

2021年08月09日

硬质合金数控刀具第一梯队，产能扩张助力腾飞

华锐精密(688059)

公司于 2007 年在湖南株洲成立，主营数控刀具的生产、研发和销售，产品包含车、铣、钻等多品种数控刀片。公司产品广泛应用于汽车、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。2021 年上半年，公司实现营收 2.3 亿元，同比增长 67.46%，实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 115.54%。

主要观点：

► **行业规模可观，进口替代叠加集中度提升确保龙头行业持续受益。** 全球刀具行业市场规模达数百亿美元，国内刀具消费规模在 400 亿元左右，市场空间巨大。随着我国技术的进步叠加新冠疫情对海外刀具厂商的冲击，进口替代有望加速。另一方面，随着市场对刀具产品的要求越来越高，一些技术落后的厂商面逐渐被淘汰，市场集中度预计将会进一步提升。未来国内优质刀具厂商有望在进口替代和集中度提升的背景下，持续受益。

► **核心技术筑成强大护城河，渠道布局不断完善打开增长空间。** 1) 逐步打造成为国内领先的整体切削解决方案供应商。未来公司不仅将进军金属陶瓷、陶瓷、超硬材料等新材料领域，而且通过新品项目的开发，向工具系统、精密复杂组合刀具领域拓展，进一步丰富公司的产品线，向国内领先的整体切削解决方案供应商持续迈进。2) 公司在基体材料、槽型结构、精密成型、表面涂层领域有 10 多项核心技术，其中大部分公司标准已经超过了行业标准，部分技术已经超越了日韩，进一步加快了进口替代步伐。3) 加大市场开拓力度，鼓励经销商开设专卖店。截至 2020 年 6 月，公司已经拥有 47 家专卖店，销售渠道进一步完善。

► **投资建议。** 预计 2021-2023 年收入分别为 4.78/6.70/8.82 亿元，同比增速 53.2%/40.0%/31.8%；实现归母净利润分别为 1.50/2.08/2.77 亿元，同比增速 69.0%/38.4%/33.2%，对应 EPS 分别为 3.42/4.73/6.30 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

► **风险提示：** 技术进步不及预期、疫情反复、下游景气度不及预期、产能扩张不及预期。

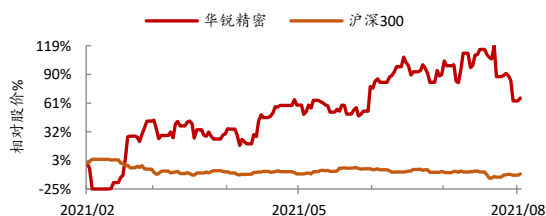
盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	259	312	478	670	882
YoY (%)	21.2%	20.6%	53.2%	40.0%	31.8%
归母净利润(百万元)	72	89	150	208	277
YoY (%)	32.6%	23.9%	68.5%	38.4%	33.4%
毛利率 (%)	50.5%	50.9%	51.1%	51.7%	52.4%
每股收益(元)	1.63	2.02	3.41	4.72	6.29
ROE	22.3%	21.6%	26.2%	26.6%	26.2%
市盈率	87.02	70.21	41.66	30.10	22.57

资料来源：wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
最新收盘价：	142
股票代码：	688059
52 周最高价/最低价：	191.65/62.25
总市值(亿)	62.49
自由流通市值(亿)	13.28
自由流通股数(百万)	9.35



分析师：俞能飞
邮箱：yunf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519120002

正文目录

1. 国内数控刀具行业领军企业	4
1.1. 主营数控刀具，三大产品产销量双高	4
1.2. 营收和净利润双增，盈利能力强	5
1.3. 股权结构：肖旭凯、王玉琴和高颖为公司实际控制人	6
2. 供给端持续改善，受益于进口替代和市场集中度提升	7
2.1. 机床数控化逐渐提高，数控刀具消费量有望提升	7
2.2. 市场空间巨大，进口替代有望加速	8
2.3. 竞争格局小而散，市场集中度有望提升	11
3. 深耕现有业务，打造整体解决方案供应商	12
4. 盈利预测	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司主营业务收入的主要构成	5
图 3 公司产量逐年增长，产销率维持在 97%左右	5
图 4 公司营收规模高增	5
图 5 公司净利润高增	5
图 6 公司毛利率和净利率保持稳定	6
图 7 钻削刀片毛利率水平最高	6
图 8 公司费用规模不断扩大	6
图 9 公司费用率逐年下降	6
图 10 肖旭凯、王玉琴和高颖是公司实际控制人	7
图 11 普通车床（前）和数控车床（后）	8
图 12 数控机床市场产业规模	8
图 13 新增金属切削机床数控化率不断提升	8
图 14 2020 年全球切削工具市场规模或达 390 亿美元	9
图 15 全球硬质合金钢占主导地位	9
图 16 国内刀具行业市场消费规模在波动中上升	9
图 17 国内硬质合金刀具产值规模上升较快	10
图 18 国内硬质合金产值占比逐年提高	10
图 19 国内刀具消费占机床消费的比例达到 25%	11
图 20 国内刀具进口依赖有所下降	11
图 21 国内刀具企业的营收规模相对较小	12
图 22 2019 年欧科亿在数控刀具领域产量第二	12
图 23 数控刀片生产线	13
图 24 公司毛利率处于行业较高水平	13
图 25 公司净利率水平较高且逐年增长	13
图 26 基体材料领域	14
图 27 槽型结构领域	14
图 28 精密成型领域	14
图 29 表面涂层领域	14
图 30 公司研发支出逐年上升	15
图 31 公司本科以上学历员工数目逐年增加	15
图 32 产品经销商数目逐年增长	15
图 33 专卖店经销商占比增加	15

表 1 公司产品介绍	4
表 2 公司部分成员介绍	7
表 3 刀具材料对比，硬质合金钢综合性能最好	10
表 4 行业内竞争对手介绍	11
表 5 公司标准与行业标准的对比	14
表 6 公司募投项目介绍	15
表 7 业务拆分	16
表 8 可比上市公司估值	17

1. 国内数控刀具行业领军企业

1.1. 主营数控刀具，三大产品产销量双高

公司于 2007 年在湖南株洲成立，是国内知名的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究、生产和销售业务。硬质合金数控刀片作为数控机床执行金属切削加工的核心部件，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。公司主要产品包括车削、铣削和钻削三大系列硬质合金数控刀片。

表 1 公司产品介绍

主要产品	数控刀具		
子类	车削刀片	铣削刀片	钻削刀片
图例			
用途	主要应用于钢 (P)、不锈钢 (M)、铸铁 (K) 等被加工材料的外圆、内圆、端面等车削加工	主要用于钢 (P)、淬硬钢 (H) 等被加工材料的型面、平面、方肩、仿形、凹槽等铣削加工	主要用于钢 (P)、不锈钢 (M) 类被加工材料的机械加工中孔钻加工

