

2021年08月09日

国内硬质合金刀具领军企业，刀片蓝海扬帆起航

欧科亿 (688308)

公司于 1996 年在湖南株洲成立，以硬质合金刀具起家，后将业务延伸至数控刀片制造领域。目前公司已经与百得工具、乐客、金田锯业、日东工具、永泰锯业等业内知名企业建立了长期的合作关系。2021 年上半年，公司实现营收 4.96 亿元，同比大增 60.77%，实现归母净利润 1.04 亿元，同比高增 117.35%。

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) 公司研发团队研发能力强，均在行业里深耕多年，同时逐步加大产学研结合，进一步强化公司在研发领域的实力。公司已经在结构设计、基体设计与制备、精密制造和涂层设计与制备方面形成三大核心技术，且核心技术产品营收已经突破 50%。2) 加强境内经销商的市场布局，完善经销商管理体系。目前公司着力发展一些向终端深耕的 OEM/ODM 客户，并持续优选培育小客户，挖掘其消费需求，从其中培育更多战略客户、重点客户和潜力客户。同时，公司将持续加大海外市场开拓和推广力度，扩大外销规模，打开增长空间。

►风险提示：核心技术占比提升速度不及预期、疫情反复、下游景气度不及预期、产能扩张不及预期。

►投资建议。预计 2021-2023 年收入分别为 9.39/13.38/18.39 亿元，同比增速 33.80%/42.42%/34.04%；实现归母净利润分别为 2.09/2.76/3.86 亿元，同比增速 94.5%/32.3%/39.8%，对应 EPS 分别为 2.09/2.76/3.86 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

►风险提示：核心技术占比提升速度不及预期、疫情反复、下游景气度不及预期、产能扩张不及预期。

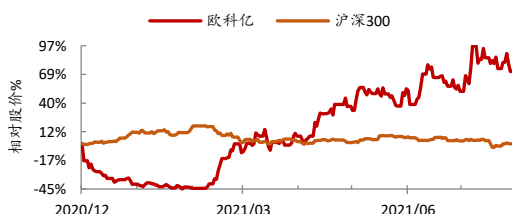
盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 603 | 702 | 939 | 1,338 | 1,839 |
| YoY (%) | 3.3% | 16.5% | 33.8% | 42.4% | 37.5% |
| 归母净利润(百万元) | 88 | 107 | 208 | 276 | 386 |
| YoY (%) | 31.8% | 21.5% | 93.9% | 32.3% | 40.1% |
| 毛利率 (%) | 31.7% | 31.4% | 33.2% | 33.6% | 34.0% |
| 每股收益 (元) | 0.88 | 1.07 | 2.08 | 2.76 | 3.86 |
| ROE | 13.0% | 8.2% | 13.7% | 15.4% | 17.7% |
| 市盈率 | 82.68 | 68.05 | 35.09 | 26.53 | 18.94 |

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： | 73.12 |
| 股票代码： | 688308 |
| 52 周最高价/最低价： | 84.78/23.13 |
| 总市值(亿) | 73.12 |
| 自由流通市值(亿) | 17.37 |
| 自由流通股数(百万) | 23.75 |



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

正文目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 国内硬质合金刀具行业第一梯队 | 4 |
| 1.1. 深耕硬质合金刀具行业，上市开启新征程 | 4 |
| 1.2. 营收和净利润双增，盈利能力有望进一步增长 | 5 |
| 1.3. 股权结构：袁美和和谭文清为一致行动人 | 7 |
| 2. 供给端持续改善，受益于进口替代和市场集中度提升 | 8 |
| 2.1. 机床数控化逐渐提高，数控刀具消费量有望提升 | 8 |
| 2.2. 市场空间巨大，进口替代有望加速 | 9 |
| 2.3. 竞争格局小而散，市场集中度有望提升 | 11 |
| 3. 技术领先叠加销售渠道铺设逐渐完善，未来成长性可期 | 13 |
| 3.1. 技术团队经验丰富，三大核心技术共筑护城河 | 13 |
| 3.2. 国内&海外齐发力，打开增长新空间 | 16 |
| 3.3. 品类拓展&应用延伸，长期来看有望成为综合服务商 | 17 |
| 4. 募投产能扩大，未来增长可期 | 17 |
| 5. 盈利预测 | 18 |
| 6. 风险提示 | 18 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1 公司主营业务收入的主要构成 | 5 |
| 图 2 公司数控刀具按照工件材料分类营业结构 | 5 |
| 图 3 公司营收规模不断增长 | 5 |
| 图 4 公司归母净利润不断增长 | 5 |
| 图 5 公司数控刀具营收增速较高 | 6 |
| 图 6 公司数控刀具营收占比不断提升 | 6 |
| 图 7 公司数控刀具数控刀片中，P 类（钢）和 M 类（不锈钢）营收不断增长 | 6 |
| 图 8 公司毛利率水平不断提升，但仍然较低 | 7 |
| 图 9 公司净利率水平不断提升，但仍然较低 | 7 |
| 图 10 公司费用率波动不大 | 7 |
| 图 11 袁美和和谭文清是公司实际控制人 | 8 |
| 图 12 普通车床（前）和数控车床（后） | 8 |
| 图 13 数控机床市场产业规模 | 9 |
| 图 14 新增金属切削机床数控化率不断提升 | 9 |
| 图 15 2020 年全球切削工具市场规模或达 390 亿美元 | 9 |
| 图 16 全球硬质合金钢占主导地位 | 9 |
| 图 17 国内刀具行业市场消费规模在波动中上升 | 10 |
| 图 18 国内硬质合金刀具产值规模上升较快 | 11 |
| 图 19 国内硬质合金产值占比逐年提高 | 11 |
| 图 20 国内刀具消费占机床消费的比例达到 25% | 11 |
| 图 21 国内刀具进口依赖有所下降 | 11 |
| 图 22 国内刀具企业的营收规模相对较小 | 13 |
| 图 23 2019 年欧科亿在数控刀具领域产量第二 | 13 |
| 图 24 公司研发支出规模 | 14 |
| 图 25 2019 年公司研发占营收比重达到 5% | 14 |
| 图 26 国内刀具企业的营收规模相对较小 | 16 |
| 图 27 以核心技术为主的数控刀片毛利率较高 | 16 |
| 图 28 2019 年公司国内销售占比达 91% | 16 |
| 图 29 海外销售额扩大趋势 | 16 |


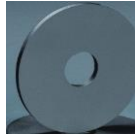

| | |
|--|----|
| 图 30 公司数控刀片中车削刀片占比达 63% (2020H1) | 17 |
| 表 1 公司产品介绍 | 4 |
| 表 2 刀具材料对比, 硬质合金钢综合性能最好 | 10 |
| 表 3 行业内竞争对手介绍 | 12 |
| 表 4 公司技术研发团队实力强, 研发经验丰富 | 13 |
| 表 5 公司三大核心技术 | 14 |
| 表 6 公司核心技术相对于市场平均水平有一定优势 | 15 |
| 表 7 公司技术研发团队实力强, 研发经验丰富 | 17 |
| 表 8 业务拆分 | 18 |
| 表 9 可比上市公司估值 | 18 |

1. 国内硬质合金刀具行业第一梯队

1.1. 深耕硬质合金刀具行业，上市开启新征程

深耕刀具行业 25 年，上市开启新征程。公司于 1996 年在湖南株洲成立，以硬质合金刀具起家，依托成熟的硬质合金制品生产经验，将业务延伸至数控刀片制造领域，形成产业协同优势。目前公司已经成为专业从事硬质合金制品和数控刀具产品的研发、生产和销售，具有自主研发和创新能力的高新技术企业，与百得工具、乐客、金田锯业、日东工具、永泰锯业等业内知名企业建立了长期的合作关系。2020 年 12 月公司在科创板成功上市，开启了发展新篇章。

