

行业：通用设备

沃尔德 (688028)

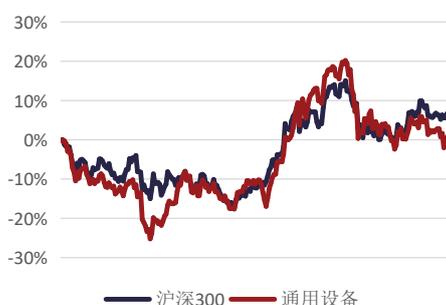
评级表现

盈利能力 A

收益质量 A

研发能力 A

近一年行业表现



目前价格 (人民币元)

152.60

首次覆盖

新加坡

Ted Worley, 全球发布公关
ted_worley@chinaknowledge.com
Tel: (65) 6743 1728

上海

赵中隆, 执行董事
charles@chinaknowledge.com
Tel: (86) 21 6607 5535

香港

Christina 王馨雪
执行董事, 研究部
christina_wang@chinaknowledge.com

分析师

陈沐豪

公司简介

公司是一家主要从事超高精密和高精密超硬刀具及 CVD 金刚石等超硬材料制品的研发、生产和销售业务的企业。公司主要产品及服务定位于全球高端超硬刀具市场, 广泛应用于消费类电子产品中的触摸屏、液晶面板等消费电子玻璃的超高精密切割, 汽车动力系统等核心部件的高精密切削等先进制造领域。公司产品通过直销及经销的模式实现销售, 产品的终端用户包括美国卡特彼勒、韩国 LG、京东方、华星光电、天马微电子、友达光电、东旭光电等国内外企业, 以及德国奔驰、奥迪、宝马等汽车厂商的核心部件供应商。

选择上市标准

发行人选择的具体上市标准: 预计市值不低于人民币 10 亿元, 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元, 或者最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元。

投资要点

- 目前国内大部分超硬刀具制造企业仍处学习跟随阶段, 公司已具较强自主研发实力, 多项产品技术打破外国垄断实现进口替代

目前国内大部分超硬刀具制造企业仍然处于学习跟随阶段, 自主研发和设计能力不足, 产品迭代速度较慢, 品种数量明显受限于国际同行业厂商。公司深耕超硬刀具及材料制品行业多年, 具备深厚的自主研发设计实力。公司通过自主研发国内第一枚带齿钻石刀轮, 率先打破了国外厂商在液晶显示玻璃切割领域的垄断。此后, 公司研发的钻石刀轮、部分高精密切削刀具相继打破了国外一流厂商在行业内的垄断, 实现了在高端加工领域的进口替代, 并逐步提升在全球市场的份额。

- 公司通过 OEM/ODM 销售模式逐渐发展海外市场, 增强全球业内品牌知名度

国外企业超硬刀具业务起步较早, 凭借技术和资本优势占据较高市场份额, 因此公司难以自建全球品牌和拓展海外市场。但部分海外公司存在降低生产成本、加快产品的生产交货周期的需求, 故公司通过 OEM/ODM 销售模式, 有效将公司研发、制造优势与 OEM/ODM 客户的销售渠道和品牌优势结合在一起。目前, 境外 OEM/ODM 销售模式业务极大增加了公司营业收入、净利润和提升公司综合毛利率, 同时为公司在海外行业内建立强大品牌形象。

- 存在下游加工材料改变的产品风险以及国外厂商持续深入开发中国市场风险

行业下游应用产品平板显示终端主要采用 LCD 屏、刚性 OLED 屏和柔性 OLED 屏, 公司超硬刀具目前适用于前两者。现阶段柔性 OLED 屏面临生产良率低, 成品易刮花、寿命短等主要问题, 若柔性 OLED 屏突破关键问题后将得到大规模商业化运用, 将对公司业务产生严重影响。同时, 随着未来山特维克、肯纳金属等国外厂商对中国市场的不断开发和国内优秀厂商的崛起, 公司在高端刀具产品的市场将面临竞争进一步加剧的风险。