资料来源：招股说明书，公司官网，华西证券研究所

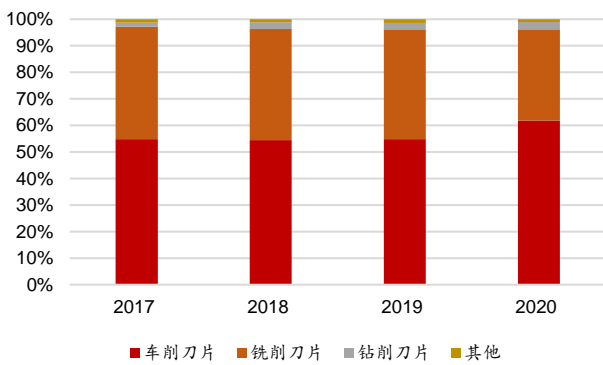
图 1 公司发展历程



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

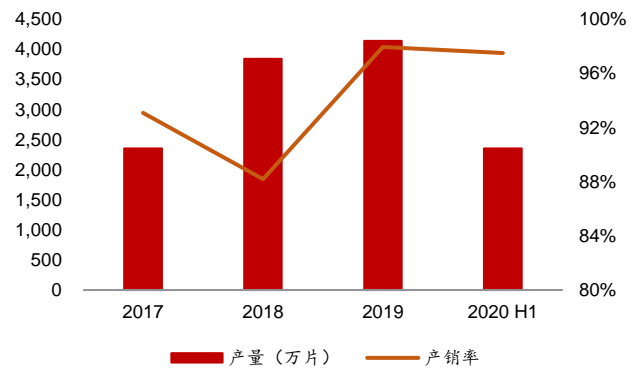
公司产品以数控刀具中的车削为主，产量逐年增长，产销率维持在高位。公司车削刀片业务占比稳居第一且逐年增长，2020 年车削、铣削业务收入占主营业务收入的 90% 以上。由于下游景气度高涨，公司产品产销率维持在高位，2019 年和 2020 年 H1 产销率均在 97% 左右。

图2 公司主营业务收入的主要构成



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图3 公司产量逐年增长, 产销率维持在97%左右

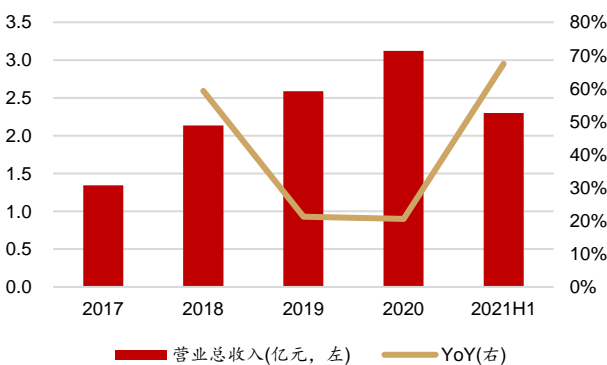


资料来源: 招股说明书, 华西证券研究所

1.2. 营收和净利润双增, 盈利能力强

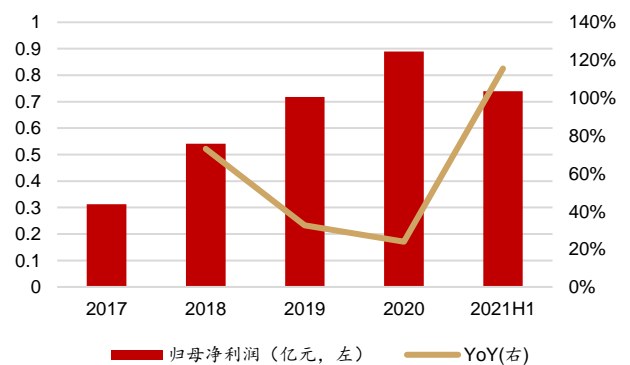
营收和净利润逐年增长, 增速有所放缓。2020年公司营收3.12亿元, 同比增长20.57%, 归母净利润0.89亿元, 同比增长23.94%。2021年上半年, 公司实现营收2.3亿元, 同比增长67.46%, 实现归母净利润0.74亿元, 同比增长115.54%。随着公司产品体系不断完善、产能不断扩张、研发投入加大, 为其快速成长奠定坚实基础。

图4 公司营收规模不断增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

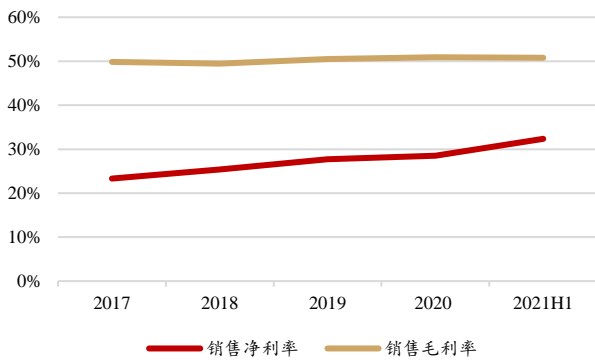
图5 公司归母净利润不断增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

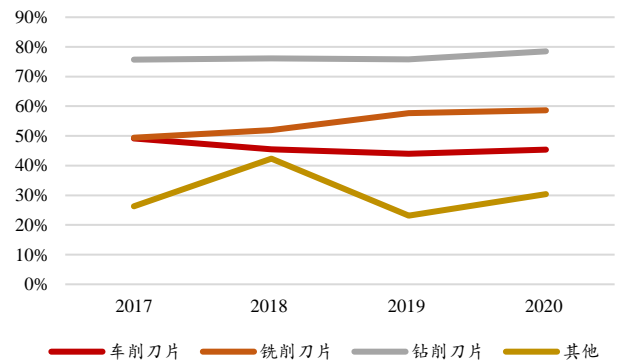
盈利能力强, 近年来毛利率与净利率保持稳定。近三年, 公司主营业务毛利率维持在50%左右, 总体维持在较高水平。2020年公司主营业务具有核心竞争力的车削刀片、铣削刀片和钻削刀片毛利率分别为45.41%、58.64%和78.51%, 并呈逐年增长态势。公司产品定价及成本控制能力较强, 因此获利能力较强。

图6 公司毛利率和净利率保持稳定



资料来源: Wind, 华西证券研究所

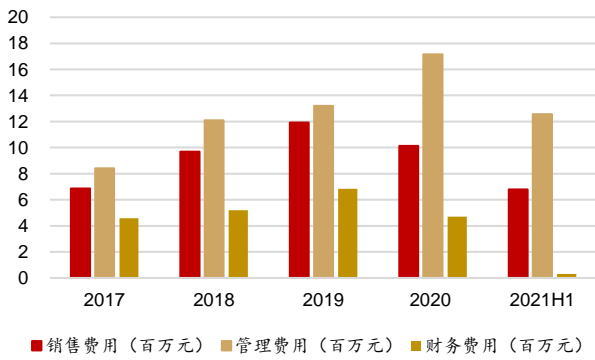
图7 钻削刀片毛利率水平最高



资料来源: Wind, 华西证券研究所

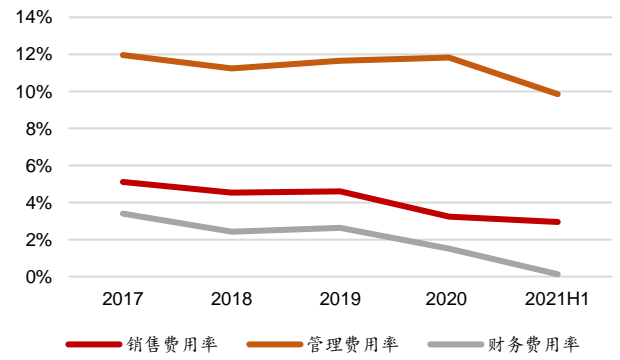
费用率有所下降，整体费用率把控良好。公司目前正处于快速发展期，因此费用规模有所增大。管理费用的提升主要是随着公司业务规模扩大，管理人员增多，相应人员薪酬增加所导致。从相对值来看，公司销售/财务/管理费用率呈下降趋势，且均持续在保持较低水平。综合来看，公司费用管控情况表现良好。

