

力量钻石（301071）

深耕人造金刚石十余年，培育钻石成就发展新动力

人造金刚石龙头通过收购完善产品结构，培育钻石业务拉动营收快速增长。公司在发展前期从事人造金刚石产品研发、生产和销售，2017年对新源公司进行收购后覆盖金刚石单晶、金刚石微粉和培育钻石业务。2018-2020年，公司主营业务收入持续增长，其中金刚石单晶和金刚石微粉销售收入合计占主营业务收入的比例分别为93.42%、83.50%、84.28%，培育钻石业务营收占比从2018年的6.58%提高至2020年的15.72%，在2021H1上升至41.39%，贡献了大部分的营收增长。

钻石供需缺口营造培育钻石发展契机，价格优势协同非婚需求上升推动增长。2021年疫情得到控制，原钻生产厂商表现强劲，而2021年开始全球天然钻石供应量将以每年约8%的降幅持续下滑，De Beers、Signet Jewelers、潘多拉等知名品牌商进军培育钻石，产品认可度显著提高，这些为培育钻石的发展营造契机。培育钻石饰品的销售价格具有优势，约为同等级天然钻石饰品销售价格的30%-50%。在购买钻石的原因中，取悦自己在中国成为最重要的因素，这表现在消费者对钻石珠宝的关注由单一的钻戒向项链、吊坠、耳饰等多元化钻石产品转换。全球2018-2019年全球培育钻石产量增长率为15%到20%，其中大部分增长来自于中国。

技术研发铸就高品质和高生产效率，直销模式助力客户开发与维护。公司管理层在人造金刚石行业内具备多年经验，十分重视技术研发和产品创新。公司掌握了原材料配方技术、高品质培育钻石合成技术、金刚石微粉制备技术等五大核心支撑技术，在400目-1000目超细金刚石单晶、大颗粒高品质培育钻石等特种金刚石细分市场具备领先优势。公司主要以直销模式开拓市场，这样可以保障需求信息准确、快速传递、反馈至公司相关部门，为客户及时提供所需产品和服务。公司凭借产品质量和性能优势，已经与杨凌美畅、岱勒新材等诸多具有较强行业影响力的下游客户达成合作关系。

盈利能力突出培育钻石成为亮点，主业造血功能强大形成充裕现金流。2018-2020年净利率分别为35.41%/28.53%/29.81%，与同行业公司相比，公司净利率处于行业前列，并仍保持较快的增长态势。培育钻石毛利率水平较高，从2018年的48.49%上涨至2020年的66.82%，涨幅达18.33%。公司在主业上造血能力不断增加，常年经营活动现金流净额大于0，2020年经营现金流净额与净利润的比值大于1；同时企业连续三年投资净现金流为负，主要是因为经营规模持续扩大，机器设备等固定资产规模明显增加。

盈利预测：公司品牌具有较高认可度，产品结构完善，研发实力较强，在超硬材料行业中处于优势地位。上市后，公司预计将突破现有的产能和研发设施瓶颈，预期有可观的业绩增长。**综合来看，给予公司22年55倍估值，目标市值220亿，目标价364.52元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示：供应商集中风险、持续研发创新风险、存货规模较大的风险、次新股波动风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	221.28	244.89	465.75	880.77	1,332.23
增长率(%)	8.66	10.67	90.19	89.11	51.26
EBITDA(百万元)	111.42	122.54	253.98	484.75	645.15
净利润(百万元)	63.12	73.00	206.77	400.13	533.11
增长率(%)	(12.49)	15.64	183.26	93.51	33.24
EPS(元/股)	1.05	1.21	3.42	6.63	8.83
市盈率(P/E)	283.11	244.81	86.43	44.66	33.52
市净率(P/B)	47.96	40.14	19.30	13.47	9.61
市销率(P/S)	80.76	72.97	38.37	20.29	13.41
EV/EBITDA	0.00	0.00	69.08	34.91	25.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	301.5元
目标价格	364.52元

基本数据

A股总股本(百万股)	60.37
流通A股股本(百万股)	15.09
A股总市值(百万元)	18,202.15
流通A股市值(百万元)	4,550.54
每股净资产(元)	12.21
资产负债率(%)	46.81
一年内最高/最低(元)	325.02/185.58

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况：人造金刚石头部企业，培育钻石为新增长点	4
1.1. 发展历程：研发为中心成就人造金刚石头部企业	4
1.2. 收购完善产品结构，业绩增长势头迅猛	4
1.3. 股权结构：结构稳定赋能长期发展	6
1.4. 募资目的：扩大产能、促进研发、补充流动资金	7
2. 行业分析：“供需结构+品牌商布局”助推培育钻石新星崛起	7
2.1. 全球钻石市场稳健恢复，培育钻石品类前景广阔	7
2.1.1. 市场逐渐回暖，天然钻石供给不足	7
2.1.2. 国际品牌商进军培育钻石，消费者认可度将显著提高	8
2.1.3. 年轻一代购买频率灵活，价格优势协同非婚需求上升推动增长	8
2.2. 培育钻石中国产能占优，上游利润率高盈利能力	10
2.3. 竞争格局：行业准入门槛高，质量与研发为立身之本	11
3. 核心竞争力：产品协同覆盖客户需求，研发驱动夯实发展动力	12
3.1. 产品协同提高盈利能力，完备品类降低运营风险	12
3.2. 技术研发为核心驱动，铸就高生产效率	12
3.3. 直销模式占据主导，开拓新客户能力较强	13
3.4. 质量铸就品牌市场认可度，细分市场领先行业	14
4. 财务分析	15
4.1. 营收端：营收逐年稳步增长，主要业务占比稳定	15
4.2. 成本端：成本与收入相匹配，随收入增长而增长	16
4.3. 毛利率：虽下降但维持较高水平，培育钻石毛利率上涨亮眼	18
4.4. 2021 上半年盈利能力显著复苏，净利率处于行业第一梯队	19
4.5. 现金流情况良好，具有较强的主业造血能力和业务扩张意愿	20
5. 盈利预测与投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展阶段	4
图 2：公司产品结构	5
图 3：公司 2017-2021H1 营收及同比	6
图 4：公司 2018-2021H1 各产品营收占比	6
图 5：公司股权结构	6
图 6：上海钻石交易所钻石进口额变化（亿美元）	7
图 7：2015-2019 全球钻石年产量	8
图 8：每克拉培育钻石价格/每克拉天然钻石价格（在零售与批发两种情境下）	9
图 9：中国、美国与印度人群购买钻石的原因分布	9

图 10: 2011-2018 年我国人造金刚石产量 (亿克拉)	10
图 11: 2001 年-2019 年我国人造金刚石出口量 (亿克拉)	10
图 12: 公司竞争对手情况	11
图 13: 力量钻石的人造金刚石产品质量检测标准与行业标准对比	14
图 14: 公司在金刚石线锯行业中有影响力的客户	15
图 15: 公司 2018-2020 年营收及同比	15
图 16: 公司 2020 年各业务营收占比	15
图 17: 公司各业务成本 (万元)	16
图 18: 公司主营业务分项目成本 (万元)	16
图 19: 可比公司 2018-2021H1 销售费用率比较	16
图 20: 可比公司 2018-2021H1 管理费用率比较	17
图 21: 可比公司 2018-2021H1 研发费用率比较	17
图 22: 公司 2018-2020 年各业务毛利率	18
图 23: 公司 2020 年分渠道各业务毛利率	18
图 24: 公司 2018-2021H1 净利润 (亿元)	19
图 25: 公司 2018-2021H1 净利率	19
图 26: 2018-2020 可比公司净利率	19
图 27: 公司现金流情况良好 (亿元)	20
图 28: 经营现金流与净利润的对比情况	20
表 1: 募资计划项目情况 (单位: 万元)	7
表 2: 公司主要核心技术	12
表 3: 六面顶压机的不同型号及对应产量	13
表 4: 公司在细分市场的专利及获奖情况	14
表 5: 公司 21-23 年盈利预测	21
表 7: 可比公司 2022 年 Wind 一致预测估值	22

1. 公司概况：人造金刚石头部企业，培育钻石为新增增长点

1.1. 发展历程：研发为中心成就人造金刚石头部企业

公司于 2010 年 11 月成立，经过提高技术实力以及收购新源公司与金刚石微粉业务相关的资产与负债，营收、业务范围以及客户资源大幅增长提高，目前已经成为专业从事人造金刚石产品研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括金刚石单晶、金刚石微粉和培育钻石。

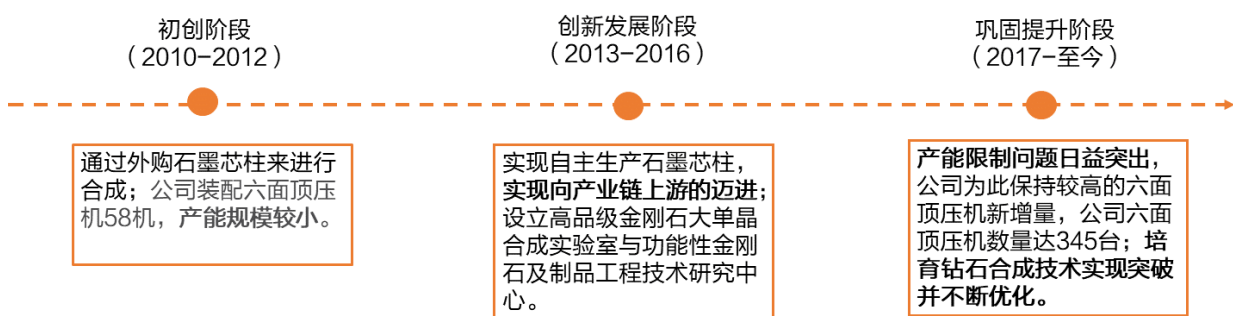
公司的发展经历了初创期、创新发展期以及巩固提升期。

(1) 初创期：2010-2012 年，公司主要通过外购石墨芯柱来进行合成、提纯与分选的加工工序，主要小批量生产金刚石单晶，截至 2012 年，公司装配六面顶压机 58 机，产能规模较小；

