

2021年07月20日

证券研究报告·公司深度报告

欧科亿 (688308) 工业机械

买入 (首次)

当前价: 77.58 元

目标价: 107.40 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 持续发力硬质合金高端刀具，打开公司成长天花板

## 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 欧科亿是国内锯齿刀片龙头，2020年锯齿刀片和圆片产量达1435吨，国内规模最大；公司持续发力硬质合金刀具，2020年硬质合金数控刀片产量超5500万片，排名国内前三。2) 硬质合金刀具国产替代加速，国产工业刀具市占率65%左右并持续提升，欧科亿作为业内领军企业确定性受益；3) 短期制造业景气持续，PMI连续16个月高于荣枯线，2021年1-6月业固定资产投资累计同比增速19.2%；中长期行业趋势明晰，机床数控化率提升带动硬质合金刀具需求增加，工业刀具消费与机床消费比提升。
- **短期受益于制造业复苏，中长期受益于国产替代、制造业升级、机床数控化率提升。** 短期来看，国内制造业维持高景气度，工业刀具需求旺盛，带来公司订单与收入增长。中长期来看，以欧科亿等企业为代表的国产阵营刀具企业市占率提升；制造业升级过程中，刀具消费与机床消费比将提升，拉动工业刀具需求；同时，数控金属切削机床渗透率不断提升是数控刀具市场需求增加的核心逻辑，国内新增金属切削机床数控化率从2010年的29.7%提升到2020年的43.3%，数控机床的使用量增加将带动硬质合金数控刀具需求增长。
- **数控刀具技术壁垒高，公司技术底蕴深厚，持续发力硬质合金高端数控刀具。** 欧科亿起步于硬质合金锯齿刀片，发展于数控刀具。在数控刀片基体材料、槽型结构、涂层技术三大核心基础技术领域有深厚积累。公司是国内锯齿刀片生产规模最大的企业，硬质合金数控刀具行业领军企业。目前公司产能有序扩张，募资新建4000万片数控刀片产能保障公司满足下游需求和中高端市场占有率提升且盈利性提升，在制造业复苏和产业升级背景下，公司作为行业内代表性企业确定性受益。
- **立足硬质合金刀具产品，逐步向整体刀具解决方案供应商转型。** 公司拥有较为齐全的车削、铣削、钻削数控刀片系列，涉及一万五千种以上产品规格型号，能够满足不同客户的差异化需求。公司设计丰富的材料牌号和槽型结构，满足不同加工状况（如重载加工、粗加工、半精加工、精加工）对不同材料工件（如钢、不锈钢、铸铁、有色金属等）的切削需要。公司正在开发用于精加工市场的金属陶瓷刀片、整体硬质合金铣刀和钢制品刀体等项目，进一步丰富公司的产品系列，提升整体盈利能力，为转型整体刀具解决方案供应商奠定基础。
- **盈利预测与投资建议:** 欧科亿在硬质合金锯齿刀片和圆片基础上，持续发力硬质合金刀具并成为国内领军企业；产能有序扩张保障公司中高端市场占有率提升与业绩持续增长。我们预计公司2021-2023年归母净利润年均复合增速为44.4%，行业景气且公司成长性强，国产替代确定性强，给予2021年60倍PE，目标价107.40元，首次覆盖，给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	702	1045	1395	1785
增长率	16.5%	48.9%	33.5%	28.0%
归属母公司净利润 (百万元)	107.5	179.5	250.6	323.3
增长率	21.5%	67.0%	39.6%	29.0%
每股收益 EPS (元)	1.07	1.79	2.51	3.23
净资产收益率 ROE	8.22%	12.28%	14.95%	16.59%
PE	72	43	31	24
PB	5.93	5.31	4.63	3.98

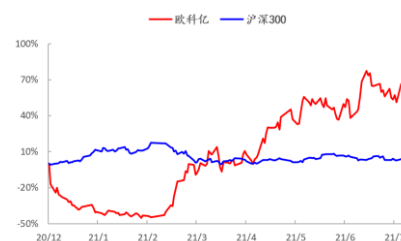
数据来源: Wind, 西南证券

## 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: tgl@swsc.com.cn

联系人: 王宁  
 电话: 021-58351893  
 邮箱: wn@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: Wind

## 基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通A股(亿股)	0.24
52周内股价区间(元)	23.13-84.78
总市值(亿元)	77.58
总资产(亿元)	16.75
每股净资产(元)	13.54

## 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 投资要件

### 关键假设

- 1) 制造业固定资产投资维持正增长, 数控机床占比提升, 2025 年机床数控化率达到 50% 以上。
- 2) 国产阵营硬质合金中高端刀具市占率 30% 左右, 未来将继续提升, 5 年内通过国产替代、抢占外资品牌份额, 市占率达到 60%-70%。
- 3) 公司产能有序扩张, 4000 万片高端数控刀片产能逐步落地, 规模效应提升公司盈利能力。

### 我们区别于市场的观点

欧科亿是国内锯齿刀片龙头企业, 硬质合金数控刀具行业领军企业。市场认为, 公司的投资机会来自于短期制造业投资增加、下游需求旺盛带来的订单与收入增长。我们认为, 后疫情时代的制造业复苏是短期公司业绩弹性显现的重要催化, 但中长期持续成长能力是我们长期看好公司的更重要逻辑: 1) 产业趋势明晰, 制造业的持续发展使国内切削市场规模稳步提升, 预计 2021-2025 年国内切削刀具市场规模将保持 5% 的复合增速; 2) 我们预计国内新增金属切削机床数控化率在 2025 年将达到 50% 以上, 机床数控化率提升将带动硬质合金数控刀具的需求增长, 公司持续发力硬质合金数控刀片确定性受益; 3) 国产替代加速, 公司数控刀片定位于中高端, 短期抢占日韩市场份额, 中长期挑战欧美品牌, 5 年内国产阵营通过抢占外资品牌份额, 硬质合金中高端刀具市占率将达到 60%-70%。

### 股价上涨的催化因素

公司产能继续扩张; 产品价格再提升; 制造业投资增速超预期; 硬质合金刀具市占率提升。

### 估值和目标价格

我们选取华锐精密与中钨高新的估值作比较, 可比公司 2021-2023 年的平均 PE 分别为 47 倍、34 倍、27 倍, 其中华锐精密 2021-2023 年 PE 为 51 倍、38 倍、28 倍, 欧科亿 2021-2023 年 PE 为 43 倍、31 倍、24 倍, 相较于华锐精密明显被低估。欧科亿数控刀片产品具备较高的技术壁垒, 短期抢占日韩市场份额, 业绩增速较快, 同时硬质合金制品竞争优势突出, 规模国内第一。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.79/2.51/3.23 亿元, 同比增长 67%/40%/29%; 2021-2023 年, 公司归母净利润年均复合增速为 44.4%。行业中短期景气度高、公司产品技术壁垒高、中长期盈利能力强, 理应享受估值溢价, 给予 2021 年 60 倍 PE, 对应目标价为 107.40 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 投资风险

制造业投资大幅下滑; 公司产能扩张低于预期; 行业竞争格局恶化。

## 目 录

<b>1 公司重点发展数控刀具产品，业绩稳健增长</b>	<b>1</b>
<b>2 国内硬质合金刀具市场规模超 200 亿元，国产替代加速</b>	<b>3</b>
2.1 数控刀片搭载于数控机床，下游应用领域广泛	3
2.2 切削刀具国内市场规模超 400 亿元，硬质合金占比持续提升	4
2.3 国内数控机床渗透率提升，拉动硬质合金刀具需求增加	6
2.4 布局数控刀具中高端市场，国产替代进程加速	8
2.5 制造业复苏，刀具下游行业持续景气	9
<b>3 技术形成核心竞争力，继续发力硬质合金高端刀具</b>	<b>12</b>
3.1 数控刀具销售收入快速增长，营收占比稳步提升	12
3.2 公司盈利能力强，收现能力较好	13
3.3 公司注重研发创新，核心技术构筑高壁垒	14
3.4 推进数控刀具国产替代，硬质合金制品竞争优势显著	16
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>17</b>
4.1 盈利预测	17
4.2 绝对估值	18
4.3 相对估值	19
<b>5 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图 目 录

图 1: 2020 年, 公司数控刀具营收占比为 43.2%	2
图 2: 2019 年公司营收详细构成	2
图 3: 公司营收稳健增长, 2021Q1 快速增加	2
图 4: 公司归母净利润稳步增长, 2021Q1 大幅增加	2
图 5: 两位实控人合计持有公司 30.09% 股权	3
图 6: 数控刀片主要搭载于数控机床使用, 下游应用领域广泛	3
图 7: 汽车、摩托车是国内切削刀具最主要的下游应用领域	4
图 8: 2020 年全球切削刀具市场规模预计超 378 亿美元	5
图 9: 2020 年国内切削刀具市场规模预计超 400 亿元	5
图 10: 刀具消费额占机床消费额比重持续提升	5
图 11: 全球硬质合金刀具应用占比为 63%	6
图 12: 国内硬质合金刀具应用占比为 53%	6
图 13: 2020 年国内金属切削机床消费额为 138.7 亿美元	7
图 14: 国内金属切削机床数控化率稳健提升	7
图 15: 欧美日韩企业主导刀具中高端市场 (单位: 亿元)	9
图 16: 2015 年以来, 国产刀具市占率持续提升	9
图 17: 2020 年 8 月开始, 制造业单月投资同比快速增长	10
图 18: 国内制造业 PMI 连续 16 个月站在枯荣线之上	10
图 19: 2020 年国内汽车产销量降幅收窄	10
图 20: 2020 年 4 月份之后国内汽车产销量月度同比恢复正增长	10
图 21: 通用机械规模以上企业数量快速增长	11
图 22: 2020 年通用机械全行业销售收入逆势增长	11
图 23: 2011-2019 年中国模具行业销售收入稳步增长	11
图 24: 2011-2019 年中国模具产量稳中有升	11
图 25: 公司数控刀具营收稳步增长, 毛利率较高	12
图 26: 钻削刀片毛利率最高, 车削刀片次之, 铣削刀片最低	12
图 27: 公司硬质合金制品收入占比逐渐下降, 毛利率较低, 保持在 22% 左右	13
图 28: 公司毛利率、净利率均有上升趋势	13
图 29: 公司 ROE 上升趋势明显, ROA 短暂略微下滑	13
图 30: 公司期间费用率呈下降趋势	14
图 31: 2019 年以后, 公司现金流情况大幅好转	14
图 32: 公司短期偿债能力较强	14
图 33: 公司持续加大研发投入	15
图 34: 公司研发人员数量持续增加	15