图8 公司费用规模不断扩大



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图9 公司费用率逐年下降

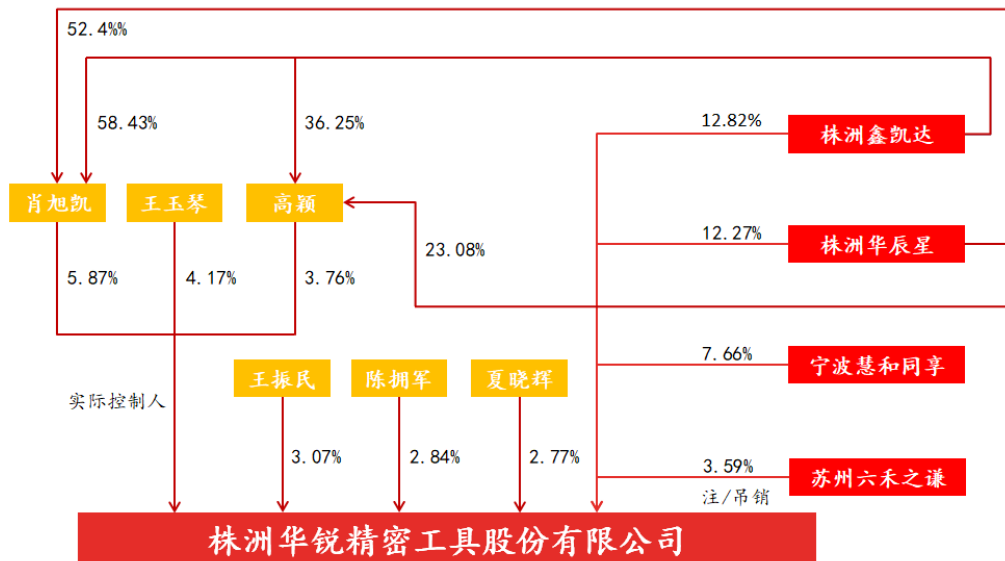


资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.3. 股权结构：肖旭凯、王玉琴和高颖为公司实际控制人

三大创始股东为实际控制人。肖旭凯先生直接控制公司 5.87% 的股份，间接控制公司 13.88% 的股份，为公司的控股股东。公司实际控制人为肖旭凯、王玉琴和高颖，三人为公司创始股东。

图 10 肖旭凯、王玉琴和高颖是公司实际控制人



资料来源: Wind, 华西证券研究所 注: 股权结构截至 2021 年 8 月 9 日

管理层和技术团队优秀。公司经营负责人、主要管理者肖旭凯等具有丰富的刀具行业经验和专业知识，在公司建设发展过程中提供了经验指导。李志祥、高江雄等高管，有多年的刀具行业从业经历，积累了丰富的研发、生产管理经验。

表 2 公司部分成员介绍

管理层和技术团队	职务	研发实力和贡献
肖旭凯	执行董事、董事长兼总经理	1995 年毕业于中南大学工商管理专业，大专学历。1995 年至 1997 年，任株洲硬质合金集团有限公司一分厂职工；1997 年至 2001 年，任株洲硬质合金集团有限公司销售部区域经理；2001 年至 2006 年，任株洲钻石切削刀具股份有限公司销售部大区经理；2007 年至今，历任公司执行董事、董事长兼总经理。肖旭凯同时兼任鑫凯达和华辰星执行董事。
李志祥	董事、副总经理	1994 年至 1996 年，任株洲涪口造纸厂生产工程师；1996 年至 2001 年，任广州市黄埔东粤镀膜玻璃厂生产主管；2001 年至 2012 年，任圣维可福斯（广州）电子科技有限公司生产高级主管；2012 年至 2013 年，任公司生产部长；2013 年至 2018 年，任公司副总经理，主管生产工作；2018 年至今，任公司副总经理和公司董事。
高江雄	副总经理	2005 年毕业于西安理工大学机械设计制造专业，本科学历，机械设计工程师。2005 至 2012 年，任株洲钻石切削刀具股份有限公司研发工程师；2012 年至 2015 年，任公司设计部部长；2015 年至今，任公司副总经理，目前主管公司研发工作。

资料来源: 招股说明书, 华西证券研究所

2. 供给端持续改善，受益于进口替代和市场集中度提升

2.1.1. 机床数控化逐渐提高，数控刀具消费量有望提升

机床分为普通机床和数控机床。车、铣、刨、磨、镗、钻、电火花、剪板、折弯、激光切割等等都是机械加工方法。所谓机械加工，就是把金属毛坯零件加工成所需要的形状，包含尺寸精度和几何精度两个方面。能完成以上功能的设备都称为机床，数控机床就是在普通机床上发展过来的，是数字控制机床（Computer numerical control machine tools）的简称，是一种典型的机电一体化产品。

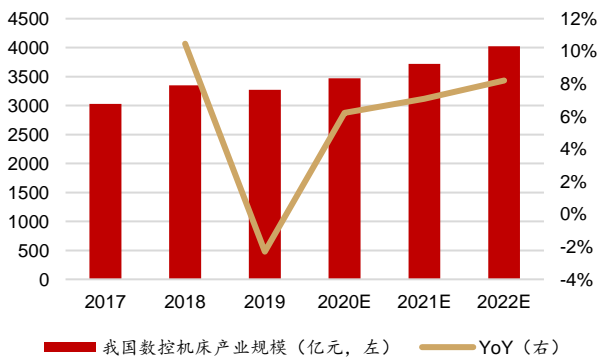
图 11 普通车床（前）和数控车床（后）



资料来源：华西证券研究所整理

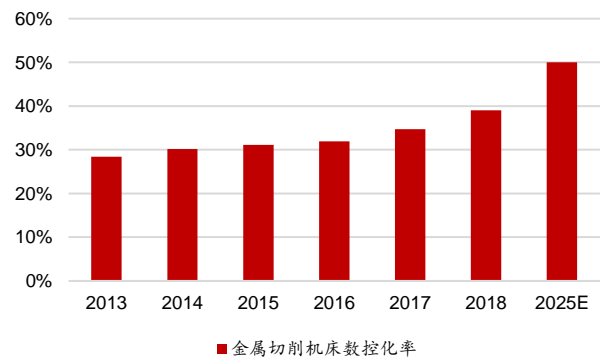
我国机床数控化程度较低，未来提升空间巨大。根据赛迪顾问数据，2019 年我国数控机床产业规模达到 3270 亿元，预计 2022 年达到 4024 亿元，年复合增速达到 7.16%。在我国刀具产品消费结构中，由于我国机械加工的机床数控化水平较低，传统焊接刀具占据较大比重。随着国内企业开始投入自动化加工系统，对数控刀具的消耗量逐渐增加。我国正处于产业结构的调整升级阶段，机床数控化是机床行业的升级趋势。以金属切削机床为例，近年来新增机床数控化率保持稳定增长，2018 年达到 39.02%，相对于 2013 年提高了 10.64 个百分点。根据《中国制造 2025》规划，预计我国关键工序数控化率在 2025 年达到 50%。另一方面，相对于日本等发达国家接近 100%机床数控化率，我国金属切削机床的数控化程度的提升空间很大。

