2	14.8
平均值							60.1	50.7	41.7	31.9
恒锋工具	300488.SZ	65.74	1.69	2.04	2.35	2.71		32.2	27.9	24.3

资料来源：wind，国盛证券研究所
注：对比公司估值来源于 wind 一致预期

风险提示

机器人量产进展不及预期风险：人形机器人整机及上游零部件量产进度放缓，公司机器人专用刀具订单释放或低于预期，相关研发及产能投入回报存在延后风险。

应用场景不及预期风险：人形机器人商业化落地场景拓展不及预期，或主流加工技术路线发生迭代，公司定制化刀具产品需求或将受到冲击。

机器人国产化不及预期风险：机器人核心零部件国产化推进缓慢，下游客户更多选用海外零部件及配套刀具，将制约公司机器人业务的业绩兑现。



免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com