## 表 目 录

表 1: 公司产品分为硬质合金制品与数控刀具两大系列.....	1
表 2: 公司自主研发形成三大核心技术.....	5
表 3: 当前具备数控机床渗透率持续提升的环境和条件.....	7
表 4: 全球刀具生产商可分为欧美、日韩和国产三大阵营.....	8
表 5: 公司自主研发形成三大核心技术.....	15
表 6: 分业务收入 (单位: 百万元) 及毛利率.....	17
表 7: 绝对估值假设条件.....	18
表 8: FCFE 估值结果.....	18
表 9: FCFE 估值敏感性分析.....	18
表 10: 可比公司估值 (截至 2021 年 7 月 20 日) .....	19
附表: 财务预测与估值.....	20

## 1 公司重点发展数控刀具产品，业绩稳健增长

欧科亿发展从硬质合金制品到数控刀具，公司发展历程可划分为两大阶段：

- 1) **1996-2010年：专注于硬质合金制品。**公司成立于1996年，成立之初专注于锯齿刀片研发生产，随后陆续开发了硬质合金圆片等其他硬质合金制品，并在下游应用市场竞争力逐渐加强，与国际一流刀具企业同台竞技。
- 2) **2011-至今：硬质合金制品+数控刀具双轮驱动，重点突破数控刀具产品。**公司于2011年开始研制数控刀片，逐步从合金制造企业转型为刀具制造企业，目前已成为国内第一大锯齿刀片生产商和第二大数控刀片制造商，2020年数控刀片产量为5549万片。

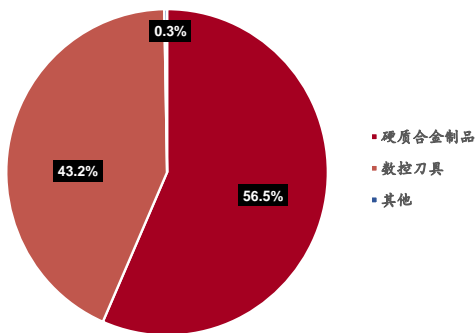
欧科亿主营业务内容分为硬质合金制品与数控刀具两大系列。其中，硬质合金制品是下游企业生产硬质合金刀具的关键原材料，公司产品主要包括锯齿刀片和圆片；数控刀具主要搭载于数控机床使用，公司产品主要包括车削刀片、铣削刀片和钻削刀片。

表 1：公司产品分为硬质合金制品与数控刀具两大系列

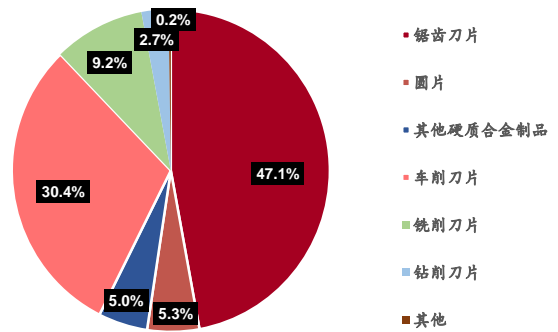
系列	产品类别	产品特点与用途	图例
硬质合金制品	锯齿刀片	锯齿刀片属于一种焊接刀片，可通过焊接、刃磨等工序制作成硬质合金锯片。加工对象为实木、胶合板、密度板、刨花板、防火板等木质板材以及塑料、亚克力、铝制品、黄铜制品、铸铁、无缝钢管、圆钢、彩钢瓦等工件，主要应用于家具、家装、冶金、建筑、园艺等行业。	
	圆片	硬质合金圆片通过刃磨、开齿、抛光等工序制作成整体硬质合金圆片铣刀、切刀等。主要加工对象为不锈钢、钛合金、耐热合金、各类其他钢材、铝、铜等有色金属及亚克力、玻璃纤维、塑料、橡胶、纸板等，主要应用于眼镜、汽车、造纸、电器、轻纺、食品、轻工等行业。	
	其他	产品包括硬质合金模具材料、圆棒、立铣刀木工合金、圆锯片刮刀合金、指接刀、TC轴承、冲击钻片、长条、薄板等	
数控刀具	车削刀片	公司生产的数控刀片可用于车削、铣削、钻削加工，主要工件材料为钢和不锈钢，广泛应用于通用机械、汽车、模具等领域的零部件加工。	
	铣削刀片		
	钻削刀片		

数据来源：公司官网，招股说明书，西南证券整理

2020年，公司硬质合金制品和数控刀具产品营收占比分别为56.5%和43.2%。在硬质合金制品领域，锯齿刀片是最主要的产品，2019年其营收占比为47.1%，圆片仅占比5.3%；在数控刀具领域，车削刀片是最主要的产品，占总营收比例为30.4%，铣削刀片、钻削刀片分别占9.2%和2.7%。

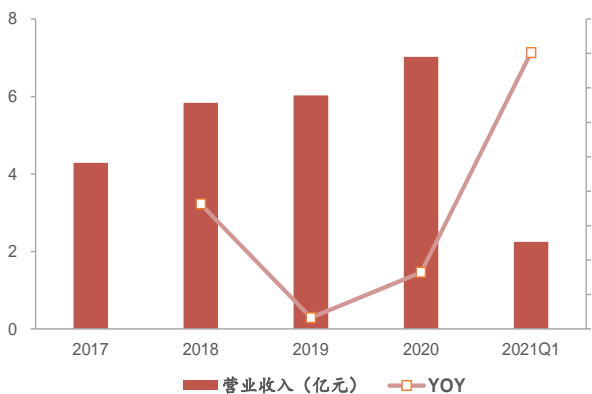
**图 1：2020 年，公司数控刀具营收占比为 43.2%**


数据来源: wind, 西南证券整理

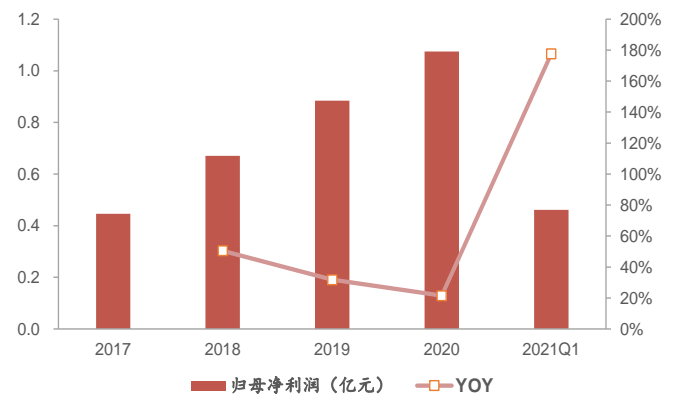
**图 2：2019 年公司营收详细构成**


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

受益于疫情防控与制造业复苏，2021Q1 公司业绩同比、环比均大幅增加。2020 年，公司实现营业收入 7.02 亿元，同比增长 16.5%；归母净利润为 1.07 亿元，同比增长 21.5%。随着国内新冠疫情得到控制，制造业投资较为活跃，数控刀具需求较为旺盛，2021Q1，公司实现营收 2.25 亿元，同比增长 80.2%，环比增长 8.8%；归母净利润为 0.46 亿元，同比增长 177.6%，环比增长 54.9%。

**图 3：公司营收稳健增长，2021Q1 快速增加**


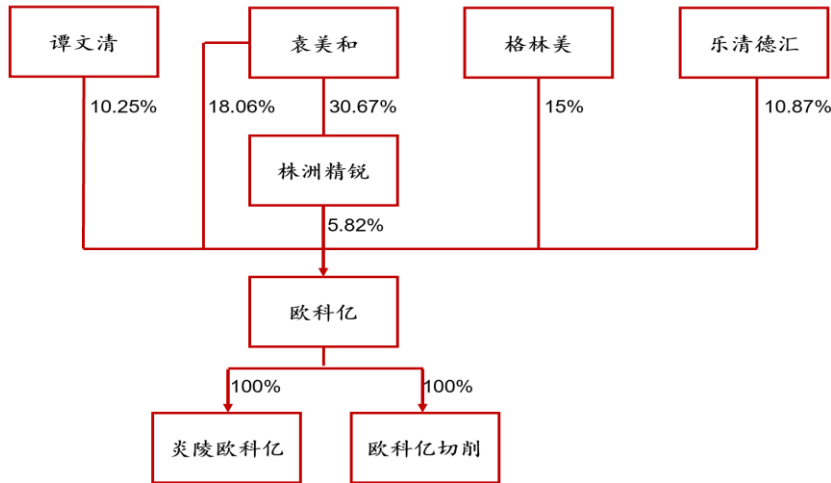
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 4：公司归母净利润稳步增长，2021Q1 大幅增加**


数据来源: wind, 西南证券整理

欧科亿股权结构稳定，实际控制人为袁美和与谭文清；员工持股平台提升经营效率。袁美和与谭文清为公司的实际控制人，袁美和直接持有公司 18.06% 股权，通过株洲精锐间接持有公司 1.78% 股权；谭文清直接持有公司 10.25% 股权，两位实控人合计持有公司 30.09% 股权。株洲精锐为公司的员工持股平台，通过员工持股，绑定核心员工利益，激发员工创造力与积极性，促进公司健康快速发展。

图 5：两位实控人合计持有公司 30.09% 股权



数据来源：wind，西南证券整理

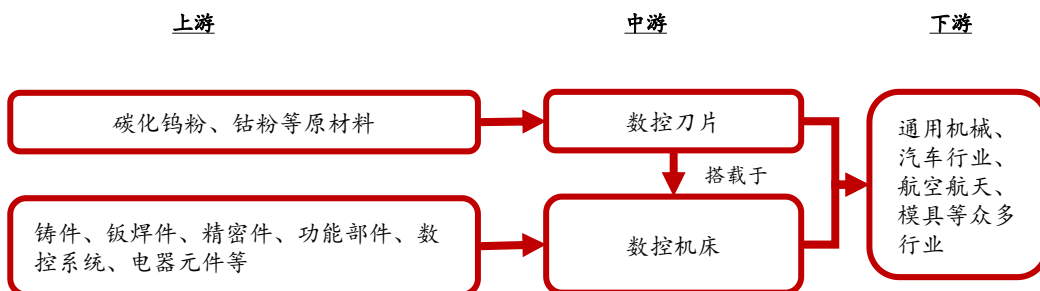
## 2 国内硬质合金刀具市场规模超 200 亿元，国产替代加速

### 2.1 数控刀片搭载于数控机床，下游应用领域广泛

数控刀片主要搭载于数控机床使用，是工业领域的易耗品。数控机床是一种装有程序控制系统的自动化机床，可实现高速、高精度、高效率、高质量产品制造生产；数控刀片则是一种可转位切削刀片，刀片磨损后能直接实现快速转位和更换继续加工，主要应用于数控机床，并且是数控机床执行金属切削加工的核心部件。