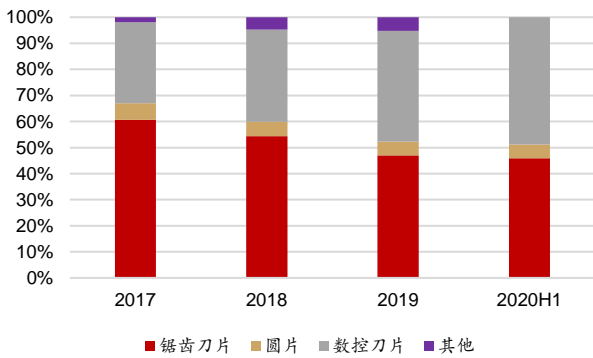
表 1 公司产品介绍

| 主要产品 | 硬质合金刀具 | | | 数控刀具 |
|------|---|--|--|--|
| 子类 | 硬质合金圆棒 | 锯齿刀片 | 圆片 | 数控刀片 |
| 图例 |  |  |  |  |
| 用途 | 主要加工对象为碳钢、合金钢、不锈钢、耐热合金、钛合金、有色金属、复合材料等材质，被广泛用于航空航天、汽车制造、模具、3C 电子、机械加工等行业。 | 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。 | 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。 | 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。 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

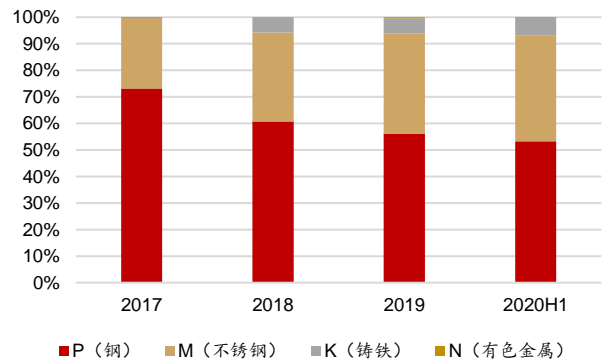
硬质合金刀片产品系列较为齐全，以车削领域为主。硬质合金刀具是指用硬质合金作为切削刃口的工具。公司生产的锯齿刀片和圆片是作为锯片、圆片铣刀的重要原材料，公司生产的数控刀片主要为 P 类（钢）和 M 类（不锈钢）数控刀片，上述产品均属于硬质合金刀片。锯齿刀片可用于通用级、专业级和工业级等各层级锯片的制造；生产的数控刀片大部分是 PVD 涂层刀片和 CVD 涂层刀片，广泛应用于通用机械、汽车、模具等领域的零部件加工。目前，公司车削刀具优势巨大，随着公司向洗、削等领域进军（技术之间其实无太大本质差异），将进一步丰富公司产品类型和下游应用范围。

图1 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2 公司数控刀具按照工件材料分类营业结构

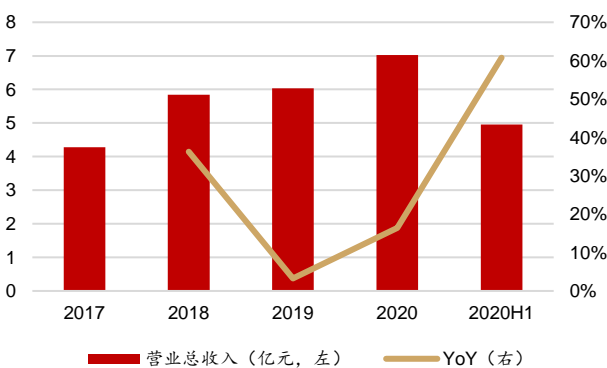


资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.2. 营收和净利润双增，盈利能力有望进一步增长

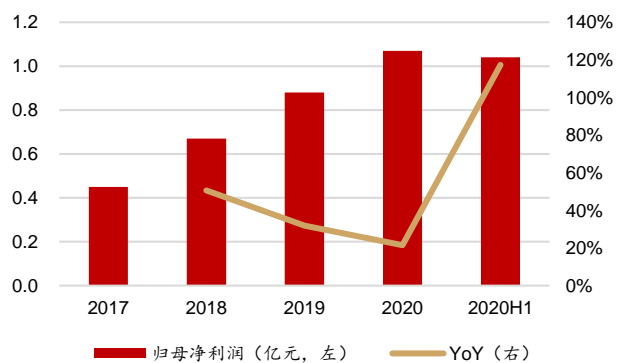
营收和净利润高增。2020年公司营收7.02亿元，同比增长16.42%，归母净利润1.07亿元，同比增长21.59%。2021年上半年，公司实现营收4.96亿元，同比大增60.77%，归母净利润1.04亿元，同比高增117.35%。随着公司产品体系不断完善、持续的研发投入及进口替代的提速，为其快速成长奠定坚实基础。

图3 公司营收规模不断增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

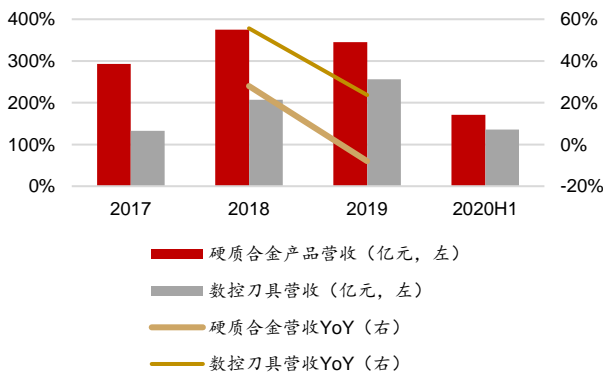
图4 公司归母净利润不断增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

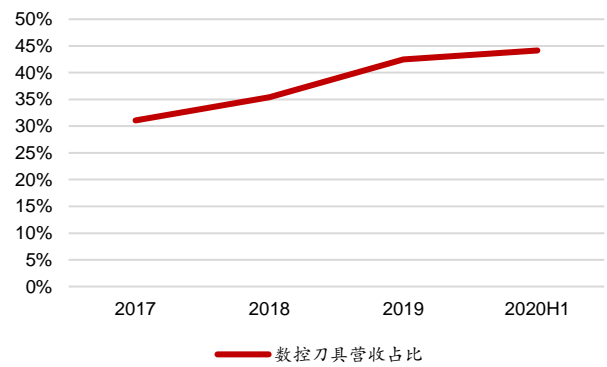
分产品来看，硬质合金制品收入稳定，数控刀片产品营收规模增速明显。2019年，公司硬质合金制品营收达到3.45亿元，同比降低了8.00%。而数控刀具营收规模实现高速增长，2019年达到2.56亿元，同比增长42.45%，营收占比从2017年的31.07%提升至44.16%，其中，P类（钢）和M类（不锈钢）数控刀片营收规模提升较快，2019年分别达到了1.43亿元和0.96亿元，同比增长14.03%和38.91%。随着技术进步和行业逐渐向智能化方向发展，未来数控刀具营收占比有望进一步提升。