(2) 创新发展阶段：2013-2016 年，2013 年公司在前期积累的生产经验的基础上，引进优秀人才，研究原材料配方技术逐步实现自主生产石墨芯柱，实现向产业链上游的迈进，在此阶段，公司的品牌力与知名度显著提高，客户数量和订单需求明显增加；与此同时，公司逐年增加六面顶压机数量，不断扩大产能规模，截止 2016 年末，公司六面顶压机数量达 160 台，技术人才数量显著增加；研究层面上的机构与认可度也在提高，公司经河南省科学技术厅批准设立高品级金刚石大单晶合成河南省工程实验室与河南省功能性金刚石及制品工程技术研究中心。研究方向优化与创新并重，技术部侧重现有产品生产技术的优化，实验室侧重新产品和新工艺的研究开发，各个研发团队以市场为导向协同工作，以开展技术创新为手段提高公司核心竞争力。

(3) 巩固提升阶段：2017 至今，公司收购新源公司与金刚石微粉业务相关的经营性资产、负债后，公司覆盖金刚石单晶、金刚石微粉和培育钻石业务。此阶段，产能限制问题日益突出，公司为此保持较高的六面顶压机新增量，截止 2020 年末，公司六面顶压机数量达 345 台。公司更加注重技术研发，不断增加研发投入与技术升级，金刚石单晶产品质量和合成效率大幅提高，并且在培育钻石合成技术实现突破并不断优化，金刚石微粉生产能力快速提升，产品结构不断完善，业务规模快速扩大，品牌知名度不断提高。

图 1：公司发展阶段



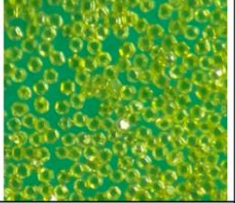
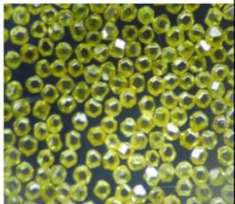
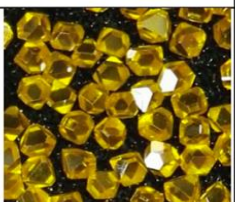

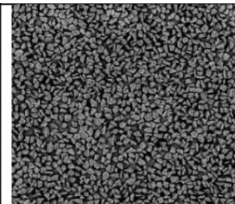


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 收购完善产品结构，业绩增长势头迅猛

公司原业务从事人造金刚石产品研发、生产和销售，在对新源公司进行收购后主要产品包括金刚石单晶、金刚石微粉和培育钻石。金刚石单晶和金刚石微粉产品主要应用在工业生产领域，作为工业耗材，主要用于生产锯、切、磨、钻、抛光等加工工具，由于加工对象、加工条件、加工方式千变万化，加工工具门类繁多，应用领域十分广泛。培育钻石主要应用在时尚消费领域，作为钻石消费领域的新兴选择，主要用于制作钻石饰品及其他时尚消

费品。具体情况如下：

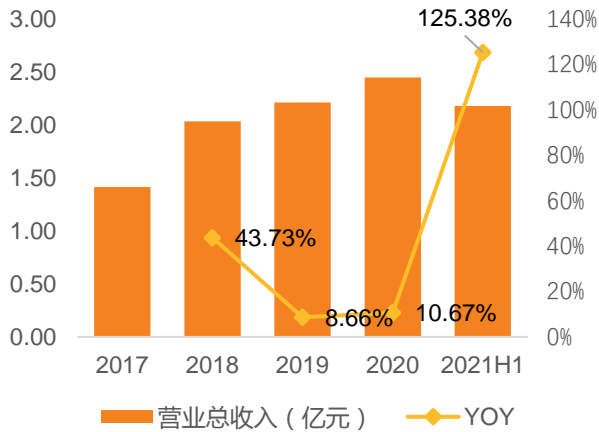
图 2：公司产品结构

产品类别	产品名称	产品特性	产品用途	产品图示 (扫描电镜放大图)
金刚石单晶	磨削级单晶	粒度范围集中在 60/70 目以细；晶体完整、热稳定性高、低磁性	主要用于制作砂轮、磨轮、磨块、滚轮、滚筒等磨削工具，多用于硬质合金、石材、陶瓷和玻璃等非金属硬脆材料的磨、削以及抛光等。	
	锯切级单晶	粒度范围集中在 60/70 目以粗，20/25 以细；晶形规则、边缘锋利、机械强度高	主要用于制作锯片、绳锯和刀具等锯切工具，多用于大理石、花岗岩、混凝土建筑材料以及半导体硅片、光学玻璃、陶瓷等非金属硬脆材料的锯断和切割等。	
	大单晶	粒度范围集中在 20/25 目以粗，晶体完整，内部杂质较少	主要用于制作金刚石钻头、刀具、修整器等工具，多用于有色金属、光学平面镜、芯片晶圆等的超精密加工及磨床砂轮修整等。	
金刚石微粉	研磨用微粉	粉体粗端粒径主要为 7 μm 以下，粒度分布极为集中，晶型规则，微粉颗粒强度高，杂质含量极低	主要用于制作研磨膏和研磨液等，多用于精密元器件、精细陶瓷、液晶玻璃、宝石及半导体等产品的研磨和抛光。	
	线锯用微粉	粉体粗端粒径主要为 7-14 μm ，晶型较好，多棱角、锋利度好、粒度分布集中	主要用于制作金刚石线锯等，多用于蓝宝石、单晶硅、多晶硅、精密陶瓷、磁性材料等硬脆材料的切割	
	其他工具用微粉	粉体粗端粒径主要为 14 μm 以上，晶形规则、粒度分布集中、颗粒形状呈浑圆状、具有良好的分散性、耐磨性	主要用于制作砂轮、磨片、复合片等其他工具，多用于陶瓷、石材和玻璃等材料的磨削。	
培育钻石	白钻	重量在 0.1 克拉以上的毛坯钻石，晶体洁净、无色、透明度高	主要用于制作钻戒、项链、耳饰、手链及其他轻奢饰品。	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

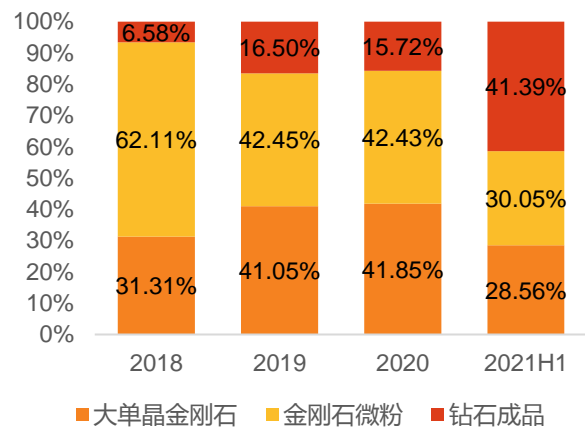
公司业绩持续增长，培育钻石业务营收占比提高。公司 2018 年度、2019 年度和 2020 年度合并主营业务收入分别为 19,810.43 万元、21,284.76 万元和 23,749.38 万元，同比增长率分别为 7.44%、11.58%。2018-2020 年，公司主营业务收入持续增长，其中金刚石单晶和金刚石微粉销售收入合计占主营业务收入的比例分别为 93.42%、83.50%、84.28%，占比较高且总体稳定；培育钻石业务营收占比从 2018 年的 6.58%提高至 2020 年的 15.72%，在 2021H1 更是上升至 41.39%，贡献了大部分的营收增长。培育钻石是公司近年来开发的新产品，随着培育钻石合成技术不断发展，市场参与者不断增加，消费者对培育钻石的认知度和接受度明显提升，培育钻石市场关注度和市场需求显著提升。若培育钻石销售收入持续快速的增长，将成为公司未来盈利的重要来源之一。

图 3：公司 2017-2021H1 营收及同比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：公司 2018-2021H1 各产品营收占比