硬质合金刀具基本为数控刀具，包括硬质合金刀片和整体硬质合金刀具。按照刀片材料划分，金属切削刀具主要包括高速钢刀具、硬质合金刀具、陶瓷刀具和超硬刀具四大类。硬质合金刀具包括硬质合金刀片和硬质合金整体刀具，应用于数控机床的硬质合金刀片为数控刀片。数控刀片和数控机床是两个相辅相成又相对独立的子系统，下游应用领域十分广泛，包括汽车、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、电子信息技术等各个领域，与制造业发展密切相关。

图 6：数控刀片主要搭载于数控机床使用，下游应用领域广泛

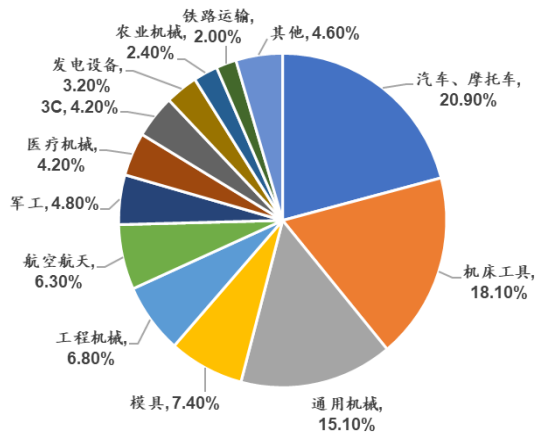


数据来源：西南证券整理



国内切削刀具整体在汽车、摩托车行业应用比例最高；公司产品广泛应用于通用机械、汽车和模具行业。从国内整个刀具市场来看，刀具在汽车、摩托车、机床工具、航空航天、通用机械、模具及工程机械等行业的使用比例合计达到 95.4%；其中，汽车、摩托车是刀具使用比例最高的行业，占比达到 20.9%。从公司产品下游应用领域来看，通用机械、汽车和模具是最主要的三个行业。

图 7：汽车、摩托车是国内切削刀具最主要的下游应用领域

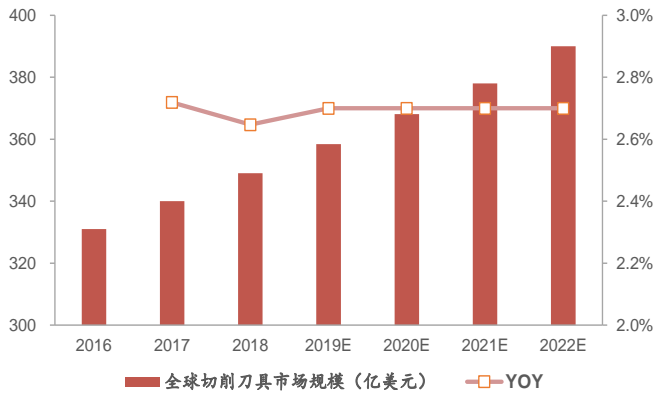


数据来源：《第四届切削刀具用户调查分析报告》，西南证券整理

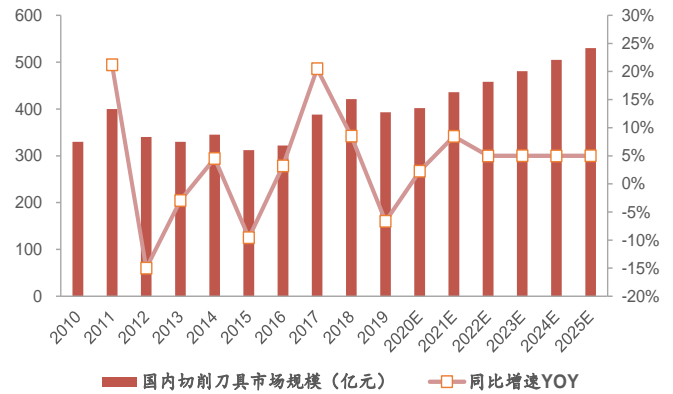
## 2.2 切削刀具国内市场规模超 400 亿元，硬质合金占比继续提升

切削刀具全球市场规模超 378 亿美元（约 2500 亿元），国内市场超 400 亿元；硬质合金刀具在金属切削刀具中占重要地位，国内市场超 200 亿元，占比过半且未来继续提升。随着数控机床的行业不断发展，切削刀具的市场规模稳步增长，硬质合金刀具市场规模继续扩大：

- **全球市场：**根据 QY Research 的数据，2018 年全球切削刀具消费额为 349 亿美元，预计 2019-2022 年均复合增长率为 2.7%，则 2021 年全球切削刀具市场规模将超过 378 亿美元。
- **国内市场：**根据中国机床工具工业协会数据，2019 年我国切削刀具市场规模为 393 亿元，前瞻产业研究院预计，2020 年我国切削刀具市场规模约为 402 亿元，同比增长 2.3%；预计到 2025 年国内切削刀具市场规模将超过 530 亿元。

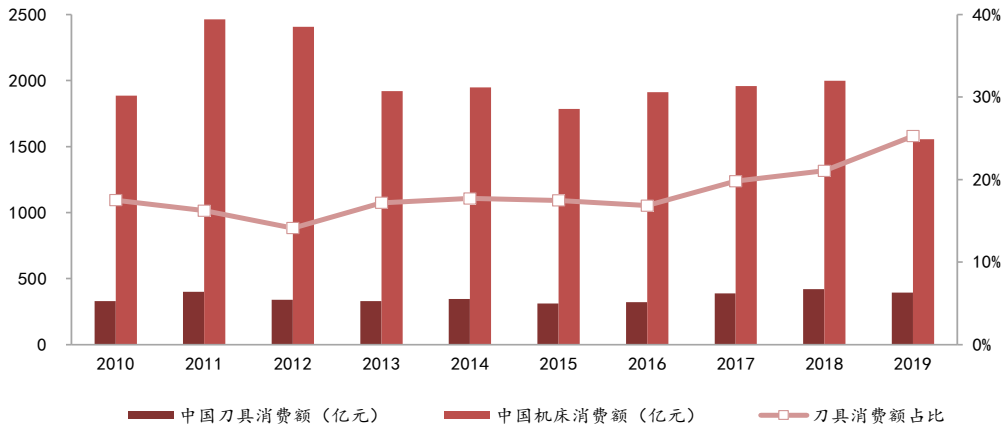
**图 8：2020 年全球切削刀具市场规模预计超 378 亿美元**


数据来源：QYResearch，西南证券整理

**图 9：2020 年国内切削刀具市场规模预计超 400 亿元**


数据来源：中国机床工具工业协会，前瞻产业研究院，公司招股说明书，西南证券整理

国内切削刀具消费额占比机床消费额比重仍然较低，提升空间大。2020 年国内切削刀具消费额约为机床消费额的 29%，对比德国、美国、日本等工业发达国家刀具消费与机床消费 50% 的比例，国内切削刀具消费量仍有较大增长空间。

**图 10：刀具消费额占机床消费额比重持续提升**


数据来源：中国机床工具工业协会，西南证券整理

国内硬质合金刀具在金属切削市场占比约 53%，市场规模超 213 亿元。市场上的刀具材料主要包括硬质合金、高速钢、陶瓷和超硬材料（人造金刚石 PCD、立方氮化硼 CBN）等四种。其中，硬质合金是数控刀具的主要材料，硬质合金数控刀具具有“高精度、高效率、高可靠性和专用化”的特点，适应先进制造业的柔性化发展趋势。

**表 2：公司自主研发形成三大核心技术**

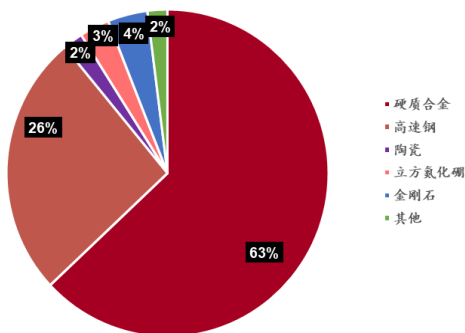
刀具材料	特点	应用领域
硬质合金	硬质合金具有硬度高 (86-93HRA)、耐磨、强度和韧性较好、耐热、耐腐蚀等一系列优良性能，特别是它的高硬度和耐磨性，即使在 500°C 的温度下也基本保持不变，在 1000°C 时仍有很高的硬度。硬质合金的强度低于高速钢，不适合冲击性强的工况。	硬质合金广泛用作刀具材料，如车刀、铣刀、刨刀、钻头、镗刀等，用于切削铸铁、有色金属、塑料、化纤、石墨、玻璃、石材和普通钢材，也可以用来切削耐热钢、不锈钢、高锰钢、工具钢等难加工的材料。

刀具材料		特点	应用领域
高速钢		硬度 (62-66HRC)、耐磨性、耐热性相对差, 但抗弯强度高, 价格便宜、易焊接。刃磨性能好, 广泛用于中低速切削的成形刀具 (高性能高速钢切削速度可达 50-100m/min), 不宜高速切削。	常用于钻头、丝锥、锯条以及滚刀、插齿刀、拉刀等刀具, 尤适用于制造耐冲击的金属切削刀具。
陶瓷		高硬度、耐磨性、耐热性、化学稳定性、摩擦系数低、强度与韧性低, 热导率低。	适用于钢料、铸铁、高硬材料 (淬火钢) 连续切削的半精加工或精加工
超硬材料	人造金刚石 (PCD)	最高的硬度和耐磨性, 摩擦系数小, 导热性好但不耐温 (耐热 800 度), 切削速度可达 2500-5000m/min, 但价格昂贵, 加工、焊接都非常困难。	主要用于有色金属的高精度、低粗糙度切削, 以及非金属材料的精加工, 不宜切削黑色金属。
	立方氮化硼 (CBN)	高硬度 (仅次于金刚石) 及高耐热性 (耐热 1400 度), 化学性质稳定, 导热性好, 摩擦系数低, 抗弯强度与韧性略低于硬质合金。	主要用于高温合金、淬硬钢、冷硬铸铁等难加工材料的半精加工和精加工, 特别是高速切削黑色金属。

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

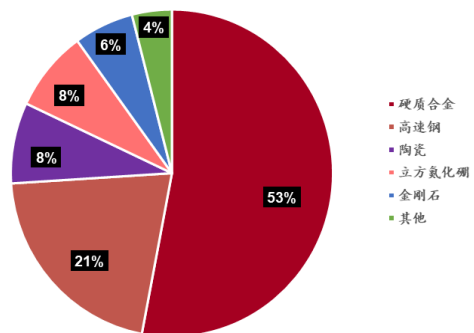
国内硬质合金刀具市场规模占比目前较低, 对比海外发达国家市场仍有提升空间。在欧美日等发达国家中, 硬质合金刀具消费中占据主导地位, 其规模占刀具市场总规模比例约为 70%, 占全球刀具市场总规模比例约为 63%。根据《第四届切削刀具用户调查数据分析报告》统计数据, 2018 年我国机械加工行业使用硬质合金切削刀具占比达 53%, 低于欧美日等发达国家 70% 水平, 也低于全球硬质合金占比的 63%。以不变比例推算, 2020 年全球硬质合金刀具市场规模超 231 亿美元, 我国市场规模超 213 亿元。

