

中钨高新 VS 华锐精密 VS 欧科亿

工业刀具产业链 2021 年 9 月跟踪

今天，我们来跟踪硬质合金刀具产业链。硬质合金刀具在机械制造中主要用作切削加工的工具，也称切削刀具。从结构上看，完整刀具一般除切削用的刀片外，还包括刀杆和刀柄等附件。其中，刀片是机床执行金属切削加工的核心部件，被称为数控机床的“牙齿”。

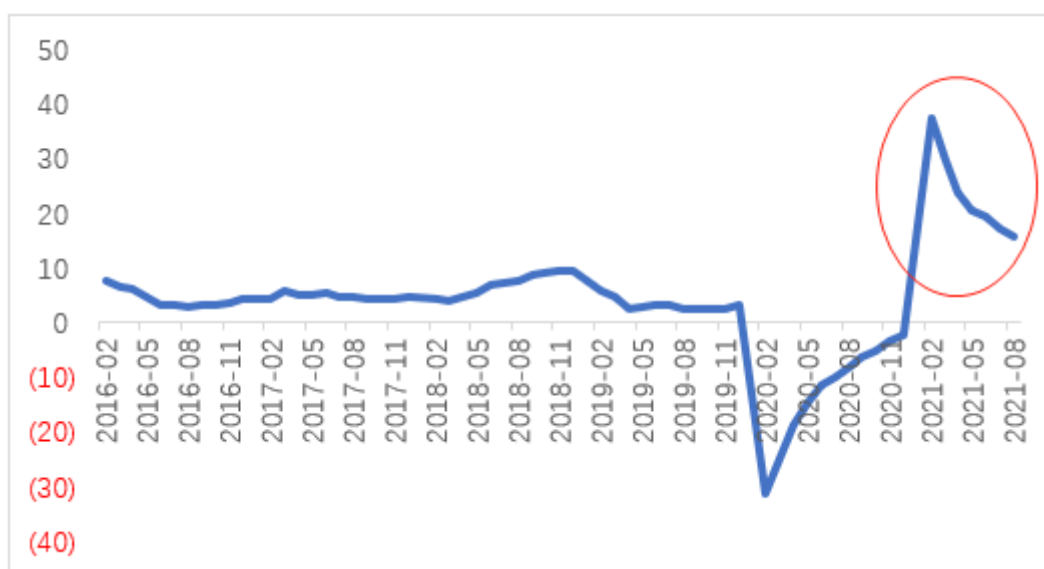


图：数控刀具

来源：森泰英格招股书、欧科亿招股书、平安证券研究所

由于切削刀具主要搭载于数控机床使用，是典型的工业耗材，其市场消费情况与国内制造业的发展水平息息相关。

根据统计局数据显示，自 2021 年初以来，国内制造业固定资产投资完成额累计同比增速显著高于历史平均水平，制造业的持续复苏推动刀具企业的营收高速增长。



图：制造业固定资产投资完成额累计同比 (%)

来源：Wind

今天，我们来跟踪硬质合金刀具产业链的近况：

中钨高新，2021 年中报实现营业收入 62.30 亿元，同比增长 41.88%；
实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 82.10%。

华锐精密，2021 年中报实现营业收入 2.30 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%。

欧科亿, 2021 年中报实现营业收入 4.96 亿元, 同比增长 60.77%;
实现归母净利润 1.04 亿元, 同比增长 117.35%。

从机构对行业增长的预期情况来看:

中钨高新——2021-2023 年, wind 机构一致预测收入规模分别为 107.66 亿元、115.53 亿元、124.75 亿元, 预期同比增速分别为 8.53%、7.31%、7.98%。

华锐精密——2021-2023 年, wind 机构一致预测收入规模分别为 4.83 亿元、6.61 亿元、8.58 亿元, 预期同比增速分别为 54.7%、36.84%、29.79%。

欧科亿——2021-2023 年, wind 机构一致预测收入规模分别为 10.45 亿元、13.85 亿元、18.35 亿元, 预期同比增速分别为 48.82%、32.58%、32.46%。

从产业链来看, 硬质合金刀具产业链上中下游依次为:

上游原料——生产硬质合金刀具的原料主要为碳化钨、钴粉、钽铌固溶体等, 代表公司主要有厦门钨业、中钨高新、洛阳钼业、江西钨业等。

中游生产——按照市场定位不同，全球刀具行业参与者大致可以分为欧美、日韩和国产三个阵营：

以山特维克、肯纳金属、伊斯卡等公司为代表的欧美刀具企业技术实力雄厚，主导高端定制化市场，价格昂贵；

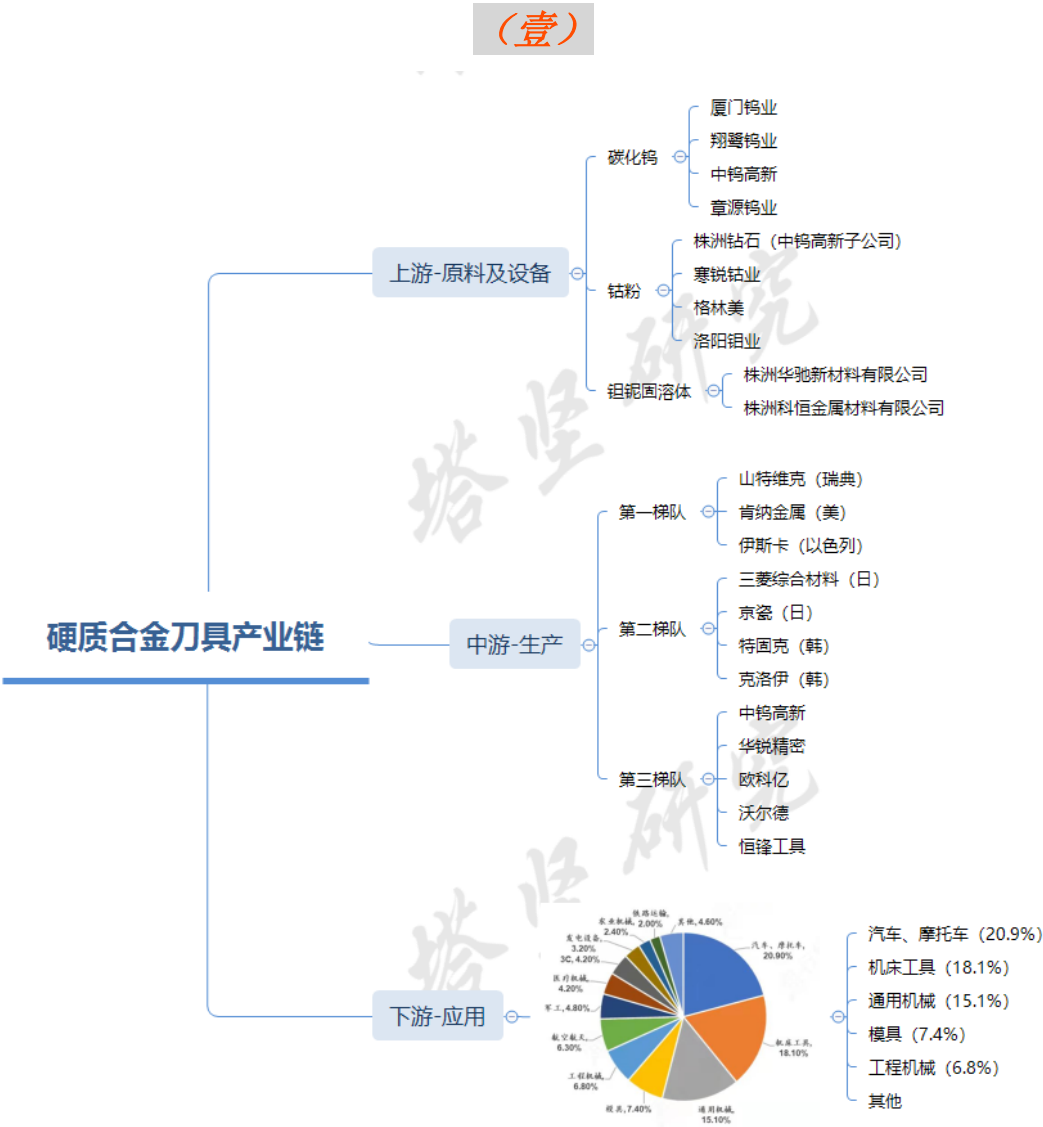
以三菱综合材料、京瓷、特固克、克洛伊等企业为代表的日韩刀具企业则以通用非定制化产品为主，通用性高、稳定性好，产品价格略贵于国产刀具；

国内刀具企业则主打中低端市场，代表公司主要有中钨高新、华锐精密、欧科亿等。目前，部分国产中端刀片已达到日韩企业同类产品水平。

下游应用——从下游应用来看，切削刀具广泛应用于通用机械、汽车行业、航空航天以及模具制造等行业。

看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) 硬质合金刀具未来的市场空间有多大？
- 2) 从关键经营数据来看，各家企业的竞争力如何？



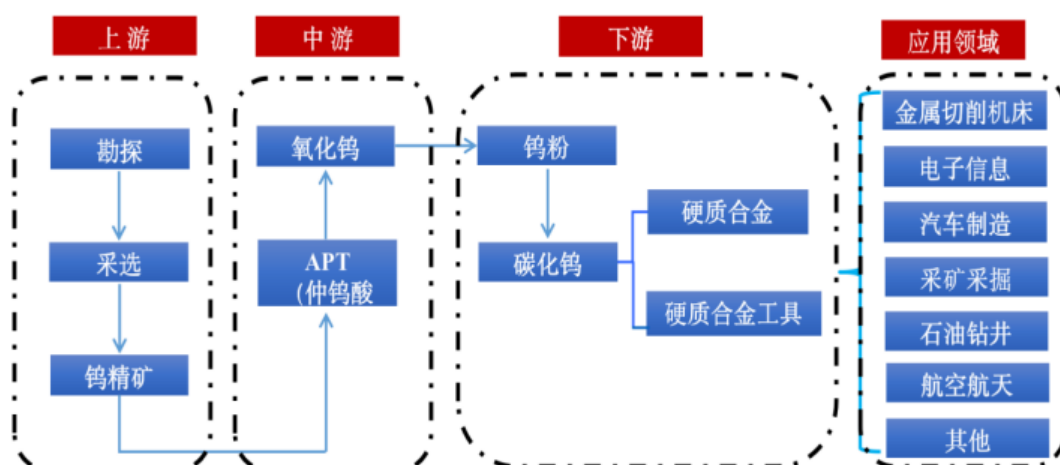
图：产业链

来源：塔坚研究

硬质合金，是指通过粉末冶金方法，将高硬度难熔金属硬质化合物（碳化钨等）和粘结剂金属钴、钼等按比例经过粉末制备、压制成形和高温烧结等工艺制成的粉末冶金制品。

而硬质合金刀具，则是在硬质合金基础上经过研磨加工、刃口处理和表面处理等深加工工序和涂层工序制成的具备硬质合金特性的刀具，在钨产业链中处于末端。

图 35：钨产业链



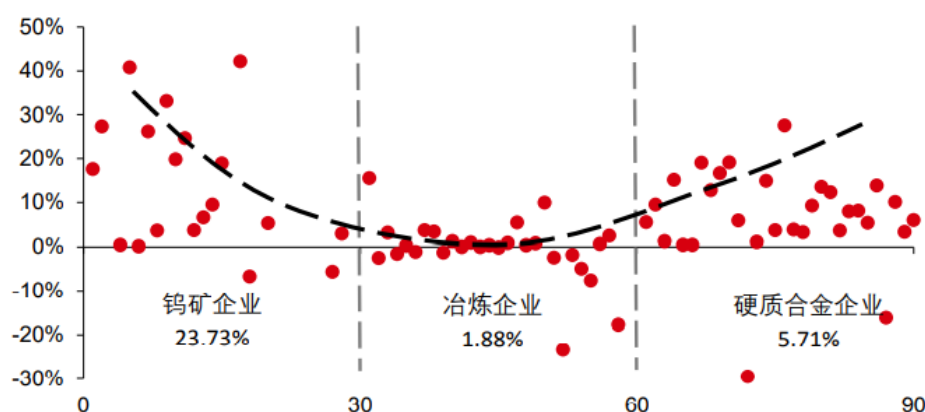
资料来源：公司路演文件、招商证券

图：钨产业链

来源：招商证券

从产业链各环节利润水平来看，钨产业链呈现明显的“两头高、中间低”的特征：上游钨矿资源的稀缺性和下游深加工领域较高的技术门槛，决定了上游钨矿企业和下游高端硬质合金企业利润水平较高。而中游冶炼和初加工环节由于技术壁垒较低，产能过剩严重，利润率水平较低。

图 57：2019 年钨行业各环节营收前 30 名企业净利率



资料来源：中国钨业协会，中信证券研究部 注：横轴为企业序号

图：钨行业各环节利润率

来源：中国钨业协会、中信证券

了解了硬质合金刀具在钨产业链环节中所处的位置，我们再来看这三家企业的收入结构。

(贰)

首先，我们以 2020 年为例，从收入体量和业务结构方面，对两家公司有一个大致了解。

从收入规模来看，中钨高新 (99.19 亿元) > 欧科亿 (7.02 亿元) > 华锐精密 (3.12 亿元)。

从收入结构来看：

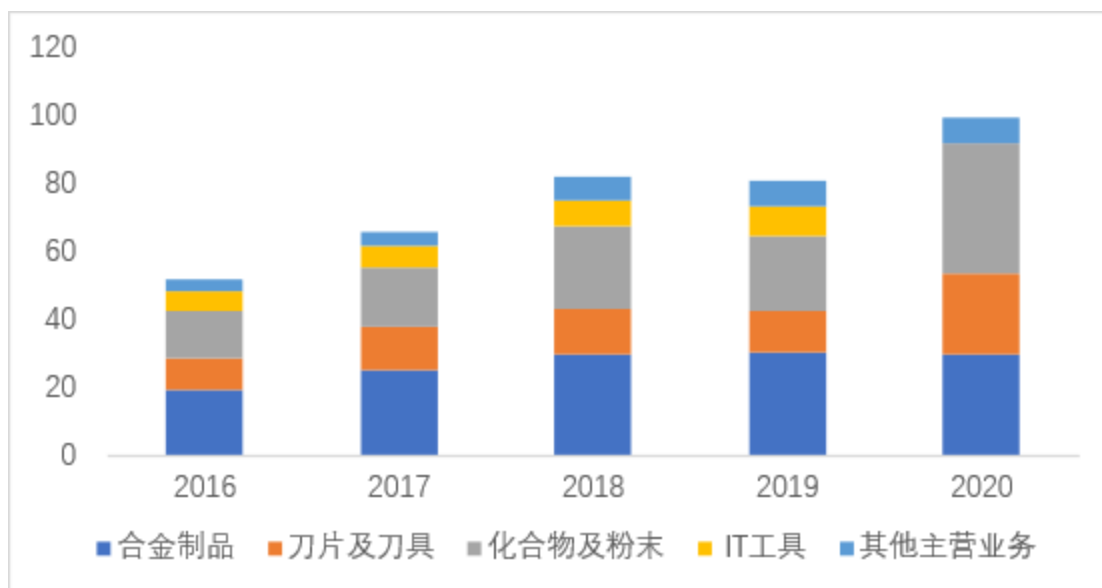
中钨高新——刀片及刀具业务贡献 24.27 亿元，占比 24.47%。此外，其 29.69%来自于硬质合金制品（29.45 亿元）、38.37%来自于钨化合物及粉末（38.06 亿元），以及 7.46%的其他主营业务（7.4 亿元）。

刀片及刀具业务主要包括数控刀片、数控刀具、整体刀具和 IT 刀具等产品；

硬质合金制品是指用钨制造的一种合金材料，也是制造各种切削工具、刀具、钻具的原材料；

化合物及粉末业务主要包括钨钼及化合物、钽铌及化合物和钨粉末产品等；

其他业务为硬面材料、成品工具、热喷涂、钴粉、模具等产品。



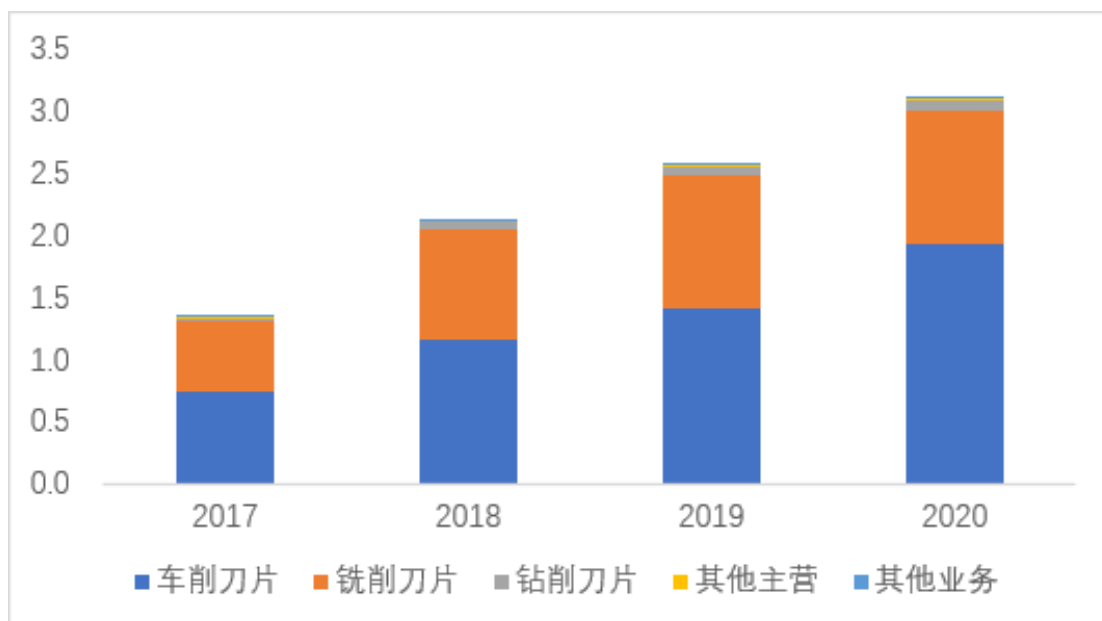
图：中钨高新收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

其中，中钨高新刀片及刀具业务的经营主体是其子公司株洲钻石。

株洲钻石是我国首家数控刀片企业，在硬质合金领域处于国内领先，技术积累比较雄厚，部分产品性能已达到或超过国际先进水平。此外，华锐精密的多位高管及核心技术人员均曾就职于株洲钻石公司。

华锐精密——其收入主要来源于数控刀片，合计占比 98.98%。其中，车削刀片（1.93 亿元）占比 61.81%、铣削刀片（1.07 亿元）占比 34.42%、钻削刀片（0.09 亿元）占比 2.75%。此外，还有 1.02% 的其他其他业务（0.03 亿元）。

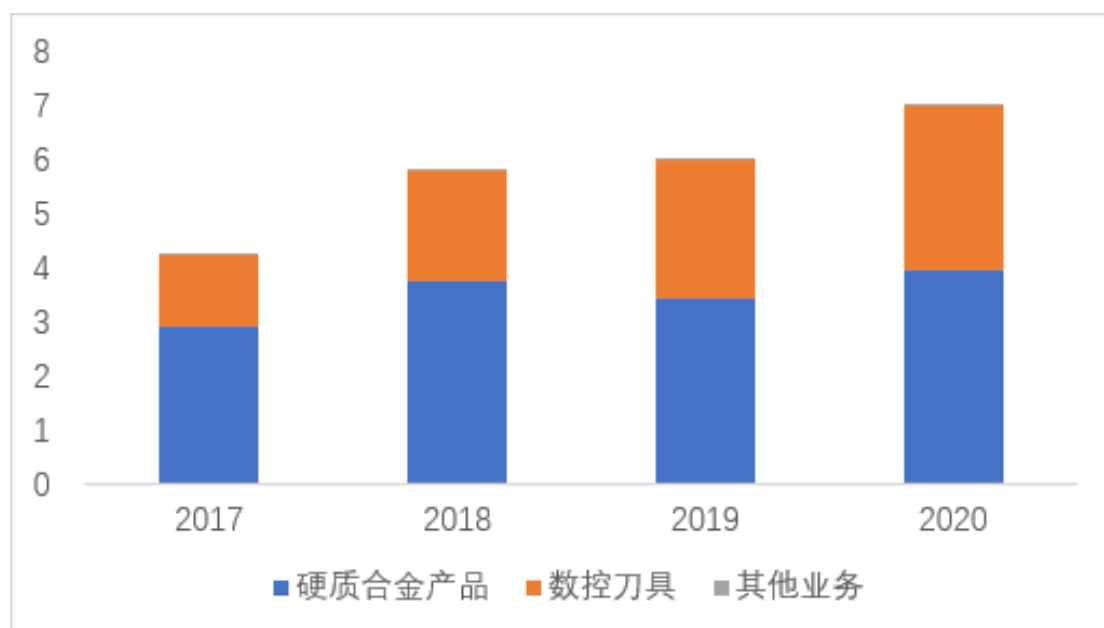


图：华锐精密收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

欧科亿——其收入中数控刀具贡献 3.03 亿元，占比 43.17%。此外，硬质合金产品贡献收入 3.97 亿元，占比 56.55%，以及其他业务（0.02 亿元）占比 0.28%。

其中，硬质合金制品主要是锯齿刀片和圆片，经下游工具企业再加工可制成硬质合金锯片、原片铣刀等硬质合金切削刀具。



图：欧科亿收入结构（单位：亿元）

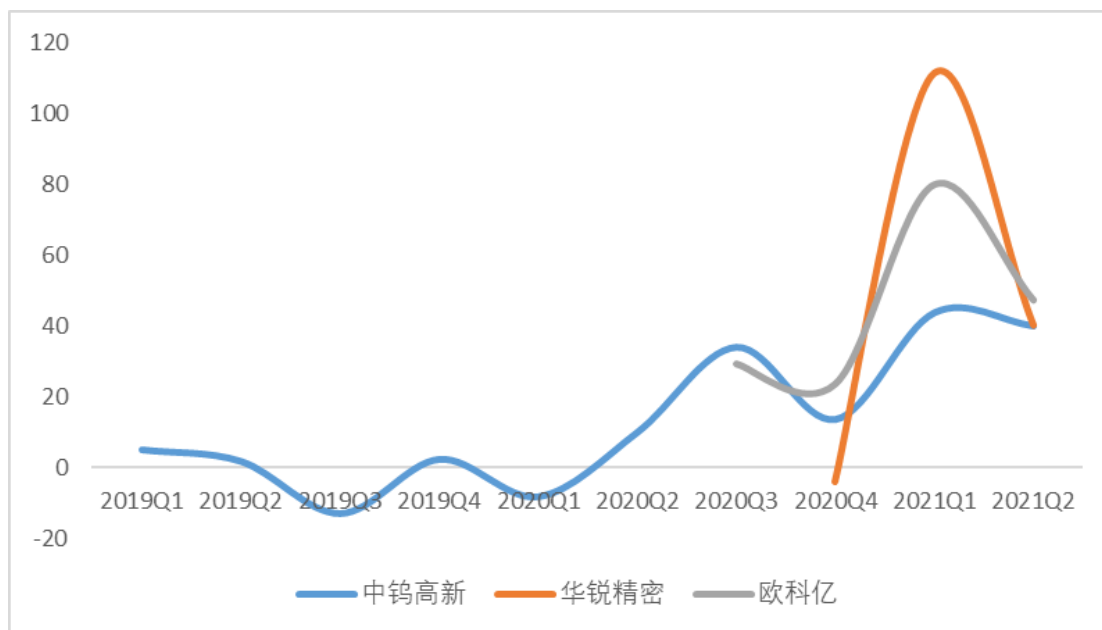
来源：塔坚研究

综上，三者在产业链一体化上存在差异，中钨高新产业链布局比较齐全。单就数控刀具业务规模而言，中钨高新（24.27 亿元）> 华锐精密（3.09 亿元）> 欧科亿（3.03 亿元）。

(叁)

接下来，我们将近几个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知其增长态势：

1) 收入增长

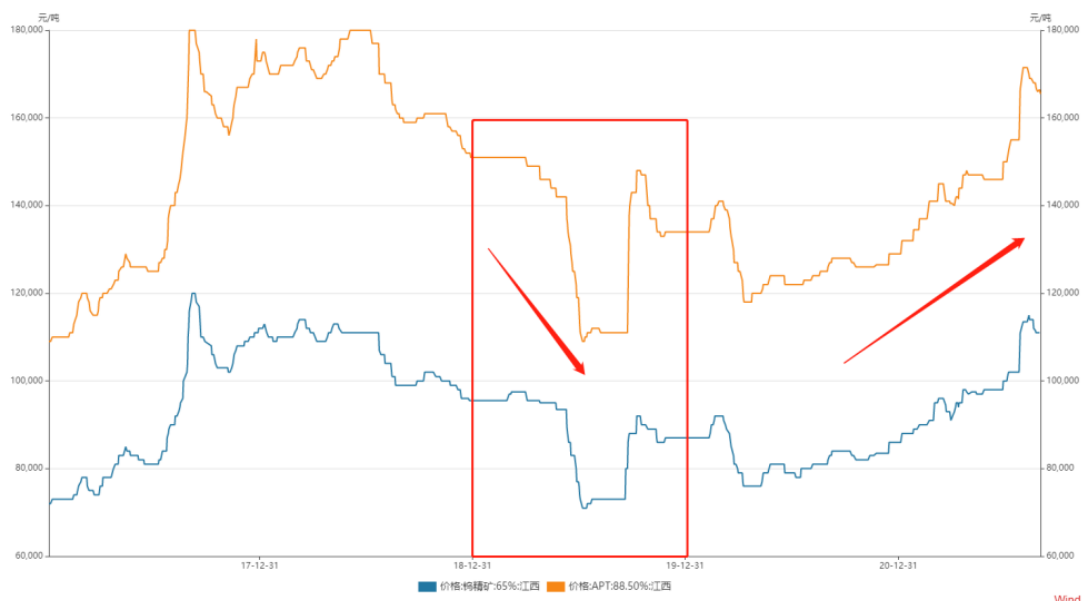


图：季度收入增速对比（单位：%）

来源：塔坚研究

收入增速整体看下来，华锐精密 > 欧科亿 > 中钨高新，其中：华锐精密和欧科亿 2021 年一季度收入增速较高，主要是由于前期受卫生事件影响基数较低所致。

中钨高新 2019 年整体增速较低，主要是由于受到宏观经济环境的影响，钨行业需求疲软，钨价格下滑，导致整体收入下滑明显。



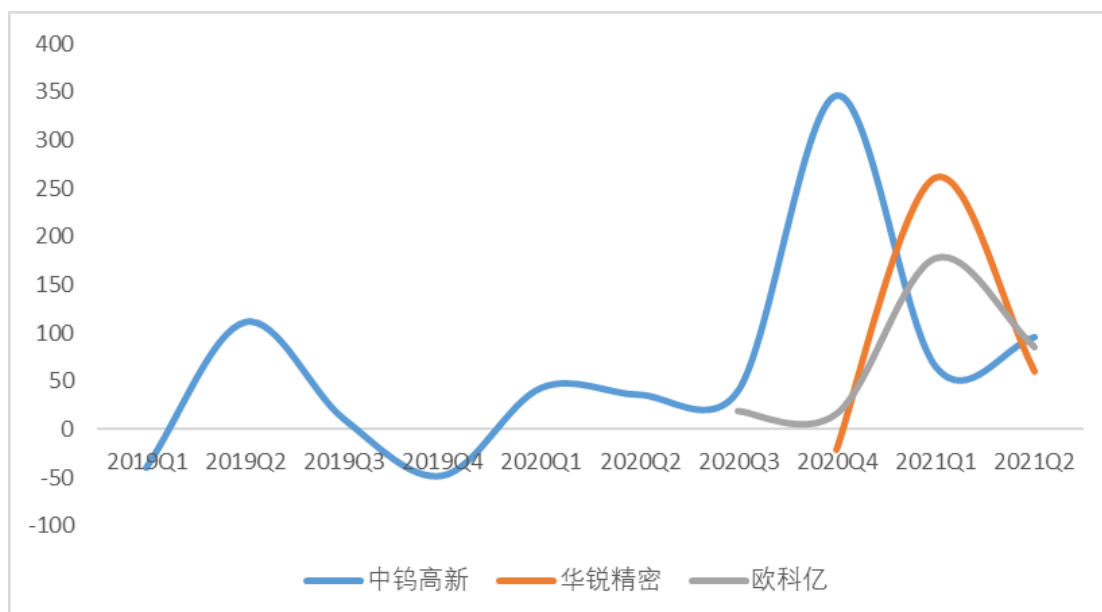
图：钨精矿（下）与 APT（上）价格走势

来源：Wind

而从 2020 年下半年开始，随着下游制造业的复苏，硬质合金制品和数控刀具等产品产销两旺，带来营业收入大幅增长。

2) 归母净利润增长

从归母净利润增速上来看，与收入增速变动趋势类似。其中，2020 年 Q4 中钨高新归母净利润增速较高，主要是由于至 2020 年底国企专项改革基本结束，营业外支出同比大幅减少所致。



图：归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

(肆)

对增长态势有感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看看 2021 年中报数据。

2021年中报	营业收入	营业收入同比增长速	归母净利润	归母净利润同比增速	销售毛利率	销售净利率
中钨高新	62.30	41.88%	1.93	82.10%	17.86%	3.96%
华锐精密	2.30	67.46%	0.74	115.54%	50.77%	32.35%
欧科亿	4.96	60.77%	1.04	117.35%	33.13%	21.02%

图：2021 年中报财务数据（单位：亿元、%）

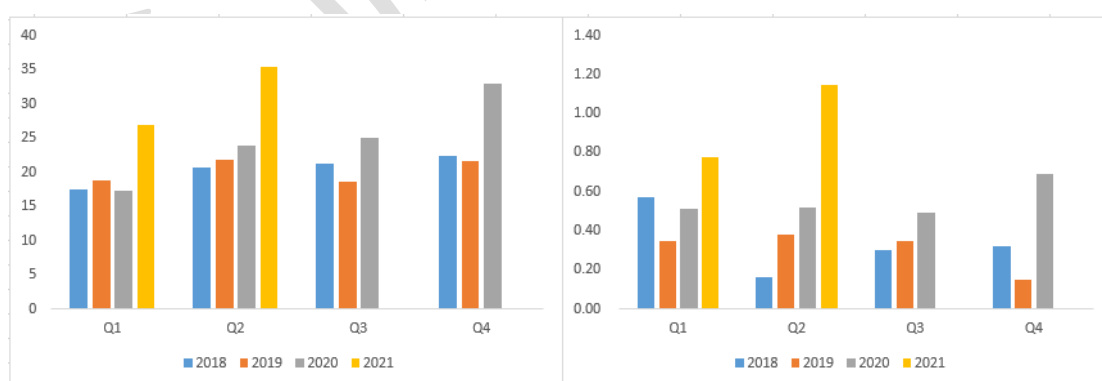
来源：塔坚研究

从中报收入规模上来看，中钨高新（62.30 亿元）>欧科亿（4.96 亿元）>华锐精密（2.30 亿元）；而从增速上来看，则是华锐精密（67.46%）>欧科亿（60.77%）>中钨高新（41.88%）。

我们具体来看：

中钨高新——2021 年上半年实现营业收入 62.30 亿元，同比增长 41.88%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 82.10%。

业绩增长主要是由于下游制造业处于景气周期，加上钨原料价格上行，产品量价齐升，业务收入大幅增长。归母净利润大幅增加除受收入增加影响外，还由于存货跌价损失同比减少。

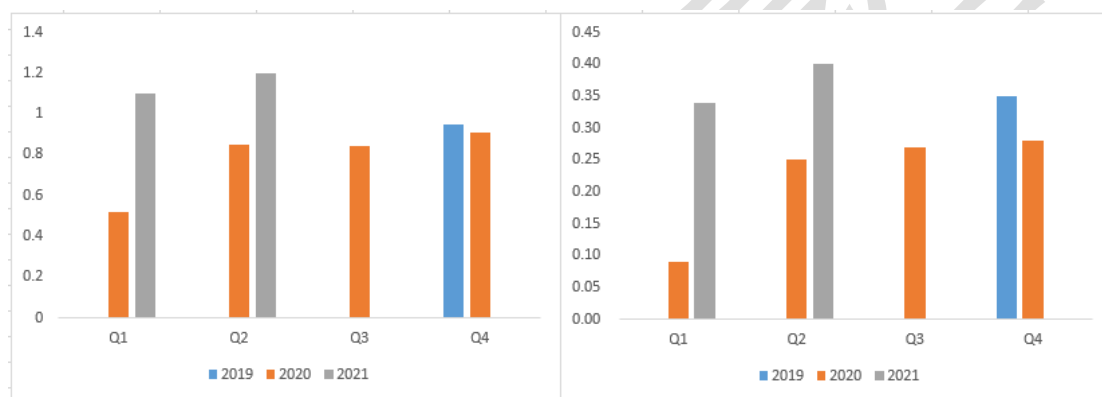


图：中钨高新季度收入（左）与季度归母净利润（右）

来源：塔坚研究

华锐精密——2021 年上半年实现营业收入 2.30 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%。

业绩增长主要得益于制造业投资增速向上，同时，数控刀具国产替代加速，以及产能的逐步释放。归母净利润同比大幅增长主要是由于期间费用率的降低。

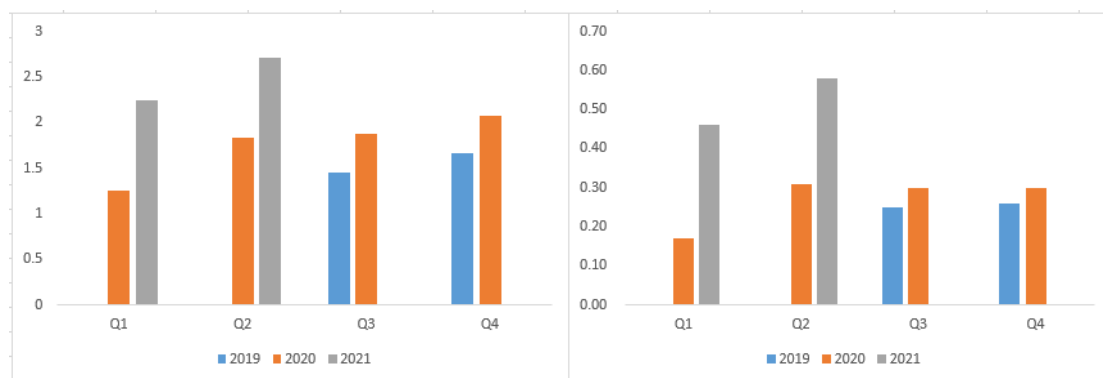


图：华锐精密季度收入（左）与季度归母净利润（右）

来源：塔坚研究

欧科亿——2021 年上半年实现营业收入 4.96 亿元，同比增长 60.77%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 117.35%。

业绩增长除受下游市场需求旺盛，高端锯齿产品以及硬质合金圆棒产品增长较快外，还得益于数控刀片新建项目投产以及高端产品占比提升，数控刀片均价有所提升。



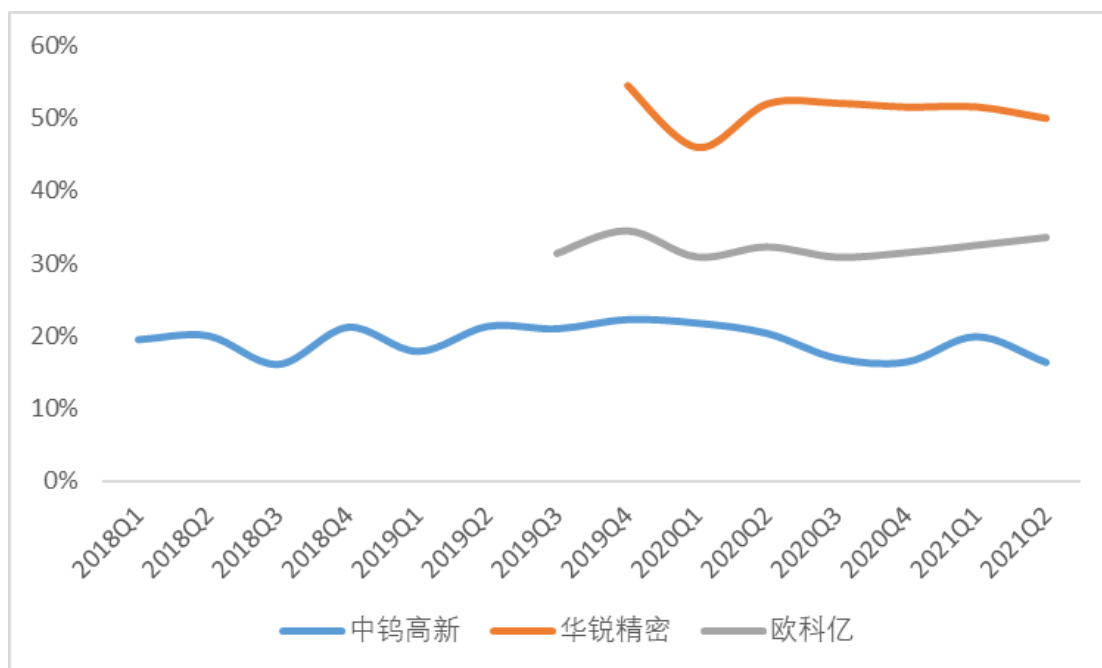
图：欧科亿季度收入（左）与季度归母净利润（右）

来源：塔坚研究

(伍)

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况：

1) 毛利率



图：毛利率对比（单位：%）

来源：塔坚研究

从过去三年的平均毛利率来看，华锐精密 (50%) > 欧科亿 (30%) > 中钨高新 (20%)。造成毛利率差异的原因主要在于业务结构的差异：

华锐精密业务比较单一，以附加值较高的数控刀具业务为主，2020 年占比高达 98.98%。

欧科亿则是由于毛利率较低的硬质合金产品（半成品）占比较高高于数控刀具业务，拉低了整体毛利。

中钨高新刀具业务占比较少，化合物及粉末（毛利率 6.33%）以及硬质合金产品（毛利率 19.45%）拉低了整体毛利。

需要注意的是，即便是单就数控刀具业务而言，华锐精密同样高于欧科亿和中钨高新，原因在于刀具产品结构存在差异：

华锐精密和欧科亿产品结构比较类似，数控刀片中车削刀片占比较高，但由于欧科亿铣削刀片主要用于通用模具铣削领域，竞争较为激烈，因而毛利率较华锐精密低。

	华锐精密		欧科亿	
	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比
车削刀片	43.33%	61%	45.60%	63%
铣削刀片	58.81%	36%	28.80%	30%
钻削刀片	77.36%	3%	66.30%	7%
综合毛利率	49.92%		42.01%	

图：细分产品毛利率对比（2020H1 数据）

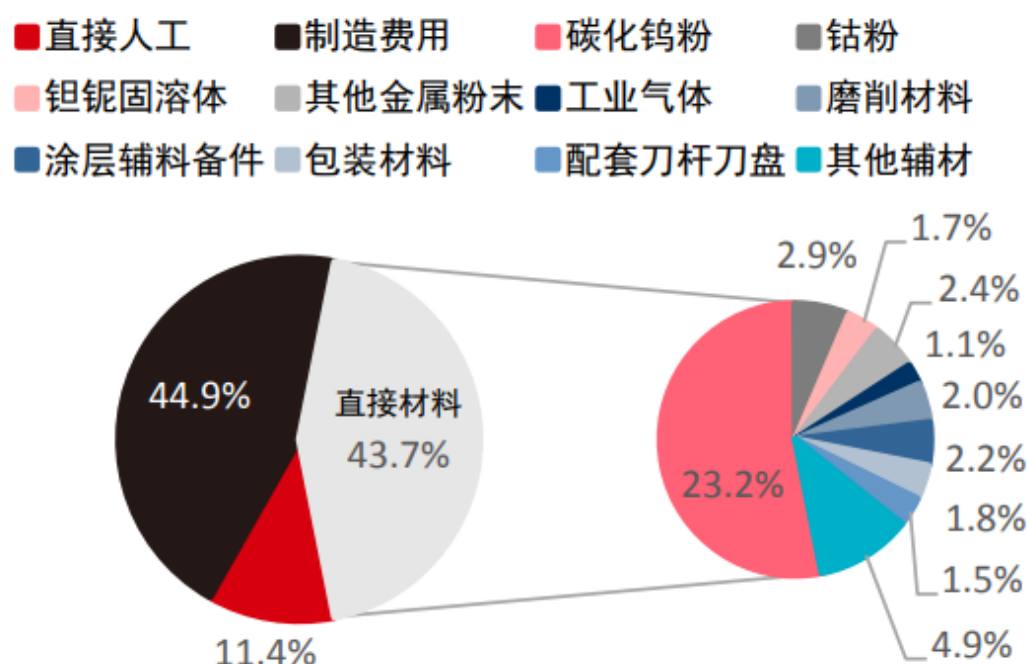
来源：招股说明书

而对于中钨高新而言，根据行业调研情况来看，其刀片刀具业务包含数控刀片、数控刀具、整体刀具、传统刀片和微钻刀具。其中，数控刀片毛利率在 45%以上，与同行基本一致，而数控刀具和整体刀具的毛利率低于数控刀片。因此，整体刀片刀具毛利率低于华锐精密和欧科亿。

然后从成本结构来看，以华锐精密为例，其 2019 年营业成本中，直接材料和制造费用较高，直接人工占比较低。而在直接材料构成中，碳化钨占比相对较高，但也仅占整体营业成本的 23%。

因此，原材料碳化钨的市场价格小幅波动对硬质合金刀具产品的营业成本和毛利率的影响相对有限。毛利率的变动主要还是取决于原材料成本上涨压力能否及时向下游传导。

图 31：硬质合金刀具成本构成



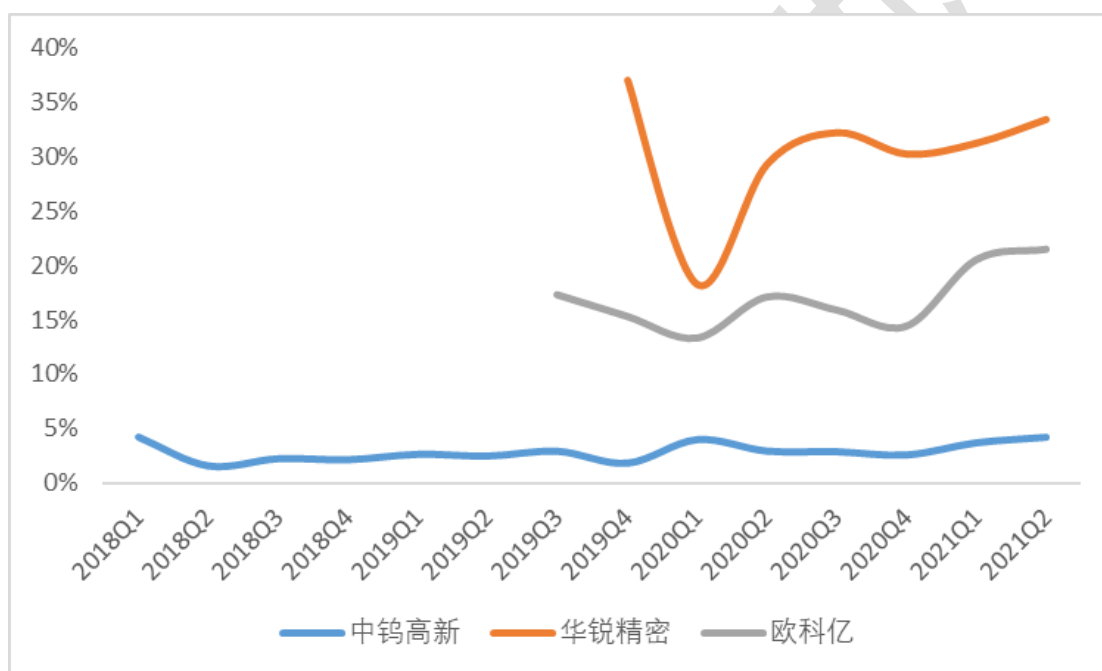
资料来源：华锐精密招股说明书，中信证券研究部

图：营业成本构成（2019 年）

来源：华锐精密招股说明书、中信证券

2) 净利率

净利率方面，受毛利率影响，同样表现为华锐精密>欧科亿>中钨高新。其中，2020 年一季度，由于受到卫生事件影响，华锐精密净利率下降比较明显。

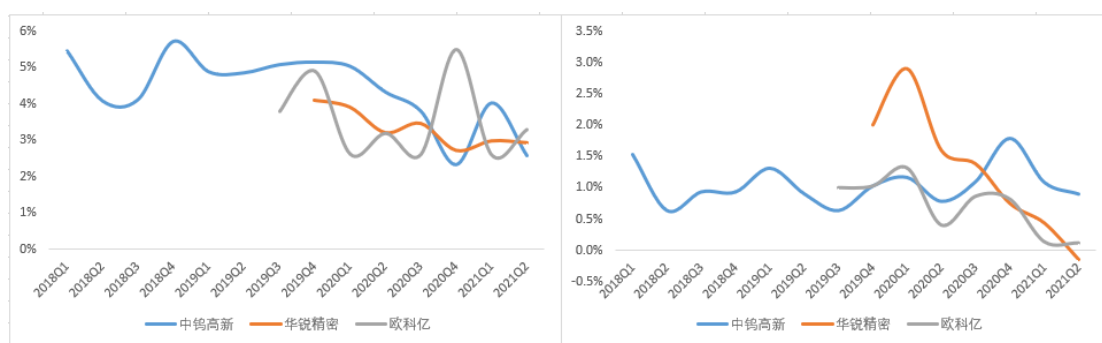


图：净利率对比（单位：%）

来源：塔坚研究

销售费用率方面，华锐精密较低，主要是由于其销售模式以经销为主，因而销售费用占比较低；

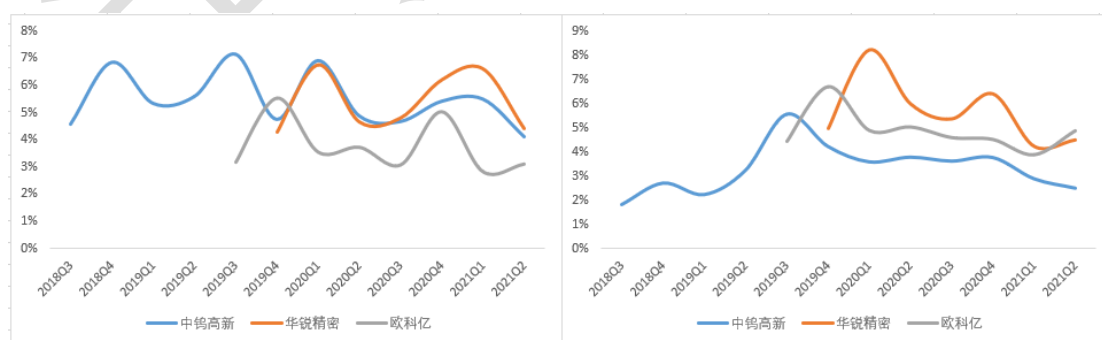
财务费用率方面，中钨高新基本保持稳定，而华锐精密和欧科亿呈下降趋势，主要是由于上市以后归还借款导致利息支出减少，同时银行存款又带来利息收入增加。



图：销售费用率（左）与财务费用率（右）

来源：塔坚研究

管理费用率和研发费用率方面，三者差异不大。欧科亿的管理费用率更低，而中钨高新的研发费用率偏低。



图：管理费用率（左）与研发费用率（右）

来源：塔坚研究

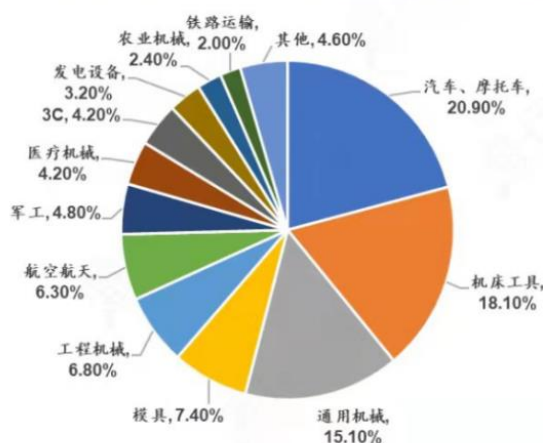
(陆)

看完公司基本数据，我们再来展望一下硬质合金刀具行业的未来增长情况：

金属切削加工是机械加工中广泛使用的一种精密加工手段，约占整个机械加工工作量的 90%，而刀具又是金属切削机床实现切削功能的核心部件。

根据《金属加工》第四届切削刀具用户调查分析报告的数据，汽车和摩托车、机床工具、通用机械、模具和工程机械是国内企业切削刀具的主要应用领域，2018 年占比合计接近 70%。

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

图：国内切削刀具下游应用领域（2018 年）

来源：《第四届切削刀具用户调查分析报告》、西南证券

因此, 工业刀具需求的核心驱动因素是: 1) 金属切削机床产值; 2) 刀具消费占比; 3) 硬质合金刀具占比;

公式可以表示为: 硬质合金刀具市场规模=金属切削机床产值*刀具支出占比*硬质合金刀具占比

其中: 金属切削机床产值=金属切削机床产量*金属切削机床单价

这几大核心因素, 我们挨个来拆解:

.....

(后文还有大约 9000 字内容, 详见产业链报告库)

以上, 仅为本报告部分内容。如需获取本文全文, 以及其他更多内容, 请订阅:

产业链报告库报告库。



识别二维码, 订阅产业链报告库

了解咨询, 请添加工作人员微信: ys_dsj

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企

查查、data.im 数据库；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。

并购优塾