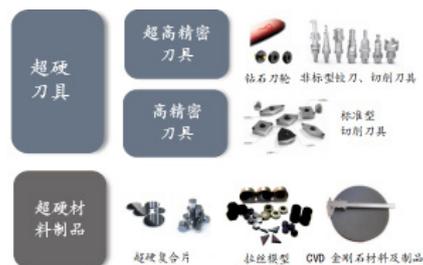
1 盈利能力

产品和市场定位

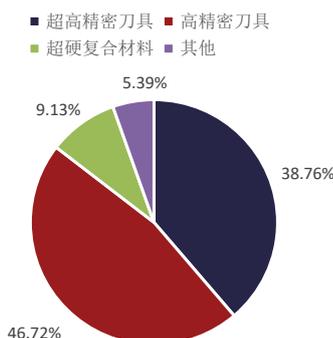
公司系国内领先、国际一流的超硬刀具供应商。自成立以来，主要从事超高精密和高精密超硬刀具及 CVD 金刚石等超硬材料制品的研发、生产和销售业务。公司主要产品及服务定位于全球高端超硬刀具市场，广泛应用于消费类电子产品中的触摸屏、液晶面板等消费电子玻璃的超高精密切割，汽车动力系统等核心部件的高精密切削等先进制造领域。公司产品种类丰富，紧贴市场需求，能为下游客户提供定制化刀具产品服务，自主设计的部分超硬刀具产品解决了下游客户的长期痛点。



公司主要产品分类 - 2018 年



各产品收入占比 - 2018 年

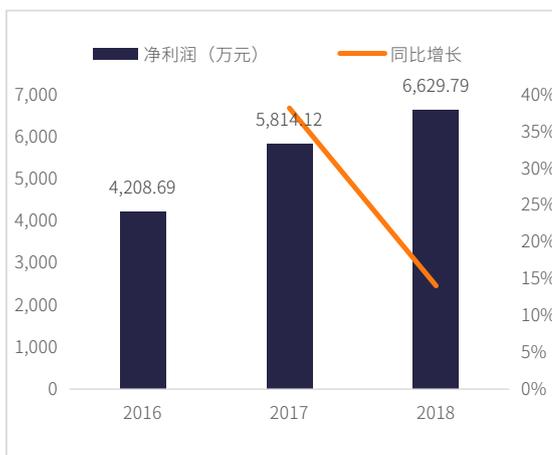


来源: China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

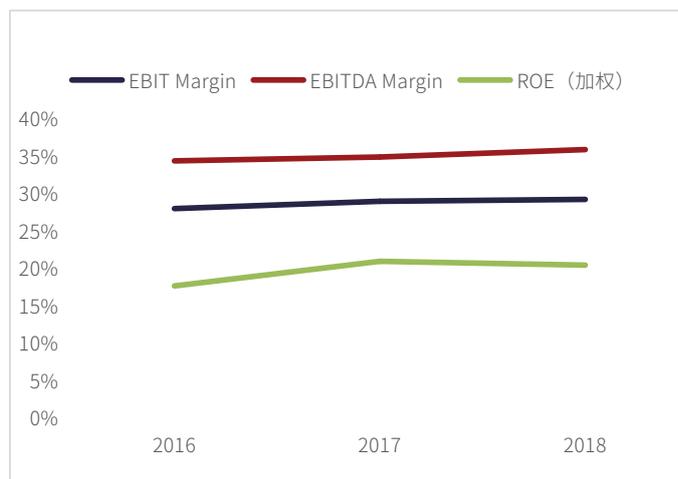
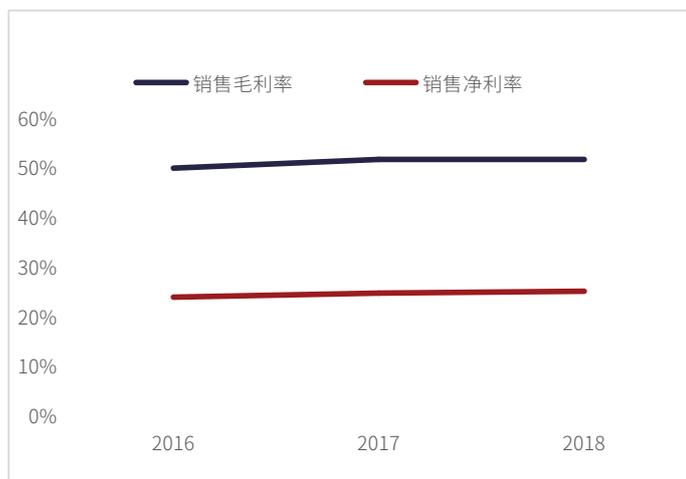
公司产品超硬刀具根据加工精度的不同分为超高精密和高精密两大系列，主要依据下游客户在其生产过程中对超硬刀具产品精度的要求，其中超高精密刀具产品精度在 ±5 微米以内，而高精密刀具产品精度主要在 ±25 微米以内，两大系列产品涵盖钻石刀轮、铰刀、铣刀、PCD/PCBN 数控刀片等产品。行业内一般将加工公差在 ±25 微米以内的刀具称为高精密刀具，加工公差在 ±13 微米以内的刀具称为超高精密刀具。公司超高精密刀具及高精密刀具产品最高加工精度远超上述标准，分别达到 ±100 纳米 (±0.1 微米) 和 ±1 微米水平。