图 12 数控机床市场产业规模



资料来源：赛迪顾问，华西证券研究所

图 13 新增金属切削机床数控化率不断提升



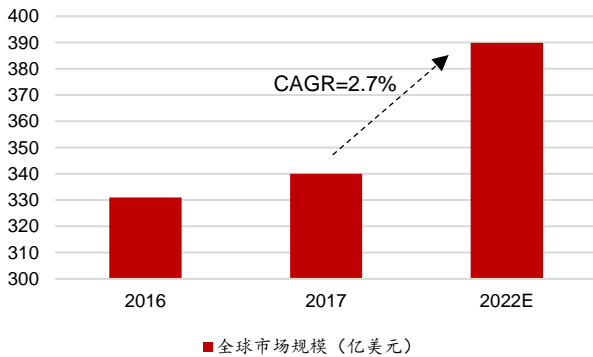
资料来源：中国机床工具工业协会，华西证券研究所

2.2. 市场空间巨大，进口替代有望加速

全球规模达百亿，硬质合金钢占比高达 60%以上。2016 年和 2017 年全球切削工具消耗量分别为 331 亿美元和 340 亿美元，全球金属切削工具市场预计到 2022 年将从 2016 年的 331.06 亿美元增长到 389.84 亿美元，2017-2022 年的复合年增长率为 2.7%。欧美等发达国家的硬质合金研究较早，工业体系以发展相对完善，对材料基础原理和涂层原理的研究成果较多，通过持续不断的优化硬质合金材质、涂层和刀具

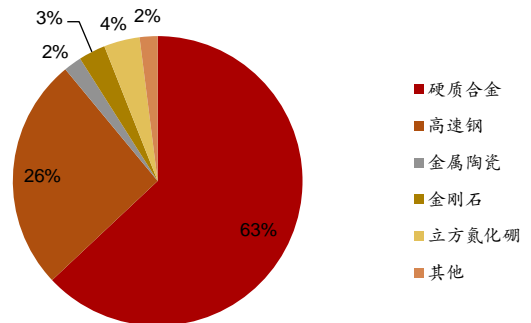
结构，提高硬质合金刀具的高效加工性能，使硬质合金刀具能够最大范围的应用到各个领域。根据前瞻资讯的报告显示，在世界范围内，硬质合金刀具占主导地位，比重超过 60%。

图 14 2020 年全球切削工具市场规模或达 390 亿美元



资料来源: QYResearch, 华西证券研究所

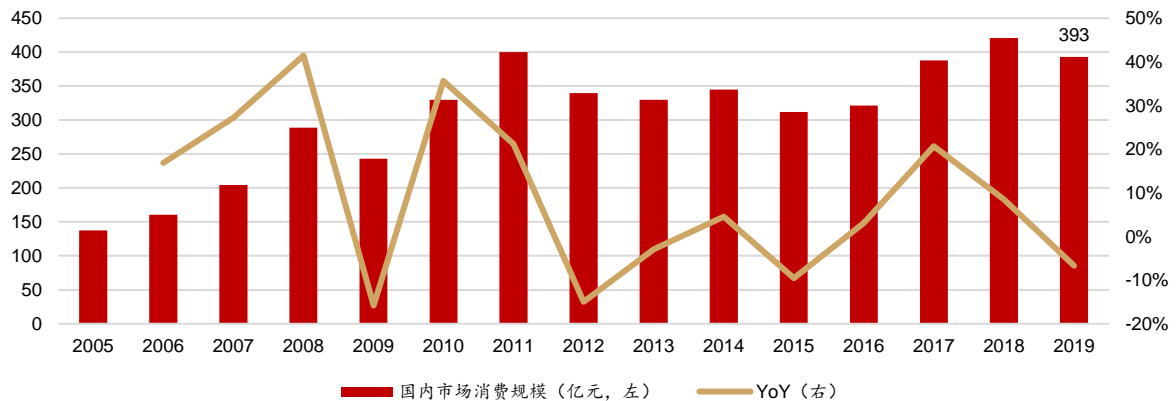
图 15 全球硬质合金钢占主导地位



资料来源: 前瞻资讯, 华西证券研究所

国内市场规模在波动中稳步提升。2012-2016 年，我国切削刀具总规模波动幅度较大，随着制造业朝着自动化和智能化方向快速前进，制造业转型升级推动切削刀具行业快速发展。2016-2018 年我国切削刀具年消费规模出现明显快速增长，2018 年刀具年消费总额达到 421 亿元。2019 年受中美贸易摩擦加剧、汽车等下游行业持续下行的影响，我国刀具消费额有所下滑。

图 16 国内刀具行业市场消费规模在波动中上升



资料来源: 中国机床工具工业协会, 华西证券研究所

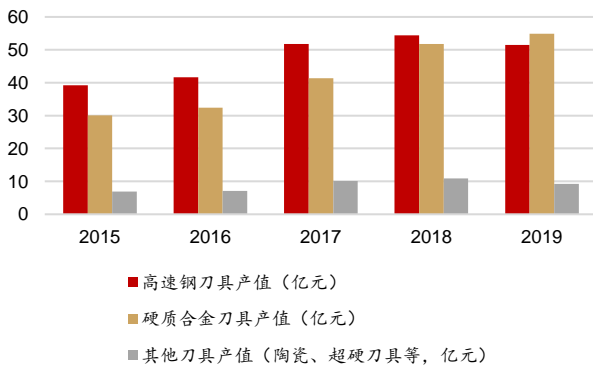
硬质合金综合性能更加优异，使用领域最为广泛，作为数字化制造的主导刀具，硬质合金刀具需求有望进一步提升。刀具材料的选择既影响加工精度和工件表面质量，也影响切削加工效率和生产成本。刀具材料主要包括硬质合金、工具钢（碳素工具钢、合金工具钢、高速钢）、陶瓷和超硬材料（人造金刚石 PCD、立方氮化硼 CBN）。从产值结构来看，近几年我国切削刀具的产值结构发生着持续的变化，综合性能更优越的硬质合金刀具产值占比不断在提高。根据中国机床工具工业协会工具分会的统计数据，我国主要刀具企业生产的硬质合金刀具的产值从 2015 年的 30.09 亿元增至 2019 年的 54.85 亿元，产值占比从 2015 年的 39.45% 增至 2019 年的 47.47%。