图 11: 全球硬质合金刀具应用占比为 63%



数据来源: 前瞻产业研究院, 西南证券整理

图 12: 国内硬质合金刀具应用占比为 53%



数据来源: 《第四届切削刀具用户调查分析报告》, 西南证券整理

## 2.3 国内数控机床渗透率提升, 拉动硬质合金刀具需求增加

数控金属切削机床渗透率不断提升是数控刀具市场需求增加的长期核心逻辑。数控机床相对于普通机床具备高柔性、复杂运动可实现性、高精度、高可靠性、高生产效率等优势。在过去, 受制于技术、资金和人才短缺, 国内数控机床发展受阻; 当前, 受益于数控机床本身性能的优势, 加之国产崛起、价格下降、资金和人才积累, 数控机床渗透率不断提升, 对比海外发达国家数控机床渗透率仍有较大提升空间。伴随国内制造业发展和升级, 数控机床比例不断提升是大概率事件, 继而拉动硬质合金数控刀具的需求持续增长。

**表 3：当前具备数控机床渗透率持续提升的环境和条件**

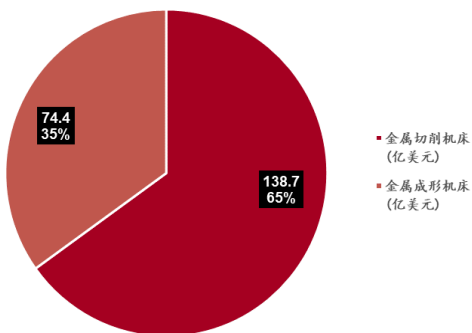
数控机床渗透率提升的重要影响因素		
过去制约数控机床的两大障碍	技术与资金制约	国内机床厂商数控技术水平低，进口数控机床价格高昂，使用数控机床的资金投资很大。
	人才制约	数控机床对操作人员和维修人员的要求较高，工作人员需要对工件进行图纸分析，通过数学处理，再完成编程工作，在过去，国内可以操作数控机床的相关人才不足。
	数控机床产品优势	随着加工产品的结构复杂化、加工精度要求不断提高以及生产效率的进一步提升，数控机床的优势被进一步放大；
目前促使国内数控化发展因素	国产崛起，数控机床价格下降	国内机床厂商在数控技术领域的突破使得国产数控机床在中低端领域可以替代进口机床，数控机床价格大幅下降；
	人才积累	多年培养之下，国内已经积累了较多的数控机床相关人才。

数据来源：西南证券整理

**金属切削机床是制造业发展的基础，数控机床相对于普通机床优势明显。**金属切削机床作为工业母机，是制造业发展的坚实基础，在国民经济现代化的建设中起着重大作用。数控机床是由普通机床上发展而来、一种装有程序控制系统的自动化机床，该系统能够逻辑地处理具有控制编码或者其他符号指令规定的程序，并将其译码，从而使机床动作并加工零件。**数控机床与普通机床的主要区别在于：**数控机床带有数控系统，可以通过编制程序来实现自动化加工。这使得数控机床具备更多优势，具有高柔性、高精度、高可靠性、能实现复杂的运动、高生产效率、减轻劳动强度、有利于科学的生产管理等特性。

**国内数控金属切削机床渗透率快速提升。**《中国制造 2025》将高档数控机床列为大力推动突破发展的重点领域之一，指出要开发一批精密、高速、高效、柔性数控机床与基础制造装备及集成制造系统，我国机床设备正逐步从传统普通机床向数控机床过渡，机床数控化已经成为确定性趋势。2020 年国内金属加工机床消费额达 213.1 亿美元，其中，金属切削机床消费额为 138.7 亿美元，占比 65.1%，金属切削机床是刀具的主要使用载体，以硬质合金刀具为代表的数控刀具主要应用于数控机床。

整体来说，近年来我国金属切削机床数控化率处于稳步增长态势，新增金属切削机床数控化率从 2010 年的 29.7% 提升到 2020 年的 43.3%，发展速度较快。但相对于日本等发达国家接近 100% 的机床数控化率，我国金属切削机床的数控化程度还有很大的提升空间。

**图 13：2020 年国内金属切削机床消费额为 138.7 亿美元**


数据来源：中国机床工具工业协会，西南证券整理

**图 14：国内金属切削机床数控化率稳健提升**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

## 2.4 布局数控刀具中高端市场，国产替代进程加速

全球刀具行业生产商可大致划分为三个阵营：欧美阵营、日韩阵营和国产阵营。第一阵营是以山特维克为代表的欧美刀具企业；第二阵营是以三菱综合材料为代表的日韩刀具企业；第三阵营是以株洲钻石为代表的国内刀具企业。

表 4：全球刀具生产商可分为欧美、日韩和国产三大阵营

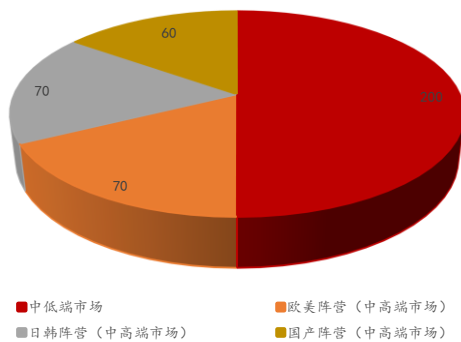
刀具企业	代表企业	代表企业简介	2018 年 中国区收入	国家
第一阵营： 欧美企业	山特维克	山特维克成立于 1862 年，是全球第一大刀具供应商。1985 年，山特维克进入中国市场。2020 年，山特维克全球销售收入为 688 亿元，其中刀具类销售收入 260 亿元。	31.2 亿元	瑞典
	伊斯卡	伊斯卡成立于 1952 年，公司作为全球著名的金属切削刀具及切削技术的供应商。伊斯卡 2018 年全球销售收入 205-240 亿元。	7 亿元	以色列
	肯纳金属	肯纳金属成立于 1938 年，1999 年在纽约证券交易所上市。肯纳金属公司是世界知名的硬质合金刀具制造公司。肯纳金属 2018 年全球销售收入为 156.67 亿元。	17.04 亿元	美国
第二阵营： 日韩企业	三菱综合材料	三菱综合材料成立于 1950 年，1950 年在东京证券交易所上市。三菱综合材料株式会社是三菱集团核心公司之一，包括超硬产品和硬质合金烧结零部件生产和销售，是日本最大的综合刀具供应商。三菱综合材料 2018 年金属加工业务全球销售收入为 102.92 亿元。	8.5 亿元	日本
	京瓷	京瓷成立于 1959 年，1972 年在东京证券交易所上市。其产品覆盖工业金属机械加工用全系列硬质合金、金属陶瓷、陶瓷、CBN、人造金刚石等材料制造的切削工具。	5.98 亿元	日本
	特固克	特固克成立于 1916 年，1977 年开始涉足硬质合金刀片生产，是韩国最大的综合刀具制造商，也是世界范围内重要的钨粉、整体硬质合金轧辊及非标工业产品的供应商。	6.55 亿元	韩国
	克洛伊	克洛伊成立于 1966 年，是韩国知名的硬质合金刀具制造商。克洛伊 2018 年销售收入为 12.53 亿元。	3.17 亿元	韩国
第三阵营： 国产企业	株洲钻石	株洲钻石切削刀具股份有限公司成立于 2002 年，是中钨高新（股票代码：000657）旗下子公司，是国内第一大刀具供应商。株洲钻石 2018 年度实现销售收入为 18.01 亿元。	13.30 亿元	中国
	厦门金鹭	厦门金鹭特种合金有限公司成立于 1989 年，是厦门钨业（股票代码：600549）旗下子公司。厦门金鹭 2020 年实现销售收入为 30.44 亿元。	-	中国
	欧科亿	株洲欧科亿数控精密刀具股份有限公司成立于 1996 年，主要从事数控刀具产品和硬质合金制品的研发、生产和销售。欧科亿是国内最大的锯齿刀片制造商，自 2011 年开始涉入硬质合金数控刀具业务。欧科亿 2020 年实现销售收入为 7.02 亿元。	2.07 亿元	中国
	华锐精密	株洲华锐精密工具股份有限公司成立于 2007 年，主要生产硬质合金数控刀具。华锐精密 2020 年实现销售收入 3.12 亿元。	2.14 亿元	中国
	沃尔德	北京沃尔德金刚石工具股份有限公司成立于 2006 年，2019 年在上海证券交易所上市，主要从事超高精密和高精密超硬刀具及超硬材料制品研	2.24 亿元	中国

刀具企业	代表企业	代表企业简介	2018年 中国区收入	国家
		发、生产和销售业务。沃尔德 2020 年实现销售收入为 2.42 亿元。		
	恒锋工具	恒锋工具股份有限公司成立于 1997 年, 2015 年在深圳证券交易所上市。公司主要从事现代高效刀具和量检具生产和销售, 以高速钢刀具为主。恒锋工具 2020 年实现销售收入为 3.87 亿元。	2.94 亿元	中国

数据来源: 公司招股说明书, wind, 西南证券整理

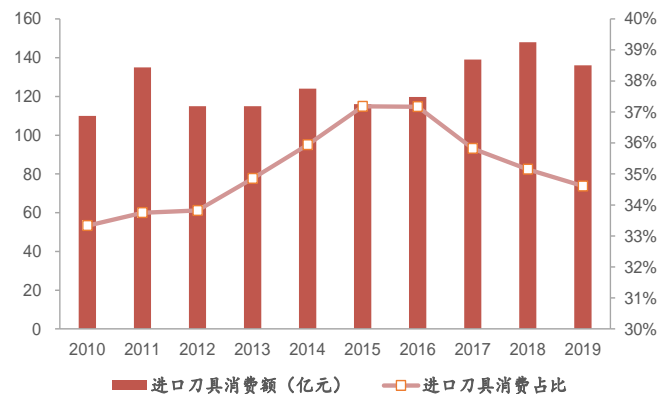
硬质合金数控刀具领域国产替代进程加速, 国内刀具企业向中高端市场持续布局。随着以欧科亿为代表的国内刀具领军企业在技术和工艺上优势逐渐显现, 刀具产品性能稳步提升, 国产刀具市占率稳步增长。国内刀具中低端市场由国产品牌主导, 中高端市场目前仍由外资品牌主导, 欧美日韩阵营市占率超过 70%。其中, 欧美阵营和日韩阵营市占率分别约为 35%。

图 15: 欧美日韩企业主导刀具中高端市场 (单位: 亿元)