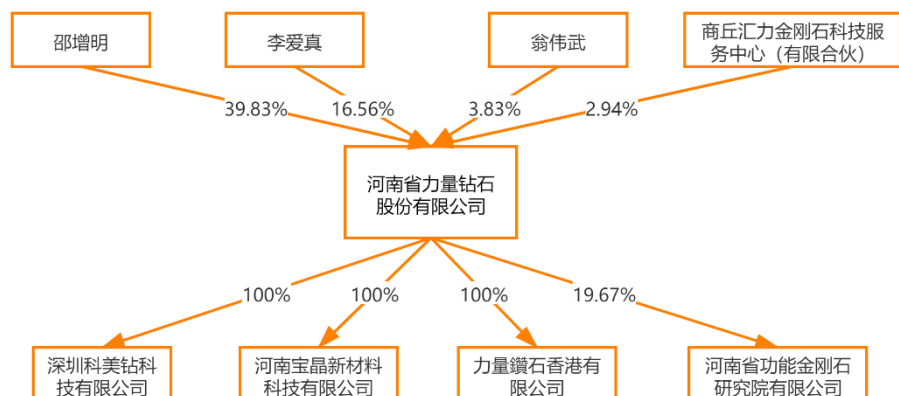


资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 股权结构：结构稳定赋能长期发展

公司股权结构稳定，有利长期发展。截止 2021 年 10 月，邵增明直接持股比例为 39.83%，通过商丘汇力间接持股比例 1.45%，直接和间接合计持股比例 41.28%，为公司控股股东；李爱真直接持股占比 16.56%，通过商丘汇力间接持股 0.03%，合计持股占比 16.59%，李爱真与邵增明为母子关系，两人合计持股占比为 57.87%，为公司实际控制人。公司股权结构稳定。邵增明同时为公司核心技术人员，稳定的股权结构及员工激励有利于专注主业、长期健康发展。

图 5：公司股权结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.4. 募资目的：扩大产能、促进研发、补充流动资金

本次公司计划募集资金 5.9 亿元，募集完成后总股本 0.6 亿股。计划运用于工业金刚石及合成钻石智能化工厂建设项目、研发中心建设项目以及补充流动资金，三者占比依次为 87.24%/7.69%/5.07%。

表 1：募资计划项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	投入占比	建设期
宝晶新材料工业金刚石及合成钻石智能化工厂建设项目	51,599.91	51,599.91	87.24%	3 年
研发中心建设项目	4,549.23	4,549.23	7.69%	1.5 年
补充流动资金	3,000.00	3,000.00	5.07%	
合计	59,149.14	59,149.14		

资料来源：公司公告、天风证券研究所

本次公司募资主要推进三大项目的原因以及作用如下：（1）宝晶新材料工业金刚石及合成钻石智能化工厂建设项目通过新建生产基地，购置新型合成、提纯、分选和检测机器设备，引进先进生产管理系统，从而建设集成高效的智能化工厂。本项目有利于公司扩大产能，丰富产品系列，提高市占率和盈利能力；（2）研发中心建设项目计划建设培育钻石、钻探专用大颗粒金刚石、CVD 钻石片、特种八面体金刚石等专业实验室，通过购置先进研发设备、检测仪器，引进研发技术人才，进行多个人造金刚石领域前沿方向的研究。本项目有利于巩固公司技术研发优势，增强公司的核心竞争力；（3）补充流动资金项目为公司快速健康发展提供资金保障。

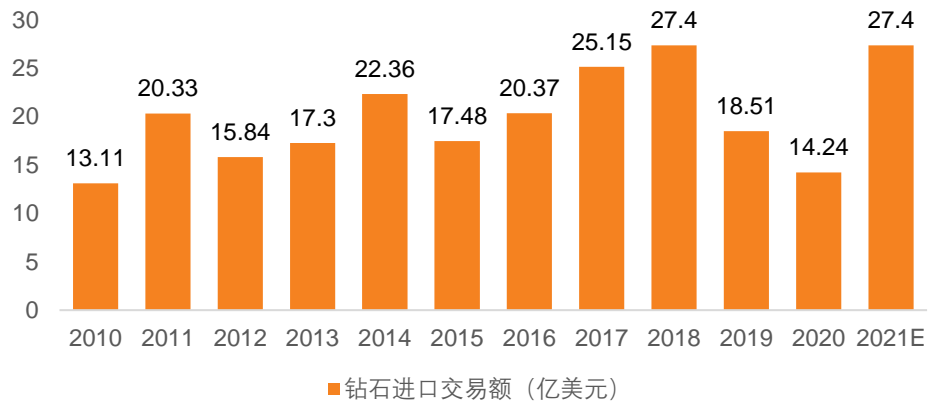
2. 行业分析：“供需结构+品牌商布局”助推培育钻石新星崛起

2.1. 全球钻石市场稳健恢复，培育钻石品类前景广阔

2.1.1. 市场逐渐回暖，天然钻石供给不足

疫情导致钻石销量下滑，目前市场规模逐渐回暖。2019 年全球钻石珠宝销售额达到 790 亿美元，2009 年至 2019 年期间全球钻石珠宝销售额年均复合增长率为 2.94%。但根据 Bain 咨询发布的《The Global Diamond Industry 2020-21》和前瞻产业研究院信息，2020 年原钻、抛光钻石和钻石珠宝市场分别下滑 33%、25%和 15%，相应的全球毛坯钻产量从 2019 年 139 百万克拉下滑至 2020 年的 111 百万克拉。21 年上半年，中国钻石进口展现出低迷后强劲反弹势头，标志钻石市场走出疫情阴霾，逐渐走上正常轨道，根据上海钻石交易所最新统计数据，2021 年 1-6 月上海钻石交易所钻石交易总额达到 38.21 亿美元，相比 2019 年同期增长 86.39%。其中成品钻进口额达到 15.76 亿美元，已经超过 2020 年全年进口额，相比 2019 年同期增长 49.24%。按目前的增长势头，今年全年钻石进口将大幅超过 2019，接近或超过 2018 年 27.4 亿美元的历史高点。

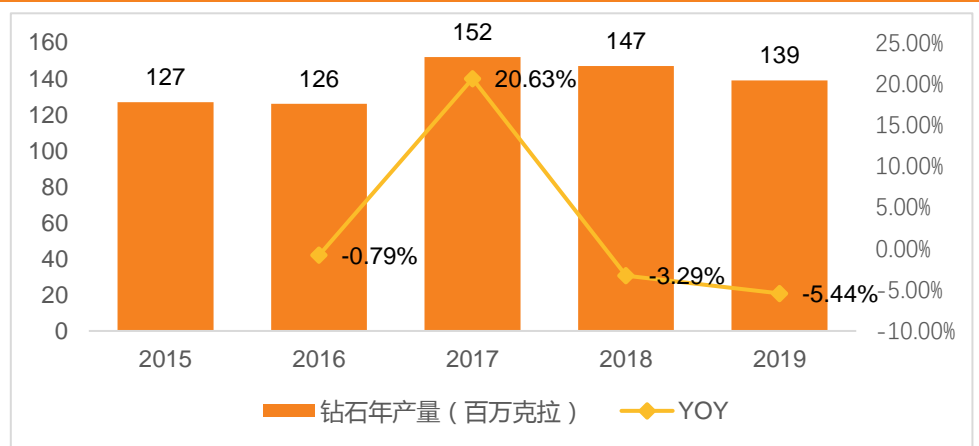
图 6：上海钻石交易所钻石进口额变化（亿美元）



资料来源：天然钻石协会、天风证券研究所

天然钻石仍高度垄断，资源渐少难以满足终端需求。天然钻石开采权被四家钻石开采商垄断，埃罗莎（俄罗斯）、戴比尔斯（博茨瓦纳）、力拓（澳大利亚）和佩特拉钻石（南非）于 2018 年占据全球 65% 的毛钻产量。但根据戴比尔斯预测未来以来一段时间天然钻石产量会不断下降，因为 Argyle（2020 年）、Diavik（2025 年）、Komsomolskaya（2021 年）等大型天然钻石矿山到达使用寿命关闭，而新建或者扩建项目未能弥补关闭矿山减少的天然钻石产量。根据 AWDC 和贝恩咨询联合发布的《2019 年全球钻石行业报告》预测，从 2021 年开始全球天然钻石供应量将以每年约 8% 的降幅持续下滑，结合矿山供应量萎缩的情况，天然钻石的产量下滑将进一步加剧，供应量与需求量的差别为培育钻石的发展提供了发展的空间。

图 7：2015-2019 全球钻石年产量



资料来源：贝恩咨询、天风证券研究所

2.1.2. 国际品牌商进军培育钻石，消费者认可度将显著提高

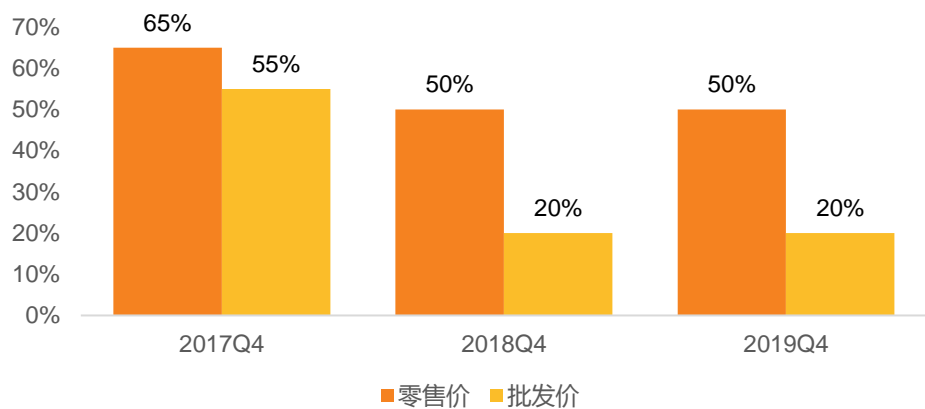
知名品牌商进军培育钻石，产品认可度显著提高。2017 年 5 月，施华洛世奇旗下培育钻石品牌 Diama 在北美地区正式开售；2018 年，全球最大钻石制造商 De Beers 推出 Lightbox Jewelry 珠宝新品牌；2019 年，美国最大的钻石珠宝零售商 Signet Jewelers 旗下著名的 Kay、Jared、Zales 以及线上珠宝品牌 James Allen 开始销售培育钻石珠宝首饰；2021 年 5 月，时尚珠宝品牌潘多拉宣布全面采用培育钻石，传统知名品牌布局培育钻石将较大的提振消费者对于培育钻石品类的信心与认可度。

