

盈利能力持续改善，业绩大幅增长符合预期

投资要点

- **业绩概述：**公司 2021H1 实现营业收入 2.3 亿元，同比增长 67.5%；实现归母净利润 7433.2 万元，同比增长 115.5%。单季度来看，Q2 实现营业收入 1.2 亿元，同比增长 40.5%，环比增长 9.0%；实现归母净利润 4001.5 万元，同比增长 60.1%，环比增长 16.6%，2021H1 业绩符合预期。
- **2021H1 毛利率同比增长；原材料价格上涨与短期产品结构变化导致 Q2 毛利率小幅下降。**2021H1 公司综合毛利率为 50.8%，同比增加 1.1 个百分点；2021Q2 公司毛利率 50.0%，同比降低 2.0 个百分点，环比降低 1.6 个百分点。Q2 毛利率降低主要受上游原材料价格上涨与产品结构变化影响：①2021H1 公司原材料成本占比已超 50%，其中碳化钨粉、钴粉市场价格从 2021 年初至今涨幅分别约为 30%、40%；随着公司刀片产品价格提升，成本上升将传导至下游，下半年原材料涨价对成本影响减弱。②公司车削刀片毛利率相对铣削、钻削较低，车削刀片毛利率同比增长，但 Q2 车削刀片收入占比提升影响公司综合毛利率。
- **规模效应显现，管理效能提升，期间费用率大幅下降，净利率继续提升。**Q2 产能产量继续爬坡，收入环比增幅略低的原因是 2021Q1 收入部分来自 2020Q4 库存贡献。2021H1 公司期间费用率为 12.9%，同比降低 4.9 个百分点；其中，Q2 单季度期间费用率为 11.7%，同比降低 3.7 个百分点。2021H1 净利润率为 32.4%，同比增加 7.2 个百分点，净利率提升主要受公司产销量提升影响，规模效应显现，其中 Q2 单季度净利润率为 33.4%，同比增加 4.1 个百分点，环比增加 2.2 个百分点。
- **制造业持续景气，公司技术能力持续提升，产能有序释放，公司业绩确定性强。**截止 2021 年 6 月，我国制造业固定资产投资额累计同比增长 19.2%；2021 年 6 月，制造业单月固定资产投资额同比增长 16.4%，环比增长 32.7%；PMI 为 50.9%，连续 16 个月站在枯荣线之上，短期制造业景气带来需求增长。公司业绩增长的长期逻辑在于制造业升级带来的硬质合金中高端刀具市场规模增加和技术创新带来的国产替代机会。
- **盈利预测与投资建议。**华锐精密是行业内领军企业，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.33、4.61、6.22 元，未来三年归母净利润复合增长率为 45%。考虑到产品高技术壁垒、行业高景气度以及公司业绩高增速确定性强，应该享受估值溢价，给予 2021 年 60 倍 PE，目标价 199.80 元，调整为“买入”评级。
- **风险提示：**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。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	312.19	474.28	637.01	833.60
增长率	20.57%	51.92%	34.31%	30.86%
归属母公司净利润（百万元）	89.00	146.60	202.69	273.82
增长率	23.94%	64.71%	38.26%	35.09%
每股收益 EPS（元）	2.02	3.33	4.61	6.22
净资产收益率 ROE	21.65%	15.46%	18.07%	20.21%
PE	79	48	35	26
PB	17	7	6	5

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：tgj@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)	0.44
流通 A 股(亿股)	0.09
52 周内股价区间(元)	62.25-191.65
总市值(亿元)	70.57
总资产(亿元)	9.81
每股净资产(元)	18.21

相关研究

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, 规模效应提升公司盈利能力。公司 2021 年原先设定产能为 7200 万片, 预计实际产量将超 8000 万片。伴随产能有序扩张, 募投项目陆续开展, 公司的产能维持稳健增长。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 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)

主营业务内容及项目		2020A	2021E	2022E	2023E
车削刀片	收入	192.96	285.12	371.81	476.75
	YOY	36.03%	47.76%	30.41%	28.22%
	毛利率	45.41%	46.40%	47.00%	47.50%
铣削刀片	收入	107.45	170.10	235.45	311.75
	YOY	0.31%	58.31%	38.42%	32.40%
	毛利率	58.64%	59.00%	59.50%	60.00%
钻削刀片	收入	8.58	15.80	25.80	40.28
	YOY	32.86%	84.02%	63.33%	56.12%
	毛利率	78.51%	80.00%	80.50%	81.00%
其他业务	收入	3.20	3.86	4.71	5.83
	YOY	-8.85%	20.62%	22.23%	23.64%
	毛利率	48.1%	43.0%	40.6%	38.6%
合计	主营业务收入	312.19	474.28	637.01	833.60
	YOY	20.57%	52.11%	34.31%	30.86%
	综合毛利率	50.90%	52.00%	52.92%	53.72%