数据来源: 公司招股说明书, wind, 西南证券整理

图 16: 2015 年以来, 国产刀具市占率持续提升

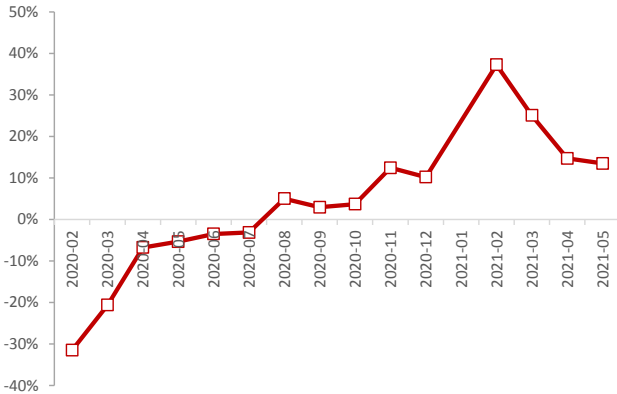


数据来源: 中国机床工具工业协会, 西南证券整理

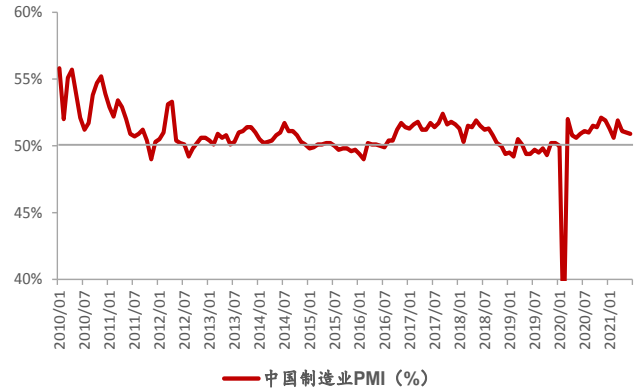
短期看, 国产刀具品牌持续挑战日韩阵营; 中长期, 国产阵营市占率将继续提升, 挤占欧美日韩传统刀具品牌。以欧科亿为代表的部分国内领先厂商, 短期与以山特维克为代表的欧美厂商相比存在一定差距, 但产品性能已不输日韩品牌同类产品。国产品牌的不足在于发展时间较短, 产品种类相对不足, 无法满足下游客户一站式购货需求。随着国内厂商研发投入加大, 工艺改善和优化, 产品性能将持续提升, 同时积极拓展产品种类, 凭借性价比的优势, 国产品牌刀具在中高端市场的市占率将稳步提升。

## 2.5 制造业复苏, 刀具下游行业持续景气

国内制造业固定资产投资维持增长, PMI 连续 16 个月站在枯荣线之上, 制造业维持景气。2020 年受新冠疫情影响, 国内制造业固定资产投资完成额同比下降 2.2%; 从 2020 年 8 月份开始, 月度制造业固定资产投资增速转正并维持高位至今。2021 年, 随着国内新冠疫情基本得到控制, 制造业固定资产投资快速增长, 到 2021 年 6 月底, 国内制造业固定资产投资完成额累计同比增长 19.2%。同时, 2020 年 3 月份至今, 国内制造业 PMI 始终站在枯荣线之上, 国内制造业维持高景气度, 刀具需求旺盛。

**图 17: 2020 年 8 月开始, 制造业单月投资同比增长**


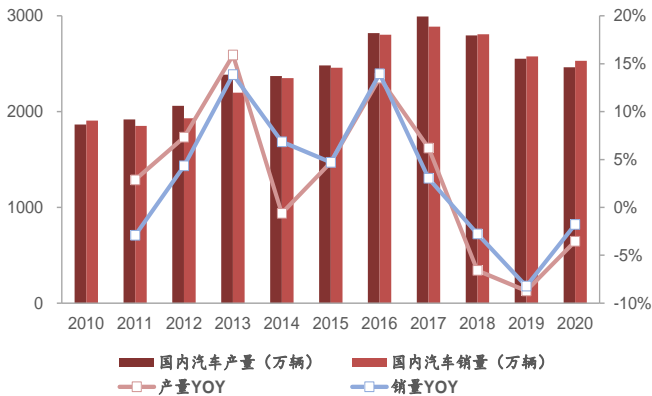
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 18: 国内制造业 PMI 连续 16 个月站在枯荣线之上**


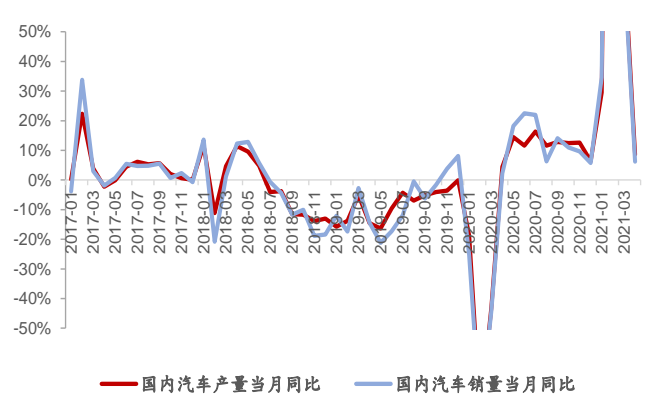
数据来源: wind, 西南证券整理

从刀具最主要的三个下游应用领域——汽车、通用机械和模具行业来看, 汽车市场空间广阔, 行业边际改善, 2020 年国内汽车产销量降幅收窄; 通用机械行业, 企业数量持续增长, 销售收入稳中有升, 固定资产投资正增长; 模具行业销售收入维持增长, 带动刀具市场需求稳步增长。

国内汽车行业市场空间广阔, 2020 年行业增速降幅收窄。汽车的发动机 (包括缸体、缸盖、曲轴、凸轮轴和连杆)、变速箱、车桥、传动轴、制动器、轮毂等零部件制造广泛采用金属切削加工工艺, 由于汽车零部件技术含量高、工艺复杂, 因此数控化程度较高, 是金属切削刀具需求量最大的行业之一。2020 年国内汽车产量为 2532.5 万辆, 同比下降 1.4%, 降幅收窄 7.32 个百分点; 销量为 2531.1 万辆, 同比下降 1.8%, 降幅收窄 6.43 个百分点。

**图 19: 2020 年国内汽车产销量降幅收窄**


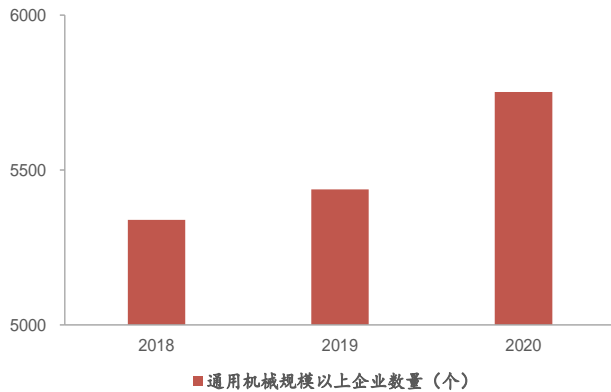
数据来源: wind, 西南证券整理

**图 20: 2020 年 4 月份之后国内汽车产销量月度同比恢复正增长**


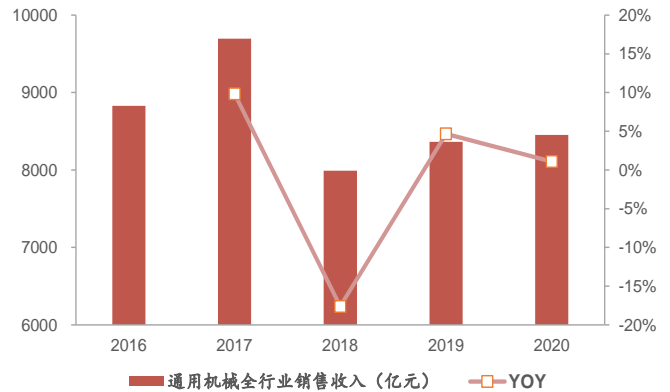
数据来源: wind, 西南证券整理

通用机械行业销售收入稳中有升, 带动数控刀具需求旺盛。通用机械是指具有通用性强、应用范围广等特点的各类机械, 主要包括泵、风机、压缩机、阀门、空分设备、减速机、真空设备、分离机械、干燥设备、冷却设备、能量回收装备等行业。通用机械制造业是装备制造行业中的基础性产业, 其发展水平反映国家整体制造业的技术水平和能力, 数控刀具广泛应用于通用机械中的不锈钢法兰、阀门、液压件、流体, 手机配件等零部件的精密加工。

据中国通用机械工业协会数据显示,截至2020年末,通用机械行业规模以上企业达5752家,比2019年末增加315家;在经历2月份经济运行一度因为新冠疫情停滞的影响后,2020年全行业依然实现销售收入8454.2亿元,同比增长1.1%。除了阀门行业业务收入同比下降5.23%外,其余子行业均同比有所增长。同时,伴随国内去产能、调结构的进程,通用机械制造企业也不断加大自身研发投入,一批新型、高效、高精度的生产制造工艺在通用机械制造业中得到广泛应用,有效带动数控刀具的市场需求。

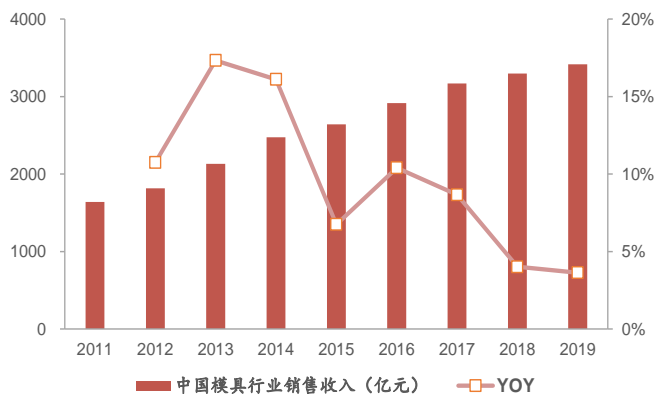
**图 21: 通用机械规模以上企业数量快速增长**


数据来源: 中国通用机械工业协会, 西南证券整理

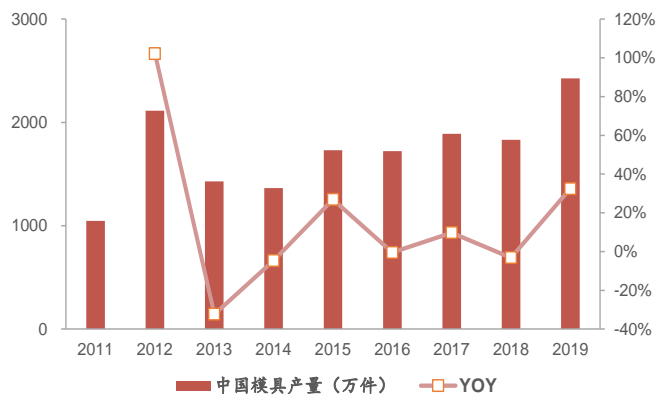
**图 22: 2020 年通用机械全行业销售收入逆势增长**


数据来源: 中国通用机械工业协会, 西南证券整理

**我国模具行业销售收入持续增长。**模具作为工业生产中用来制作成型物品的基础工艺装备,被俗称为“工业之母”,应用领域广泛。公司产品在模具行业主要应用于家电、模架、汽车覆盖件、内饰模具等。随着我国经济迅速发展及人民收入水平的提高,消费市场汽车、通信、电子、家电等消费品的需求快速提升,行业进入高速发展阶段,推动我国模具行业迅速发展。根据智研咨询数据,2019年我国模具行业销售收入约为3416.1亿元,同比增长3.6%;模具行业产量为2425.1万套,同比增长32.4%。模具作为刀具下游重要应用领域,其稳健发展拉动刀具需求持续增长。

