

时代 IPO 诊断报告 | 华锐工具严重依赖经销商，偿债能力远低于同行

时代商学院研究员 孙越

随着我国工业化升级进程加快、数控机床市场渗透率提升以及国产刀具进口替代进程的加速，刀具潜在消费规模不断增大，作为刀具主导材料的硬质合金数控刀片，存在着巨大的市场空间。

8月24日，上交所官网更新了株洲华锐精密工具股份有限公司（以下简称“华锐工具”）的首轮问询回复函。该公司于6月24日提交招股说明书，拟在科创板上市。

时代商学院研究发现，华锐工具的营业收入严重依赖经销商，经销模式收入占营业收入的比重接近9成，而可比上市同行均以直销为主。此外，该公司的短期偿债能力远低于可比同行均值，且关联交易颇多。

8月26日，时代商学院就上述问题向华锐工具发函询问，对方回复称，行业内普遍采取直销与经销相结合的销售模式，因细分产品、产品结构、应用领域、客户构成不同，各公司经销、直销的比重有所差异。

【企业档案】

华锐工具成立于2007年，总部位于湖南省株洲市，是一家硬质合金切削刀具制造商，主要从事硬质合金数控刀片的研发、生产和销售。

肖旭凯、高颖、王玉琴为华锐工具的实际控制人，其中，高颖为肖旭凯配偶，王玉琴为高颖母亲。截至招股说明书签署日，肖旭凯直接持有该公司7.83%的股份，高颖直接持有该公司5.01%的股份，王玉琴直接持有该公司5.56%的股份，此外，肖旭凯和高颖通过鑫凯达间接控制该公司17.1%的股份，通过华辰星间接控制该公司16.36%的股份。因此，上述三人最终控制该公司51.86%的股份。

此次IPO，华锐工具拟募集资金6亿元，主要用于精密数控刀具数字化生产线建设项目、研发中心项目和补充流动资金项目。

华锐工具IPO基本信息如图表1所示。

图表1：华锐工具IPO基本信息

公司名称	株洲华锐精密工具股份有限公司 (简称“华锐工具”)	拟登陆板块	科创板
主营业务	硬质合金数控刀片的研究、生产和销售	所属行业	金属制品业
受理日期	2020/6/24	审核状态	已问询
拟募资金额	6亿元	保荐机构	招商证券
会计师事务所	天职国际会计师事务所	律师事务所	湖南启元律师事务所
2019年营业收入	2.59亿元	2019年归母净利润	0.72亿元

资料来源：华锐工具招股说明书，时代商学院整理

一、严重依赖经销商，迥异于同行

作为数控机床执行金属切削加工的核心部件，硬质合金数控刀片广泛应用于汽车、轨道交通、航空航天、精密模具、能源装备、工程机械、通用机械、石油化工等领域的金属材料加工。