数据来源: Wind, 西南证券

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	312.19	474.28	637.01	833.60	净利润	89.00	146.60	202.69	273.82
营业成本	153.27	227.51	299.71	385.52	折旧与摊销	34.83	23.65	26.40	28.70
营业税金及附加	2.97	4.74	6.37	8.34	财务费用	4.70	5.40	7.45	9.26
销售费用	10.13	14.23	18.79	23.76	资产减值损失	-1.36	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	17.16	54.54	71.98	92.53	经营营运资本变动	-57.91	-7.23	-30.43	-44.26
财务费用	4.70	5.40	7.45	9.26	其他	31.68	1.00	1.00	1.00
资产减值损失	-1.36	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	100.95	168.42	206.11	267.52
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-76.42	-60.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-23.84	-229.42	-110.00	-110.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-100.26	-289.42	-150.00	-150.00
营业利润	104.09	168.86	233.71	315.19	短期借款	29.92	-33.92	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.86	-0.61	-1.03	-0.89	长期借款	-40.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	102.23	168.25	232.68	314.30	股权融资	0.00	408.06	0.00	0.00
所得税	13.23	21.64	29.99	40.48	支付股利	0.00	-17.80	-29.32	-40.54
净利润	89.00	146.60	202.69	273.82	其他	-23.59	-21.26	-7.45	-9.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-34.65	335.08	-36.77	-49.80
归属母公司股东净利润	89.00	146.60	202.69	273.82	现金流量净额	-34.10	214.08	19.34	67.72
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	24.53	238.62	257.95	325.67	成长能力				
应收和预付款项	68.80	131.90	165.71	212.29	销售收入增长率	20.57%	51.92%	34.31%	30.86%
存货	56.75	92.10	120.80	155.55	营业利润增长率	29.47%	62.22%	38.40%	34.87%
其他流动资产	84.43	223.71	331.85	441.68	净利润增长率	23.94%	64.71%	38.26%	35.09%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.17%	37.79%	35.19%	31.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	355.96	385.36	392.96	399.20	毛利率	50.90%	52.03%	52.95%	53.75%
无形资产和开发支出	19.85	26.81	32.81	37.87	三费率	10.25%	15.64%	15.42%	15.06%
其他非流动资产	8.05	38.05	48.05	58.05	净利率	28.51%	30.91%	31.82%	32.85%
资产总计	618.38	1136.55	1350.14	1630.32	ROE	21.65%	15.46%	18.07%	20.21%
短期借款	43.92	10.00	10.00	10.00	ROA	14.39%	12.90%	15.01%	16.80%
应付和预收款项	36.49	47.33	62.73	80.47	ROIC	22.97%	29.91%	37.01%	44.49%
长期借款	8.69	8.69	8.69	8.69	EBITDA/销售收入	46.01%	41.73%	42.00%	42.36%
其他负债	118.10	122.50	147.31	176.47	营运能力				
负债合计	207.21	188.52	228.74	275.64	总资产周转率	0.54	0.54	0.51	0.56
股本	33.01	44.01	44.01	44.01	固定资产周转率	1.03	1.43	1.82	2.33
资本公积	182.15	579.21	579.21	579.21	应收账款周转率	5.56	5.88	5.59	5.52
留存收益	196.01	324.81	498.18	731.46	存货周转率	2.69	2.92	2.73	2.72
归属母公司股东权益	411.17	948.03	1121.40	1354.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	65.53%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	411.17	948.03	1121.40	1354.68	资产负债率	33.51%	16.59%	16.94%	16.91%
负债和股东权益合计	618.38	1136.55	1350.14	1630.32	带息债务/总负债	25.39%	9.92%	8.17%	6.78%
					流动比率	1.54	5.14	5.05	5.15
					速动比率	1.17	4.45	4.35	4.44
					股利支付率	0.00%	12.14%	14.47%	14.80%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	143.63	197.90	267.55	353.15	每股收益	2.02	3.33	4.61	6.22
PE	79.28	48.14	34.82	25.77	每股净资产	9.34	21.54	25.48	30.78
PB	17.16	7.44	6.29	5.21	每股经营现金	2.29	3.83	4.68	6.08
PS	22.60	14.88	11.08	8.47	每股股利	0.00	0.40	0.67	0.92
EV/EBITDA	37.10	33.34	24.18	17.81					
股息率	0.00%	0.25%	0.42%	0.57%					

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 指数涨幅在 -20% 与 10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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悉范围内，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

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。

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	xyy@swsc.com.cn