**图 23: 2011-2019 年中国模具行业销售收入稳步增长**


数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

**图 24: 2011-2019 年中国模具产量稳中有升**


数据来源: 智研咨询, 西南证券整理



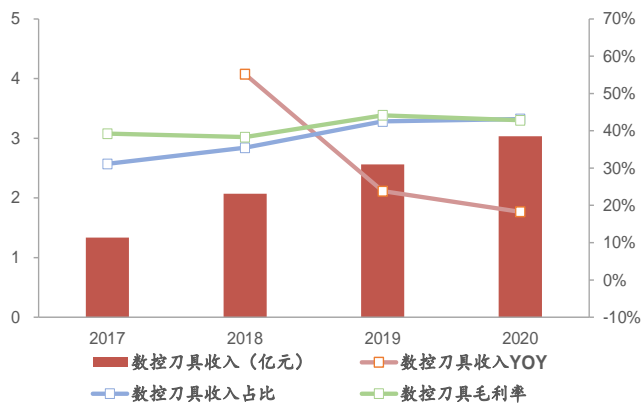
### 3 技术形成核心竞争力，继续发力硬质合金高端刀具

#### 3.1 数控刀具销售收入快速增长，营收占比稳步提升

数控刀具产量快速扩张，销售收入维持较高增速，营收占比不断提升。2020 年公司数控刀片为 5549 万片，略低于华锐精密，华锐精密 2020 年数控刀片产量为 5797.3 万片；2018-2020 年公司数控刀片产量复合增速为 34.1%，扩张速度较快。2020 年，公司数控刀具产品营收 3.03 亿元，同比增长 18.3%；2018-2020 年，数控刀具产品营收 CAGR 为 31.5%。公司数控刀具产品收入占总营收的比例不断提升，由 2017 年的 31.1% 提升到 2020 年的 43.2%。

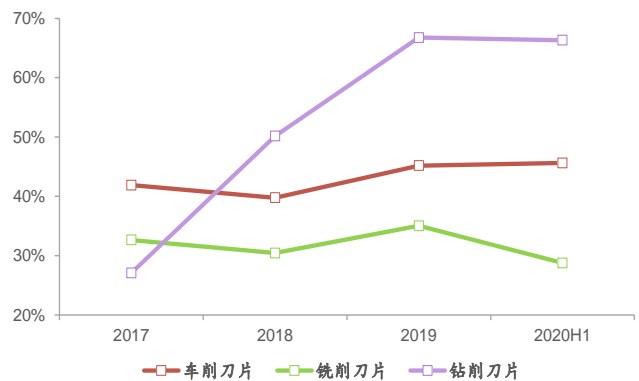
数控刀具毛利率保持较高水平。数控刀具产品具有较高的技术壁垒和资金壁垒，毛利率相对较高。2020 年，公司数控刀具产品毛利率为 42.8%，同比下降 1.3 个百分点。分产品来看，公司钻削刀片毛利率最高，2020H1 为 66.3%；车削刀片次之，2020H1 毛利率为 45.6%；铣削刀片毛利率最低，2020 年 H1 为 28.8%，铣削刀片毛利率较低的原因在于，公司该产品主要用于模具通用铣削领域，市场竞争较为激烈。

图 25：公司数控刀具营收稳步增长，毛利率较高



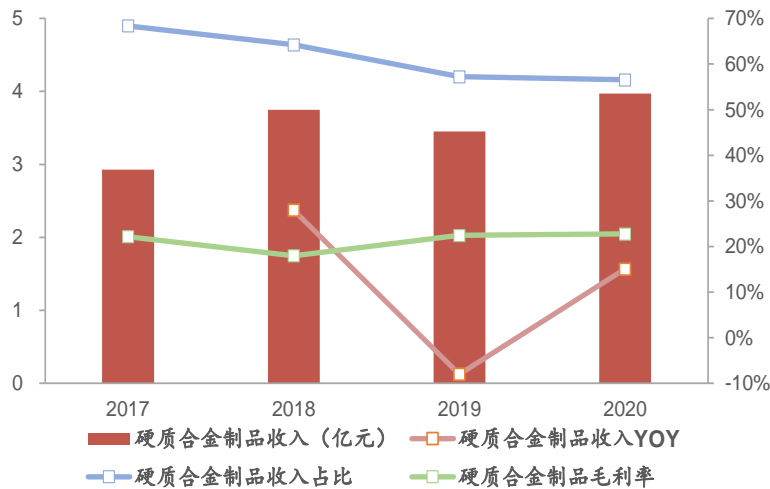
数据来源：wind，西南证券整理

图 26：钻削刀片毛利率最高，车削刀片次之，铣削刀片最低



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

硬质合金制品收入占比逐渐下降，毛利率相对较低。2020 年，公司硬质合金制品营收 3.97 亿元，同比增长 15.1%；2018-2020 年，硬质合金制品营收 CAGR 为 10.7%。公司硬质合金制品收入占比不断下降，由 2017 年的 68.4% 下降到 2020 年的 56.5%。相对数控刀具产品而言，硬质合金制品的毛利率较低，2020 年为 22.8%，同比增加 0.3 个百分点。

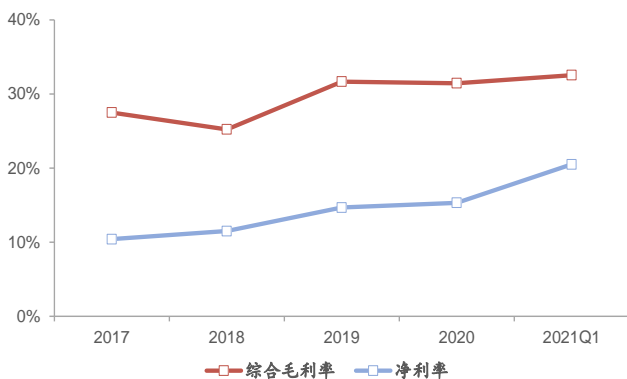
**图 27：公司硬质合金制品收入占比逐渐下降，毛利率较低，保持在 22%左右**


数据来源：wind，西南证券整理

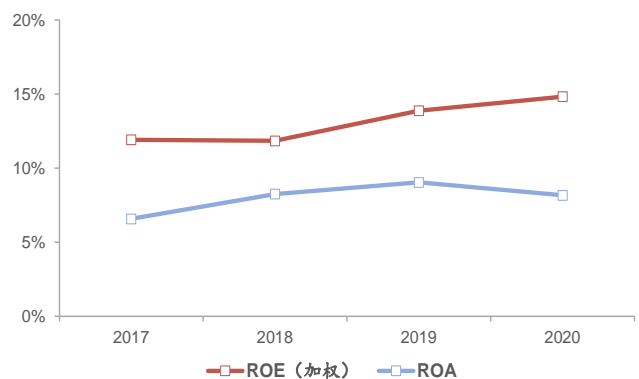
### 3.2 公司盈利能力强，收现能力较好

产品结构优化，公司毛利率、净利率呈上升趋势。2020 年，公司综合毛利率为 31.5%，同比减少 0.2 个百分点；净利率为 15.3%，同比增加 0.6 个百分点。2021Q1，公司综合毛利率为 32.5%，同比增加 1.6 个百分点，环比增加 1.0 个百分点；净利率为 20.5%，同比增加 7.2 个百分点，环比增加 6.1 个百分点。公司毛利率、净利率不断上升的核心原因在于毛利率更高的数控刀具的销售占比不断提高。

公司 ROE 和 ROA 维持上升趋势。公司加权平均净资产收益率 ROE 上升趋势明显，由 2017 年的 11.9% 上升到 2020 年的 14.8%，2020 年公司 ROE 同比增加 1.0 个百分点；总资产收益率 ROA 存在上升趋势，由 2017 年的 6.6% 上升到 2020 年的 8.2%，2020 年公司 ROA 同比下降 0.9 个百分点，下降原因在于 2020 年底公司 IPO 使得资产大幅增加。

**图 28：公司毛利率、净利率均有上升趋势**


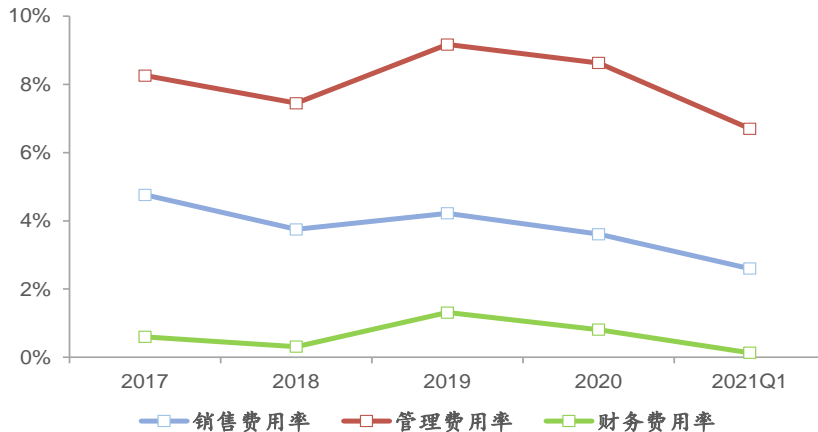
数据来源：wind，西南证券整理

**图 29：公司 ROE 上升趋势明显，ROA 短暂略微下滑**


数据来源：wind，西南证券整理

受益于规模效益，公司期间费用率下降，经营管理效率提升。2019年，公司期间费用率较高，主要原因在于受中美贸易摩擦及下游需求下降影响，公司硬质合金制品收入下降，数控刀具产品收入增速下降，导致2019年公司营收增速较低，期间费用率上升。随着公司收入规模恢复增长，期间费用率下降。2020年，公司期间费用率为13.1%，同比下降1.7个百分点；2021Q1，公司期间费用率为9.4%，同比下降2.9个百分点。