与国内同行业企业相比，公司具备产品门类齐全、定制化能力较强、技术积累扎实的优势。目前在高端超硬刀具产品领域，能够在精度和寿命方面媲美欧美企业的国产品牌数量较少，多数国内企业在市场推广中选择与国内企业相互竞争。公司超高精密、高精密刀具产品质量、性能均处于国际先进水平，在国内外市场均直接与国际品牌竞争，替代进口同类产品的空间十分广阔。

公司主要财务指标



来源: China Knowledge 数据库、沃尔德招股书



来源: China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

2016-2018 年, 公司营业收入分别为 17,472.35 万元、23,346.44 万元及 26,224.92 万元, 年均复合增长率为 22.51%。公司营业收入和净利润快速增长主要得益于以下三点: 1) 公司产品质量性价比得到客户广泛认可, 替代了许多经销商的原有采购渠道, 同时公司加大设备投入, 扩大生产规模, 为营业收入和净利润的增长提供原动力。2) 公司海外市场开拓力度加大, 境外业务发展迅猛。其中最主要的贡献为境外 OEM/ODM 模式收入的稳步增长。3) 国内对超高精密及高精密刀具需求的日益增长, 公司为少数不多能满足其需求的供应商, 因此业务得到极大的增长。除此之外, 近三年公司销售毛利率和净资产收益率 (ROE) 基本保持稳定在较高水准, 说明公司自有资本运行效率高。