图5 公司数控刀具营收增速较高



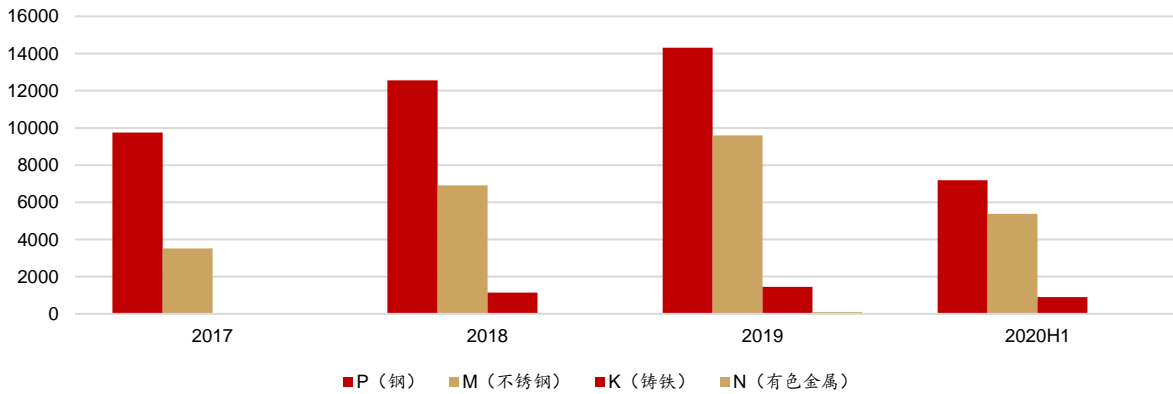
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 公司数控刀具营收占比不断提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

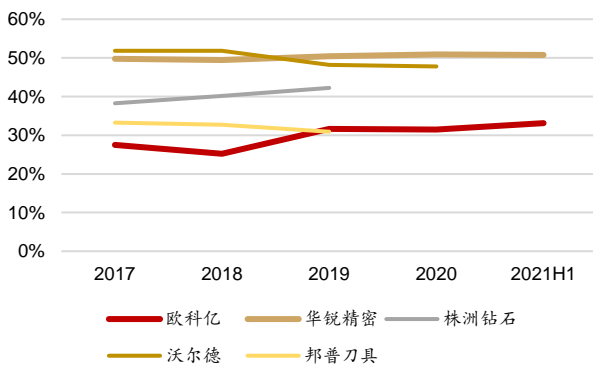
图7 公司数控刀具数控刀片中, P类(钢)和M类(不锈钢)营收不断增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

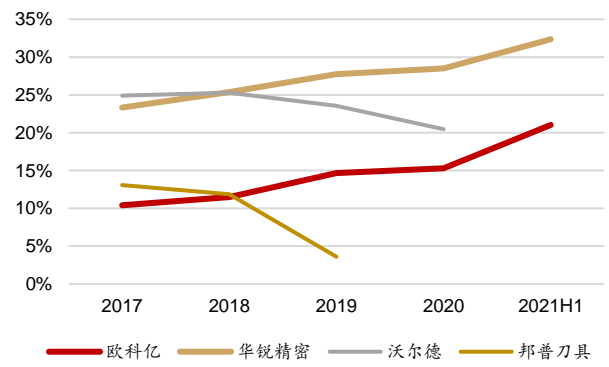
盈利能力逐年提升, 费用率保持平稳。公司盈利能力持续增强, 2017-2020年毛利率分别为 27.49%/25.21%/31.66%/31.45%, 净利率分别为 10.40%/11.49%/14.67%/15.30%。2020年上半年公司毛利率分别为 33.13%和 21.02%, 同比增长分别为 1.38/5.47 个百分点。行业内对比来看, 由于公司非数控刀片占有较大比重, 拖累毛利率和净利率水平。随着公司高毛利率数控刀具营收占比的提升, 未来盈利能力仍有较大提升空间。费用率方面, 公司管理/销售/财务费用率稳中有降, 说明公司费用管控能力相对优秀。

图 8 公司毛利率水平不断提升，但仍然较低



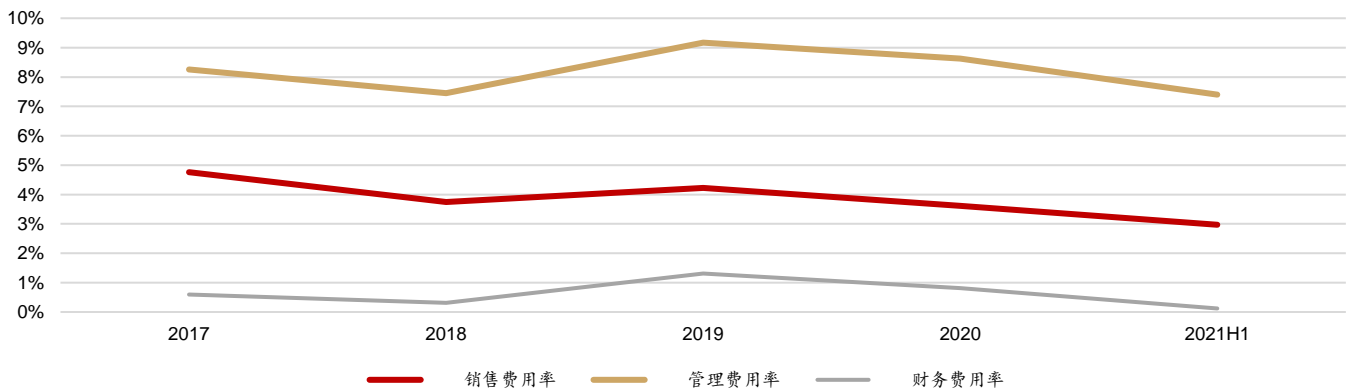
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 公司净利率水平不断提升，但仍然较低



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 公司费用率波动不大

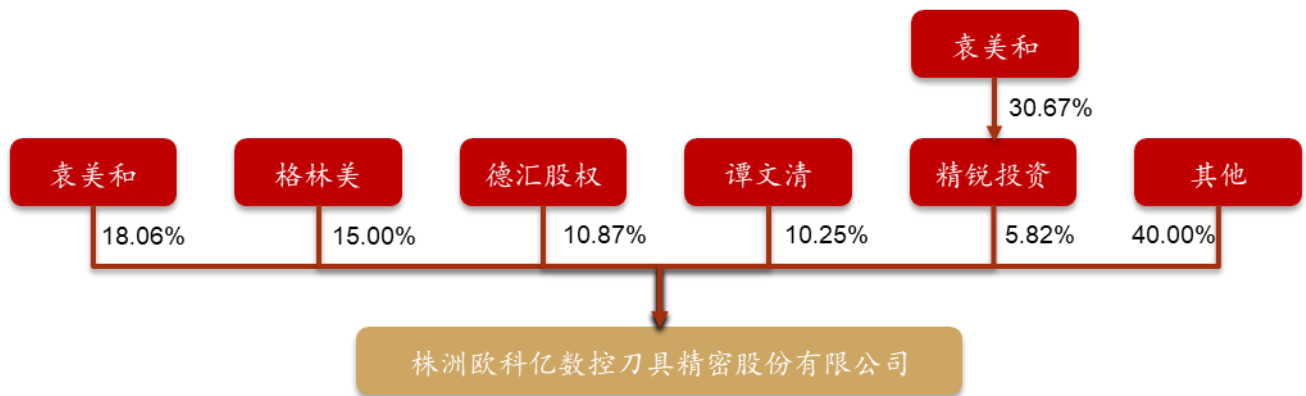


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 股权结构：袁美和和谭文清为一致行动人

袁美和与谭文清通过签署《一致行动人协议》，为公司的共同实际控制人。袁美和先生通过直接和间接方式共持有公司 19.84%的股权，是公司董事长和技术带头人，谭文清先生为公司董事、总经理。

图 11 袁美和和谭文清是公司实际控制人



资料来源：Wind，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. 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 12 普通车床（前）和数控车床（后）