表 3 刀具材料对比，硬质合金钢综合性能最好

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℃ 的温度下也基本保持不变，在 1000℃ 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	
工具钢（主要是高速钢）	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	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，不适宜切削黑色金属
	立方氮化硼	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

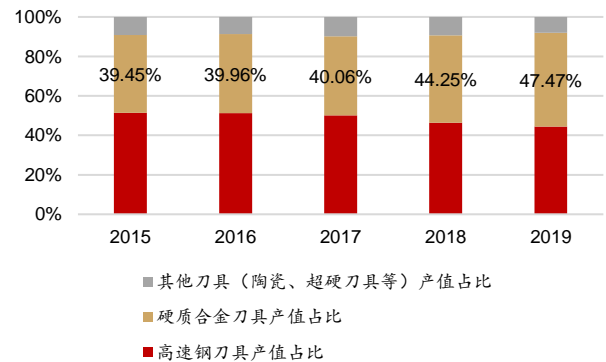
资料来源：中国刀具信息网，华西证券研究所整理

图 17 国内硬质合金刀具产值规模上升较快



资料来源：中国机床工具工业协会工具分会，华西证券研究所

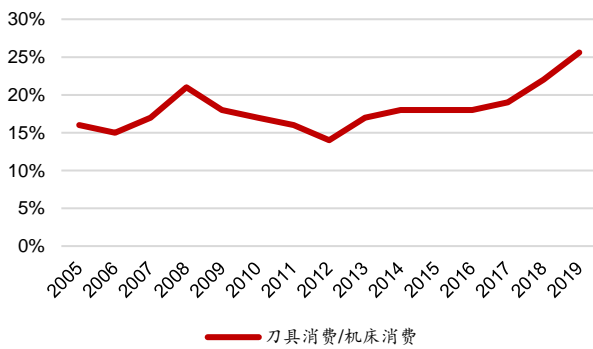
图 18 国内硬质合金产值占比逐年提高



资料来源：中国机床工具工业协会工具分会，华西证券研究所

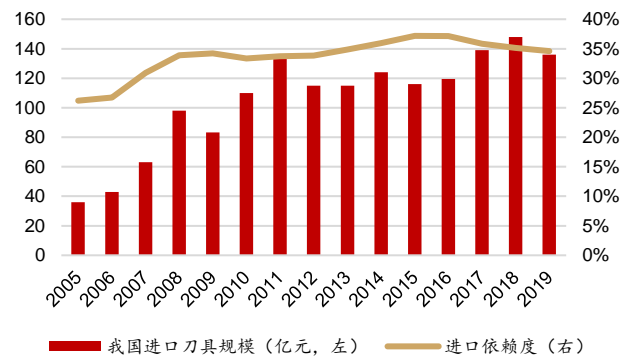
国内刀具以中低端为主，进口依赖度有下降趋势。欧美等发达国家的硬质合金工业体系成熟，对材料基础原理和涂层原理的研究成果较多，相对于我国技术领先。目前，我国刀具消费水平偏低，刀具消费约为机床消费额的 25% 左右，而发达国家在 50% 左右，未来还有很大提升空间。另外，虽然国产刀具在总量上以 2/3 的市场份额占据我国刀具消费市场主导地位，但总体上以中低端产品为主，在进口刀具中，绝大部分是现代制造业所急需的高效刀具。从趋势上来看，我国对刀具进口的依赖度在 2016 年之前处于上行区间。随着国内刀具企业的技术进步，进口依赖度在 2016 年之后有下降趋势，2019 年进口依赖度为 34.16%，相对于 2016 年下降 2.56 个百分点。

图 19 国内刀具消费占机床消费的比例达到 25%



资料来源：中国机床工具工业协会，华西证券研究所

图 20 国内刀具进口依赖有所下降



资料来源：中国机床工具工业协会，华西证券研究所

疫情原因使得进口替代进一步加速。2020 年新冠疫情的爆发，导致国外刀具企业产生部分停工停产的现象。由于国内疫情防控得当，国内企业受此影响较小，从而在国外企业供给不足的情况下，扩大了市场份额。而替代有时是不可逆的，从而进一步加速了进口替代的步伐。

2.3. 竞争格局小而散，市场集中度有望提升

在刀具行业中，可以将刀具企业分为欧美企业、日韩企业和国内本土企业。1) 从市场策略角度来看，以山特维克集团、肯纳金属集团、伊斯卡集团等为代表的具有全球领导地位的欧美刀具制造商，技术实力雄厚，产品系列丰富，以开展切削加工整体解决方案为主；以日本三菱、日本泰珂洛、日本京瓷、韩国特固克等为代表的日韩刀具企业，市场策略以批发为主，在国内五金批发市场非常普遍，产品价格略贵于国产刀具。2) 从技术水平来看，欧美刀具厂商在高端应用市场，尤其是航空航天、军工领域，欧美企业正与其他竞争对手拉开差距；日韩厂商在稳定性方面领先于国内企业。3) 从价格角度来看，欧美价格最为昂贵，其次是日韩企业价格，略高于国内本土企业。

表 4 行业内竞争对手介绍

	竞争对手	基本情况	主要竞品
国际	日本三菱	创立于 1875 年，是日本大型综合性材料生产商，三菱生产的数控刀具在日本国内市场占有率高居首位，而且在全球市场上，也有较大影响	数控刀具产品
	日本泰珂洛	创立于 1934 年，是日本刀具制造商，现为以色列伊斯卡集团的成员企业之一，主要生产硬质合金切削工具、土木工程工具、摩擦材料	数控刀具产品
	日本京瓷	创立于 1959 年。京瓷生产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	数控刀具产品
	韩国特固克	韩国最大的综合刀具制造商。现为以色列伊斯卡集团的成员企业之一，产品范围包括车削系列、铣削系列、切槽切断刀系列、T 钻系列、整体硬质合金立铣刀系列及刀柄系列	数控刀具产品
	山特维克集团	创立于 1862 年，全球领先的跨国先进产品制造商。从事金属切削工具、建筑及采矿业设备设施、不锈钢材料、特种合金、金属及陶瓷电阻材料以及传动系统的研发制造与销售。其中山特维克旗下子公司生产的硬质合金、高速钢刀具以及其他材料制品的市场占有率常年稳居世界第一	数控刀具产品
	肯纳金属集团	创立于 1943 年美国宾夕法尼亚州。主营业务为硬质合金，陶瓷，超硬材料的发展和应，以及提供金属切割刀具在极端条件下的解决方案	数控刀具产品
	伊斯卡集团	世界刀具巨头之一，巴菲特的伯克希尔哈撒韦子公司。伊斯卡的产品研发能力很强，“霸王刀”在国内拥有很高知名度	数控刀具产品
国内	森拉天时集团	2002 年 11 月 29 日由森拉美德和攀时合并组成。森拉天时集团主要生产木工、金属、地矿刀具	硬质合金制品