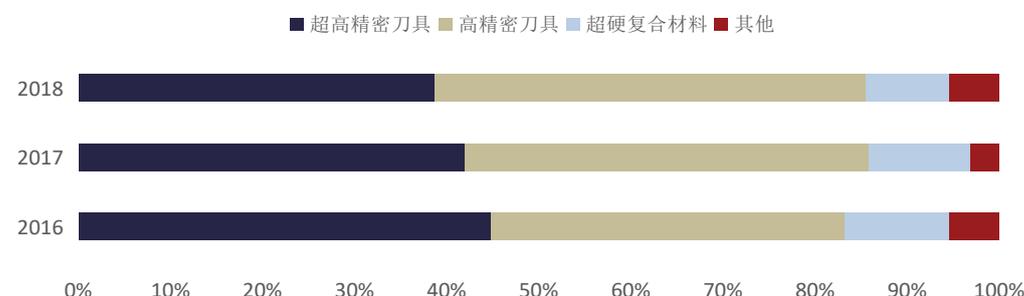
综合产品情况、市场定位和盈利情况等指标来看, 我们给予其盈利能力的评级为 A

2 收益质量

收入来源

自成立以来，公司一直专注于超硬刀具的研发、生产和销售业务。公司目前产品主要包括各类超高精密及高精密的超硬刀具，超硬复合片、拉丝模芯等超硬材料。

主营业务收入占比（按产品分类）



来源：China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

超高精密及高精密刀具系公司主营业务收入的最主要来源，其收入持续高速增长。2016-2018年，超高精密及高精密刀具收入合计分别为14,534.34万元、20,023.53万元及22,410.64万元，占主营业务收入比重分别为83.21%、85.79%及85.48%。其中，超高精密刀具收入占比逐年下降而高精密刀具收入占比逐年上升，主要由于公司加大海外市场开拓力度，高精密刀具海外市场销售额大幅度增长。超硬复合材料的销售收入有所增加，但其占主营业务收入的比重呈下降趋势，由于公司将主要的生产及研发能力集中于超硬刀具产品方面。其他业务收入主要是公司利用自身技术优势为高端客户提供少量超硬材料的研磨、抛光、切割等加工服务，占比较低，系公司次要的增值服务。

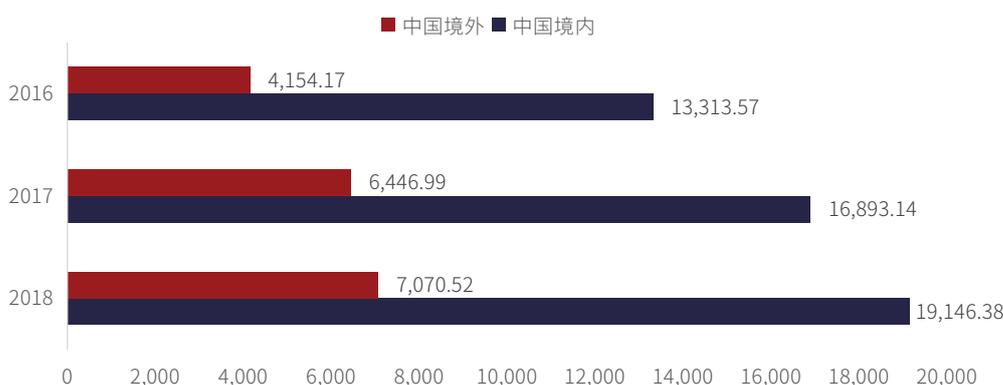
产品	项目	2016年	2017年	2018年
超高精密刀具	销量 (万件)	46.14	51.19	56.71
	平均单价 (元/件)	169.84	191.21	179.18
	单位成本 (元/件)	54.51	59.96	56.87
	毛利率	67.90%	68.64%	68.26%
高精密刀具	销量 (万件)	163.67	215.53	224.45
	平均单价 (元/件)	40.92	47.49	54.57
	单位成本 (元/件)	25.38	26.37	29.69
	毛利率	37.97%	44.47%	45.60%
超硬材料	销量 (万件)	48.53	62.46	32.47
	平均单价 (元/件)	41.09	41.47	73.69
	单位成本 (元/件)	30.36	31.56	58.25
	毛利率	26.10%	23.89%	20.94%
其他	销量 (万件)	142.19	149.87	16.46
	平均单价 (元/件)	6.61	4.85	85.91
	单位成本 (元/件)	4.04	3.43	51.55
	毛利率	38.81%	29.14%	39.99%

来源：China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

2016-2018年，超高精密刀具单价呈上下小幅度波动，变动的的原因主要系报告期各期超高精密刀具产品销售的具体型号有所不同，不同型号产品销售单价存在一定差异，平均单价较高的铰铣刀销量增大，平均单价较低的刀轮、刀轴类产品销量增长率相对较低。高精密刀具单价呈上升趋势也主要因为产品销售结构差异不同，人平均单价较高的PCBN刀具和磨轮销售收入占比上升。排除该类因素，由于产量增加带来的规模效应和学习曲线效应，同类型产品单位成本有所降低。同时，由于公司技术领先和市场先发的优势，超高精密刀具和高精密刀具均具有较高的毛利率，公司目前加大该两系列产品的研发投入和市场投入，进一步巩固自身优势。