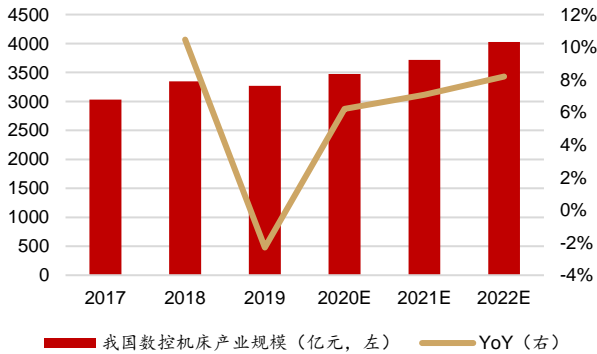


资料来源：华西证券研究所整理

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

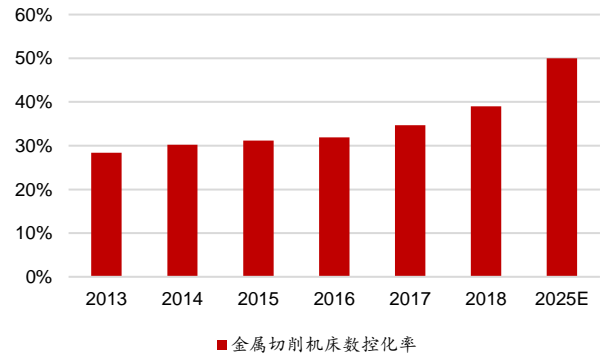
趋势。以金属切削机床为例，近年来新增机床数控化率保持稳定增长，2018 年达到 39.02%，相对于 2013 年提高了 10.64 个百分点。根据《中国制造 2025》规划，预计我国关键工序数控化率在 2025 年达到 50%。另一方面，相对于日本等发达国家接近 100%机床数控化率，我国金属切削机床的数控化程度的提升空间很大。

图 13 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 14 新增金属切削机床数控化率不断提升

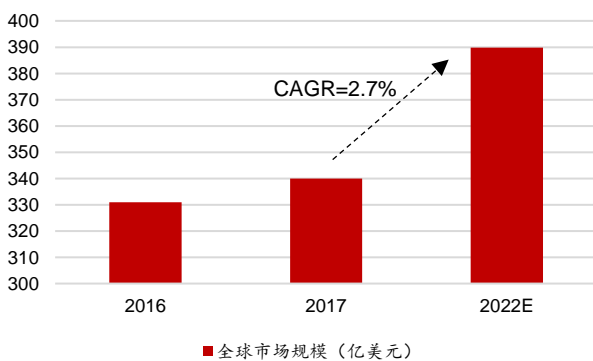


资料来源：中国机床工具工业协会，华西证券研究所

2.2. 市场空间巨大，进口替代有望加速

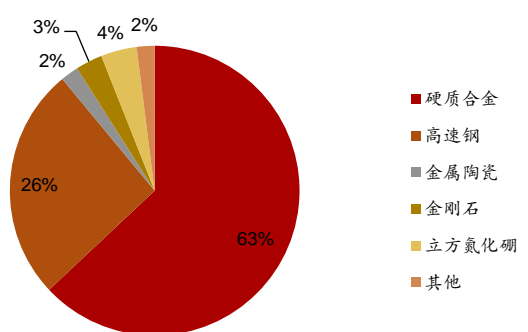
全球规模达百亿，硬质合金钢占比高达 60%以上。2016 年和 2017 年全球切削工具消耗量分别为 331 亿美元和 340 亿美元，全球金属切削工具市场预计到 2022 年将从 2016 年的 331.06 亿美元增长到 389.84 亿美元，2017-2022 年的复合年增长率为 2.7%。欧美等发达国家的硬质合金研究较早，工业体系以发展相对完善，对材料基础原理和涂层原理的研究成果较多，通过持续不断的优化硬质合金材质、涂层和刀具结构，提高硬质合金刀具的高效加工性能，使硬质合金刀具能够最大范围的应用到各种领域。根据前瞻资讯的报告显示，在世界范围内，硬质合金刀具占主导地位，比重超过 60%。

图 15 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 16 全球硬质合金钢占主导地位

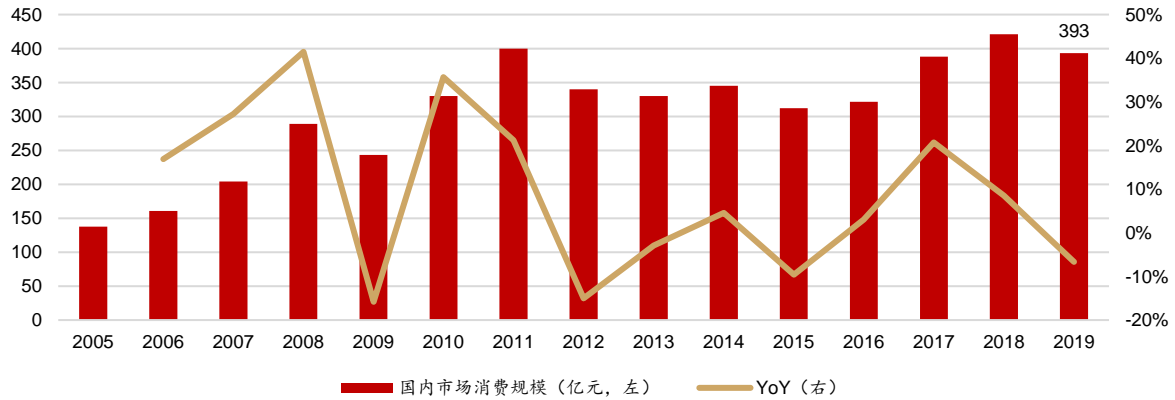


资料来源：前瞻资讯，华西证券研究所

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 17 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

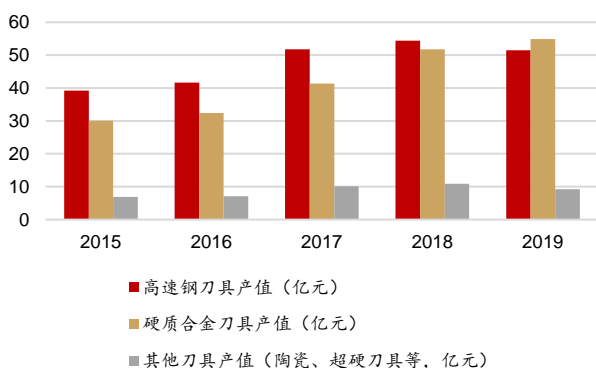
硬质合金综合性能更加优异，使用领域最为广泛，作为数字化制造的主导刀具，硬质合金刀具需求有望进一步提升。刀具材料的选择既影响加工精度和工件表面质量，也影响切削加工效率和生产成本。刀具材料主要包括硬质合金、工具钢（碳素工具钢、合金工具钢、高速钢）、陶瓷和超硬材料（人造金刚石 PCD、立方氮化硼 CBN）。从产值结构来看，近几年我国切削刀具的产值结构发生着持续的变化，综合性能更优越的硬质合金刀具产值占比不断在提高。根据中国机床工具工业协会工具分会的统计数据，我国主要刀具企业生产的硬质合金刀具的产值从 2015 年的 30.09 亿元增至 2019 年的 54.85 亿元，产值占比从 2015 年的 39.45%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