2.1.3. 年轻一代购买频率灵活，价格优势协同非婚需求上升推动增长

年轻一代购买行为更加灵活，更加关注产品的环境友好程度。根据贝恩咨询《全球钻石行业报告》对于千禧一代（1980-1999）与 Z 世代（2000-2019）的调查，相比老一代消费者，年轻一代更关注钻石首饰对环境可持续性影响问题，培育钻石的可持续性符合消费需求。并且与传统消费习惯不同，年轻一代购买珠宝首饰的频率会更加灵活，培育钻石的价格优势降低了购买钻石饰品的门槛，培育钻石可凭借价格优势对市场快速渗透。

非婚需求与价格优势协同推动培育钻石市场与收入实现增长。培育钻石与天然钻石除生长环境不同外，化学成分以及颜色、净度等物理性质完全相同，但培育钻石饰品的销售价格约为同等级天然钻石饰品销售价格的 50%，2016 年培育钻石价格约为天然钻石的 80%，2017 年至 2019 年这一比例分别降低至 65%、50%、45%。按照钻石珠宝消费人群的需求划分，钻石珠宝的消费需求主要可分为婚嫁需求和非婚嫁日常佩戴需求。根据戴比尔斯发布的《2018 年钻石洞察报告》数据显示，2012 年我国满足婚嫁需求的钻石珠宝销售额占钻石珠宝销售总额的比例为 23%，2017 年我国满足婚嫁需求的钻石珠宝销售额占钻石珠宝销售总额的比例为 28%，钻石珠宝在我国婚嫁市场的渗透率不断提升。

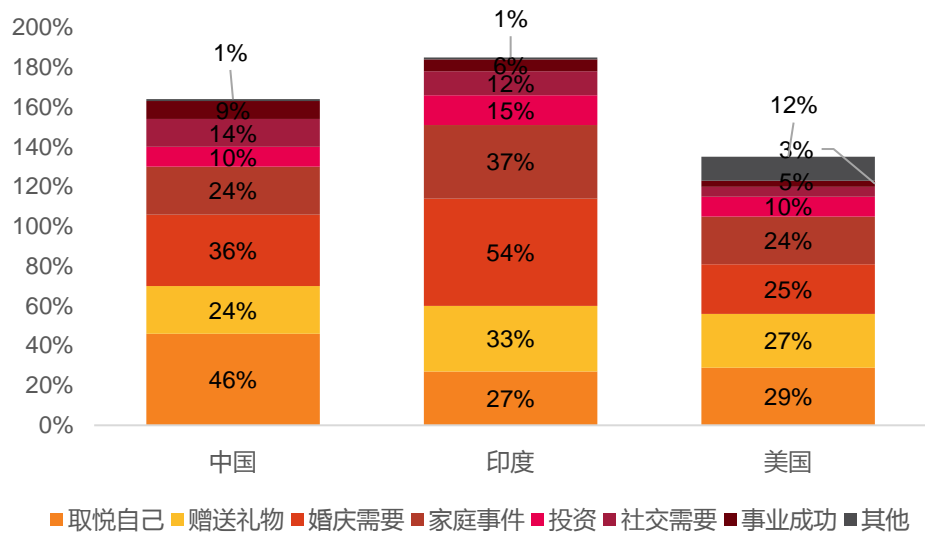
图 8：每克拉培育钻石价格/每克拉天然钻石价格（在零售与批发两种情境下）



资料来源：贝恩咨询、天风证券研究所

非婚嫁需求崛起的主要表现之一为消费者对钻石珠宝的关注由单一的钻戒向项链、吊坠、耳饰等多元化钻石产品转换。根据戴比尔斯发布的《2017 年钻石洞察报告》，2014 年我国消费者购买的钻石珠宝中钻戒和其他钻石饰品的比例分别为 67%和 33%，2016 年我国消费者购买的钻石饰品中钻戒和其他钻石饰品的比例分别为 49%和 51%。其他非钻戒饰品占比显著提升表明越来越多的消费者为了满足自身非婚嫁需求而购买钻石珠宝作为日常佩戴饰品。另外，我国自购钻石珠宝数量最多的消费者为达到中等收入的单身女性，由职业女性崛起带来的非婚嫁自购需求将成为我国钻石珠宝行业未来发展的核心驱动力。

图 9：中国、美国与印度人群购买钻石的原因分布

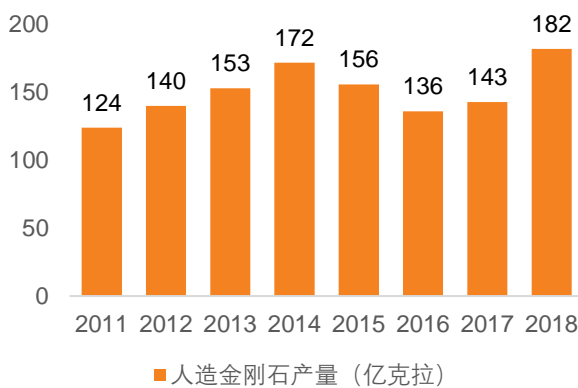


资料来源：贝恩咨询、天风证券研究所

2.2. 培育钻石中国产能占优，上游利润率高盈利能力

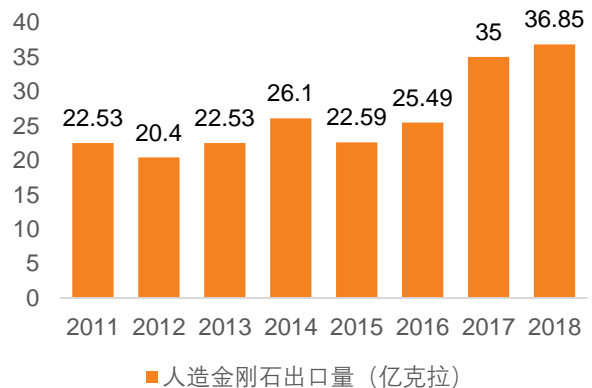
我国人造金刚石生产出口国际领先，培育钻石产量贡献大部分增量。在我国人造金刚石生产技术不断提高的条件下，人造金刚石行业进入快速发展周期，2001年至2019年，我国金刚石单晶产量由16亿克拉增加至142亿克拉，增长了7.9倍。自2000年开始，我国成为全球最大人造金刚石生产国。作为全球第一大人造金刚石生产国，我国人造金刚石产品得到越来越多国际客户的认可，金刚石单晶出口数量整体保持增长态势，2019年，我国金刚石单晶出口数量达到31.82亿克拉，较2001年增长了20.21倍。全球2018-2019年全球培育钻石产量增长率为15%到20%，其中大部分增长来自于中国。

图 10：2011-2018 年我国人造金刚石产量（亿克拉）



资料来源：中国机床工具工业协会超硬材料分会、天风证券研究所

图 11：2001 年-2019 年我国人造金刚石出口量（亿克拉）



资料来源：中国机床工具工业协会超硬材料分会、天风证券研究所

中国生产商 HTHP 法成本效率优势显著，上游高利润率增强行业盈利能力。高温高压法（HTHP）合成培育钻石以塔状为主，生长速度快、成本低、纯净度稍差，但综合效益具有优势，特别是在 1-5ct 培育钻石合成方面具有明显优势。而在利润率方面，根据前瞻产业研究院报告，钻石产业链利润率呈现出典型的“微笑曲线”，产业链上游和下游远高于中游。上游厂家因具有较高的准入壁垒，例如技术、设备等，拥有较强的议价能力，2019年平均利润率在 19%-21%；下游大型珠宝商利润率可达 8%-10%；中游切割等加工生产商由于进入门槛较低，同质化竞争严重，因此议价能力也较低，利润率普遍较低，2019 年其利润率-3%-2%。

2.3. 竞争格局：行业准入门槛高，质量与研发为立身之本

中国形成完备的人造金刚石产业链，行业准入门槛高。我国成为了全球最重要的人造金刚石生产国，占比已占全球产量的 90%以上，国外企业较少。河南省形成了极具地域优势的完备产业链，涌现出中南钻石、黄河旋风、豫金刚石、力量钻石、惠丰钻石、联合精密等众多知名企业。因为市场化程度高，在产品差异化小的条件下，人造金刚石行业十分考验企业的研发、工艺和质量控制。

图 12：公司竞争对手情况

竞争对手	简要情况	竞争领域
中南钻石	上市公司中兵红箭（000519.SZ）的全资子公司，主要产品包括人造金刚石产品、立方氮化硼产品、复合片产品、培育钻石产品及其他高端或功能性超硬材料产品等。	金刚石单晶 培育钻石
黄河旋风	上市公司，证券代码为 600172.SH，主要产品包括碳系新材料（超硬材料及制品、超硬复合材料及制品、培育钻石、金刚石线锯、金刚石微粉、石墨烯）、智能制造、合金粉、3D 打印金属耗材及制件等。	金刚石单晶 金刚石微粉 培育钻石
豫金刚石	上市公司，证券代码为 300064.SZ，主要产品包括人造金刚石单晶及原辅材料、培育钻石饰品、微米钻石线和超硬磨具等。	金刚石单晶 培育钻石
惠丰钻石	新三板挂牌企业，证券代码为 839725，主营业务是从事金刚石微粉和金刚石破碎整形料的研发、生产和销售。	金刚石微粉
联合精密	主要从事精密研磨抛光材料及其制品的研发、生产和销售，主要产品包括金刚石微粉、纳米金刚石、研磨膏、研磨液、氧化铝以及磨砂轮、磨头等精密磨具等。	金刚石微粉

资料来源：公司公告、天风证券研究所

丰富的产品结构和强大的研发体系是立身之本。中南钻石、黄河旋风、豫金刚石为较早登录资本市场的上市公司，收入规模较大且主营业务已实现不同程度的多元化发展。中南钻石和豫金刚石的金刚石单晶、培育钻石产品与公司产品存在交集。黄河旋风的金刚石单晶、金刚石微粉、培育钻石与公司产品存在交集。惠丰钻石和联合精密的金刚石微粉与公司产品存在交集。产品差异化较小的情况下，公司是否掌握关键技术，并在工艺控制方面拥有自主知识产权就显得格外重要。举例来说，随着压机大型化即合成腔体不断增加，金刚石六面顶压机的规格性能、技术参数、生产效率均呈现明显提升。大腔体压机不仅能够提高金刚石单晶单产、有效降低生产成本，而且有利于金刚石单晶的合成效果和质量提高。力量钻石已装机投产 $\phi 800$ 的六面顶压机 128 台， $\phi 750$ 与 $\phi 700$ 的六面顶压机共计 187 台，占公司已投产六面顶压机总数的 54.20%。而人造金刚石行业主要企业用于生产高级单晶的六面顶压机中 $\phi 650$ 及以下型号的占比为约 81.25%。力量钻石在合成设备先进性和生产效率方面具备较大优势。另外丰富完备的产品体系有利于公司的研发技术成果可以有效利用，更好的满足不同客户的需求，从而降低市场拓展成本，根据行业发展趋势及时规划调整产品结构，达到分散经营风险的目的。

满足市场需求需要规模化的生产能力和严格的品控标准。在人造金刚石的市场需求不断提高的背景下，行业内公司只有快速提高生产能力才能满足订单需求。供货时间不及时和产能不足的问题不利于与客户建立长期良好的合作关系。生产规模提高后，完备的品质管理更能得到市场的青睐，保障公司的持续稳定发展。

3. 核心竞争力：产品协同覆盖客户需求，研发驱动夯实发展动力

3.1. 产品协同提高盈利能力，完备品类降低运营风险

产品结构丰富完善，协同效应提高盈利能力。公司自成立以来始终专注于人造金刚石产品的研发和生产，目前已形成金刚石单晶、金刚石微粉、培育钻石三大核心产品体系，产品结构丰富，协同效应明显，能够快速响应市场需求。其中，金刚石单晶和金刚石微粉处于产业链上下游，公司可以使用自产金刚石单晶为微粉原材料，这增加了金刚石单晶附加值，还提高了金刚石单晶的产品周转率，从而增强公司的盈利能力。此外合成设备六面顶压机可以通过设置不同的工艺参数来分别完成金刚石单晶与培育钻石的生产，这使公司可以根据市场需求和生产计划适时调整产能在金刚石单晶和培育钻石产品之间的配置，充分把握市场动向和机遇。

研发成果利用率高，降低各类经营风险。丰富完备的产品结构使公司研发技术成果可以在多品类产品间共享，提高了公司研发成果的利用效率，具有明显的技术协同效应；丰富完备的产品结构有利于降低公司开发新客户的信用风险，实现公司内部资源充分利用，降低市场拓展成本，提高业务开拓效率；公司可以根据市场需求及行业发展趋势，及时规划、调整产品结构，降低对单个产品的依赖度，有效分散公司经营风险。

3.2. 技术研发为核心驱动，铸就高生产效率

技术研发构建核心驱动力，产品创新形成持续竞争力。公司掌握了包括原材料配方技术、新型密封传压介质制造技术、大腔体合成系列技术、高品质培育钻石合成技术、金刚石微粉制备技术等在内的人造金刚石生产五大核心支撑技术，形成了相对完备的核心技术体系。在此基础上，公司形成了较强的产品创新能力，在线锯用微粉以及 IC 芯片超精加工用特种异型八面体金刚石尖晶、400 目-1000 目超细金刚石单晶、大颗粒高品质培育钻石等特种金刚石细分市场具备领先优势。

表 2：公司主要核心技术

序号	技术名称	技术来源	对应专利	创新类别	成熟程度
1	原材料配方技术	自主研发	ZL201410463437.9 一种合成超细颗粒金刚石用粉末触媒；ZL201821383773.2 金刚石石墨柱真空还原布料架及真空还原装置	原始创新	批量生产
2	新型密封传压介质制造技术	自主研发	ZL201410458540.4 用于超细金刚石合成的发热元件的制备方法；ZL201420518468.5 金刚石合成用复合金属杯及其合成块；ZL201820612304.7 一种超硬材料合成用高保温导电堵头；ZL201820612372.3 一种超硬材料合成用复合保温结构；ZL201420518469.X 超细颗粒金刚石合成用复合传压块；ZL201420518467.0 超细金刚石合成用发热元件及其合成块	原始创新	批量生产
3	大腔体合成系列技术	自主研发	ZL201220743050.5 一种六面顶压机活塞、缸筒拔出装置；ZL201220742151.0 一种六面顶压机用复合绝缘板；ZL201420518521.1 一种金刚石合成用加热装置；ZL201410463444.9 一种超细颗粒金刚石单晶的合成方法；ZL201310075402.3 一种八面体金刚石的合成方法；ZL201910111472.7 一种多毛刺金刚石及其制备方法	原始创新	批量生产

4	高级培育 钻石生产技 术	自主研发	ZL201710478166.8 一种宝石级无色钻石的 人工合成方法; ZL201720726692.7 宝石级无 色钻石混合合成结构; ZL201820699787.9— 一种克拉级钻石的合成装置; ZL201720765288.0 宝石级大单晶金刚石多 腔体合成结构; ZL2017207266753 宝石级无 色钻石组合合成结构; ZL201720726691.2 合 成钻石用辅助热源加热结构	原始创新	批量生产
5	金刚石微粉 制备技术	自主研发	ZL201821386467.4 金刚石微粉球磨磁选装 置; ZL2018213909497 金刚石微粉高效提纯 装置; ZL201821357400.8 一种金刚石微粉快 速烘干及防板结装置; 资料来源: 天风证券 研究所 ZL201821390947.8 金刚石微粉恒温 分级装置; ZL201821310771.0-种振动式金 刚石微粉干燥箱; ZL201821390799.X 金刚石 微粉分级震动搅拌组件	原始创新	批量生产

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

专业自动化设备远超行业标准，数字化自动控制技术实现高效率生产。截至 2020 年末，公司已装机投产 ϕ 800 的六面顶压机共 128 台，占公司已装机投产六面顶压机总数的 37.10%， ϕ 750 和 ϕ 700 的六面顶压机共计 187 台，占公司已投产六面顶压机总数的 54.20%，据中国机床工具工业协会超硬材料分会的信息统计，人造金刚石行业主要企业用于生产高级单晶的六面顶压机中 700 型号不足 20%，因此公司拥有的设备远超行业标准。先进设备带来高产量， ϕ 700 型号、 ϕ 800 六面顶压机合成高级金刚石单晶单次产量分别为 280-320ct、320-360ct，而同等条件下 ϕ 650 型号的单次产量仅仅为 200ct 左右。

表 3: 六面顶压机的不同型号及对应产量

型号	产量
ϕ 650	200ct
ϕ 700	280-320ct
ϕ 800	320-360ct

资料来源: 中国机床工具工业协会超硬材料分会，天风证券研究所

3.3. 直销模式占据主导，开拓新客户能力较强

满足客户个性化需求，直销模式销售为主导。公司人造金刚石产品属于下游客户生产过程中的关键材料之一，需要满足客户提出的产品性能要求，这决定公司主要以直销模式开拓市场。由于公司产品应用领域广泛，公司产品也存在少量向贸易商销售的情况。在直销模式下，公司一般与客户签订供货合同后，除质量原因外不得退货，公司在取得客户签收确认相应凭证后确认收入。直销有利于公司直接面对客户，确保需求信息准确、快速传递、反馈至公司相关部门，为客户及时提供所需产品和服务。在经销模式下，公司与经销商也签订供货合同，但经销商销售模式下的客户不同于一般传统定义，公司对经销商均采用买断式销售，不存在经销商替公司代销产品的情况。

行业内具备较强的影响力，持续开拓新客户能力较强，主要原因如下：1) 公司丰富的产品品类、完备的产品结构能够更好的满足不同客户需求，从而积累更广泛的客户资源；2) 公司作为高新技术企业，始终坚持以技术研发为中心，通过持续产品创新和工艺改进在人造金刚石领域积累了深厚的技术储备；3) 公司凭借产品质量和性能优势，与诸多具有较强行业影响力的下游客户达成合作关系，包括杨凌美畅、岱勒新材、常熟华融、恒星科技、