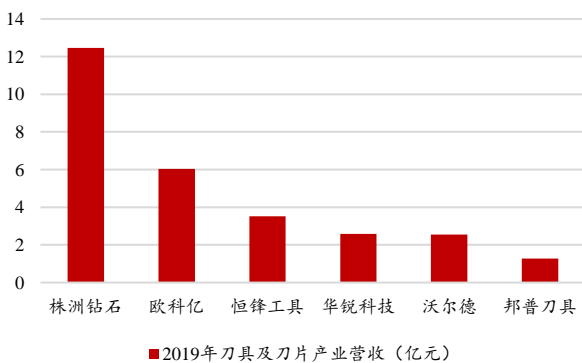
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

内	株洲钻石	株洲钻石成立于2002年6月7日，是中钨高新（000657）的二级子公司，株洲硬质合金集团有限公司的控股子公司。株洲钻石是中国领先的硬质合金刀具综合供应商	数控刀具产品
	恒锋工具	恒锋工具（300488）成立于1997年7月17日，专业从事现代高效刀具和量检具研发设计、生产制造，产品以高速钢刀具为主	数控刀具产品
	沃尔德	沃尔德（688028）成立于2006年8月31日，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。	数控刀具产品
	邦普刀具	邦普刀具（834737）成立于2000年11月23日，于2016年1月5日在新三板挂牌。公司的主营业务是硬质合金切削刀具的研发、生产和销售。公司的产品主要为数控刀片、木工刀片和轮槽铣刀及其他硬质合金产品	数控刀具产品
	河源富马	河源富马（430482）成立于2003年8月，2014年1月24日在新三板挂牌，其主要从事硬质合金制品的研究、开发、生产和销售，主要产品有硬质合金刀头、硬质合金木工刀及整体硬质合金圆片三大系列产品	硬质合金制品
	厦门金鹭	厦门金鹭成立于1989年12月23日，是厦门钨业（600549）的控股子公司。厦门金鹭主要从事钨粉、碳化钨粉、硬质合金、切削刀具等钨系列产品的生产	数控刀具产品

资料来源：招股说明书，华西证券研究所整理

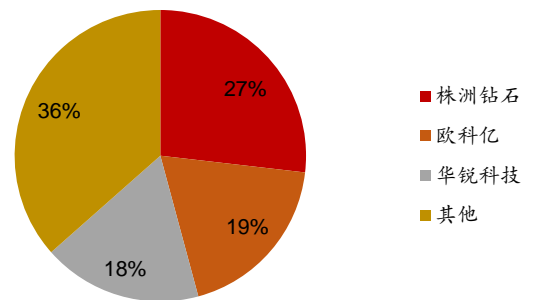
我国刀具行业竞争格局呈散而小的特点。近几年，在国家相关政策扶持下，我国刀具行业格局出现了一批以株洲钻石、欧科亿、恒锋工具、沃尔德、华锐精密等为代表的优秀企业。从营收规模来看，整体不大，格局较为分散。锯齿刀具和数控刀具以株洲三家企业为主要代表。1) 锯齿刀片领域，根据中国钨业协会出具的证明，欧科亿是国内锯齿刀片产量最大的企业，锯齿刀片在国内市场地位较高，目前已经做到最大；2) 数控刀具领域，根据中国钨业协会统计，2019年国内企业硬质合金数控刀片产量约为2.40亿片，株洲钻石以6440万片位居国内企业第一名，高于欧科亿的4552万片和华锐精密的4243万片。

图 21 国内刀具企业的营收规模相对较小



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 2019年欧科亿在数控刀具领域产量第二



资料来源：欧科亿招股说明书，华西证券研究所

未来行业集中度有望进一步提升。由于刀具技术、研发、营销、服务体系愈加复杂，自主创新的要求越来越高，大量缺乏技术沉淀、研发能力差、资本实力弱、依靠模仿的小企业正面临被淘汰或被并购的局面，而具有品牌、资本、技术优势的企业在高端应用领域更具竞争优势，拥有较大发展空间，将获取更多的市场份额，从而有望使整个刀具行业的市场集中度提高。

3. 深耕现有业务，打造整体解决方案供应商

夯实基础，丰富产品线，逐步打造成为国内领先的整体切削解决方案供应商。未来公司将进一步夯实并发挥公司在技术创新、产品开发方面的优势，在巩固硬质合金数控刀片市场优势地位的基础上，优先发展基础材料技术的研究，进军金属陶瓷、

陶瓷、超硬材料等新材料领域；同时，通过新品项目的开发，向工具系统、精密复杂组合刀具领域拓展，进一步丰富公司的产品线。通过不断提升对大中型企业的综合金属切削服务能力，将公司从单纯提供切削产品的企业打造成为国内领先的整体切削解决方案供应商。

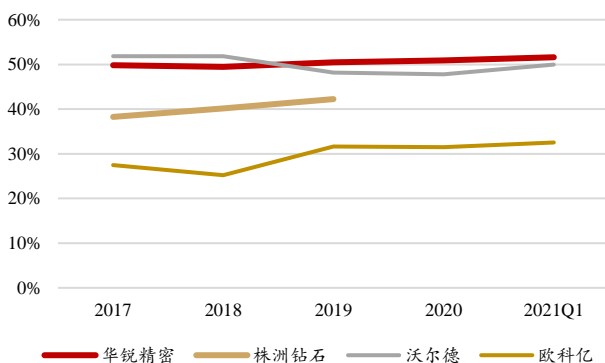
图 23 数控刀片生产线



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

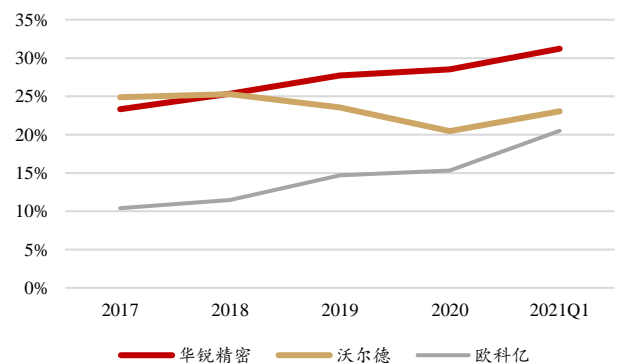
公司毛利率和净利率均处于行业较高水平。公司与沃尔德毛利率均维持在 50% 左右，高于业内其他公司。2021 年第一季度，公司净利率达到 31.22%，远高于行业平均和其他竞争对手。