表 2 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 |

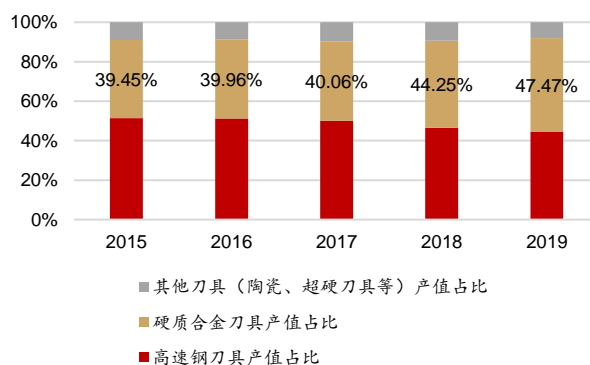
资料来源：中国刀具信息网，华西证券研究所整理

图 18 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

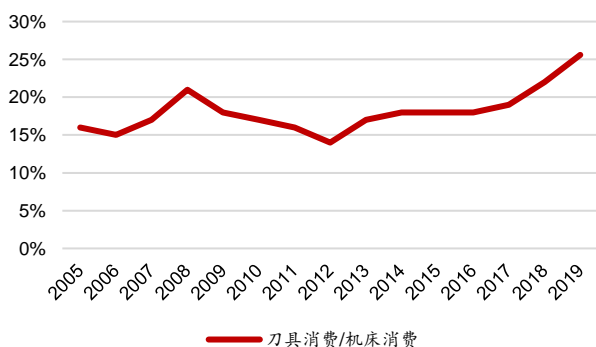
图 19 国内硬质合金产值占比逐年提高



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

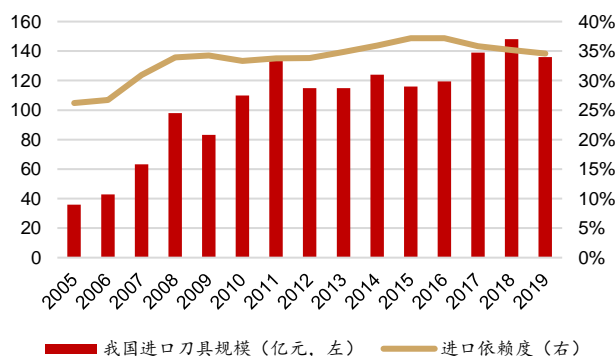
国内刀具以中低端为主，进口依赖度有下降趋势。欧美等发达国家的硬质合金工业体系成熟，对材料基础原理和涂层原理的研究成果较多，相对于我国技术领先。目前，我国刀具消费水平偏低，刀具消费约为机床消费额的 25%左右，而发达国家在 50%左右，未来还有很大提升空间。另外，虽然国产刀具在总量上以 2/3 的市场份额占据我国刀具消费市场主导地位，但总体上以中低端产品为主，在进口刀具中，绝大部分是现代制造业所急需的高效刀具。从趋势上来看，我国对刀具进口的依赖度在 2016 年之前处于上行区间。随着国内刀具企业的技术进步，进口依赖度在 2016 年之后有下降趋势，2019 年进口依赖度为 34.16%，相对于 2016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

图 20 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 21 国内刀具进口依赖有所降低



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。

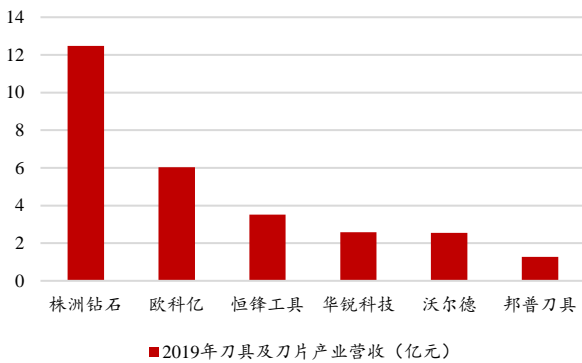
表 3 行业内竞争对手介绍

| | 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，超硬材料的发展和运用，以及提供金属切削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 |
| | 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

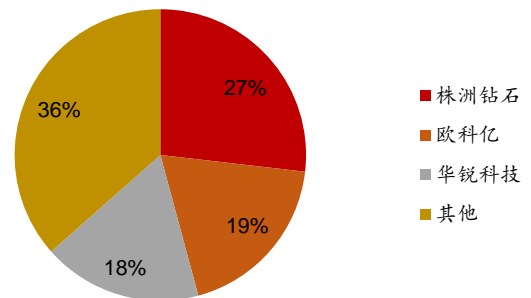
我国刀具行业竞争格局呈散而小的特点。近几年，在国家相关政策扶持下，我国刀具行业格局出现了一批以株洲钻石、欧科亿、恒锋工具、沃尔德、华锐精密等为代表的优秀企业。从营收规模来看，整体不大，格局较为分散。锯齿刀具和数控刀具以株洲三家企业为主要代表。1) 锯齿刀片领域，根据中国钨业协会出具的证明，欧科亿是国内锯齿刀片产量最大的企业，锯齿刀片在国内市场地位较高，目前已经做到最大；2) 数控刀具领域，根据中国钨业协会统计，2019 年国内企业硬质合金数控刀片产量约为 2.40 亿片，株洲钻石以 6440 万片位居国内企业第一名，高于欧科亿的 4552 万片和华锐精密的 4243 万片。

图 22 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 23 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. 技术领先叠加销售渠道铺设逐渐完善，未来成长性可期

3.1. 技术团队经验丰富，三大核心技术共筑护城河

公司经过 20 多年的技术积累和人才培育，建立了一支跨学科、跨专业、多层次的技术团队，自主研发了贯穿硬质合金制造、刀具制造和集成应用的工艺技术体系。

专家优势显著。公司首席技术专家余志明先生曾为中南大学教授，是资深的镀膜专家。以袁美和先生为技术带头人的公司研发工程师团队，数十年来专注于硬质合金刀具材料、生产制造工艺、涂层、刀具结构和应用等方面的持续创新，积累了丰富的新品开发经验。同时，公司聘请了中南大学、四川大学的多名教授为公司技术顾问。此外，公司积极开展产学研合作，2019 年，公司与中南大学、四川大学等高校深入开展产学研校企合作。2019 年产学研合作费达到 184.17 万元，约占研发费用的 6%。

表 4 公司技术研发团队实力强，研发经验丰富

| 核心技术人员 | 职务 | 研发实力和贡献 |
|--------|-----------|--|
| 袁美和 | 董事长，技术带头人 | 中南大学有色冶金专业毕业，高级工程师，现任公司董事长，中国钨业协会理事、硬质合金分会副会长；从事硬质合金产品研发、技术创新和相关管理工作近 30 年，有着丰富的实践经验与较高的理论水平，特别是在硬质合金材料和数控刀具的研究与应用方面有较深的造诣；主持并参与 10 项发明专利，其主导开发的多项科研项目。目获得国家、省、市、县多级项目专项资金支持，曾获得株洲市优秀企业家称号 |
| 余志明 | 首席技术专家 | 瑞典皇家工学院科学博士，曾任中南大学材料科学与工程学院教授、博士生导师，指导公司刀具涂层研究。余志明教授长期从事固体薄膜材料、晶体生长的研究，曾多次荣获国家级、省级教学奖，发表论文 100 余篇 |
| 苏振华 | 技术总监 | 株洲冶金工业学校粉末冶金及热处理专业毕业，2001 年加入欧科亿，从事硬质合金精密切削刀片的生产与研发工作，对硬质合金刀片的质量控制、分析检测方法、产品过程控制及全面质量管理方面有较为深厚的技术沉淀 |
| 李树强 | 设计总监 | 湖南工业大学机械制造专业毕业，高级工程师，株洲市科协代表，2012 年加入欧科亿。目前主要从事高精度硬质合金材料研发和刀具产品设计，曾获得株洲市专利奖二等奖，主持并参与 6 项发明专利，多次担任省、市科研项目负责人 |
| 罗利军 | 总监助理兼 | 西北农林科技大学机械设计制造及其自动化专业毕业，曾任职于山特维克可乐满公司，拥有丰富的刀具结构 |