主营业务收入占比（按地区分）

单位：万元



来源：China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

公司的销售区域主要集中在境内区域，2016-2018年，该类销售收入占主营业务收入的比例分别为76.22%、72.38%及73.03%。随着产品性能的进一步提高、产能的逐步提升以及国际市场推广力度的逐步加大，公司在境外市场的销售金额也呈现上升趋势。公司产品境外竞争市场范围较广，刀轮类产品的竞争主要集中在台湾、韩国等市场；刀具类产品的竞争主要集中在欧洲、北美、亚洲市场。公司在中国境内市场主要凭借技术领先优势占领较高市场份额，但在国际市场，公司只能通过性能、价格、技术支持等方面的综合优势替代国际其他厂商的产品。

供货商与客户

2018年公司前三名供货商具体情况如下

序号	供应商名称	采购内容	采购金额 (万元)	占采购总额比例
1	元素六商贸 (上海) 有限公司	PCD 复合片	1,086.92	12.85%
		PCBN 复合片	463.32	5.48%
		其他	7.96	0.09%
2	意尽商贸 (上海) 有限公司	PCBN 复合片	912.82	10.79%
		PCD 复合片	389.77	4.61%
		其他	1.29	0.02%
3	苏州赛尔科技有限公司	磨轮材料	589.87	6.97%
		研磨棒	67.04	0.79%
4	成都兴荣丰硬质合金有限公司	基体	268.74	3.18%
		合金棒	88.4	1.04%
		合金块	48.63	0.57%
		其他	31.02	0.37%
5	海博锐材料科技 (无锡) 有限公司	PCBN 复合片	190.7	2.25%
		PCD 复合片	123.54	1.46%
合计			4,270.01	50.47%

来源：China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

公司不存在向单个供应商的采购比例超过总额 50% 的情形。故不存在依赖单一客户情形。公司 2018 年向前五名供应商采购总额占比总采购金额 50.47%，供应商集中度适中。公司主要材料供应商相对稳定，经过多年的定制开发和改进，公司已与合格供应商建立了长期稳定的合作关系。供应商的采购占比变化，主要系根据产品特性及客户需求。公司在采购策略上，对同类材料采购上选择多家供应商进行合作，以降低采购风险和采购成本。

2018 年公司向前三大客户销售情况

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占当期营业收入比例
1	烟台康汇系	1,720.79	6.56%
2	MASTER CARBIDE TOOLS COMPANY	1,329.34	5.07%
3	BSW Zerspanungswerkzeuge GmbH	1,217.85	4.65%
4	北京东方日盛科技有限公司	1,211.58	4.62%
5	天马微电子系	829.93	3.17%
	合计	6,039.00	33.39%

来源: China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

公司不存在向单个客户的销售比例超过总额 50% 的情形。故不存在依赖单一客户情形。公司 2018 年向前五名客户销售占比总销售额 24.07%，客户集中度适中。其中，公司与美国客户 MASTER CARBIDE TOOLS COMPANY 和德国客户 BSW Zerspanungswerkzeuge GmbH 的销售模式为 OEM/ODM 模式，也是公司发展境外业务时采用最多的销售模式。公司针对烟台康汇系和北京东方日盛科技有限公司客户采用的是经销商销售模式，针对天马微电子系采用的是直销的销售模式。

周转能力

可比公司	2016		2017		2018	
	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率	应收账款周转率	存货周转率
岱勒新材	1.93	1.8	3.61	4.06	2.62	2.28
三超新材	2.54	1.87	3.32	2.45	3.16	2.28
威硬工具	2.38	7.77	2.49	4.18	2.44	3.28
富耐克	1.7	0.44	2.31	0.6	3.05	0.68
平均值	2.14	2.97	2.93	2.82	2.82	2.13
沃尔德	3.47	1.91	4.26	2.43	4.55	2.6

来源: China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

公司应收账款周转率高于可比上市公司平均水平，主要得益于公司完善的应收账款收账管理体系，同时由于公司与部分经销商合作模式的变化，导致账期的减少从而提高了应收账款周转率。公司存货周转率处于行业平均偏上水平。由于公司销售规模逐年增长，产能稳步提升，期末存货备货较少，存货周转率整体呈逐年上升态势。

获现能力

可比公司	2016		2017		2018	
	销售净现率 *	净利润现金比率 *	销售净现率	净利润现金比率	销售净现率	净利润现金比率
岱勒新材	6.44%	30.38%	3.39%	13.27%	1.40%	13.60%
三超新材	5.07%	20.86%	22.57%	74.42%	27.54%	247.32%
沃尔德	26.42%	109.68%	25.21%	101.25%	24.24%	95.87%

来源: China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

注: 销售净现率 = 经营性现金流净额 / 营业收入

净利润现金比率 = 经营性现金流净额 / 净利润

由于公司较高的营业收入和净利润增速，近三年公司销售净现率和净利润现金比率出现了一定波动，但相比于可比公司，沃尔德仍保持较高的销售净现率和净现金比率，领先行业水平，证明企业回款能力强，成本费用低，财务压力小，经营风险较低。

综合以上分析，在收益质量方面我们给予该公司 A 评级。

3 研发能力

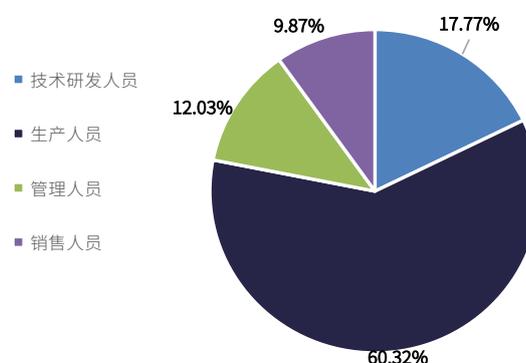
公司深耕超硬刀具及材料制品行业多年，拥有出众的自主研发设计实力和技术积累，在国内同行业内处于领先地位。能满足客户对于加工精度、加工效率等方面的较高要求。其中，公司的核心技术主要分为“超硬材料激光微纳米精密加工技术”、“真空环境加工技术”、“PCD 超薄聚晶片及复合片精密研磨及镜面抛光技术”、“自动化设备研制技术”等四大类基本技术。同时，公司为了突破关键核心技术，在高性能材料加工技术、镀膜技术和激光应用技术等方面进行了一系列的技术储备。



截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有各类国内外专利 136 项，其中发明专利 25 项。公司技术研发人员 99 人，占比公司总人数 17.77%。公司建成了一支由正高级工程师、研究生领衔组成的研究开发团队。

研发费用明细 - 2018 年

公司人员组成 - 2018 年



来源: China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

可比公司	2016		2017		2018	
	研发支出 (万元)	占比营收	研发支出 (万元)	占比营收	研发支出 (万元)	占比营收
岱勒新材	1239.74	6.69%	1865.34	4.28%	1546.93	4.69%
三超新材	951.55	6.11%	1471.33	5.18%	2528.65	7.58%
沃尔德	1345.81	7.70%	1430.46	6.13%	1665.35	6.35%