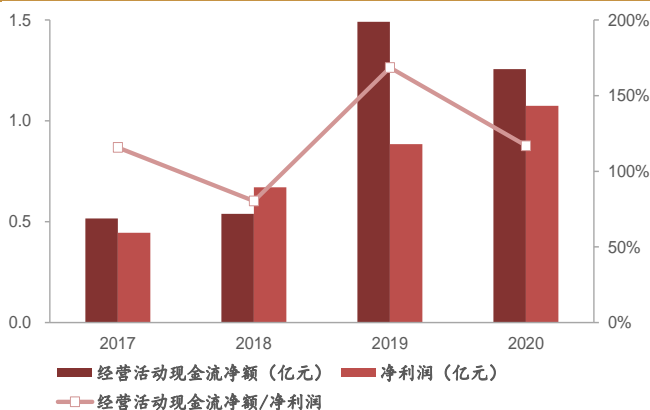
图 30：公司期间费用率呈下降趋势



数据来源：wind，西南证券整理

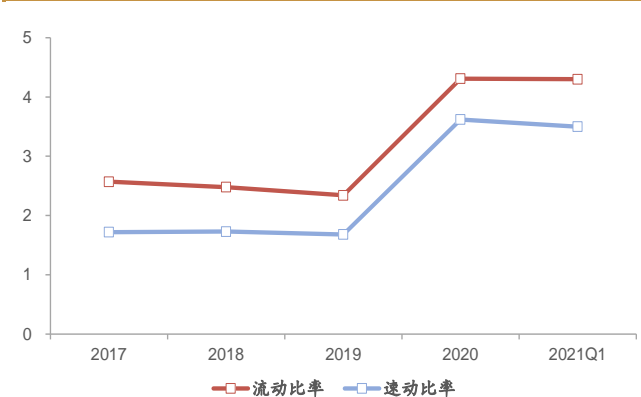
应收账款管理加强，公司现金流情况大幅好转。2019年经营性现金流量净额1.49亿元，同比大幅增加0.95亿元。2020年，公司经营性现金流量净额为1.26亿元，与净利润的比值为116.9%，收现能力较强。公司短期偿债能力较强，2021年一季度末，公司的流动比率和速动比率分别为4.3和3.5。

图 31：2019年以后，公司现金流情况大幅好转



数据来源：wind，西南证券整理

图 32：公司短期偿债能力较强

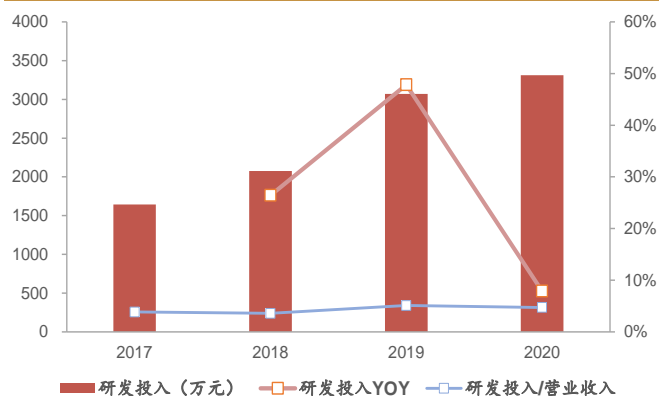


数据来源：wind，西南证券整理

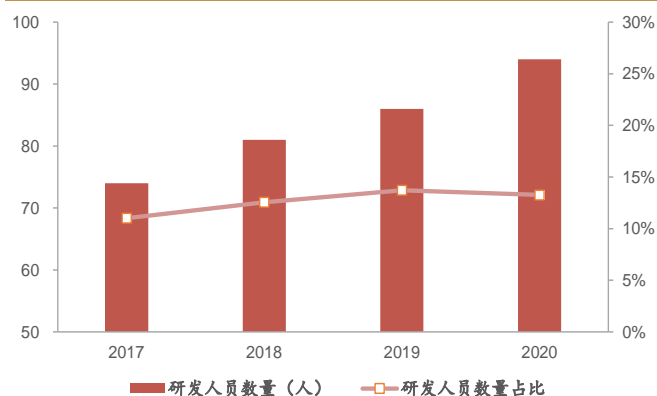
### 3.3 公司注重研发创新，核心技术构筑高壁垒

公司注重研发创新，持续加大研发投入。2020年，公司研发投入3312.2万元，同比增长7.9%，占营业收入的比例为4.7%；2018-2020年，公司研发投入CAGR为26.3%。同行业上市公司中，华锐精密2020年研发支出为1975.2万元，占营业收入的比例为6.3%。

公司研发人员数量同步增长，2020年为94人，相比2019年增加8人，占总员工的比例为13.3%。截止2020年末，公司共获得境内外专利84项，其中发明专利11项、实用新型专利49项、外观设计专利24项。未来公司将持续加大研发投入，保持产品的竞争优势。

**图 33：公司持续加大研发投入**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 34：公司研发人员数量持续增加**


数据来源：wind，公司招股说明书，西南证券整理

公司自主研发形成三大核心技术，覆盖数控刀片三大核心基础技术。公司核心技术包括“不锈钢和钢加工数控刀片设计与制备技术”、“耐腐蚀硬质合金制备技术”和“超薄硬质合金制备技术”。其中，不锈钢和钢加工数控刀片设计与制备技术包括基体材料设计与制备技术、刀片结构设计技术、刀片精度及一致性控制技术、涂层设计与制备技术，公司在数控刀片基体材料、槽型结构、涂层技术等三大核心基础技术均有深厚积累。

**表 5：公司自主研发形成三大核心技术**

核心技术系列	细分技术	公司技术特点及先进性
不锈钢和钢加工数控刀片设计与制备技术	基体材料设计与制备技术	硬质合金基体中的碳含量对数控刀片的性能稳定性有重要影响，公司采用精准碳含量控制工艺，可以使合金的钴磁值波动控制在 $\pm 0.1\%$ （相当于合金中碳含量控制在 $\pm 0.01\%$ ），保证了产品性能的稳定性。目前，国内企业很少可以达到同类水平。
	刀片结构设计技术	公司通过优化刀片的刃宽、前角、刃倾角、负倒棱和断屑槽，开发多种槽型结构，有效解决不锈钢和钢加工的粗加工、半精加工和精加工问题。
	刀片精度及一致性控制技术	公司烧结工序完成后刀片的尺寸精度控制在 $\pm 0.025\text{mm}$ ，国内企业较难达到此精度水平。
	涂层设计与制备技术	不同刀具企业采用的涂层技术路线存在差异，公司根据不锈钢和钢在不同工况下的加工特点，自主设计制备了相应的涂层牌号。
耐腐蚀硬质合金制备技术		钴含量越低，硬质合金的耐腐蚀性越强，生产工艺控制的难度越大。国内较少有企业能够稳定生产耐腐蚀硬质合金，尤其是钴含量 $< 3\%$ 的产品，公司能够批量稳定生产（晶粒度 $\leq 0.5\mu\text{m}$ 、钴含量 $< 3\%$ ）、硬度达到 HRA93）锯齿刀片。
超薄硬质合金制备技术		国内较少有企业能够稳定生产超薄硬质合金，尤其是厚度 $\leq 0.6\text{mm}$ 的产品，公司能够批量稳定生产（直径 70mm 下，厚度 $\leq 0.6\text{mm}$ 、晶粒度 $\leq 0.5\mu\text{m}$ ）圆片。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 3.4 推进数控刀具国产替代，硬质合金制品竞争优势显著

#### 3.4.1 公司数控刀片业内领先，开启中高端市场国产替代进程

公司数控刀片产品系列齐全，逐步向整体刀具解决方案供应商转型。公司拥有较为齐全的车削、铣削、钻削数控刀片系列，涉及数一万五千种以上产品规格型号，能够满足不同客户的差异化需求；公司设计丰富的材料牌号和槽型结构，满足在不同加工状况（如重载加工、粗加工、半精加工、精加工）对不同材料工件（如钢、不锈钢、铸铁、有色金属等）的切削需要。目前公司正在开发用于精加工市场的金属陶瓷刀片、整体硬质合金铣刀和钢制品刀体项目，进一步丰富公司的产品系列，为公司转型做整体刀具奠定基础。

公司品牌形象逐渐树立，数控刀片性能业内领先，逐步开启国产替代进程。数控刀片的生产需要技术和工艺的沉淀与积累，公司经过二十多年的工艺细节优化和实践经验积累，已形成了一套产品全生命周期的质量保证体系，产品性能稳定性和精度一致性保持行业先进水平（参考表 6）。公司品牌形象逐渐树立并优化，“OKE”品牌在第四届切削刀具用户调查中被评选为“用户满意品牌”，公司自主研发的不锈钢材料加工刀片获得“金锋奖”（首届切削刀具创新产品奖）和“2020 荣格技术创新奖”。公司数控刀具产品凭借高性价比和本地化服务等优势，已逐渐实现对日韩同类进口产品的规模化替代。

募投项目增加数控刀具产能，客户拓展保障产能消化。公司数控刀片订单饱满，产品供不应求，公司利用上市募投资金扩充 4000 万片数控刀具产能，助力公司业绩稳步增长。公司已与 15 家客户签订了《战略合作协议》，这些客户能够消化公司未来 5 年约 30% 的总产能，公司将继续开拓更多的战略客户（年销量超过 100 万片）、重点客户（年销量 50-100 万片）、潜力客户（年销量超过 10-50 万片），使得战略、重点、潜力客户能够完成 50% 的总产能消化。此外，公司的小客户（年销量在 10 万片以下）数量众多，占比约 90%，公司将培育挖掘更多的小客户，帮助其成长起来，共同保障公司的产能得到充分消化。

#### 3.4.2 通过突破重要客户策略，进一步巩固硬质合金制品竞争优势

公司硬质合金制品产能国内领先，产品系列齐全。公司硬质合金制品主要为锯齿刀片和圆片，其中，锯齿刀片产品已形成数十种牌号、超过万种规格型号，充分满足通用级、专业级和工业级锯片制造的需求。公司凭借较为全面的产品系列和稳定性优势，已经成为国内锯齿刀片的最大制造商和圆片主要生产商，2020 年硬质合金制品销量达 1404.9 吨。

公司硬质合金制品性能领先，自主研发高性能锯齿刀片和圆片，解决行业难题：

- 1) 公司自主研发的用于切割人造板的工业级锯齿刀片，解决了超细、纳米级晶粒级别硬质合金生产过程金属粉末易氧化、易团聚技术难点和烧结成型过程易出现晶粒异常长大等工艺难题，可用于切割刨花板、高密度板、多层复合实木地板等各种木质复合材料。
- 2) 公司自主研发的用于切割钢材的工业级锯齿刀片，在高温工况下依然性能稳定，具有高红韧性、耐冲击性和抗粘刀性等特点，适合高速断续切削，应用于冶金行业对于大型碳钢、合金钢、特种钢、不锈钢坯件和管材等难加工钢材的切割。
- 3) 公司自主研发的超细整体硬质合金圆片，解决了超薄合金制品生产过程中易发生形变的难题，可应用于不锈钢、钛合金等难加工材料的切割。