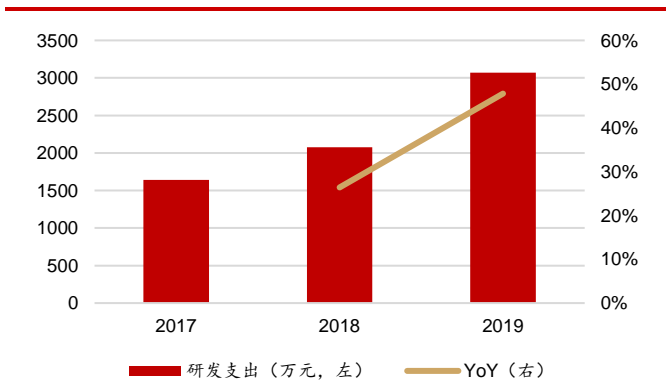
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

| | | |
|-----|------------------|---|
| | 应用部部长 | 设计和应用方案设计经验，2012 年加入欧科亿，主要负责新产品测试和刀具整体解决方案的设计 |
| 刘钢 | 技术开发部部长兼分析检测中心主任 | 湘潭大学金属材料工程（粉末冶金方向）专业毕业，工程师。2007 年加入欧科亿，任职期间主持开发了多种硬质合金刀具涂层牌号，在刀具材料和涂层设计方面有丰富的经验 |
| 陈信锴 | 技术开发部副部长 | 中南大学粉体材料科学与工程毕业。2009 年加入欧科亿，任职期间主持开发了多种高性能硬质合金牌号，应用于加工人造板、铝型材、黑色金属等材料，同时致力于工艺流程改善，建立了球磨实验体系，优化了混合料制备技术和气氛烧结技术 |

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

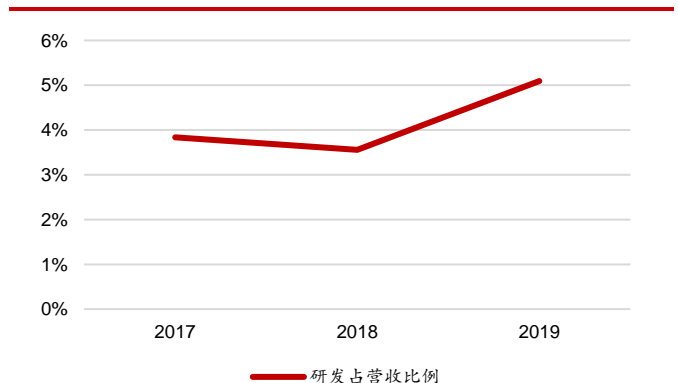
公司已经在结构设计、基体设计与制备、精密制造和涂层设计与制备方面形成三大核心技术，持续的研发投入有望进一步巩固技术优势。公司三大核心技术“不锈钢和钢加工数控刀片设计与制备技术”、“耐腐蚀硬质合金制备技术”和“超薄硬质合金制备技术”，均达到行业先进水平，采用核心技术生产的核心重点产品包括不锈钢和钢加工数控刀片、耐腐蚀锯齿刀片和超薄圆片。目前，公司已经成为国内稳定生产超细低钴硬质合金锯齿刀片（晶粒度 $\leq 0.4\mu\text{m}$ 、含钴量 $\leq 2\%$ ）、超细超薄硬质合金圆片（晶粒度 $\leq 0.4\mu\text{m}$ 、厚度 $\leq 0.6\text{mm}$ ）的少数几家企业之一。从研发投入来看，公司近几年不断增长，2019 年达到 3070.29 万元，同比高增 47.85%，占营收比例由 2017 年的 3.74%提升至 2019 年的 5.09%。另外，公司储备项目丰富，不断推出适应市场需求的产品，未来成长可期。

图 24 公司研发支出规模



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 25 2019 年公司研发占营收比重达到 5%



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

表 5 公司三大核心技术

| 核心技术 | 核心技术介绍 | |
|--------------------|--------------|--|
| 不锈钢和钢加工数控刀片设计与制备技术 | 刀片结构设计技术 | 针对钢和不锈钢的加工特点，以及不同切削工况下对切削力、控屑能力、工件表面质量等的差异化要求，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。 |
| | 基体材料设计与制备技术 | 针对钢和不锈钢的加工特点，设计硬质合金基体材料的性能指标，以调整材料成分。通过调控混合料的原料粒度、球磨时间、成型剂加量和研磨介质加量等工艺，以控制材料的性能稳定性；通过烧结工艺控制，使材料的性能达到设计要求 |
| | 刀片精度及一致性控制技术 | 通过调控压制工序的粉末填充方式、压制速度、压坯密度分布、毛刺宽度等工艺，以获得高精度的粉末压坯；通过调控烧结工序的温度、时间、气氛等工艺，调整产品装载方式，以控制烧结过程中的收缩和变形，从而使烧结后刀片的外形精度控制在 $\pm 0.025\text{mm}$ ；根据产品特点优化磨削参数、优选磨削液及砂轮，设计专用工装夹具，并且组合运用多种磨削工艺提高产品的精度及一致性，提升刀片光洁度，保持表层微观组织的完整，以利于与后续涂层的高结合力 |
| | 涂层设计与 | 根据不锈钢和钢的加工特点，设计不同成分、组织结构的专用 PVD 或 CVD 涂层方案； |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

| | | |
|--------------------|------|--|
| | 制备技术 | 采用自主设计的工艺曲线，通过调整气氛、靶材电流、电压等工艺制备 PVD 涂层；或者通过调整气氛、温度、涂层结构，优化舟皿装载方式等工艺制备 CVD 涂层 |
| 耐腐蚀硬质合金制备技术 | | 通过精确控制碳含量、气氛烧结、表面渗镍等工艺，制备以超细晶粒、低粘结相（钴含量<3%）的硬质合金，从而提升产品的耐腐蚀性和耐磨性 |
| 超薄硬质合金制备技术 | | 采用专用气氛烧结工艺、精准碳含量控制工艺，设计特殊舟皿，有效控制超薄硬质合金制品烧结过程中的形变，稳定批量生产超薄（如直径 70mm 下厚度 0.6mm）、超细（晶粒度≤0.5 μm）硬质合金制品 |

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

产品已经部分实现了进口替代，未来成长性巨大。公司核心技术行业内较为领先，生产的数控刀片，部分实现了进口替代，如在耐腐蚀硬质合金制备技术方面，公司相关牌号的产品与森拉天时同类产品各项性能指标相近，部分产品实现了进口替代；生产的用于 P 类（钢）和 M 类（不锈钢）车削加工的数控刀片，产品系列丰富，耐用性、切削性能、加工后的工件表面质量等均达到行业先进水平，并突破了难切削材料不锈钢的加工难题。

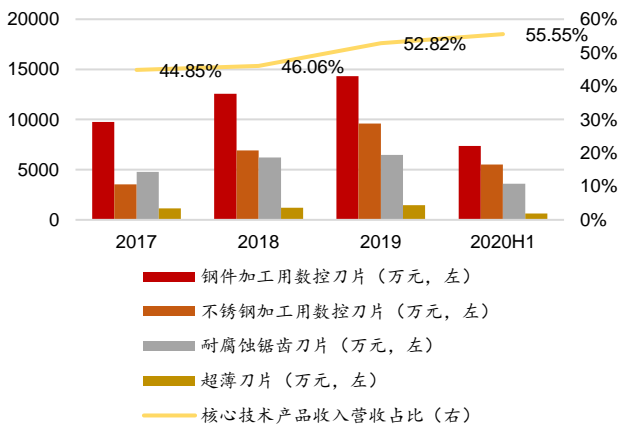
表 6 公司核心技术相对于市场平均水平有一定优势

| 核心技术 | 行业比较 | | |
|---------------------------|------------------------------------|---|--|
| | 行业现状 | 欧科亿现状 | |
| 不锈钢和钢加工数控刀片设计与制备技术 | 刀片结构设计技术 | 进口刀具结构设计成果丰富，国内企业在各自细分领域具备设计优势 | 公司针对不锈钢和钢加工的多项结构取得自主知识产权 |
| | 基体材料设计与制备技术 | 硬质合金基体中碳含量影响数控刀片的性能稳定性。国内较少有企业对硬质合金基体中碳含量的波动控制在±0.01% | 在硬质合金基体制备过程中，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±0.1%（相当于合金中碳含量控制在±0.01%），保证了产品性能的稳定性 |
| | 刀片精度及一致性控制技术 | 烧结工序完成后刀片的尺寸精度较难控制在±0.025mm | 烧结工序完成后刀片的尺寸精度控制在±0.025mm |
| | 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 | 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 | 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 | 能够批量稳定生产（晶粒度≤0.5 μm、钴含量<3%）、硬度达到 HRA93）锯齿刀片 | |
| 超薄硬质合金制备技术 | 国内较少企业能够稳定生产超薄硬质合金，尤其是厚度≤0.6mm 的产品 | 能够批量稳定生产（直径 70mm 下厚度≤0.6mm、晶粒度≤0.5 μm）圆片 | |

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

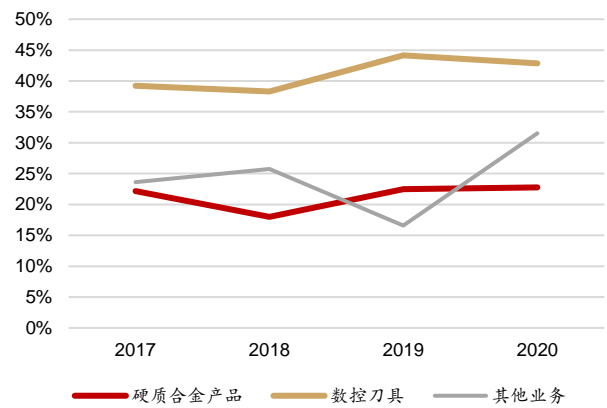
核心技术产品营收占比不断提升，未来盈利水平有望进一步提升。公司核心技术产品产生的销售额占比逐年提升，主要是公司钢件和不锈钢加工用数控刀片的销售快速增长。以核心刀具为主的数控刀具毛利率相对较高，2019 年达到 44.15%，同比提升了 4.91 个百分点，且高于硬质合金制品的毛利率 10-15 个百分点。未来随着公司核心产品的占比逐渐提升，整体的盈利水平有望持续提升，从而增厚公司业绩。

图 26 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 27 以核心技术为主的数控刀片毛利率较高

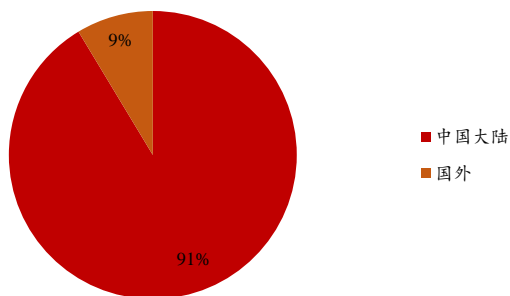


资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.2. 国内&海外齐发力，打开增长新空间

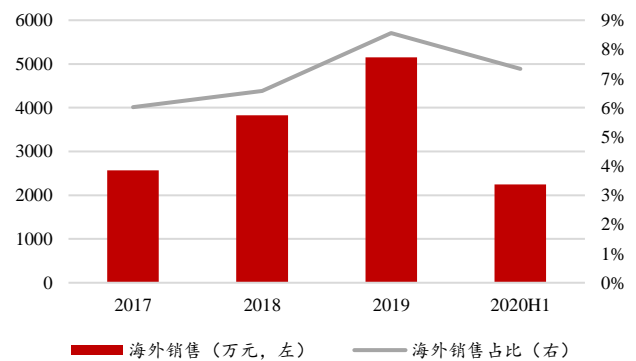
销售以国内销售为主，海外营收占比有望扩大。公司国内销售在 90%以上，占比较高。海外销售额增长势头良好，2017-2019 年，销售收入分别为 2566.35 万元、3824.06 万元、5151.07 万元，期间复合增长率为 41.67%，2020 年上半年由于疫情原因，海外收入占比略有下降。

图 28 2019 年公司国内销售占比达 91%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 29 海外销售额扩大趋势



资料来源: 招股说明书, 华西证券研究所

加强境内经销商的市场布局，完善经销商管理体系。目前公司着力发展一些向终端深耕的 OEM/ODM 客户，一方面可以将公司的产品应用到终端，扩大销售量，二是可以借助大客户了解市场需求和应用技术，研发和生产更符合市场需求的产品。目前公司经销商主要集中在华东、华北和东北地区，但也仅覆盖了其中部分城市。另外，公司也将会持续优选培育小客户，挖掘其消费需求，从其中培育更多战略客户、重点客户和潜力客户。未来，通过加强经销商布局，在保障公司产品更加符合市场需求的同时，公司市场份额有望进一步扩大。

海外有望发力，值得期待。公司持续加大海外市场开拓和推广力度，扩大外销规模，在营销管理中心设有专人负责海外业务的市场开拓和客户维护。随着公司技术水平的提升，部分产品已具备与国际企业共同竞争全球市场的能力。疫情消退后，印

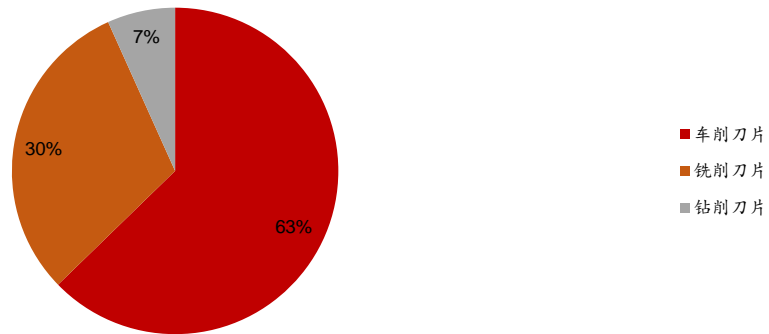
度、土耳其、俄罗斯、墨西哥、巴西、阿根廷市场将会是公司重点开拓的市场，并依靠粗加工和半精加工优势打开海外市场，逐渐讲产品延伸至精加工。考虑到公司品牌在境外仍处于前期培育阶段，公司预计将采用 OEM/ODM 的合作模式，为海外市场的工具企业贴牌生产，以达到快速开拓海外市场的目的。

3.3. 品类拓展&应用延伸，长期来看有望成为综合服务商

品类方面，公司目前拥有 1 万多品类，品类相对丰富，但对于全球巨头山特维克的 5 万多种品类还有很大的提升空间。公司目前在金属陶瓷、金刚石等刀片的研发正在发力，未来有望看到实际效果。公司未来通过扩大产品品类，重点将能够产生规模效应的产品重点突破，单线生产，有望进一步扩大市场份额。