华锐工具的核心产品为硬质合金数控刀片，包括车削、铣削和钻削三大系列。

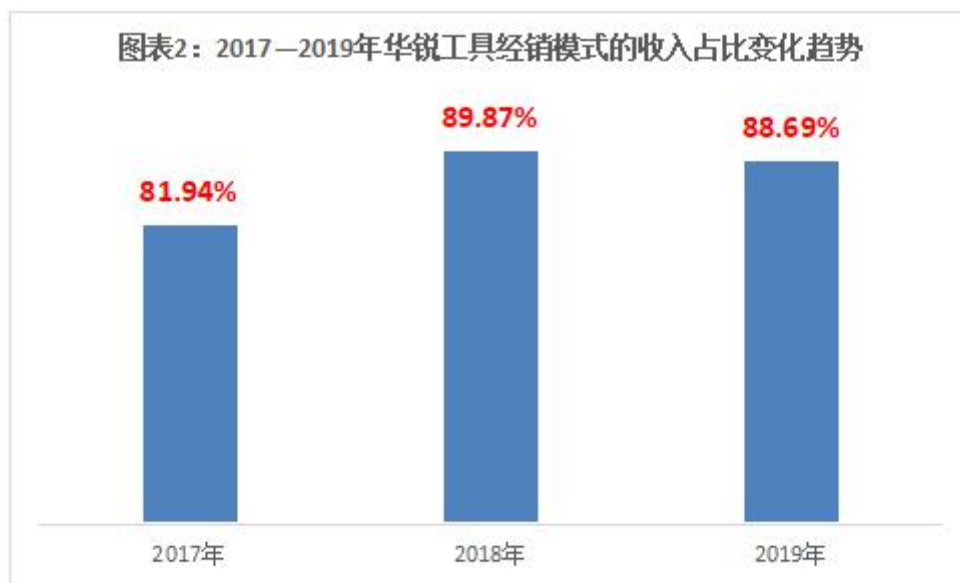
近年来，得益于我国高端制造业不断发展，国内刀具市场规模逐渐增加，2018 年切削刀具市场规模相对于 2016 年增长 30.95%，达到 421 亿元。

招股书显示，2017—2019 年，华锐工具分别实现营业收入 1.34 亿元、2.14 亿元、2.59 亿元，净利润分别为 3128.38 万元、5416.13 万元、7181.19 万元。

时代商学院发现，尽管近年华锐工具业绩保持增长态势，但营业收入增速逐渐放缓，2019 年其营业收入同比增速较 2018 年下降了 38.03 个百分点。

需注意的是，该公司采用以经销为主、直销为辅的销售模式，产品主要通过经销商进行销售，而可比上市同行均是以直销为主，经销为辅。

2017—2019 年，华锐工具经销模式的销售收入分别为 1.09 亿元、1.9 亿元、2.28 亿元，占当期营业收入的比重分别为 81.94%、89.87%、88.69%。



数据来源：华锐工具招股书，时代商学院整理

可以看出，近年来，华锐工具的营业收入严重依赖经销商，经销模式的收入占比高达9成，而直销模式的收入占比则不断下降。2019年，其直销模式的收入占比仅11.31%，较2017年的18.06%下降了6.75个百分点。

对比上市同行，恒锋工具、沃尔德、欧科亿（拟上市企业）的销售模式均以直销为主，经销为辅。以沃尔德为例，2016—2018年，其直销模式的收入占比分别为70.81%、69.82%、63.89%，均远高于华锐工具。

对此，华锐工具回复时代商学院称，行业内普遍采取直销与经销相结合的销售模式，因细分产品、产品结构、应用领域、客户构成不同，各公司经销、直销的比重有所差异。对于公司而言，销售数控刀具产品并提升公司品牌知名度更适宜采用经销模式。

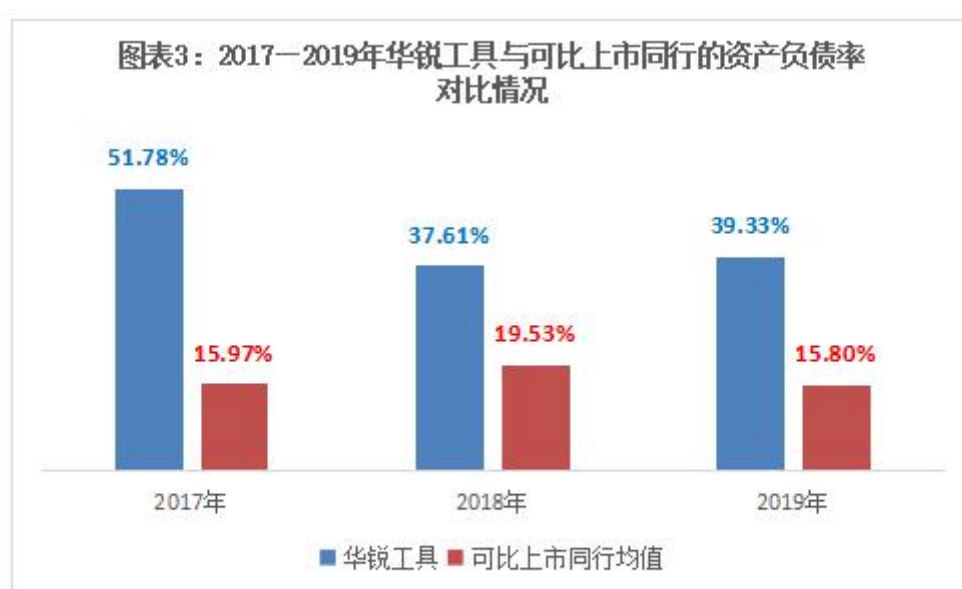
值得一提的是，招股书显示，2017—2019年，华锐工具的经销商数量分别为86家、112家和119家，经销商数量呈逐年增长趋势，然而，其并没有披露每年新增和退出的经销商数量及产品销售、退换货的详情，其经销商体系是否稳定，外界尚未知晓。

时代商学院认为，华锐工具营业收入对经销商依赖较大，直销比例较低，可能会存在无法及时掌握客户需求的问题，以及经销商因产品质量或利益关系转投至竞争对手的风险。

华锐工具在招股说明书中表示，公司在布局国内和国外市场的过程中，如有部分经销商因客户开拓不力或因价格、管理、质量等因素与公司的发展战略不一致而流失，可能会在短期影响公司的经营业绩。

二、短期偿债能力远低于可比同行

招股书显示，2017—2019 年，华锐工具的资产负债率分别为 51.78%、37.61%和 39.33%，同期可比上市同行的资产负债率均值分别为 15.97%、19.53%、15.8%。



数据来源：华锐工具招股书，时代商学院整理

可以看出，华锐工具的资产负债率远高于可比上市同行的平均水平，偿债压力较大。

此外，华锐工具的短期偿债能力也不容乐观。

2017—2019 年，该公司的流动比率分别为 0.95、1.46 和 1.62，速动比率分别为 0.62、0.92 和 1.17。同期可比上市同行的流动比率均值分别为 3.58、3.75、6.97，速动比率均值分别为 2.64、2.75、6.12。

时代商学院认为，尽管近年来华锐工具的流动比率和速动比率均有所上升，但 2019 年其流动比率仍低于标准值 2，速动比率仅略高于标准值 1，而且流动比率仅为上市同行均值的 1/4 左右，速动比率仅为上市同行均值的 1/5 左右，短期偿债能力远低于可比上市同行。

对此，华锐工具解释称，公司流动比率和速动比率均低于同行业上市公司平均值，主要系公司处于快速扩张期间，而公司暂未上市，未获得股权融资，导致短期债权融资占比相对较大。

需注意的是，报告期内，华锐工具的应收账款周转率和存货周转率均持续下滑。

招股书显示，2017—2019 年，华锐工具的应收账款周转率分别为 8.64、8.55、6.11，存货周转率分别为 2.71、2.69、2.51。其中，2019 年应收账款周转率下降明显，降幅近 3 成。

时代商学院认为，若未来华锐工具不能采取积极有效的措施提高应收账款回款速度和存货周转效率，将对其日常经营现金流造成较大压力，进而影响其偿债能力。

值得一提的是，报告期内，华锐工具多次与肖旭凯、高颖、高江雄、陈沙等关联方发生资金往来，并通过肖旭凯、高颖、王玉琴、鑫凯达、华辰星、肖旭荃、张平衡等关联方提供担保进行借款，担保金额合计 1.59 亿元。

【严正声明】本文（报告）基于已公开的资料信息撰写，文中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。文章版权归原作者及原出处所有，未经时代商学院授权，任何媒体、网站及其他平台不得引用、复制、转载、摘编或以其他方式使用上述内容。获得授权转载，仍须注明出处。（联系邮箱：TimesBusiness@163.com）