公司锯齿刀片在国内享有较高的市场地位，绑定重要客户，进一步巩固竞争优势。公司在国内锯齿刀片的竞争对手主要是国际知名企业——森拉天时集团，二者在工业级锯齿刀片领域展开竞争，而河源富马等国内企业与公司差距较大，难以威胁公司的市场地位。公司是全球领先的工业级锯片制造商——乐客（LEUCO）的主要供应商，并与百得工具（BLACK+DECKER）、金田锯业、日东工具、永泰锯业、成都壹佰等国内外知名企业建立了长期的合作关系，大客户绑定使得公司锯齿刀片业绩确定性强。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

关键假设：

1) 制造业固定资产投资维持正增长，数控机床占比提升，2025年机床数控化率达到50%以上。

2) 国产阵营硬质合金中高端刀具市占率30%左右，未来将继续提升，5年内通过国产替代、抢占外资品牌份额，市占率达到60%-70%。

3) 公司产能有序扩张，4000万片高端数控刀片产能逐步落地，规模效应提升公司盈利能力。

表 6：分业务收入（单位：百万元）及毛利率

主营业务内容及项目		2020A	2021E	2022E	2023E
硬质合金制品	收入	397.07	554.23	723.49	957.84
	YOY	14.98%	39.58%	30.54%	32.39%
	毛利率	22.76%	23.73%	23.77%	23.98%
数控刀具	收入	303.18	488.48	668.25	822.83
	YOY	18.28%	61.12%	36.80%	23.13%
	毛利率	42.83%	43.99%	45.52%	46.53%
其他业务	收入	1.96	2.55	3.31	4.30
	YOY	47.35%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	31.52%	31.50%	31.50%	31.50%
合计	营业收入	702.21	1045.25	1395.05	1784.97
	YOY	16.45%	48.85%	33.47%	27.95%
	综合毛利率	31.45%	33.22%	34.20%	34.39%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 绝对估值

关键假设如下：

- (1) 永续期增长率为：3%；
- (2)  $\beta$  系数为 0.93；
- (3) 税率：保持在 12.9% 的稳定税率。

表 7：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	10
永续期增长率	3.00%
过渡期增长率	19.0%
无风险利率 Rf	2.70%
市场组合报酬率 Rm	9.00%
$\beta$ 系数	0.93
债务资本比重 Wd	0.15%
债务资本成本 Kd	5.00%
股权资本成本 Ke	8.87%
WACC	8.87%
有效税率	12.90%

数据来源：Wind, 西南证券

表 8：FCFF 估值结果

估值假设	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	7853.44
净债务价值	(583.60)
股票价值	8437.04
每股价值	84.37

数据来源：Wind, 西南证券

表 9：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	7.37%	7.87%	8.37%	8.87%	9.37%	9.87%	10.37%
1.5%	97.27	87.65	79.53	72.60	66.63	61.45	56.91
2.0%	103.63	92.72	83.63	75.95	69.40	63.76	58.85
2.5%	111.30	98.73	88.42	79.83	72.57	66.38	61.04
3.0%	120.72	105.98	94.12	<b>84.37</b>	76.25	69.38	63.52
3.5%	132.58	114.90	100.97	89.76	80.54	72.86	66.36
4.0%	147.96	126.11	109.40	96.25	85.64	76.92	69.65
4.5%	168.70	140.66	120.02	104.22	91.78	81.75	73.51

数据来源：西南证券

根据绝对估值的结果可得，公司每股内在价值为 84.37 元。

### 4.3 相对估值

目前,在A股上市公司中,与欧科亿主业相似的公司主要是华锐精密、中钨高新、沃尔德、恒锋工具等。沃尔德主要从事各类高端超硬刀具和超硬材料制品的研发、生产和销售;恒锋工具主要是高速钢刀具。

我们选取华锐精密与中钨高新的估值作比较,可比公司 2021-2023 年的平均 PE 分别为 47 倍、34 倍、27 倍,其中华锐精密 2021-2023 年 PE 为 51 倍、38 倍、28 倍,欧科亿 2021-2023 年 PE 为 43 倍、31 倍、24 倍,相较于可比公司 PE 均值和华锐精密明显被低估。欧科亿数控刀片产品具备较高的技术壁垒,短期抢占日韩市场份额,业绩增速较快,同时硬质合金制品竞争优势突出,规模国内第一。

本报告采用相对估值给予公司对应目标价格。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.79/2.51/3.23 亿元,同比增长 67%/40%/29%;2021-2023 年,公司归母净利润年均复合增速为 44.4%。行业中短期景气度高、公司产品技术壁垒高、中长期盈利能力强,理应享受估值溢价,给予 2021 年 60 倍 PE,对应目标价为 107.40 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值 (截至 2021 年 7 月 20 日)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
688059	华锐精密	170.15	2.70	3.31	4.52	5.98	63	51	38	28
000657	中钨高新	13.75	0.23	0.33	0.44	0.55	60	42	31	25
可比公司平均值							62	47	34	27
688308	欧科亿	77.58	1.07	1.79	2.51	3.23	54	43	31	24

数据来源: Wind, 西南证券整理 (注: 欧科亿业绩与估值为西南证券预测, 可比公司为 Wind 一致预期)

## 5 风险提示

- 1) 制造业投资大幅下滑。制造业固定资产投资从 2020 年 8 月份开始同比转正, 2021 年 1-6 月份制造业固定资产投资累计同比增速超 19%。下游景气带来刀具需求增长, 如果制造业固定资产投资大幅下滑, 带来下游短期需求收缩, 影响公司短期的市场需求和新增订单。
- 2) 公司产能扩张低于预期。行业景气背景下, 公司产能有序扩张, 基本实现满产满销。产能的有序扩张, 保障公司满足下游需求, 实现业绩持续增长。如果产能扩张低于预期, 受制于公司供给不足, 将影响公司收入与利润。
- 3) 行业竞争格局恶化。公司聚焦于硬质合金刀具中高端市场, 竞争相对良性。在国产替代的过程中, 如果出现价格竞争恶化等情况, 将影响公司的盈利能力, 进而影响公司的短期业绩。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	702.21	1045.25	1395.05	1784.96	净利润	107.45	179.48	250.58	323.32
营业成本	481.37	698.05	917.88	1171.12	折旧与摊销	53.85	35.97	39.84	43.04
营业税金及附加	4.77	7.32	9.77	12.49	财务费用	5.68	4.84	7.07	8.75
销售费用	25.34	36.58	48.83	62.47	资产减值损失	-3.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	27.49	94.07	125.55	160.65	经营营运资本变动	-51.25	-83.56	-101.35	-117.42
财务费用	5.68	4.84	7.07	8.75	其他	13.76	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-3.84	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>125.65</b>	<b>136.73</b>	<b>196.15</b>	<b>257.69</b>
投资收益	0.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-75.60	-120.00	-90.00	-90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-11.04	-360.00	30.00	-70.00
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>-86.64</b>	<b>-480.00</b>	<b>-60.00</b>	<b>-160.00</b>
营业利润	121.45	204.39	285.95	369.48	短期借款	10.01	-0.01	0.00	0.00
其他非经营损益	1.95	1.65	1.75	1.72	长期借款	-37.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	123.40	206.04	287.70	371.19	股权融资	533.38	0.00	0.00	0.00
所得税	15.96	26.56	37.12	47.88	支付股利	-12.75	-21.49	-35.90	-50.12
净利润	107.45	179.48	250.58	323.32	其他	-42.16	-12.06	2.93	1.25
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>450.67</b>	<b>-33.56</b>	<b>-32.97</b>	<b>-48.87</b>
归属母公司股东净利润	107.45	179.48	250.58	323.32	<b>现金流量净额</b>	<b>487.96</b>	<b>-376.83</b>	<b>103.18</b>	<b>48.82</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	646.46	269.63	372.81	421.63	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	264.55	358.33	478.20	611.84	销售收入增长率	16.45%	48.85%	33.47%	27.95%
存货	181.35	262.51	347.80	445.25	营业利润增长率	21.00%	68.28%	39.91%	29.21%
其他流动资产	40.86	372.64	329.36	385.88	净利润增长率	21.50%	67.04%	39.61%	29.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.55%	35.49%	35.75%	26.56%
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	421.89	501.79	548.77	593.49	毛利率	31.45%	33.22%	34.20%	34.39%
无形资产和开发支出	40.07	44.82	48.63	51.48	三费率	8.33%	12.96%	13.01%	12.99%
其他非流动资产	26.53	45.90	65.28	84.66	净利率	15.30%	17.17%	17.96%	18.11%
<b>资产总计</b>	<b>1621.71</b>	<b>1855.63</b>	<b>2190.83</b>	<b>2594.23</b>	ROE	8.22%	12.28%	14.95%	16.59%
短期借款	10.01	10.00	10.00	10.00	ROA	6.63%	9.67%	11.44%	12.46%
应付和预收款项	134.86	192.99	255.67	326.68	ROIC	16.26%	22.22%	25.39%	27.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.77%	23.46%	23.86%	23.60%
其他负债	169.57	191.22	249.06	308.25	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>314.44</b>	<b>394.21</b>	<b>514.73</b>	<b>644.93</b>	总资产周转率	0.53	0.60	0.69	0.75
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	1.82	2.48	3.07	3.79
资本公积	930.13	930.13	930.13	930.13	应收账款周转率	6.47	7.22	7.15	7.02
留存收益	273.30	431.29	645.98	919.18	存货周转率	2.79	3.08	2.96	2.92
归属母公司股东权益	1307.27	1461.42	1676.10	1949.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.07%	—	—	—
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>1307.27</b>	<b>1461.42</b>	<b>1676.10</b>	<b>1949.30</b>	资产负债率	19.39%	21.24%	23.49%	24.86%
负债和股东权益合计	1621.71	1855.63	2190.83	2594.23	带息债务/总负债	3.18%	2.54%	1.94%	1.55%
					流动比率	4.31	3.80	3.45	3.31
					速动比率	3.62	3.01	2.66	2.52
					股利支付率	11.87%	11.97%	14.33%	15.50%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.07	1.79	2.51	3.23
					每股净资产	13.07	14.61	16.76	19.49
					每股经营现金	1.26	1.37	1.96	2.58
					每股股利	0.13	0.21	0.36	0.50
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	180.98	245.20	332.86	421.27					
PE	72.20	43.22	30.96	24.00					
PB	5.93	5.31	4.63	3.98					
PS	11.05	7.42	5.56	4.35					
EV/EBITDA	39.26	28.99	21.13	16.42					
股息率	0.16%	0.28%	0.46%	0.65%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn