

2021年08月13日

## 国产化进程加速，数控刀具新星未来可期 增持（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	312	502	721	940
同比（%）	20.6%	60.8%	43.6%	30.4%
归母净利润（百万元）	89	149	213	277
同比（%）	23.9%	67.7%	43.0%	29.8%
每股收益（元/股）	2.70	3.39	4.85	6.30
P/E（倍）	57	46	32	25

### 投资要点

#### ■ 国内数控刀片先进制造商，正处于快速扩张阶段

公司以非标定制化刀具起家，逐步成长为国内硬质合金切削刀具领先供应商，主要从事数控刀具业务，规模位居国内前列。公司持续加码研发，技术水平和产品性能均处于国内领先地位，特别是铣削刀片已形成显著竞争优势。2017年-2020年，公司营收、净利润 CAGR 分别达 23.5% 和 29.8%，毛利率持续稳定在 50% 左右，净利率从 23.3% 提升至 28.5%，盈利能力突出。受制造业复苏和国产替代影响，2021H1 公司营收和归母净利润分别为 2.3 亿元、7400 万元，分别同比+68%、+116%，业绩大幅增长。

#### ■ 进口替代加速，国产企业向中高端市场渗透

刀具行业周期波动性小，受益于数控化升级，国内市场仍有成长空间。切削刀具作为机床加工的易耗部件，具有明显的消费属性，市场需求受周期波动影响小，行业规模相对稳定。2020 年，全球刀具市场规模已达 2000 亿元以上，国内市场规模稳定在 300-400 亿元。随着机床数控化升级，国内数控刀具的消费需求有望进一步提升。

从竞争格局看，欧美、日韩、国内企业三分天下。欧美企业以向客户提供整体切削解决方案为主，凭借雄厚的技术实力，垄断高精度要求的高端刀具市场；日韩企业主导中高端非定制刀具领域，产品的通用性强、性价比高；国内企业总体以中低端产品为主，但逐步向日韩中高端市场渗透。

国内刀具市场进口替代加速。随着技术突破和产品性价比的提升，国内企业逐步向中高端刀具市场渗透，实现对日韩中高端产品的替代。国内进口刀具的消费额占比由 2016 年的 37.2% 降至 2019 年的 34.6%，进口依赖度持续走低。随着全球制造业复苏，下游需求旺盛，叠加海外疫情影响国外产能，刀具行业供不应求，国产化进程有望加速。

#### ■ 产品性能提升，经销渠道全国铺开，业绩有望持续增长

1) 部分核心产品性能比肩国外产商。公司技术水平持续处于行业领先地位，在四大加工环节均具备竞争优势。凭借良好的产品性能和性价比优势，公司成功进入中高端刀具市场。2) 公司构建全国性经销网络，通过品牌专卖店模式增强市场影响力。同时，辅以直销模式，公司以此积累大客户资源。3) 上市募投突破产能瓶颈，将新增硬质合金数控刀片 3000 万片、金属陶瓷数控刀片 500 万片、硬质合金整体刀具 200 万支，公司产能得到进一步释放。我们认为，在行业景气度向上的背景下，公司有望凭借产品和渠道优势，进一步向中高端刀具市场渗透；随着募投项目落地，产能瓶颈突破，公司业绩有望快速兑现。

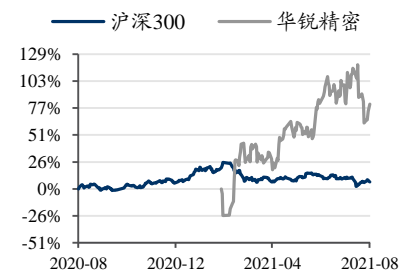
#### ■ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2021 年-2023 年归母净利润分别 1.49/2.13/2.77 亿元，对应 PE 分别为 46/32/25 倍。公司处于快速扩张阶段，业绩有望持续增长，优于可比公司，享受估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：下游需求不及预期风险；经销客户拓展不及预期；原材料价格波动风险。

证券分析师 周尔双  
执业证号：S0600515110002  
021-60199784  
zhouersh@dwzq.com.cn  
证券分析师 朱贝贝  
执业证号：S0600520090001  
zhubb@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	154.70
一年最低/最高价	62.25/191.65
市净率(倍)	8.5
流通 A 股市值(百万元)	1446.5

### 基础数据

每股净资产(元)	18.21
资产负债率(%)	18.29
总股本(百万股)	44.01
流通 A 股(百万股)	9.35

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 刀具行业新起之秀，深耕行业十数载</b> .....	<b>4</b>
1.1. 深耕刀具领域，国内硬质合金切削刀具的民营龙头 .....	4
1.2. 公司业绩持续稳步增长，数控刀具毛利率高达 50% .....	6
<b>2. 刀具行业：进口替代加速，国产刀具龙头崛起在即</b> .....	<b>8</b>
2.1. 工业机床的关键部件，易耗品属性明显 .....	8
2.1.1. 高技术壁垒行业，兼具“周期”和“消费”属性 .....	8
2.1.2. 下游应用广泛，硬质合金刀具占主导地位 .....	9
2.2. 全球 2000 亿市场，制造业复苏+数控化升级驱动行业增长 .....	11
2.3. 外资垄断中高端领域，国内企业逐渐向上渗透 .....	13
<b>3. 产品+渠道双优势，公司业绩有望持续增长</b> .....	<b>14</b>
3.1. 技术储备深厚，产品比肩国外产商 .....	14
3.2. 经销渠道全国铺开，专卖店模式打造市场影响力 .....	16
3.3. 资金密集型行业，公司上市募资突破资金瓶颈 .....	17
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>19</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 华锐精密发展历程.....	4
图 2: 核心产品包括车削、铣削、钻削刀片.....	5
图 3: 2020 年车削和铣削刀片收入贡献超 9 成.....	5
图 4: 肖旭凯、高颖、王玉琴合计持股 35.2% (截至 2020 年 7 月) .....	6
图 5: 2017 年-2020 年, 营业收入 CAGR=23.5%.....	6
图 6: 2017 年-2020 年, 归母净利润 CAGR=29.8%.....	6
图 7: 2017-2021H1, 毛利率维持在 50%左右 .....	7
图 8: 2017-2021H1, 公司费用率走低, 推动盈利提升 .....	7
图 9: 研发支出持续高增长.....	7
图 10: 资产负债率持续走低, 资本结构良好.....	7
图 11: 刀具行业具有“消费”+“周期”双属性 .....	8
图 12: 刀具市场消费额占机床生产值比例持续上升.....	8
图 13: 工艺流程示意图.....	9
图 14: 2019 年, 硬质合金刀具在全球消费占比达 63%.....	10
图 15: 我国硬质合金刀具产值占比持续提升.....	10
图 16: 通用机械和汽车行业为切削刀具最主要的应用领域 (2019 年) .....	11
图 17: 全球刀具市场规模达 2000 亿元以上.....	11
图 18: 国内市场规模稳定在 300-400 亿元 .....	11
图 19: 国内 PMI 连续位于荣枯线之上 .....	12
图 20: 制造业持续复苏.....	12
图 21: 2013 年-2019 年, 我国金属切削机床数控化率不断提升 .....	12
图 22: 国际刀具行业分为三个阵营.....	13
图 23: 本土企业数量多, 但市占率较低.....	13
图 24: 进口数控刀具的消费份额逐年下滑.....	14
图 25: 公司在四大环节的技术水平均具备竞争优势.....	15
图 26: 2017-2020H1, 经销收入占比保持在 80%以上.....	16
图 27: 公司设立“顽石”等自主品牌.....	17
图 28: 公司自 2018 年开始推广经销商专卖店模式.....	17
图 29: 公司产能利用率和产销量均处于高位.....	18
表 1: 全流程生产工艺复杂, 行业具有高技术壁垒特性.....	9
表 2: 硬质合金刀具硬度优于高速钢, 韧性高于陶瓷和超硬材料.....	10
表 3: 产品性能可与国外产商媲美.....	15
表 4: 数控刀具扩产项目投资额较大, 行业具有资金密集型特性.....	17
表 5: 公司 IPO 募投项目 .....	18
表 6: 公司收入预测表.....	19
表 7: 可比公司估值 (2021 年 8 月 13 日) .....	20

## 1. 刀具行业新起之秀，深耕行业十数载

### 1.1. 深耕刀具领域，国内硬质合金切削刀具的民营龙头

公司是国内先进的硬质合金切削刀具制造商。华锐精密成立于2007年3月，主要从事数控刀具的研发、生产和销售，经过多年的技术和人才积累，公司核心技术和产品处于国内先进水平。公司连续多年产量位居国内前列，2018年和2019年，公司硬质合金数控刀片产量在国内企业中均位列前三。

公司发展历程分为三个阶段。第一阶段：非标定制化刀具供应商(2007年-2011年)。公司设立之时，主要为终端大客户 提供非标定制化的硬质合金刀具产品，销售模式以直销为主。第二阶段：向提供标准化产品转型(2012年-2016年)。为满足众多中小机械加工企业的共性需求，公司向提供标准产品转型。同时，为配合产品转型，公司销售模式转型为以经销为主，初步建立华南、华东和华北三大销售网络。第三阶段：技术沉淀，进入中高端市场(2017年至今)。公司不断加大高端人才和先进装备投入，核心技术处于国内领先地位，部分产品可与欧美日韩的中高端产品媲美。

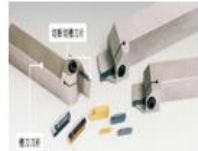
图 1：华锐精密发展历程



数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所整理

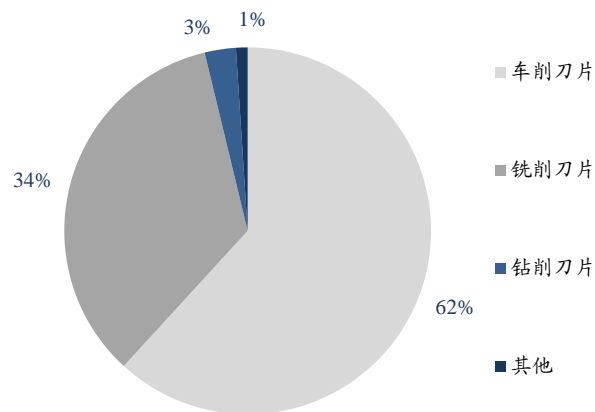
公司聚焦于数控刀具领域，现有核心产品为硬质合金数控刀片，包括车削、铣削和钻削三大系列。从产品结构看，车削和铣削产品为公司主要营收来源，两个产品在2020年的合计收入贡献在95%以上。此外，公司部分产品综合性能已达日韩中高端产品水平，进入中高端领域，逐步实现进口替代。

图 2：核心产品包括车削、铣削、钻削刀片

产品种类	产品名称	产品示例	具体用途
车削系列	普通车削刀片		通用机械、汽车、轨道交通等
	切断切槽刀片		精密轴承、通用机械等
	螺纹刀片		高端卫浴、石油化工等
铣削系列	铣削刀片		精密模具、能源装备等
钻削系列	钻削刀片		工程机械、新能源等

数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所

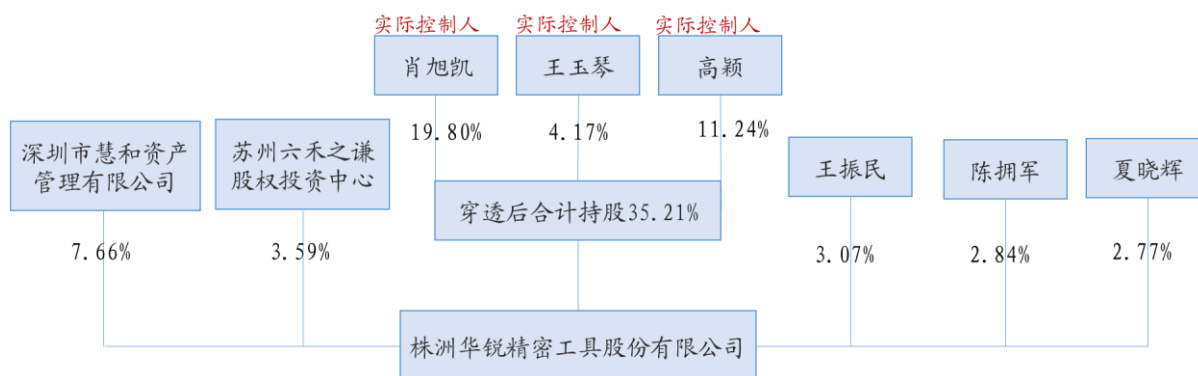
图 3：2020 年车削和铣削刀片收入贡献超 9 成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

股权结构稳定，实际控制人之间深度绑定。肖旭凯、高颖、王玉琴为公司创始人，穿透后三人合计持股 35.2%，为公司共同持股股东和实际控制人。其中，高颖为肖旭凯配偶，王玉琴为高颖母亲。实际控制人冲突风险小，公司股权结构稳定。

图 4：肖旭凯、高颖、王玉琴合计持股 35.2%（截至 2021 年 7 月）

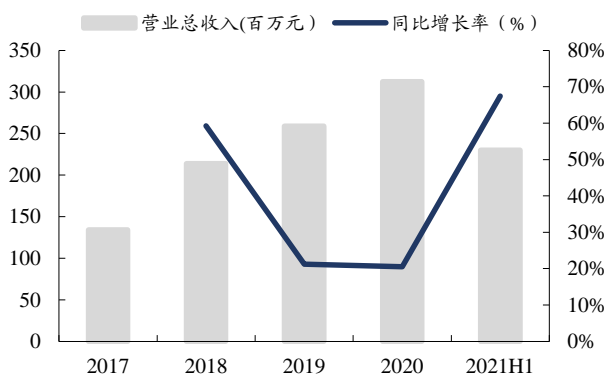


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 公司业绩持续稳步增长，数控刀具毛利率高达 50%

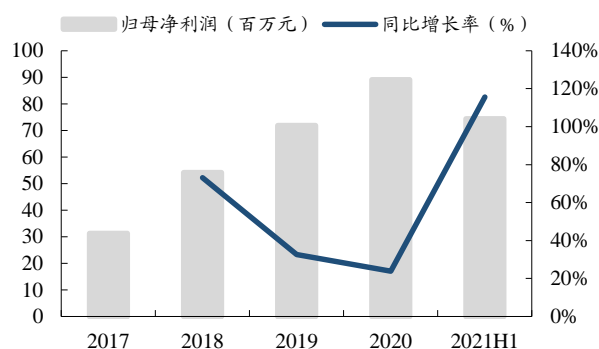
营收稳步增长，受益于制造业复苏+进口替代，业绩有望持续突破。公司业绩呈稳步增长态势，营业收入由 2017 年的 1.34 亿元增至 2020 年的 3.12 亿元，CAGR=23.5%；归母净利润由 2017 年的 3128 万元增至 2020 年的 8900 万元，CAGR=29.8%。受益于制造业复苏+进口替代，数控刀具需求旺盛，公司营收进一步增长。2021H1，公司营收为 2.3 亿元，同比增长 68%，实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 116%。

图 5：2017 年-2020 年，营业收入 CAGR=23.5%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

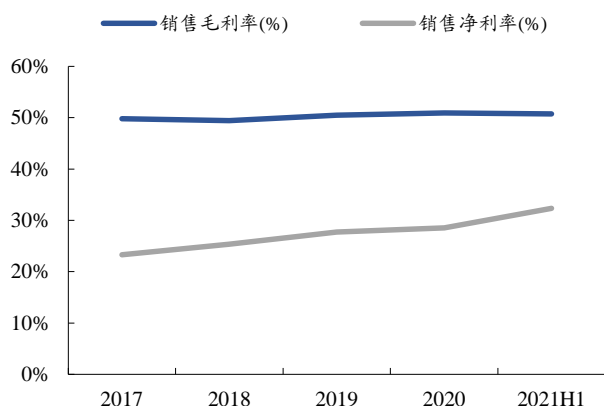
图 6：2017 年-2020 年，归母净利润 CAGR=29.8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

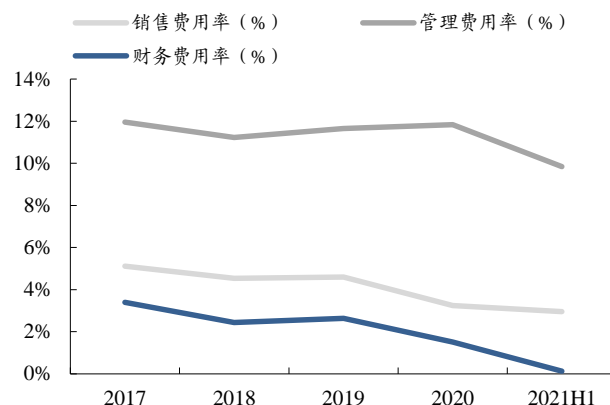
毛利率持续稳定在高水平，费用率降低推动盈利能力提升。2020 年公司毛利率 50.9%，同比+0.44pct；净利率 28.5%，同比+0.78pct，二者均维持在高水平。2018 年-2020 年，公司费用率呈下降态势，直接带动盈利能力的提升。2021H1，公司毛利率依旧稳定在 50.8% 的高水平，净利率进一步增长至 32.4%，盈利能力持续向好。

图 7: 2017-2021H1, 毛利率维持在 50%左右



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2017-2021H1, 公司费用率走低, 推动盈利提升

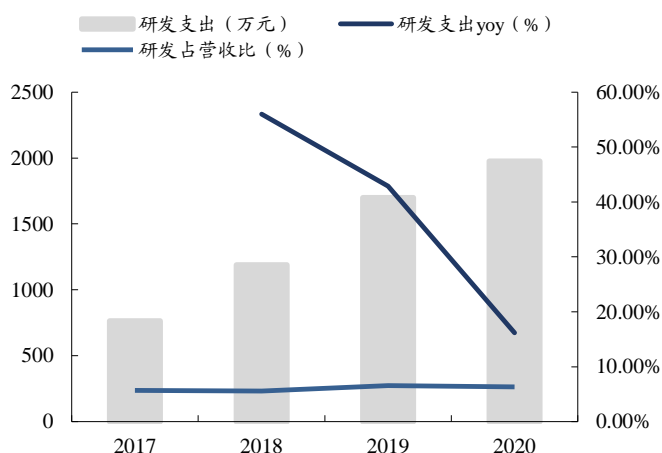


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**公司研发支出持续高增长。**2017 年-2020 年, 公司研发占营收比持续稳定在 6%左右, 研发费用 CAGR=26.8%。公司采用“集中优势、单品突破”的研发战略, 专注于硬质合金数控刀具的技术创新。截至 2020 年, 公司已形成专利技术 33 项, 发明专利 10 项。

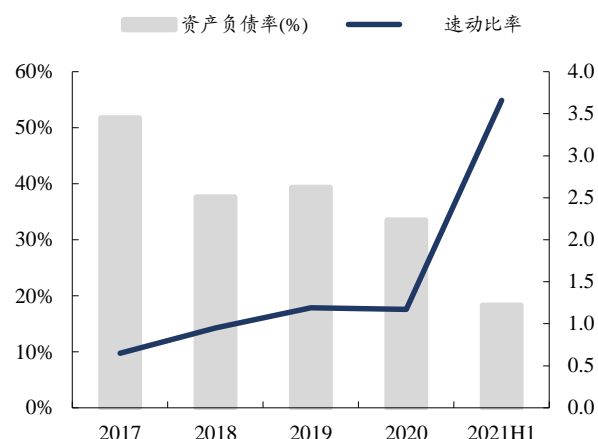
**资本结构健康, 偿债能力良好。**尽管规模快速扩张, 公司仍保持着良好的资本结构, 资产负债率持续下降, 2021 年 H1 降至 18.3%。公司速动比率不断提升, 2021 年 H1 提升至 3.7, 偿债能力优秀。

图 9: 研发支出持续高增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 资产负债率持续走低, 资本结构良好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 刀具行业：进口替代加速，国产刀具龙头崛起在即

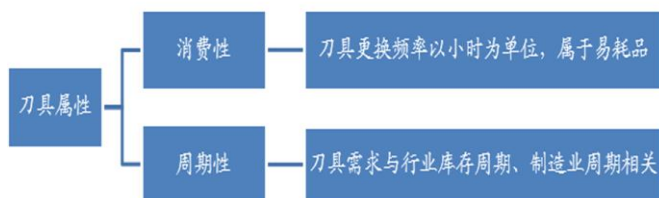
### 2.1. 工业机床的关键部件，易耗品属性明显

#### 2.1.1. 高技术壁垒行业，兼具“周期”和“消费”属性

切削刀具是工业机床的“牙齿”，其性能决定了机床加工精度和效率。根据《切削加工刀具专利分析报告》，切削加工约占整个机械加工工作量的 90%，刀具是制造领域中直接参与切削的终端关键部件，高效先进刀具可明显提高加工效率，使生产成本降低 10%-15%。

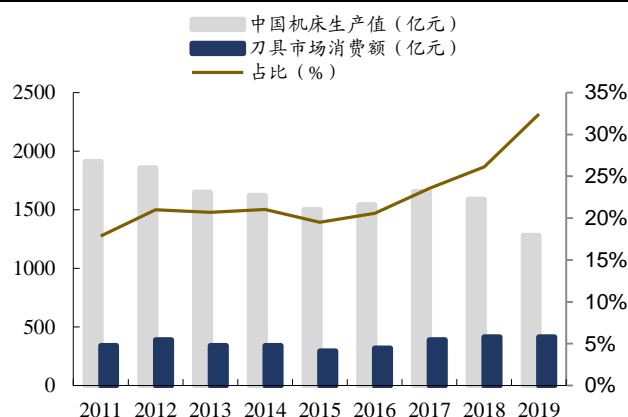
刀具行业具有“消费”+“周期”双属性。（1）切削刀具更换频率是以小时计算，具有明显的易耗品属性。2011 年-2019 年，中国刀具市场消费额占机床生产值的比例持续上升，尽管中国机床生产值持续下降，刀具市场仍保持相对稳定的消费额，反映了刀具行业的消费属性。（2）切削刀具需求与制造业周期息息相关。切削刀具是机械加工中的重要耗材，刀具市场的消费需求与制造业开工情况、行业库存周期均有着紧密联系，具有周期属性。

图 11：刀具行业具有“消费”+“周期”双属性



数据来源：东吴证券研究所整理

图 12：刀具市场消费额占机床生产值比例持续上升



数据来源：华锐精密招股书，Wind，东吴证券研究所

高技术壁垒行业，全流程生产工艺复杂。数控刀具核心技术主要包括基体材料、刀具结构、精密成型和表面涂层四大环节，任何一个环节都严重影响刀具性能：（1）基体材料主要影响刀具的硬度和稳定性。（2）槽型结构主要影响刀具的切削效率。（3）精密成形主要影响加工精度。（4）表面涂层主要影响刀具的使用寿命。

国内少数企业具备覆盖全流程生产能力，刀具行业的整体集中度不高。各环节生产技术积累需要 5 年以上时间，使得行业格局短期内稳定。随着技术研发的不断深入，各企业间差距拉大，行业集中度有望进一步提升。



图 13: 工艺流程示意图



数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所

表 1: 全流程生产工艺复杂，行业具有高技术壁垒特性

环节	主要影响	主要技术环节	重要性
基体材料	硬度、稳定性	合金成分及结构	成分和结构不同会导致合金具有不同的硬度和韧性
		碳含量控制	碳含量不足及过多所导致的脱碳和渗碳现象会导致合金硬度下降
		晶粒度控制	晶粒度波动范围越窄，硬质合金物理性能越稳定
槽型结构	切削效率	槽型结构设计	不同材料、加工方式以及应用场景需要不同刀具结构，合理的结构设计能够提高切削效率
精密成型	加工精度	烧结成型	控制刀具烧结过程中的收缩和变形，保证烧结体的均匀收缩和尺寸的一致性，从而提升产品精度
表面涂层	使用寿命	物理气相沉积 (PVD) 化学气相沉积 (CVD)	表面涂层能够对刀具起到良好的化学保护和热屏障作用，可以提高刀片 3-5 倍的使用寿命

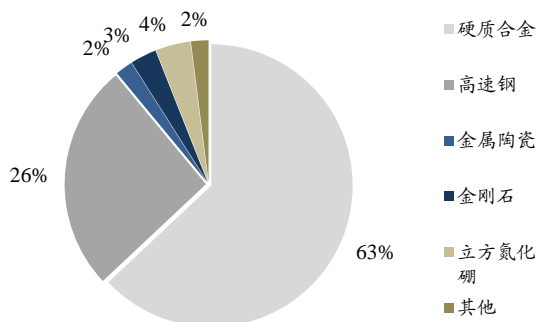
数据来源：华锐精密、欧科亿招股书，东吴证券研究所

### 2.1.2. 下游应用广泛，硬质合金刀具占主导地位

硬质合金刀具性能优良，占据刀具市场主导地位。硬质合金与高速钢相比，具有较高的硬度、耐磨性和红硬性；与陶瓷和超硬材料相比，具有较高的韧性。硬质合金刀具良好的综合性能使其广泛运用于机械加工。

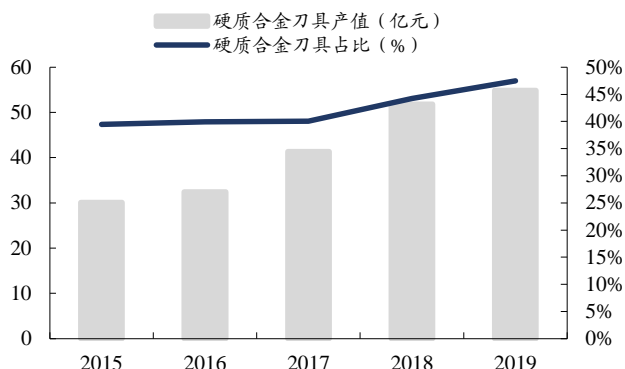
2019 年，硬质合金刀具在全球切削刀具消费结构中占比达 63%，占主导地位。我国硬质合金切削刀具在国内刀具消费结构中的占比也在持续提升，我国硬质合金刀具产值占比从 2015 年的 39.5% 提升至 2019 年的 47.5%，硬质合金刀具在国内刀具消费占比已达 53%。硬质合金刀具是参与数字化制造的主导刀具，随着我国制造业持续升级，将进一步提高硬质合金刀具在国内市场的消费份额。

图 14: 2019 年, 硬质合金刀具在全球消费占比达 63%



数据来源: 华锐精密招股书, 东吴证券研究所

图 15: 我国硬质合金刀具产值占比持续提升



数据来源: 欧科亿招股书, 东吴证券研究所

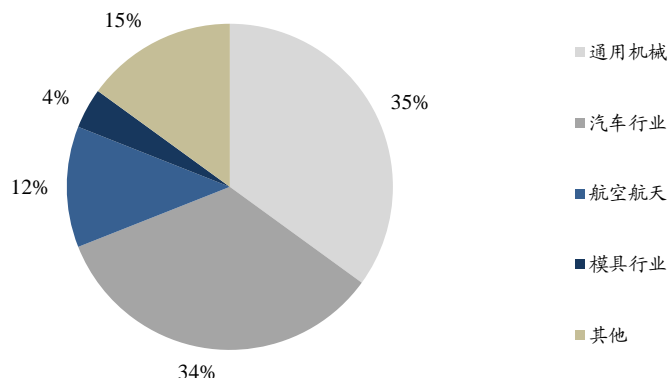
表 2: 硬质合金刀具性能硬度优于高速钢, 韧性高于陶瓷和超硬材料

	性能指标	优点	缺点
高速钢	硬度: HRC63-67, 热硬性: 500℃-1000℃ 切削速度: 40m/min	具有较高的强度和韧性, 并具有一定的硬度和耐磨性; 制造工艺简单	硬度低, 红硬性差
硬质合金	硬度: HRC74-82, 热硬性: 800℃-1000℃ 切削速度: 100-300m/min	硬度、耐磨性、耐热性都很高; 切削性能及耐用性远高于高速钢	抗弯强度和韧性低; 导热率低, 抗热冲击性较差
陶瓷	硬度: HRA91-95, 热硬性: 1200℃ 切削速度: 100-400m/min	很高的硬度及耐磨性; 很高的耐热性; 高化学稳定性	脆性大, 强度和韧性低; 导热率低, 抗热冲击性较差
超硬材料刀具	人造聚晶金刚石 (PCD) 硬度: HV5000 以上, 热硬性: 700℃-800℃ 切削速度: 2500-5000m/min	极高的硬度和耐磨性; 很低的摩擦系数; 切削刃非常锋利; 很高的导热性能; 热膨胀系数比硬质合金小几倍	热硬性差, 不能在高温下切削; 与铁元素的亲和力很强, 不易加工黑色金属
	聚晶立方氮化硼 (PCBN) 硬度: HV8000-10000, 热硬性: 1400℃-1500℃	极高的硬度和耐磨性; 很高的热稳定性; 优良的化学稳定性; 较好的热导性; 较低的摩擦系数	抗冲击性能较硬质合金差, 使用时应注意提高工艺系统的刚性, 尽量避免冲击切削

数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

从下游应用看, 切削刀具主要应用于通用机械、汽车行业和航空航天领域, 其中通用机械和汽车行业为最主要的下游应用领域。2019 年全球切削刀具销售去向数据显示: 通用机械占 35%, 汽车行业占 34%, 航空航天占 12%, 模具行业占 4%, 其它占 15%。

图 16: 通用机械和汽车行业为切削刀具最主要的应用领域 (2019 年)



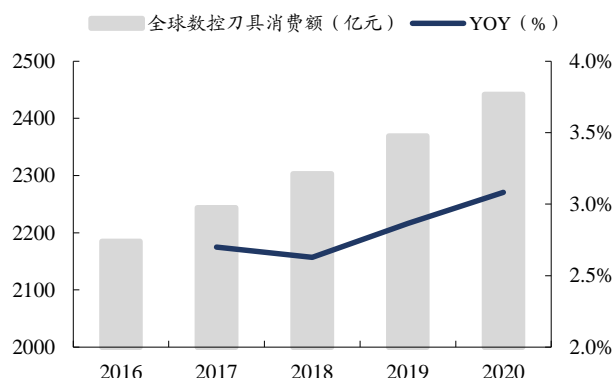
数据来源: 华锐精密招股书, 东吴证券研究所

## 2.2. 全球 2000 亿市场, 制造业复苏+数控化升级驱动行业增长

2016 年-2020 年, 全球刀具市场规模均在 2000 亿元以上, 国内稳定在 300-400 亿元。据 QY Research 统计, 全球数控刀具消费额由 2016 年的 2185 亿元增长至 2020 年的 2442 亿元, 复合增长率达 2.8%, 呈稳步增长态势。

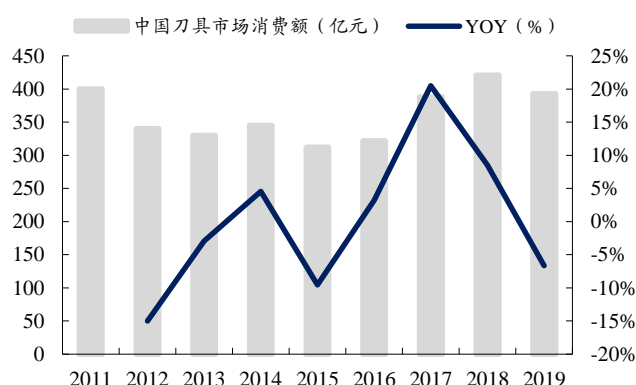
其中, 国内市场规模稳定在 300-400 亿元, 伴随制造业景气度同步波动。2018 年, 供给侧结构性改革推动刀具消费市场恢复增长, 当年切削刀具行业市场规模达到历史最高水平 (421 亿元)。2019 年受中美贸易摩擦以及汽车行业景气度下行影响, 切削刀具消费额下降至 393 亿元。

图 17: 全球刀具市场规模达 2000 亿元以上



数据来源: QY Research, 东吴证券研究所

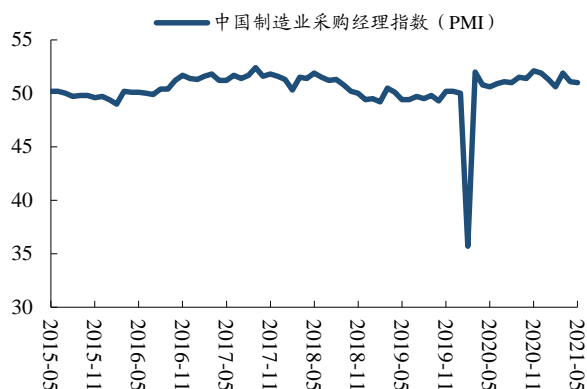
图 18: 国内市场规模稳定在 300-400 亿元



数据来源: 华锐精密招股书, 东吴证券研究所

制造业周期回归，刀具行业迎来新一轮需求。2020年3月以来，PMI连续位于荣枯线之上，制造业投资持续修复，带动刀具消费需求回升。后疫情时代，随着全球经济共振复苏，制造业强势回归。在此背景下，刀具行业景气度顺周期上行，市场消费需求持续上升。

图 19: 国内 PMI 连续位于荣枯线之上



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

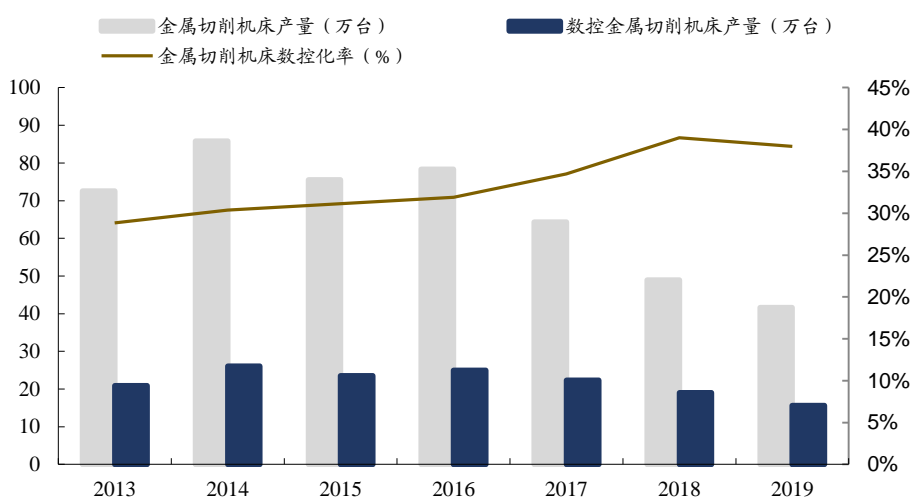
图 20: 制造业持续复苏



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数控化率提升带动数控刀具需求。2019年，我国金属切削机床数控化率为38%，相对于国际上制造业强国机床数控化率60%以上水平，仍有较大提升空间。根据《中国制造2025》规划，估计我国关键工序数控化率在2020年达到50%。随着机床数控化升级，作为数控金属切削机床的易耗部件，数控刀具的消费需求也将得到提升。

图 21: 2013 年-2019 年，我国金属切削机床数控化率不断提升



数据来源: 华锐精密招股书, 中国机床工具工业协会, 东吴证券研究所

### 2.3. 外资垄断中高端领域，国内企业逐渐向上渗透

刀具行业中高端领域依旧由外资垄断。凭借多年积累，外资刀具企业在技术上处于持续领先的水平，在高端刀具领域始终占据主导地位。国内企业尚未具备提供完整刀具解决方案的能力，技术水平较欧美、日韩企业仍有明显差距，总体上以提供中低端产品为主。

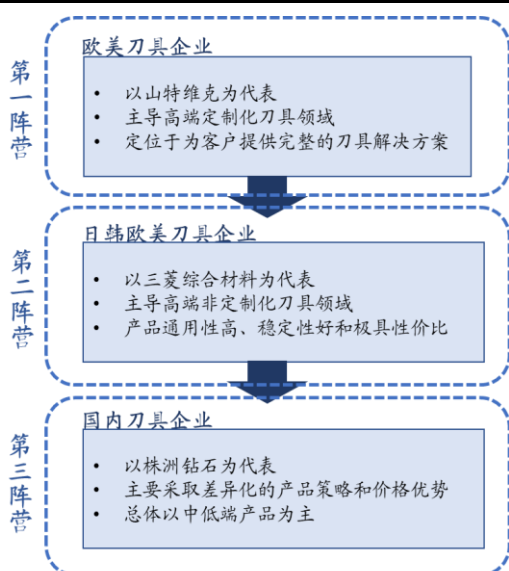
国际刀具行业大致分为三个阵营：

(1) 第一阵营：以山特维克为代表的技术实力强劲的欧美企业，以向客户提供整体切削解决方案为主。2019年，欧美刀具企业前三大品牌在我国市场的销售占比为13.1%，垄断了航空航天、军工和汽车工业等精度要求更高的高端刀具市场。

(2) 第二阵营：以三菱为代表的产品通用性强、性价比高的日韩企业。日韩刀具企业主导高端非定制刀具领域，产品价格普遍高于国产刀具。2019年，日韩刀具企业前四大品牌在我国市场的销售占比为5.8%。

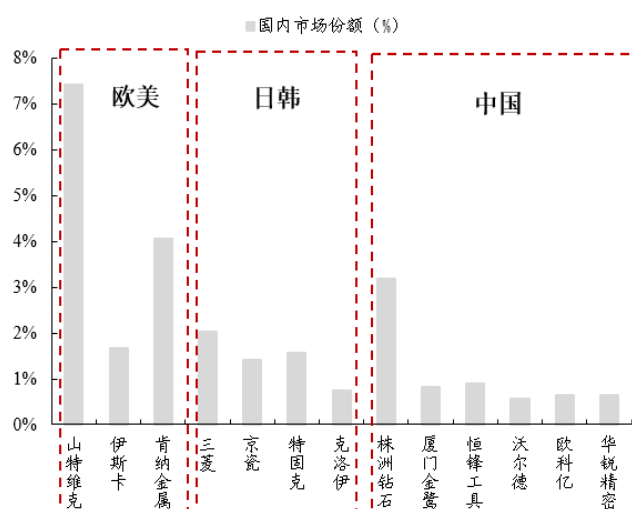
(3) 第三阵营：以株洲钻石为代表的技术含量较低、规模较小的国内刀具企业。国内切削刀具企业在中低端产品市场竞争激烈。2019年，国内刀具企业龙头株洲钻石的国内销售占比仅3.2%，其余国内企业的市占率更是不足1%。多用于一般钢铁材料和精度要求不高的有色金属加工方面。

图 22：国际刀具行业分为三个阵营



数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所整理

图 23：本土企业数量多，但市占率较低

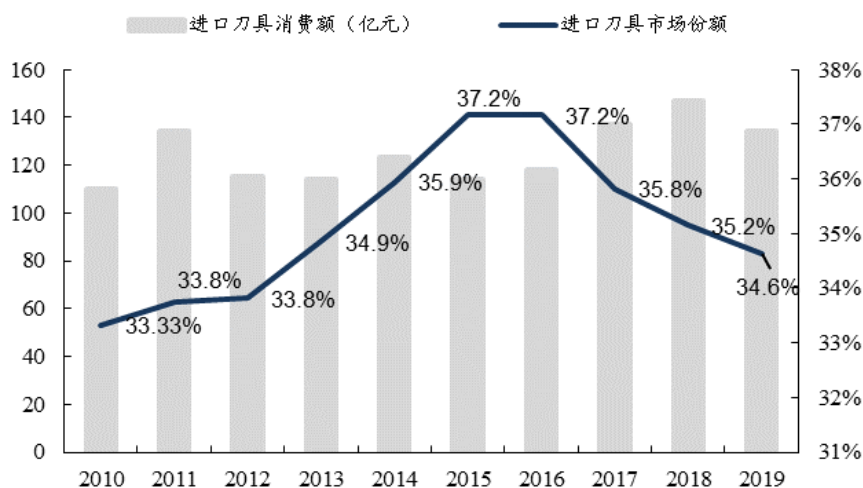


数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

国产刀具向中高端市场延伸，进口替代速度加快。我国刀具企业产品结构调整已取得一定进展，在个别领域替代了部分进口产品。国内进口刀具消费金额的市场占比逐年下降，由2016年的37.2%降至2019年的34.6%，进口依赖度持续走低。

刀具进口依赖度下降主要是因为技术进步和产品性价比优势。随着技术的不断提升，国内企业把控刀具性能的能力不断增强，部分国内知名的刀具生产企业已经能为下游用户提供个性化的切削加工解决方案。凭借产品性价比优势，国内企业逐步实现对中高端刀具产品的进口替代。随着国产刀具性能的提升和产品结构的优化升级，数控刀具的国产化进程有望进一步加速。

图 24：进口数控刀具的消费份额逐年下滑



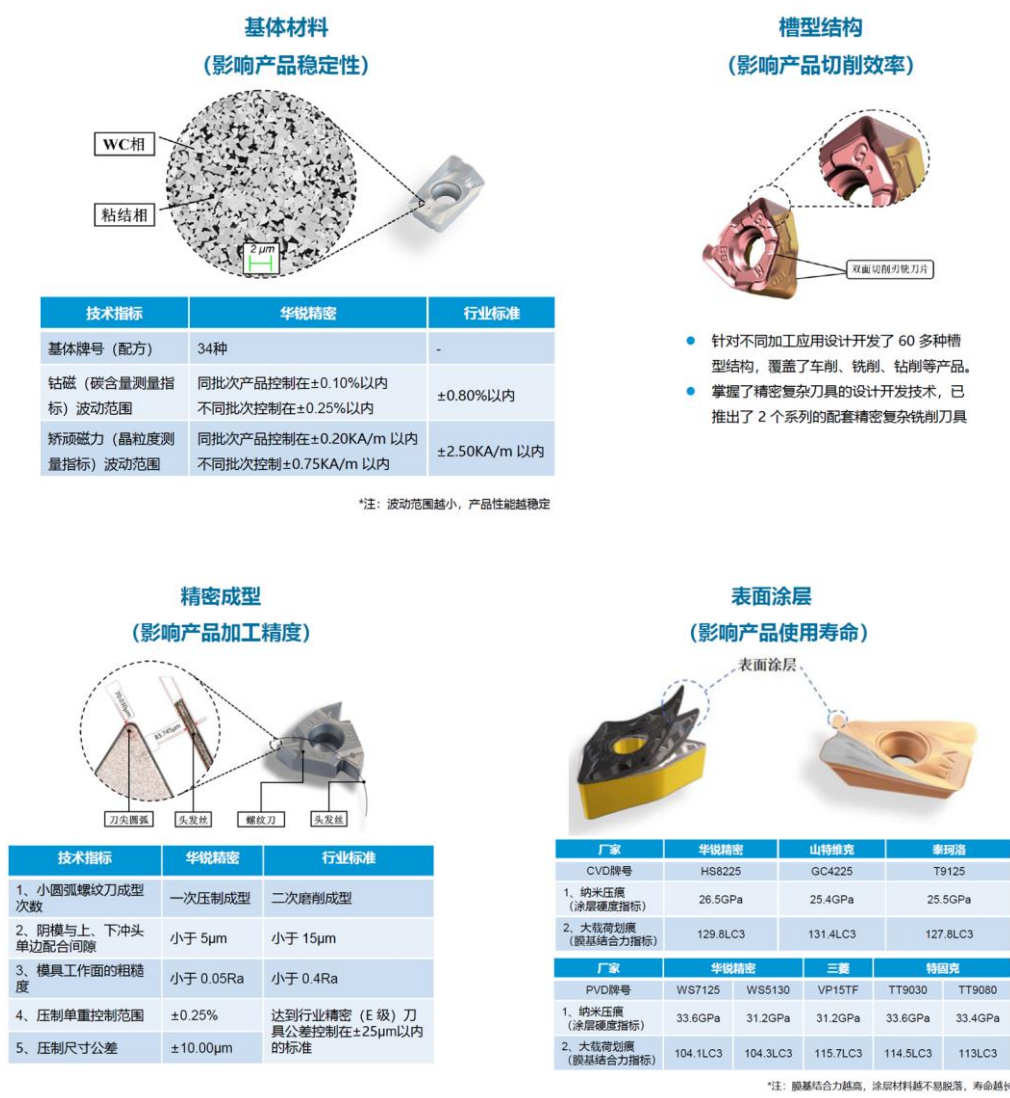
数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所

### 3. 产品+渠道双优势，公司业绩有望持续增长

#### 3.1. 技术储备深厚，产品比肩国外产商

公司在四大加工环节的技术水平均领先行业标准，构建坚实技术壁垒。(1) 基体材料：公司熟练掌握成分、结构与性能之间的关系，产品基体性能的稳定性、一致性均优于行业标准。(2) 槽型结构：公司建立标准化的刀具设计模块库，采用“柔性”槽型设计理念，实现槽型结构设计的优化，提升了刀具的切削效率。(3) 精密成型：公司在模具制备、混合料制备、压制成型控制和烧结成型控制等方面均处于国内领先地位。(4) 表面涂层：公司有着多年PVD和CVD涂层技术研发经验，有效提升涂层刀片的使用寿命。

图 25: 公司在四大环节的技术水平均具备竞争优势



数据来源: 华锐精密招股书, 东吴证券研究所

主要产品性能可与日韩中高端产品媲美。公司铣削刀片具备显著竞争优势, 整体切削性能达到日韩产品水平, 个别型号产品性能开始接近欧美刀具企业同类产品的水平, 逐渐向中高端市场渗透。此外, 公司产品具有明显价格优势, 公司刀片平均单价约为 6 元/片, 较日韩产品 18-20 元/片的水平仍有较大的上升空间。产品性价比优势和中高端领域国产替代加速有望给公司带来持续业绩增长。

表 3: 产品性能可与国外产商媲美

公司	CVD 涂层刀			PVD 涂层刀				
	山特维克	泰珂洛	华锐精密	结论	特固克	三菱	华锐精密	结论
牌号	GC4225	T9125	HS8225		TT9030	VP15TF	WS7125	

维氏硬度 HV3 (N/mm <sup>2</sup> )	1460	1470	1470	基体硬度 相当	1600	1590	1570	基体硬度 相当
断裂韧性	10.95	12.15	11.9	基体韧性 相当	9.98	11.03	11.22	基体韧性 相当
纳米压痕 (Gpa)	25.4	25.4	26.5	涂层硬度 相当	33.6	31.2	33.6	涂层硬度 相当
大载荷划痕 (LC3)	131.4	127.8	129.8	膜基结合 力相当	114.5	115.7	104.1	膜基结合 力略低于 日韩刀具

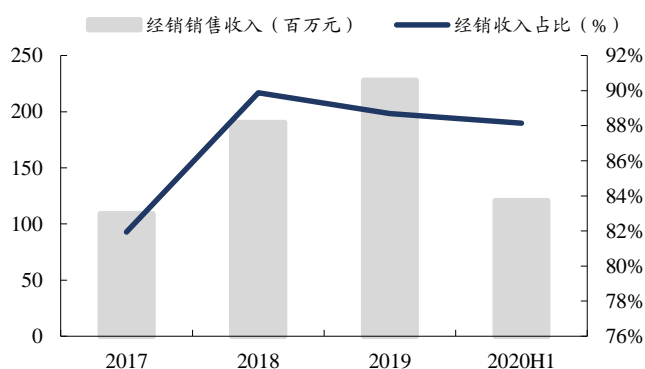
数据来源：各公司公告，公司官网，东吴证券研究所整理

### 3.2. 经销渠道全国铺开，专卖店模式打造市场影响力

公司早期以直销模式为主。直销模式可以对接客户的定制化需求，公司通过直接向终端客户提供非标定制化产品，积累了太原重工、东方电气和中信重工等直销大客户资源。由于数控刀片属于工业易耗品，用户群体数量多且散，采用经销模式能够简化公司销售管理和扩大规模，2012 年公司开始向经销转型。

销售模式以经销为主，直销为辅，成功构建铺开全国的销售网络。2017 年以来，公司经销渠道收入逐年增加，经销收入占比保持在 80% 以上。通过不断拓宽销售渠道，公司已建立了聚焦华南、华东和华北等国内主要数控刀具集散地，覆盖二十余省市的全性销售网络。

图 26：2017-2020H1，经销收入占比保持在 80% 以上



数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所



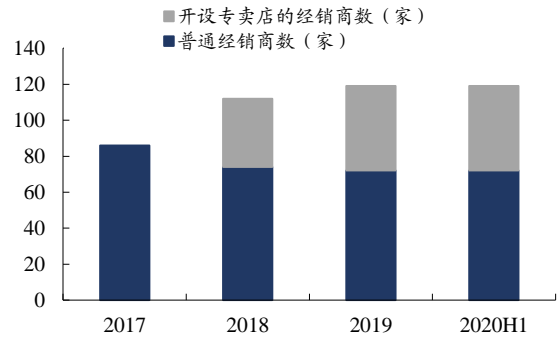
推广品牌专卖店,对现有经销渠道进行拓展与延伸。公司设立“顽石”、“哈德斯通”等自主品牌,由经销商开设专卖店主推自主品牌产品。在专卖店模式下,公司产品更加贴近市场、接近终端,有效增强市场影响力。同时,通过专卖店收集和反馈终端用户的用刀需求,有利于公司积累市场资源和渠道资源。

图 27: 公司设立“顽石”等自主品牌



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 28: 公司自 2018 年开始推广经销商专卖店模式



数据来源: 华锐精密招股书, 东吴证券研究所

### 3.3. 资金密集型行业, 公司上市募资突破资金瓶颈

刀具行业具有资金密集型特性。数控刀具扩产项目的投资总额多在 1-2 亿元, 其中设备投资额约占总投资额的 60%; 而数控刀具扩产项目的平均投资收益比为 1.1~1.2。因此, 刀具企业属于重资产公司, 对资金需求较大。对于一般的民营企业而言, 大额的融资渠道有限, 需要通过上市募资来缓解自身资金压力。

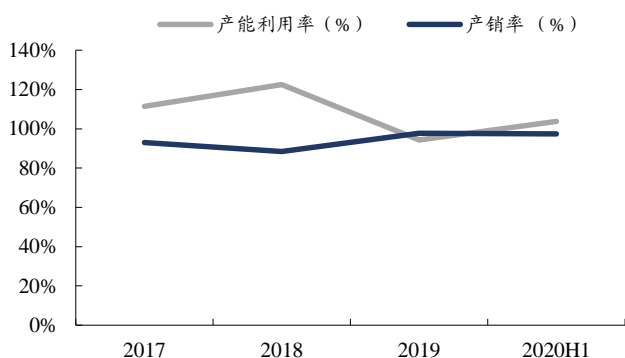
表 4: 数控刀具扩产项目投资额较大, 行业具有资金密集型特性

项目名称	公司	证券代码	新增产能 (万片/套)	投资总额 (万元)
精密数控刀具数字化生产线建设项目	华锐精密	688059.SH	硬质合金数控刀片: 3000	44986
			金属陶瓷数控刀片: 500	
			硬质合金整体刀具: 200	
年产 4000 万片高端数控刀片智造基地建设项目	欧科亿	688308.SH	数控刀片: 4000	45046
金鹭新增年产 60 万套整体刀具生产线项目	厦门钨业	600549.SH	整体刀具: 60	16321
年产 2000 万片高性能硬质合金精密刀具改扩建项目	章源钨业	002378.SZ	硬质合金刀具: 2000	12900

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

公司数控刀具产销两旺，产线常年超负荷运作。2017年以来，公司产能利用率持续保持在94%以上，其中2017年、2018年的产能利用率均超过110%。除2018年外，公司的产销率均超过90%。随着进口替代加速和机床数控化升级，公司进入快速扩张阶段，面临进一步的扩产需求。

图 29：公司产能利用率和产销量均处于高位



数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所

上市募资满足公司扩产和资金需求。2021年，公司上市公开发行1100.20万股，募集资金6亿元，主要用于解决公司数控刀具的产能瓶颈和技术瓶颈。(1) 精密数控刀具数字化生产线建设项目：项目旨在配合公司向中高端市场渗透战略，解决对于高端硬质合金刀具的产能需求。项目建成后，将新增硬质合金数控刀片3000万片、金属陶瓷数控刀片500万片、硬质合金整体刀具200万支。(2) 研发中心项目：项目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，完善公司的研发体系，增强公司的技术和研发优势。

表 5：公司 IPO 募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
精密数控刀具数字化生产线建设项目	44986.31	44986.31
研发中心项目	5000	5000
补充流动资金项目	10000	10000

数据来源：华锐精密招股书，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测

### 1、核心假设:

1) 公司主要营收来自于数控刀具业务。受制造业复苏和数控化升级影响, 刀具行业景气度上行, 公司数控刀具产销两旺。随着扩产项目的顺利推进, 新增产能的释放推动公司业绩增长。

2) 公司持续加码研发, 逐步实现技术突破, 向中高端市场渗透。随着技术升级和高端产能释放, 公司产品均价有望提升。

3) 综合毛利率: 2020 年刀具行业供需紧张导致了国内数控刀片价格上涨, 从而推动公司综合毛利率的提升。我们认为, 随着国内各刀具企业扩产项目落地, 原材料价格企稳, 或使刀片价格回落。我们预计公司 2021 年-2023 年的综合毛利率分别为 50.8%/50.5%/50.0%。

4) 期间费用率: 公司营运状况良好, 治理能力优良, 使公司期间费用率维持在较低水平。我们认为, 公司受益于其渗透全国的销售网络, 未来管理费用率和销售费用将持续稳定在前期较低水平。

### 2、盈利预测:

基于以上假设, 我们预计公司 2021 年-2023 年的营业收入分别为 5.02/7.21/9.40 亿元, 同比增长 60.8%/43.6%/30.4%。公司 2021 年-2023 年的净利润分别为 1.49/2.13/2.77 亿元, 同比增长 67.7%/43.0%/29.8%。

表 6: 公司收入预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
硬质合金刀片产能 (万片)	4500	5639	8000	8000	8000
硬质合金刀片平均价格 (元/片)	5.8	5.7	6.3	6.3	6.3
高端合金刀片产能 (万片)				1500	3000
高端合金刀片平均价格 (元/片)				9.8	9.8
金属陶瓷数控刀片产能 (万片)				250	500
金属陶瓷数控刀片平均价格 (元/片)				9.5	9.5
硬质合金整体刀具产能 (万支)				100	200
硬质合金整体刀具平均价格 (元/支)				48	48
<b>产能对应收入 (亿元)</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>	<b>5.0</b>	<b>7.2</b>	<b>9.4</b>
<b>YOY (%)</b>		<b>20.58%</b>	<b>60.77%</b>	<b>43.61%</b>	<b>30.37%</b>
<b>毛利润合计 (亿元)</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>	<b>2.6</b>	<b>3.6</b>	<b>4.7</b>
<b>综合毛利率 (%)</b>	<b>50.46%</b>	<b>50.89%</b>	<b>50.84%</b>	<b>50.50%</b>	<b>50.00%</b>

数据来源: 东吴证券研究所

### 3、投资建议

华锐精密正处于快速扩张阶段，未来随着产能逐渐释放，公司营收将进一步提升。公司是国内数控刀具供应商，故选取数控刀具企业欧科亿、厦门钨业（子公司厦门金鹭从事刀具业务）、中钨高新（子公司株洲钻石从事刀具业务）作为可比公司，由于厦门钨业和中钨高新的有色业务拉低了整体估值，建议重点对标欧科亿。

公司技术水平领先，盈利能力优良，业绩增长较为确定，优于可比公司，享受估值溢价。我们预计公司 2021 年-2023 年净利润分别 1.49/2.13/2.77 亿元，对应 PE 分别为 46/32/25 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 7: 可比公司估值 (2021 年 8 月 13 日)

证券代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688308.SH	欧科亿	78.80	79	1.7	2.5	3.2	46	32	25
600549.SH	厦门钨业	28.65	406	11.1	13.1	18.5	37	31	22
000657.SZ	中钨高新	13.55	146	3.5	4.6	5.8	42	31	25
可比公司平均							42	31	24
688059.SH	华锐精密	154.70	68	1.5	2.1	2.8	46	32	25

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (华锐精密盈利预测来自东吴证券研究所, 欧科亿、厦门钨业和中钨高新盈利预测取自 Wind 一致预测)

## 5. 风险提示

### 1、下游需求不及预期风险

受宏观经济影响，数控刀具下游行业需求不及预期，影响刀具行业景气度，行业规模增速放缓或萎缩，不利于公司产品销售

### 2、经销客户拓展不及预期风险

公司销售以经销为主，若终端经销渠道开拓不力、市场竞争加剧，公司存在经销客户流失的风险。

### 3、原材料价格波动风险

受全球宏观经济形势、产业结构调整、全球供需情况和国际进出口政策影响，公司原材料成本存在大幅波动风险，不利于公司经营。

华锐精密三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>235</b>	<b>362</b>	<b>522</b>	<b>757</b>	<b>营业收入</b>	<b>312</b>	<b>502</b>	<b>721</b>	<b>940</b>
现金	25	25	37	123	减: 营业成本	153	247	357	470
应收账款	67	108	155	202	营业税金及附加	3	5	7	9
存货	57	91	132	174	营业费用	10	16	23	30
其他流动资产	86	138	198	258	管理费用	18	58	84	109
<b>非流动资产</b>	<b>384</b>	<b>515</b>	<b>636</b>	<b>748</b>	财务费用	5	4	5	4
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
固定资产	356	488	609	722	加: 投资净收益	0	0	0	0
在建工程	39	57	62	64	其他收益	-18	3	3	3
无形资产	20	19	19	18	<b>营业利润</b>	<b>104</b>	<b>173</b>	<b>247</b>	<b>320</b>
其他非流动资产	8	8	8	8	加: 营业外净收支	-2	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>618</b>	<b>877</b>	<b>1158</b>	<b>1505</b>	<b>利润总额</b>	<b>102</b>	<b>171</b>	<b>245</b>	<b>318</b>
<b>流动负债</b>	<b>152</b>	<b>258</b>	<b>324</b>	<b>397</b>	减: 所得税费用	13	22	32	41
短期借款	60	97	92	92	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	20	32	46	60	<b>归属母公司净利润</b>	<b>89</b>	<b>149</b>	<b>213</b>	<b>277</b>
其他流动负债	73	129	187	245	EBIT	129	176	251	322
<b>非流动负债</b>	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>78</b>	<b>90</b>	EBITDA	163	215	303	388
长期借款	9	9	9	9					
其他非流动负债	46	58	70	81					
<b>负债合计</b>	<b>207</b>	<b>325</b>	<b>403</b>	<b>487</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.70	3.39	4.85	6.30
归属母公司股东权益	411	553	755	1018	每股净资产 (元)	12.46	12.56	17.16	23.13
<b>负债和股东权益</b>	<b>618</b>	<b>877</b>	<b>1158</b>	<b>1505</b>	发行在外股份 (百万股)	33	44	44	44
					ROIC (%)	25.1%	26.8%	29.1%	30.2%
					ROE (%)	21.6%	27.0%	28.3%	27.2%
					毛利率 (%)	50.9%	50.8%	50.5%	50.0%
					销售净利率 (%)	28.5%	29.7%	29.6%	29.5%
					资产负债率 (%)	33.5%	37.0%	34.8%	32.4%
					收入增长率 (%)	20.6%	60.8%	43.6%	30.4%
					净利润增长率 (%)	23.9%	67.7%	43.0%	29.8%
					P/E	57.37	45.59	31.88	24.56
					P/B	12.42	12.32	9.01	6.69
					EV/EBITDA	32.50	25.24	18.19	14.40

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>