图 24 公司毛利率处于行业较高水平



资料来源：Wind，华西证券研究所

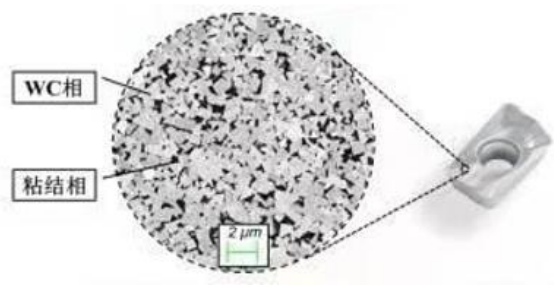
图 25 公司净利率水平较高且逐年增长



资料来源：Wind，华西证券研究所

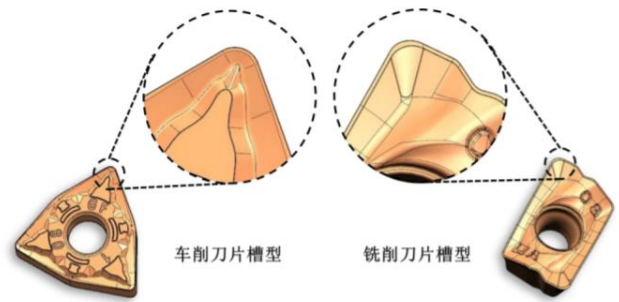
核心技术位领先于行业水平。公司在基体材料、槽型结构、精密成型、表面涂层领域有 10 多项核心技术，其中大部分公司标准已经超过了行业标准，公司生产技术处于行业领先地位，部分技术已经超越了日韩的一些公司，进一步加快了进口替代步伐。

图 26 基体材料领域



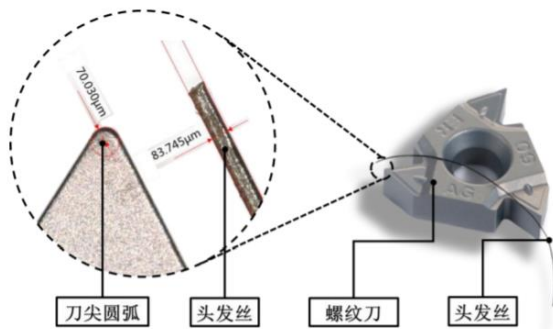
资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 27 槽型结构领域



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 28 精密成型领域



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 29 表面涂层领域



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表 5 公司标准与行业标准的对比

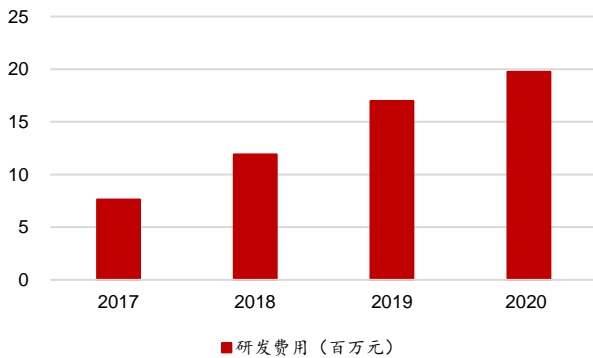
技术领域	技术指标	华锐精密	行业标准
基体材料	基体牌号（配方）	34 种	-
	钴磁（碳含量测量指标）波动范围	同批次产品控制在±0.10%以内 不同批次控制在±0.25%以内	±0.80%以内
	矫顽磁力（晶粒度测量指标）波动范围	同批次产品控制在±0.20KA/m 以内 不同批次控制在±0.75KA/m 以内	±2.50KA/m 以内
槽型结构	针对不同加工应用设计开发了 60 多种槽型结构，覆盖了车削、铣削、钻削等多个方面。		
精密成型	小圆弧螺纹刀成型次数	一次压制成型	二次磨削成型
	阴模与上、下冲头单边配合间隙	小于 5 μm	小于 15 μm
	模具工作面的粗糙度	小于 0.05Ra	小于 0.4Ra
	压制单重控制范围	±0.25%	达到行业精密（E 级）刀具公差 控制在±25 μm 以内的标准
表面涂层	压制尺寸公差	±10.00 μm	
	大载荷划膜	104.1LC3 104.3LC3	104.5LC3（三菱）

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

持续增大研发投入，大力引进人才。公司注重对先进研发设备的投入，公司研发支出逐年上升，保持了较高比例的研发资金投入，有利于巩固公司的市场竞争优势。

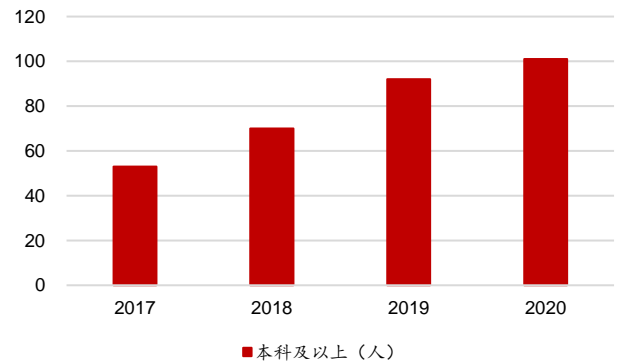
同时公司积极引进人才，本科及以上学历员工数目逐年上升。在引进外部人才的同时，公司还加大对内部人才挖掘和培养。根据公司公告，未来三年，公司将以募集资金投资项目建设为契机，加强对优秀人才的培养与引进，不断增强技术创新，有望达到日韩水平。

图 30 公司研发支出逐年上升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

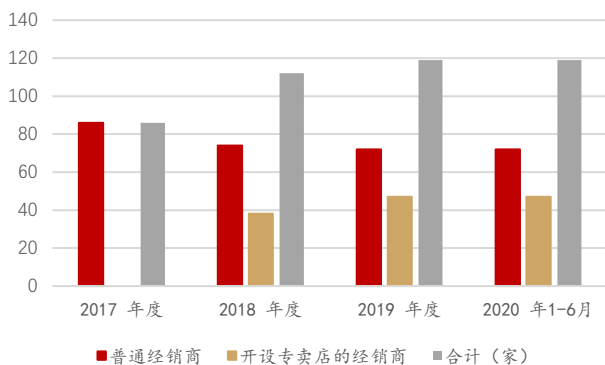
图 31 公司本科以上学历员工数目逐年增加



资料来源: Wind, 华西证券研究所

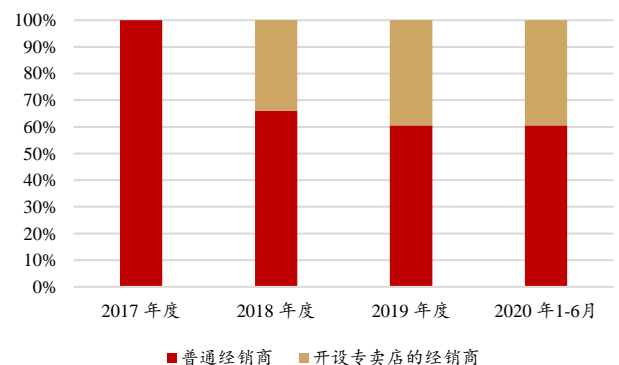
加大市场开拓力度，鼓励经销商开设专卖店。公司经销商数目逐年增长，专卖店经销商占比不断增大。2017 年公司没有一家专卖店，产品全部是由普通经销商经销，截至 2020 年 6 月，公司已经拥有 47 家专卖店，实现了从 0 到 1 的飞跃。公司未来将继续建立健全销售网络，结合产品开发进度和市场开发情况继续稳步推进专卖店模式，在稳固已有专卖店经销商的基础上适时开拓优质的新增经销商开设专卖店，不断提高公司在终端用户中的影响力，为公司转型成为国内领先的整体切削解决方案供应商打下坚实基础。