盛利维尔、三超新材、高测股份、贝卡尔特、蓝思科技等知名客户。

3.4. 质量铸就品牌市场认可度，细分市场领先行业

管理层专业背景深厚，产品质检标准高于行业要求。公司主要管理人员在人造金刚石行业内具备二十多年经验，拥有深厚的专业背景和丰富的从业经历，有利于公司快速、准确把握市场机会。董事长邵增明先生在人造金刚石领域深耕二十多年，带领公司技术团队攻克多项人造金刚石生产关键技术，并拥有丰富的企业管理经验。公司建立了完整的生产管理制度，实现产品生产全过程的程序化管理，并通过了 ISO9001 质量管理体系认证，严格按照国际质量标准进行生产管理和质量控制。公司自行组织制定的产品质量检测标准均高于国家标准和行业标准，人造金刚石产品在粒度组成、堆积密度、外部杂质和冲击韧性等主要质量指标上均达到较高水平。公司的人造金刚石产品质量检测标准与行业标准对比情况如下：

图 13：力量钻石的人造金刚石产品质量检测标准与行业标准对比

标准	粒度组成	堆积密度	外部杂质含量
行业标准	粒度偏差≤7%	1.35g/cm ³ -2.00g/cm ³	0.5%-1%
公司标准	粒度偏差≤5%	1.45g/cm ³ -2.10g/cm ³	0.3%-0.8%

资料来源：行业标准为 JB/T 7989-2012《超硬磨料 人造金刚石技术条件》 天风证券研究所

主要产品细分市场领先，深受国内外知名客户认可。公司在线锯用微粉以及 IC 芯片超精加工用特种异型八面体金刚石尖晶、超细金刚石单晶、高品级大颗粒培育钻石等特种金刚石产品细分市场具备领先优势。公司的线锯用微粉国内市场份额处于行业领先地位，与杨凌美畅、贝卡尔特等诸多具有行业影响力的客户达成合作关系。在特种金刚石产品方面，公司拥有已授权发明专利并被河南省科技厅认定为重大科学技术成果，技术水平和产品质量获得客户高度认可；公司超细金刚石单晶产品可实现尺寸误差范围 0.3 μm-0.03 μm 的超高精加工，被河南省人民政府授予河南省科学技术进步奖三等奖；培育钻石产品实现从无到有、从低品级小碎钻的零星生产到大颗粒高品级培育钻石批量供应，可以批量化生产 2-10 克拉大颗粒高品级培育钻石。公司凭借技术创新和产品质量，已经成功进入诸多国内外人造金刚石制品企业和钻石饰品生产加工企业的合格供应商名单，未来可以持续保持行业优势地位。

表 4：公司在细分市场的专利及获奖情况

编号	技术名称	技术来源	对应专利	技术成果或奖项
1	线锯用微粉生产技术	自主研发	ZL201821386467.4 金刚石微粉球磨磁选装置； ZL201821390949.7 金刚石微粉高效提纯装置； ZL201821357400.8 一种金刚石微粉快速烘干及防板结装置；ZL201821390947.8 金刚石微粉恒温分级装置；ZL201821310771.0 一种振动式金刚石微粉干燥箱；ZL201821390799.X 金刚石微粉分级震动搅拌组件	-
2	IC 芯片八面体尖晶生产技术	自主研发	ZL201310075402.3 一种八面体金刚石的合成方法（发明专利）；ZL201820612293.2 一种八面体金刚石合成块；ZL201820766027.5 一种八面体金刚石多级分选装置；	2019 年被河南省科学技术厅认定为科学技术成果

400-1000	3	目超细单晶生产技术	自主研发	ZL201410458540.4 用于超细金刚石合成的发热元件的制备方法(发明专利); ZL201410463444.9 一种超细颗粒金刚石单晶的合成方法(发明专利); ZL201410463437.9 一种合成超细颗粒金刚石用粉末触媒(发明专利); ZL201420518469.X 超细颗粒金刚石合成用复合传压块; ZL201420517218.X 超细金刚石提纯用石墨分离装置	2020 年被河南省人民政府评定为河南省科学技术进步三等奖
高品级培育钻石生产技术	4	自主研发	自主研发	ZL201710478166.8 一种宝石级无色钻石的人工合成方法(发明专利); ZL201720726692.7 宝石级无色钻石混合同合成结构; ZL201820699787.9 一种克拉级钻石的合成装置; ZL201720765288.0 宝石级大单晶金刚石多腔体合成结构; ZL201720726675.3 宝石级无色钻石组合合成结构; ZL201720726691.2 合成钻石用辅助热源加热结构	2019 年被河南省科学技术厅认定为科学技术成果

资料来源:力量钻石招股说明书,天风证券研究所

图 14: 公司在金刚石线锯行业中有影响力的客户



资料来源:力量钻石招股说明书,天风证券研究所

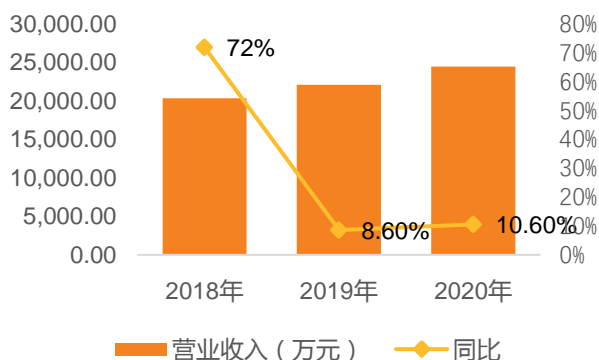
4. 财务分析

4.1. 营收端: 营收逐年稳步增长, 主要业务占比稳定

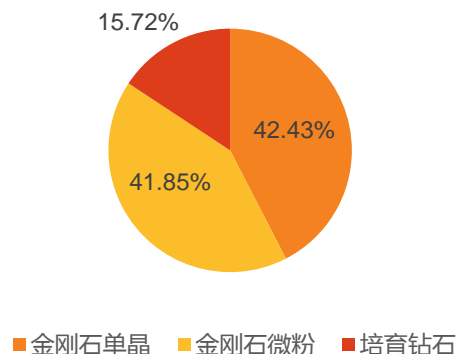
营收逐年稳步增长, 主要业务占比稳定。公司作为一家专业从事人造金刚石产品研发、生产和销售的高新技术企业, 主要产品包括金刚石单晶、金刚石微粉和培育钻石。2018 年度、2019 年度、2020 年度, 公司营业收入金额分别为 20,365.60 万元、22,128.46 万元、24,488.76 万元。公司 2020 年度金刚石单晶、金刚石微粉、培育钻石的销售收入占比分别为 41.85%, 42.43%和 15.72%, 金刚石单晶、金刚石微粉占比较高且总体稳定; 培育钻石市场尚处于成长阶段, 随着培育钻石合成技术发展以及消费者对培育钻石认知程度提升推动培育钻石市场需求稳步增长。公司 21H1 培育钻石营收 0.89 亿元, 营收占比达 40.78%,

图 15: 公司 2018-2020 年营收及同比

图 16: 公司 2020 年各业务营收占比



资料来源: Wind、天风证券研究所



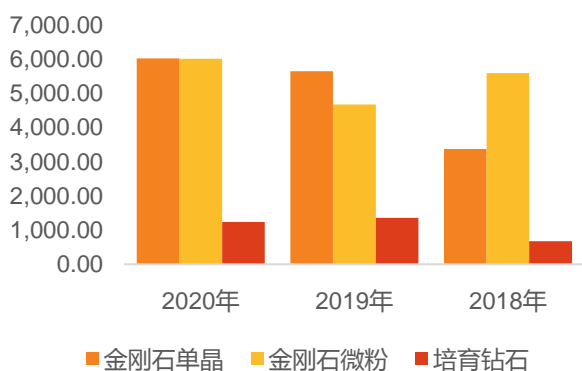
资料来源: Wind、天风证券研究所

2020H1 各项业务营业收入增长迅猛，培育钻石贡献主要增长。公司 2021 年上半年营业收入同比增长 125.38%，其中培育钻石营收 0.89 亿元，营收占比达 40.78%。公司受疫情的影响减弱，产能规模扩大，金刚石单晶市场供应趋紧，销售价格上升，培育钻石市场需求也不断扩大。综上所述，公司 2021 年上半年经营业绩较上年同期大幅增长。

4.2. 成本端：成本与收入相匹配，随收入增长而增长

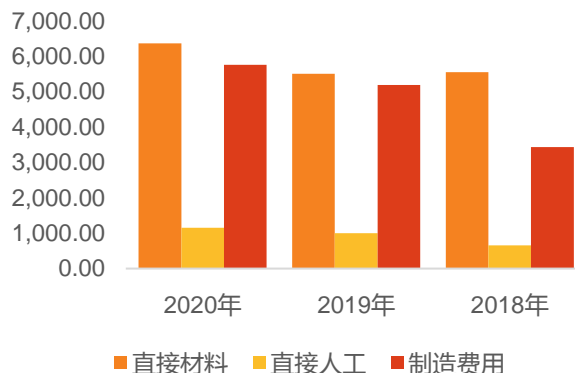
公司主营业务成本与收入相匹配，随收入增长而增长。公司 18-20 年主营业务成本分别为 9,633.24 万元和 11,690.22 万元、13,266.97 万元。直接材料投入占比高，固定资产投资大，电力成本高是 人造金刚石行业的特点。公司直接材料占主营业务成本的比重均超过 45%，制造费用占比在 35%左右，与行业特点吻合。