应用方面，公司数控刀片目前中车削刀片占比较大，而车削毛利率相对较低，拖累整体毛利率。未来，公司在持续深耕车削领域的同时，发力铣削刀片的布局。铣削刀片主要用于磨具生产，技术含量略高，毛利率较高。

图 30 公司数控刀片中车削刀片占比达 63% (2020H1)



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

4. 募投产能扩大，未来增长可期

公司发行所募集资金扣除发行费用后将全部用于年产 4000 万片高端数控刀片智造基地建设项目和数控精密刀具研发平台升级项。现在数控刀片产能 6000 万片，随着募投项目建成达产，公司高毛利率的数控刀具的产量预计将大幅提升，优化产品结构，提高盈利水平，数控刀片的产能预计 2021 年年底达到 8500 万片，2022 年达到 1 亿片。另外，募投项目拟采用现代信息化智能控制措施，能够进一步提升公司数控刀具产品性能的一致性和稳定性，从而提高公司产品的市场竞争力。

表 7 公司技术研发团队实力强，研发经验丰富

| 序号 | 项目名称 | 项目实施主体 | 投资总额 (万元) | 建设期 |
|----|--------------------------|--------|-----------|-------|
| 1 | 年产 4000 万片高端数控刀片智造基地建设项目 | 欧科亿 | 45046 | 18 个月 |
| 2 | 数控精密刀具研发平台升级项 | 欧科亿 | 5800 | 24 个月 |

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

5. 盈利预测

核心假设 1: 随着公司数控刀片产能不断释放叠加下游景气度高涨，预计 2021-2023 年公司数控刀片营收分别同比增长 50%/45%/40%，毛利率分别为 44%/44.5%/45%。

核心假设 2: 公司硬质合金制品受下游景气度较高的影响，预计 2021-2023 年公司数控刀片营收分别同比增长 60%/40%/35%，毛利率均为 23%。

表 8 业务拆分

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 数控刀片 | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 3.03 | 4.55 | 6.59 | 9.23 |
| YoY | | 50% | 45% | 40% |
| 成本 (亿元) | 1.73 | 2.55 | 3.66 | 5.07 |
| 毛利 (亿元) | 1.30 | 2.00 | 2.93 | 4.15 |
| 毛利率 | 44.15% | 44% | 44.5% | 45% |
| 硬质合金制品 | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 3.03 | 4.85 | 6.79 | 9.16 |
| YoY | | 60% | 40% | 35% |
| 成本 (亿元) | 3.97 | 3.73 | 5.23 | 7.06 |
| 毛利 (亿元) | 0.90 | 1.12 | 1.56 | 2.11 |
| 毛利率 | 22.45% | 23% | 23% | 23% |
| 营业总收入 | | | | |
| 营业收入 (亿元) | 7.02 | 9.39 | 13.38 | 18.39 |
| YoY | | 33.80% | 42.42% | 37.46% |
| 成本 (亿元) | 4.81 | 6.28 | 8.88 | 12.13 |
| 毛利 (亿元) | 2.21 | 3.12 | 4.49 | 6.26 |
| 毛利率 | 31.45% | 33.16% | 33.59% | 34.04% |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

预计 2021-2023 年收入分别为 9.39/13.38/18.39 亿元，同比增速 33.80%/42.42%/34.04%；实现归母净利润分别为 2.09/2.76/3.86 亿元，同比增速 94.5%/32.3%/39.8%，对应 EPS 分别为 2.09/2.76/3.86 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9 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 | 2021E | 2020A | 2021E | 2021E |
| 688059 | 华锐精密 | 2.70 | 3.36 | 4.59 | -- | 42.26 | 30.95 |
| 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

6. 风险提示

核心技术占比提升速度不及预期：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 | 702 | 939 | 1,338 | 1,839 | 净利润 | 107 | 208 | 276 | 386 |
| YoY (%) | 16.5% | 33.8% | 42.4% | 37.5% | 折旧和摊销 | 54 | 80 | 105 | 77 |
| 营业成本 | 481 | 628 | 888 | 1,213 | 营运资金变动 | -44 | -565 | -357 | -140 |
| 营业税金及附加 | 5 | 6 | 8 | 13 | 经营活动现金流 | 126 | -271 | 28 | 327 |
| 销售费用 | 25 | 25 | 40 | 59 | 资本开支 | -77 | -303 | -189 | -136 |
| 管理费用 | 27 | 18 | 32 | 44 | 投资 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 6 | 0 | 0 | 0 | 投资活动现金流 | -87 | -304 | -190 | -137 |
| 资产减值损失 | -4 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 551 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 债务募资 | 10 | 300 | 100 | 400 |
| 营业利润 | 121 | 235 | 314 | 432 | 筹资活动现金流 | 451 | 295 | 95 | 395 |
| 营业外收支 | 2 | 0 | 0 | 0 | 现金净流量 | 488 | -280 | -67 | 585 |
| 利润总额 | 123 | 235 | 314 | 432 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | 16 | 27 | 38 | 46 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 107 | 208 | 276 | 386 | 营业收入增长率 | 16.5% | 33.8% | 42.4% | 37.5% |
| 归属于母公司净利润 | 107 | 208 | 276 | 386 | 净利润增长率 | 21.5% | 93.9% | 32.3% | 40.1% |
| YoY (%) | 21.5% | 93.9% | 32.3% | 40.1% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 1.07 | 2.08 | 2.76 | 3.86 | 毛利率 | 31.4% | 33.2% | 33.6% | 34.0% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率率 | 15.3% | 22.2% | 20.6% | 21.0% |
| 货币资金 | 646 | 366 | 300 | 884 | 总资产收益率 ROA | 6.6% | 9.4% | 10.3% | 10.8% |
| 预付款项 | 2 | 17 | 24 | 24 | 净资产收益率 ROE | 8.2% | 13.7% | 15.4% | 17.7% |
| 存货 | 181 | 239 | 338 | 460 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 304 | 873 | 1,221 | 1,355 | 流动比率 | 4.31 | 4.39 | 4.30 | 4.92 |
| 流动资产合计 | 1,133 | 1,495 | 1,883 | 2,723 | 速动比率 | 3.61 | 3.64 | 3.47 | 4.05 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金比率 | 2.46 | 1.08 | 0.68 | 1.60 |
| 固定资产 | 397 | 534 | 505 | 496 | 资产负债率 | 19.4% | 31.3% | 33.2% | 39.2% |
| 无形资产 | 40 | 53 | 71 | 80 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 488 | 712 | 798 | 859 | 总资产周转率 | 0.43 | 0.43 | 0.50 | 0.51 |
| 资产合计 | 1,622 | 2,208 | 2,681 | 3,582 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 10 | 10 | 10 | 10 | 每股收益 | 1.07 | 2.08 | 2.76 | 3.86 |
| 应付账款及票据 | 97 | 149 | 195 | 266 | 每股净资产 | 13.07 | 15.16 | 17.91 | 21.77 |
| 其他流动负债 | 156 | 181 | 233 | 277 | 每股经营现金流 | 1.26 | -2.71 | 0.28 | 3.27 |
| 流动负债合计 | 263 | 341 | 438 | 553 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0 | 300 | 400 | 800 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 52 | 52 | 52 | 52 | PE | 68.05 | 35.09 | 26.53 | 18.94 |
| 非流动负债合计 | 52 | 352 | 452 | 852 | PB | 2.08 | 4.82 | 4.08 | 3.36 |
| 负债合计 | 314 | 692 | 890 | 1,405 | | | | | |
| 股本 | 100 | 100 | 100 | 100 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1,307 | 1,516 | 1,791 | 2,177 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 1,622 | 2,208 | 2,681 | 3,582 | | | | | |

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。