来源: China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

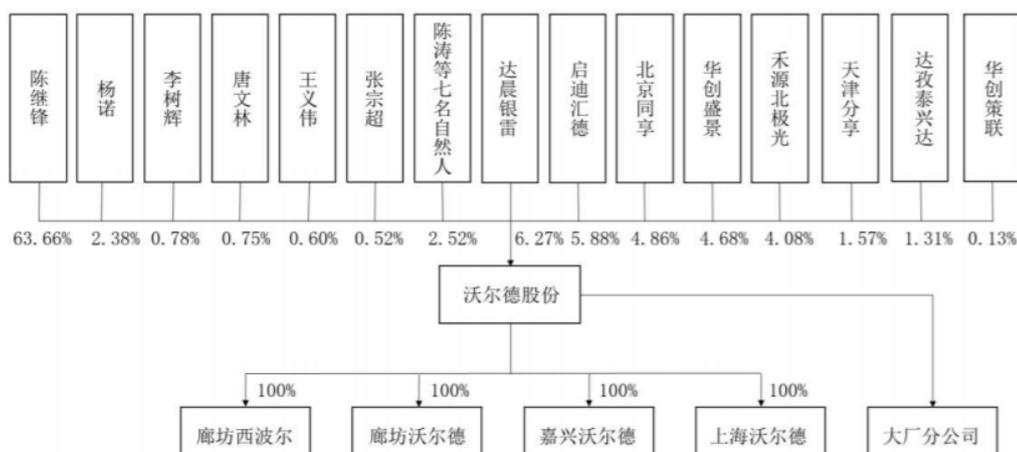
公司研发支出水平处于行业平均水准，且研发人员数量位于国内同行业可比公司第二。公司将持续产品研发的高投入，以市场为导向，以满足客户需求为着眼点，在现有产品基础上，通过产品和工艺创新，不断推出新的产品规格型号和更高质量的产品。

公司上市募集资金投资项目分别为超高精密刀具产业化升级项目、高精密刀具产业化升级项目、高精密刀具扩产项目、产品研发中心项目、补充流动资金项目。期望通过募投项目进一步提高超高精密、高精密刀具的生产能力、工艺水准和产品质量，提高公司主营业务的市场竞争力。

综上，我们给予其研发能力 A 评级。

4 股权结构分析

股权结构



来源: China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

截至 2018 年 12 月 31 日, 陈继锋直接持有公司本次发行前 63.66% 股权, 系发行人控股股东。陈继锋之配偶杨诺直接持有发行人本次发行前 2.38% 股权, 陈继锋、杨诺夫妇合计持公司本次发行前 66.04% 股权。陈继锋、杨诺夫妇系发行人实际控制人。公司股权集中度适中, 上市后被收购风险较低, 利于公司管理发展。实际控制人虽为陈继锋、杨诺夫妇, 但杨诺持股较少, 不存在因为家庭争端而导致公司股权变更风险。

实控人介绍

公司实控人陈继锋, 中国科学技术大学近代物理系等离子体专业本科毕业, 教授级高级工师。2011 年 7 月至 2015 年 1 月任沃尔德有限董事长兼总经理, 陈继锋同时担任廊坊沃尔德执行董事, 嘉兴沃尔德执行董事兼总经理、上海沃尔德监事等职务。

5 可比公司财务指标及估值方法

公司	营业收入 (亿元)	营收同比增长率	净利润 (亿元)	净利润同比增长率	市盈率 (PE)	市销率 (PS)
岱勒新材	3.30	-24.22%	0.34	-69.46%	61.35	6.32
三超新材	3.33	17.45%	0.37	-56.89%	50.17	5.59
沃尔德	2.62	12.33%	0.66	14.03%	32.19	8.11

来源：China Knowledge 数据库、沃尔德招股书

沃尔德本次发行价格为 26.68 元 / 股，以每股收益按照 2018 年度扣除非经常性损益前归属于母公司股东净利润除以本次发行后总股本计算，发行市盈率为 32.19 倍、市销率为 8.11 倍。

相比于可比上市公司岱勒新材和三超新材，沃尔德具有较高的营业收入增速和净利润增速，其中净利润金额超过了可比公司，可见沃尔德盈利能力极强，发展态势向好。沃尔德市盈率和市销率均处于较低值，我们认为公司的市场价值具有巨大的上升空间。

6 风险提示

- 公司大部分原材料系进口材料，存在价格波动风险
- 下游加工材料改变的风险
- 国际贸易摩擦与汇率波动风险

免责声明

本报告由中盛在线私人有限公司（以下简称“中盛”）证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中盛的机构客户；2) 中盛的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中盛的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中盛的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中盛不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中盛将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中盛或其附属及关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中盛不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中盛的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中盛及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中盛的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中盛任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中盛成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中盛成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中盛本身网站以外的资料，中盛未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中盛网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中盛及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。