图 17: 公司各业务成本 (万元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

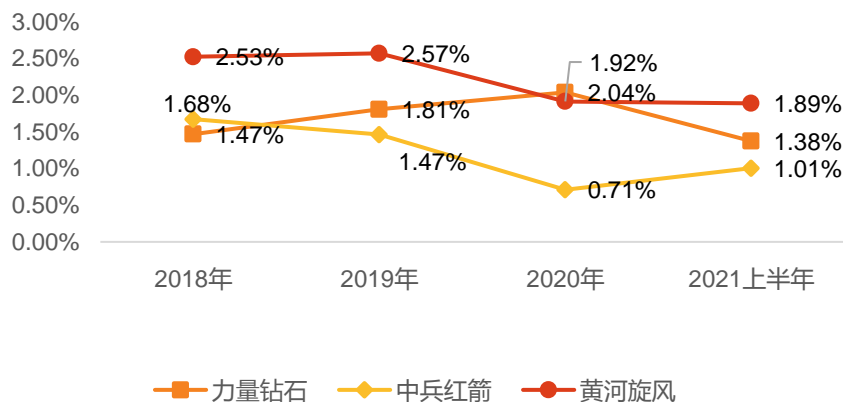
图 18: 公司主营业务分项目成本 (万元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

公司销售费用率在同行业可比公司中处于中等水平。2020 年度销售费率下降的原因为受新冠疫情的影响，无法参加相关展会。2019 年度销售费用率较 2018 年度上升 0.50%，原因为随着公司经营业绩的上升，公司销售人员增加、职工薪酬的调整，相应的公司差旅费及业务招待费、广告费及业务宣传费增加。

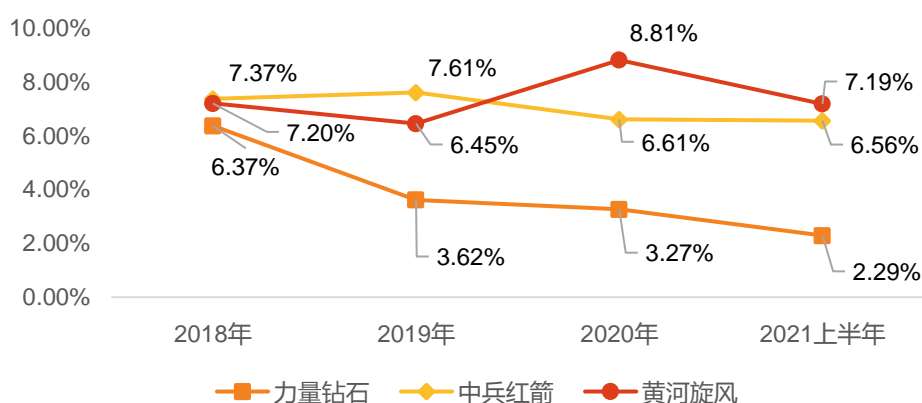
图 19: 可比公司 2018-2021H1 销售费用率比较



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司管理费用率在同行业可比公司中也处于较低水平，逐年稳定下降。主要原因有：1.商丘市柘城县产业集聚区作为公司的经营场所，有相对较低的经营成本。2.相较于其他上市公司，管理体系相对简单。

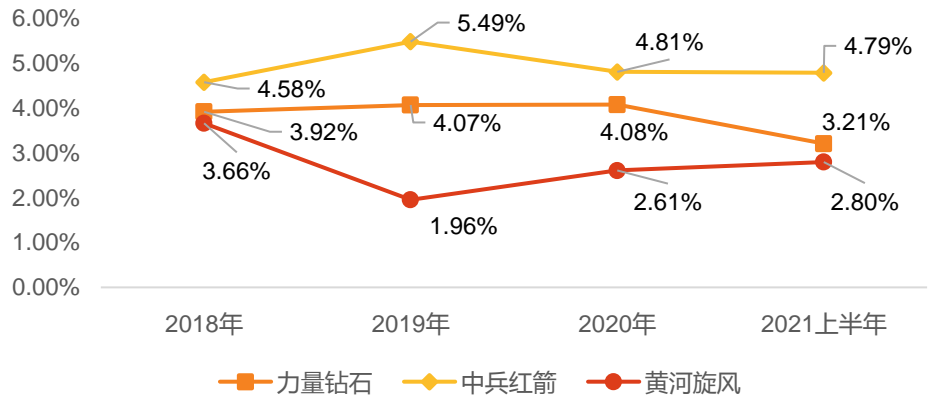
图 20：可比公司 2018-2021H1 管理费用率比较



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司的研发费用率处于行业较高水平，逐年呈上升趋势。为了保持市场竞争力公司非常重视技术研发并不断加大投入力度。

图 21：可比公司 2018-2021H1 研发费用率比较

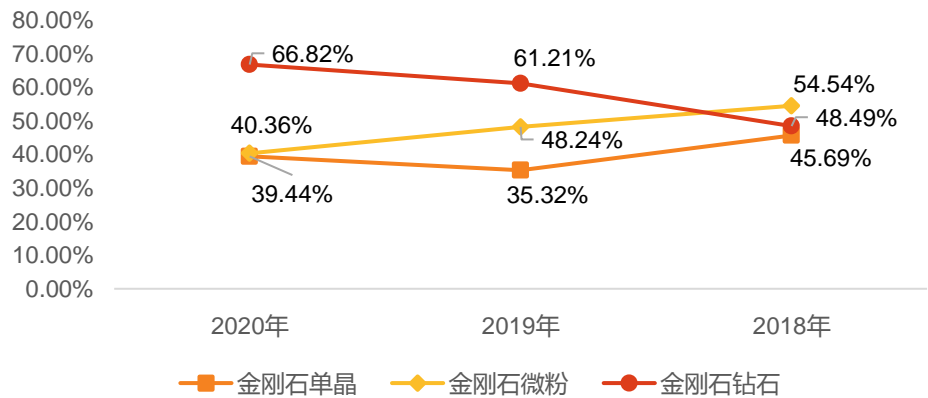


资料来源: Wind、天风证券研究所

4.3. 毛利率：虽下降但维持较高水平，培育钻石毛利率上涨亮眼

毛利率呈下降趋势，但维持较高水平，同时培育钻石业务毛利率连续上涨。公司综合毛利主要来源于主营业务，2018年到2020年期间公司的主营业务毛利率分别为51.37%、45.08%、44.14%，总体呈下降趋势。受材料、工艺、性能、应用领域和销售价格等多方面的影响，公司主营业务之间的毛利率差异度较大。总体来说金刚石微粉的毛利率保持在适中水平，金刚石微粉销售收入占比较高，为公司保持较高水平的毛利率奠定了基础。培育钻石毛利率水平较高，从2018年的48.49%一路上涨至2020年的66.82%，涨幅达18.33%。上涨主要原因因为公司培育技术日渐成熟，消费领域需要的高品质金刚石单晶销售价格较高。

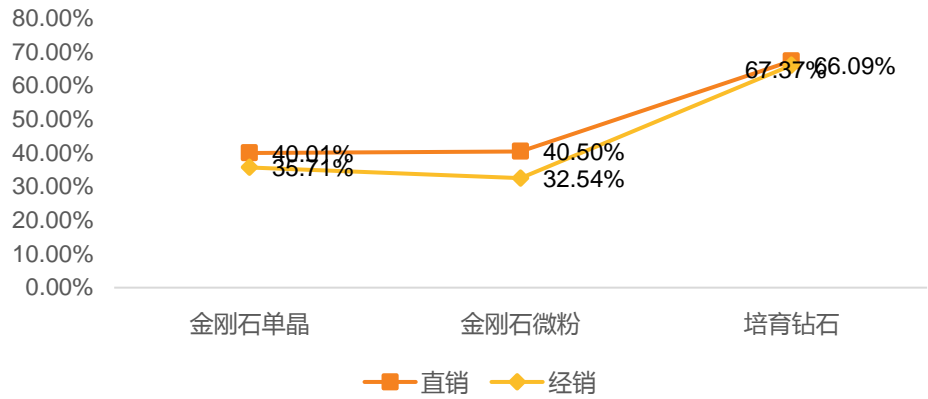
图 22：公司 2018-2020 年各业务毛利率



资料来源: Wind、天风证券研究所

按销售模式区分，主要业务经销模式下的毛利率低于直销模式。金刚石单晶和金刚石微粉销售主要以直销模式为主，直销毛利率高于经销毛利率。主要因为经销商拥有公司提供的价格优惠，相应地，经销商充分利用自身客户资源辅助公司提高销售规模与市占率。同时，金刚石微粉的直销收入中锯用微粉占比较高，这提高了金刚石微粉的整体毛利率。培育钻石销售过程中，直销与经销商模式的销售价格基本无差异。