图 32 产品经销商数目逐年增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 33 专卖店经销商占比增加



资料来源: Wind, 华西证券研究所

积极建设募投项目，产能扩展助力腾飞。公司所处的精密高效刀具行业是资金密集型行业，充足的资金是降低企业成本、提高企业竞争力与抗风险能力、保持产品及技术领先的重要保证。目前公司在建的募投项目 3 项，涉及投资金额约 2 亿元，建成后将大幅度提高公司的产量和研发能力，优化公司财务结构。未来公司将根据业务发展的实际需要，适时推出再融资计划，实现扩产和研发能力的提升。

表 6 公司募投项目介绍

项目名称	投资总额 (万元)	项目概述
------	-----------	------

精密数控刀具数字化生产线建设项目	44,986.31	项目建成后，公司将新增硬质合金数控刀片 3,000 万片、金属陶瓷数控刀片 500 万片、硬质合金整体刀具 200 万支。
研发中心项目	5,000.00	新建研发中心将建立刀具硬质材料研究、槽型结构设计及综合使用测试评估平台。
补充流动资金项目	10,000.00	主要用于增加营运流动资金、偿还银行借款和日常周转等主营业务相关支出。通过本次募集资金补充营运资金缺口，一方面有利于增强公司的营运能力和市场竞争能力；另一方面还将一定程度上改善公司的流动性指标，提高公司的偿债能力，降低公司财务风险，使公司财务结构更为优化。

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4. 盈利预测

随着公司数控刀片产能不断释放，叠加下游景气度高涨，公司各类产品销量均出现大幅提升。

核心假设 1: 预计 2021-2023 年公司车削刀片营收分别同比增长 60%/40%/30%，毛利率分别为 50%/50.5%/51%。

核心假设 2: 预计 2021-2023 年公司铣削刀片营收分别同比增长 45%/40%/35%，毛利率分别为 58%/59%/60%。

核心假设 3: 预计 2021-2023 年公司钻削刀片营收分别同比增长 60%/40%/35%，毛利率均为 79%。

表 7 业务拆分

	2020	2021E	2022E	2023E
车削刀片				
营业收入 (亿元)	1.93	3.09	4.32	5.62
YoY		60%	40%	30%
成本 (亿元)	1.05	1.54	2.14	2.75
毛利 (亿元)	0.88	1.54	2.18	2.87
毛利率	49.15%	50%	50.50%	51.00%
铣削刀片				
营业收入 (亿元)	1.07	1.55	2.17	2.93
YoY		45%	40%	35%
成本 (亿元)	0.44	0.65	0.89	1.17
毛利 (亿元)	0.63	0.90	1.28	1.76
毛利率	58.64%	58%	59%	60%
钻削刀片				
营业收入 (亿元)	0.09	0.14	0.20	0.27
YoY		60%	40%	35%
成本 (亿元)	0.02	0.03	0.04	0.06
毛利 (亿元)	0.07	0.11	0.16	0.22
毛利率	78.51%	79%	79%	79%
营业总收入				
营业收入 (亿元)	3.12	4.78	6.70	8.82
YoY		53.32%	40.00%	31.77%
成本 (亿元)	0.02	2.34	3.23	4.20
毛利 (亿元)	2.21	2.44	3.46	4.62
毛利率	50.90%	51.09%	51.74%	52.42%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：Wind，华西证券研究所

预计 2021-2023 年收入分别为 4.78/6.70/8.82 亿元，同比增速 53.2%/40.0%/31.8%；实现归母净利润分别为 1.50/2.08/2.77 亿元，同比增速 69.0%/38.4%/33.2%，对应 EPS 分别为 3.42/4.73/6.30 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	EPS (元/股)			市盈率 PE		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
688308	欧科亿	1.07	1.94	2.62	25.35	37.64	27.86
688028	沃尔德	0.62	--	--	--	--	--
300488	恒锋工具	0.50	--	--	--	--	--

资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

技术进步不及预期：将会导致公司高端产品营收占比提升速度不及预期，从而影响公司盈利能力。

疫情反复：若疫情反复，可能会对公司生产及下游需求产生消极影响，从而拖累公司业绩。

下游景气度不及预期：可能会导致公司订单量环比下滑，从而影响业绩。

产能扩张不及预期：可能会导致公司营收增速减缓，从而影响业绩。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	312	478	670	882	净利润	89	150	208	277
YoY (%)	20.6%	53.2%	40.0%	31.8%	折旧和摊销	35	31	39	35
营业成本	153	234	323	420	营运资金变动	-32	-359	-180	3
营业税金及附加	3	4	6	9	经营活动现金流	101	-174	72	321
销售费用	10	14	23	31	资本开支	-100	-98	-121	-529
管理费用	17	25	35	46	投资	0	0	0	0
财务费用	5	0	0	0	投资活动现金流	-100	-98	-121	-529
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	11	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	44	300	100	400
营业利润	104	179	246	324	筹资活动现金流	-35	306	95	395
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-34	34	46	187
利润总额	102	179	246	323	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	13	29	39	47	成长能力				
净利润	89	150	208	277	营业收入增长率	20.6%	53.2%	40.0%	31.8%
归属于母公司净利润	89	150	208	277	净利润增长率	23.9%	68.5%	38.4%	33.4%
YoY (%)	23.9%	68.5%	38.4%	33.4%	盈利能力				
每股收益	2.02	3.41	4.72	6.29	毛利率	50.9%	51.1%	51.7%	52.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	28.5%	31.4%	31.0%	31.4%
货币资金	25	59	105	292	总资产收益率 ROA	14.4%	13.3%	14.2%	12.8%
预付款项	2	6	9	9	净资产收益率 ROE	21.6%	26.2%	26.6%	26.2%
存货	57	96	130	166	偿债能力				
其他流动资产	152	514	686	679	流动比率	1.54	3.38	4.09	4.41
流动资产合计	235	676	929	1,145	速动比率	1.16	2.86	3.48	3.74
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.16	0.29	0.46	1.12
固定资产	317	296	262	670	资产负债率	33.5%	49.2%	46.7%	51.3%
无形资产	20	35	56	72	经营效率				
非流动资产合计	384	452	533	1,026	总资产周转率	0.50	0.42	0.46	0.41
资产合计	618	1,127	1,462	2,171	每股指标 (元)				
短期借款	44	44	44	44	每股收益	2.02	3.41	4.72	6.29
应付账款及票据	20	45	54	68	每股净资产	9.34	13.00	17.72	24.01
其他流动负债	89	111	129	147	每股经营现金流	2.29	-3.96	1.65	7.29
流动负债合计	152	200	227	259	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	9	309	409	809	估值分析				
其他长期负债	46	46	46	46	PE	70.21	41.66	30.10	22.57
非流动负债合计	55	355	455	855	PB	0.00	10.92	8.01	5.91
负债合计	207	555	682	1,115					
股本	33	44	44	44					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	411	572	780	1,057					
负债和股东权益合计	618	1,127	1,462	2,171					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业6年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018年新财富中小市值第三名；2020年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。专注于半导体设备、机器视觉、自动化、汽车电子、机器人细分行业深度覆盖。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。