

## Q2 营收略超预期，静待需求复苏

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，2023 年上半年实现营收 3.6 亿元，同比增长 23.4%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比下降 27.4%。Q2 单季度来看，实现营业收入 2.1 亿元，同比增长 33.5%，环比增长 37.6%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比下降 17.1%，环比增长 58.7%。
- **积极开拓国内外市场，营收保持快速增长；整硬刀具产能利用率低，拉低整体毛利率。**2023H1，在国内宏观经济较弱的背景下，公司积极开拓国内外市场，营收实现 23.4% 的高增长；其中，海外市场营收同比增长 43.0%，其增量贡献已不容忽视。2023H1，公司综合毛利率为 44.8%，同比下降 4.1 个百分点；Q2 单季度为 44.5%，同比下降 4.7 个百分点，环比下降 0.9 个百分点，毛利率下降主要系整硬刀具产能利用率低、毛利率较差。
- **可转债利息费用与股权激励费用摊销依旧拖累期间费用率，净利率同比大幅下降。**2023H1，公司期间费用率为 23.5%，同比增加 9.1 个百分点；Q2 单季度为 21.6%，同比增加 6.0 个百分点，环比减少 4.5 个百分点；2023H1 公司期间费用率提升主要系可转债利息费用与股权激励费用摊销，二者同比增加近 2854 万元。2023H1，公司净利率为 17.5%，同比下降 12.2 个百分点；Q2 单季度为 18.5%，同比下降 11.3 个百分点，环比增加 2.5 个百分点。
- **短期复苏可期，中长期成长空间广阔。**短期来看，国内本轮库存周期已进入主动去库存尾声，预计 2024 年我国将迎来工业补库存阶段，刀具作为工业耗材，行业景气度有望反转。中长期来看，以华锐精密为代表的国产刀具企业持续增加研发投入、提升刀具性能、扩充高端产能、扩展产品种类，综合竞争力不断提高，其成长空间主要来自于两方面，①是国内硬质合金刀具市场规模扩大（蛋糕做大）与国产替代（份额提升）共振；②是海外市场份额提升，海外刀具市场规模是国内的 4 倍，主流刀具企业在磨练内功的同时，纷纷加快海外市场布局。2023H1，公司在境外销售方面持续发力，参加越南胡志明国际机床及金属加工展览会和俄罗斯机床及金属加工展，持续拓宽市场渠道，增强品牌知名度，海外营收保持高速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.8、2.7、3.8 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 31.7%。给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 110.75 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；海外市场拓展或不及预期；行业竞争格局恶化风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	601.64	800.61	1059.20	1375.79
增长率	23.93%	33.07%	32.30%	29.89%
归属母公司净利润（百万元）	165.92	176.99	272.76	379.27
增长率	2.20%	6.67%	54.12%	39.05%
每股收益 EPS（元）	2.69	2.87	4.43	6.16
净资产收益率 ROE	14.89%	15.37%	9.64%	22.13%
PE	34	32	21	15
PB	5.10	4.93	4.09	3.31

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙  
执业证号：S1250521050002  
电话：021-58351893  
邮箱：tjl@swsc.com.cn

分析师：王宁  
执业证号：S1250523070007  
电话：021-58351893  
邮箱：wn@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	0.62
流通 A 股(亿股)	0.35
52 周内股价区间(元)	70.73-178.01
总市值(亿元)	56.78
总资产(亿元)	21.05
每股净资产(元)	21.44

### 相关研究

1. 华锐精密（688059）：受费用拖累，Q1 业绩承压（2023-04-29）
2. 华锐精密（688059）：业绩稳健增长，刀具国产替代加速（2023-03-31）
3. 华锐精密（688059）：Q4 业绩超预期，看好行业需求复苏（2023-03-01）
4. 华锐精密（688059）：Q3 业绩下滑，关注新产能释放节奏（2022-11-02）

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：随着国内稳经济政策逐步出台，以及 2024 年我国逐渐进入补库存周期，预计国内刀具需求于 2023 年下半年边际改善，叠加海外市场快速拓展，假设 2023-2025 年公司数控刀片产能利用率分别为 85%、90%、95%；

假设 2：整体刀具及刀体产能在 2023 年开始逐步释放，随着直销客户扩展，假设 2023-2025 年期产能释放率分别为 30%、45%、65%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
数控刀片	收入	591.78	704.48	889.92	1091.36
	增速	22.93%	19.04%	26.32%	22.64%
	毛利率	50.21%	49.50%	50.00%	50.00%
整体刀具	收入		28.80	44.10	75.00
	增速		-	53.13%	70.07%
	毛利率		20.00%	32.00%	35.00%
数控刀体	收入		14.40	48.00	96.00
	增速		-	233.33%	100.00%
	毛利率		20.00%	35.00%	40.00%
高效钻削刀具	收入		48.00	72.00	108.00
	增速		-	50.00%	50.00%
	毛利率		25.00%	35.00%	40.00%
其他业务	收入	9.86	4.93	5.18	5.43
	增速	141.65%	-50.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-32.99%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	601.64	800.61	1059.20	1375.79
	增速	23.93%	33.07%	32.30%	29.89%
	毛利率	48.85%	46.38%	47.50%	47.66%

数据来源：Wind，西南证券

## 相对估值

我们选取欧科亿、沃尔德、中钨高新 3 家公司作为可比公司：欧科亿以数控刀具和硬质合金制品为双主业，沃尔德主要从事超硬刀具、硬质合金刀具及培育钻石业务，中钨高新是国内硬质合金及数控刀具龙头；3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 23、17、15 倍。公司聚焦硬质合金刀具领域，具备较高的技术壁垒，短期需求复苏可期，中长期成长空间广阔，业绩增长确定性较高。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.8、2.7、3.8 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 31.7%。给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 110.75 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 10 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688308.SH	欧科亿	37.90	2.15	2.01	2.60	3.23	35	19	15	12
688028.SH	沃尔德	46.57	0.57	0.72	0.92	1.08	55	29	22	19
000657.SZ	中钨高新	13.60	0.50	0.51	0.65	0.79	32	20	15	13
可比公司平均值							<b>41</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>15</b>

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	601.64	800.61	1059.20	1375.79	净利润	165.92	176.99	272.76	379.27
营业成本	307.74	429.28	556.05	720.09	折旧与摊销	56.31	35.85	35.85	35.85
营业税金及附加	2.79	3.20	4.24	5.50	财务费用	12.79	25.30	28.45	31.27
销售费用	18.31	36.03	41.31	46.78	资产减值损失	-2.94	8.00	10.00	13.00
管理费用	34.56	109.68	118.63	136.20	经营营运资本变动	-80.65	-80.66	-64.25	-93.07
财务费用	12.79	25.30	28.45	31.27	其他	-6.10	-9.19	-11.35	-10.43
资产减值损失	-2.94	8.00	10.00	13.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>145.33</b>	<b>156.28</b>	<b>271.46</b>	<b>355.89</b>
投资收益	3.91	4.00	5.00	5.00	资本支出	-377.83	-400.00	-300.00	-200.00
公允价值变动损益	-0.20	0.00	0.00	0.00	其他	-123.52	4.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-501.35</b>	<b>-396.00</b>	<b>-295.00</b>	<b>-195.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>183.14</b>	<b>193.12</b>	<b>305.52</b>	<b>427.95</b>	短期借款	74.08	279.18	113.24	-43.40
其他非经营损益	3.35	8.00	8.00	8.00	长期借款	16.80	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>186.49</b>	<b>201.12</b>	<b>313.52</b>	<b>435.95</b>	股权融资	5.50	0.00	0.00	0.00
所得税	20.57	24.13	40.76	56.67	支付股利	-52.81	-33.18	-35.40	-54.55
净利润	165.92	176.99	272.76	379.27	其他	392.12	-139.84	-28.45	-31.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>435.69</b>	<b>106.16</b>	<b>49.40</b>	<b>-129.23</b>
归属母公司股东净利润	165.92	176.99	272.76	379.27	<b>现金流量净额</b>	<b>79.64</b>	<b>-133.56</b>	<b>25.86</b>	<b>31.66</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	213.62	80.06	105.92	137.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	239.65	291.17	388.45	510.24	销售收入增长率	23.93%	33.07%	32.30%	29.89%
存货	148.18	209.54	273.81	354.30	营业利润增长率	1.17%	5.45%	58.20%	40.07%
其他流动资产	258.65	266.00	277.50	291.58	净利润增长率	2.20%	6.67%	54.12%	39.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	12.28%	0.81%	45.45%	33.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	866.68	1233.88	1501.07	1668.26	毛利率	48.85%	46.38%	47.50%	47.66%
无形资产和开发支出	23.93	21.25	18.57	15.89	三费率	10.91%	21.36%	17.79%	15.57%
其他非流动资产	142.46	142.10	141.73	141.37	净利率	27.58%	22.11%	25.75%	27.57%
<b>资产总计</b>	<b>1893.17</b>	<b>2243.98</b>	<b>2707.05</b>	<b>3119.22</b>	ROE	14.89%	15.37%	19.64%	22.13%
短期借款	74.08	353.26	466.51	423.10	ROA	8.76%	7.89%	10.08%	12.16%
应付和预收款项	198.50	217.15	300.39	393.42	ROIC	22.53%	15.73%	17.84%	20.54%
长期借款	16.80	16.80	16.80	16.80	EBITDA/销售收入	41.92%	31.76%	34.91%	35.98%
其他负债	489.72	505.15	534.38	572.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>779.11</b>	<b>1092.37</b>	<b>1318.07</b>	<b>1405.52</b>	总资产周转率	0.40	0.39	0.43	0.47
股本	44.01	61.61	61.61	61.61	固定资产周转率	1.39	1.58	2.24	3.13
资本公积	536.34	518.74	518.74	518.74	应收账款周转率	4.80	4.57	4.83	4.72
留存收益	427.47	571.27	808.63	1133.35	存货周转率	2.53	2.35	2.28	2.28
归属母公司股东权益	1114.06	1151.62	1388.98	1713.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.74%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1114.06</b>	<b>1151.62</b>	<b>1388.98</b>	<b>1713.70</b>	资产负债率	41.15%	48.68%	48.69%	45.06%
负债和股东权益合计	1893.17	2243.98	2707.05	3119.22	带息债务/总负债	50.18%	61.35%	59.44%	52.65%
					流动比率	2.42	1.26	1.17	1.32
					速动比率	2.00	0.95	0.86	0.96
					股利支付率	31.83%	18.75%	12.98%	14.38%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	252.23	254.26	369.82	495.07	每股收益	2.69	2.87	4.43	6.16
PE	34.22	32.08	20.82	14.97	每股净资产	18.08	18.69	22.54	27.81
PB	5.10	4.93	4.09	3.31	每股经营现金	2.36	2.54	4.41	5.78
PS	9.44	7.09	5.36	4.13	每股股利	0.86	0.54	0.57	0.89
EV/EBITDA	15.35	23.20	16.19	11.94					
股息率	0.93%	0.58%	0.62%	0.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
北京	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn



---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---