图 23：公司 2020 年分渠道各业务毛利率

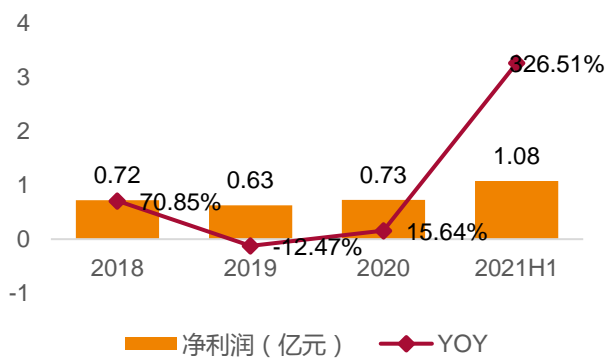


资料来源: Wind、天风证券研究所

4.4. 2021 上半年盈利能力显著复苏, 净利率处于行业第一梯队

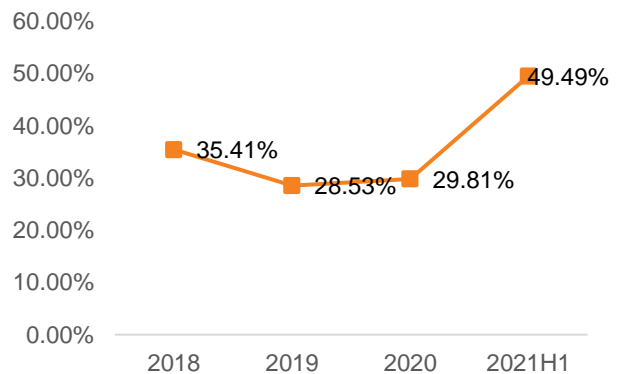
2021H1 净利润同比大幅增长, 盈利能力大幅提升。公司 2018-2020 的净利润分别为 0.72/0.63/0.73 亿元, 净利润增速分别为 70.85%/-12.47%/15.64%, 2020 年疫情之下净利润仍保持正增长, 并且 2021H1 净利润同比 2020H1 上涨 326.51%, 盈利能力显著恢复, 主要原因是: 1) 目前国内外新冠肺炎疫情已逐步得到控制, 疫情的影响逐步减弱, 公司的日常经营已恢复正常; 2) 公司加大机器设备等资本性投入, 金刚石单晶、培育钻石产能规模不断扩大; 3) 培育钻石市场需求处于快速崛起阶段, 销售数量稳步上升, 大颗粒培育钻石销售价格和毛利率较高; 4) 金刚石单晶市场供应趋紧, 销售价格明显上升。2018、2019、2020 及 2021H1 公司净利率分别为 35.41%/28.53%/29.81%/49.49%。与同行业公司相比, 公司净利率处于行业前列, 并仍保持较快的增长态势。

图 24: 公司 2018-2021H1 净利润 (亿元)



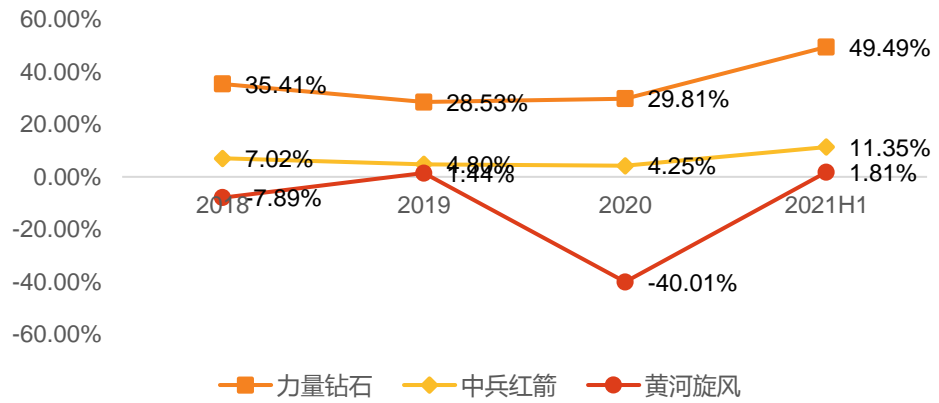
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 25: 公司 2018-2021H1 净利率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 26: 2018-2020 可比公司净利率

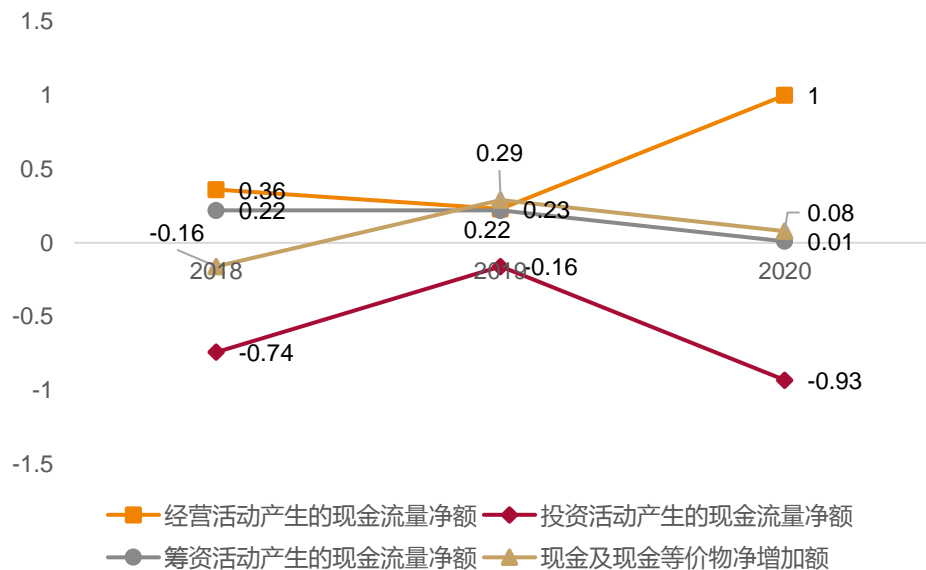


资料来源: Wind、天风证券研究所

4.5. 现金流情况良好，具有较强的主业造血能力和业务扩张意愿

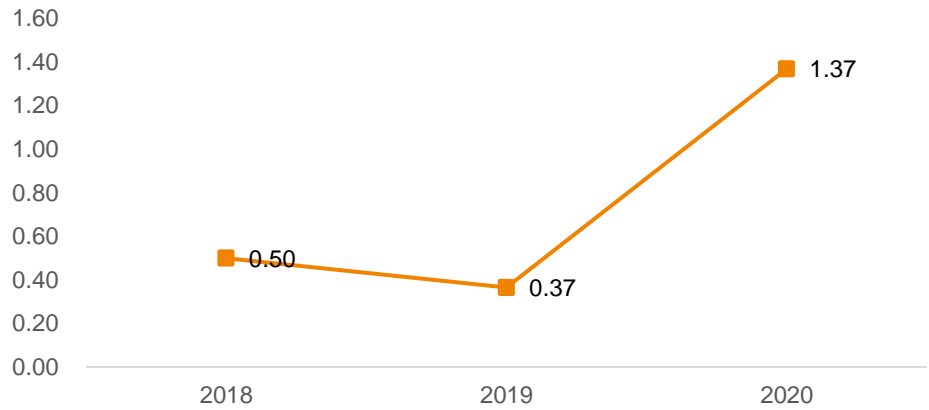
主业造血能力强大形成充裕现金流，经营规模扩大固定资产增加。从公司的现金流情况来看，公司常年经营活动现金流净额大于0，2020年经营现金流净额与净利润的比值大于1，这证明公司在主业上造血能力不断增加；同时企业连续三年投资净现金流为负，表示企业的扩张意愿较为强烈。2018-2020年，投资活动产生的现金净额为人民币-0.74、-0.16、-0.93亿元，原因为经营规模持续扩大，机器设备等固定资产规模明显增加；公司经营活动产生的现金净额为人民币0.36、0.23、1.0亿元。主要归因于疫情得到控制，公司产品市场销售情况快速好转，销售商品收到的现金大幅增加；筹资活动产生的现金净额为人民币0.22、0.22、0.01亿元，原因为短期借款增加。

图 27：公司现金流情况良好（亿元）



资料来源: 公司公告，天风证券研究所

图 28：经营现金流与净利润的对比情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

预测假设：

- ①假设 2021 年保持此趋势：受市场需求变化的影响，公司加大生产、销售高级产品，高级产品销售占比上升，高级产品毛利率相对较高，从而金刚石单晶毛利率。
- ②假设公司募集资金提高产能后，产能利用率较高，订单量以及客户显著增长，无重大行业变动。
- ③假设随着智能制造国家战略的深入推进，超高速、超精密、智能数控、精细加工等先进制造技术不断创新应用，精密机械加工、清洁能源、消费电子、半导体等新兴行业快速发展必将带动金刚石微粉产品市场需求不断增长。

公司产能扩张以及发力培育钻石业务释放业绩增量，预计 21-23 年营业收入分别为 4.66/8.81/13.32 亿元，收入增速分别为 90.19%/89.11%/51.26%；净利润分别为 2.07/4.00/5.33 亿元，利润增速分别为 183.26%/93.51%/33.24%，对应 PE 为 86X/45X/33.5X。

表 5：公司 21-23 年盈利预测

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	203.66	221.28	244.89	465.75	880.77	1332.23
YOY		8.66%	10.67%	90.19%	89.11%	51.26%
分产品						
金刚石单晶	62.03	87.38	99.38	177.89	304.20	398.50
YOY		40.87%	13.74%	79%	71%	31%
金刚石微粉	123.05	90.36	100.77	180.38	308.45	404.07
YOY		-26.57%	11.52%	79%	71%	31%
培育钻石	13.03	35.11	37.34	100.82	262.13	524.27
YOY		169.54%	6.35%	170%	160.00%	100%
其他业务收入	5.55	8.44	7.39	6.65	5.99	5.39
YOY		51.97%	-12.36%	-10%	-10%	-10%
净利润	72.11	63.12	73.00	206.77	400.13	533.11
YOY		-12.49%	15.64%	183.26%	93.51%	33.24%

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司品牌具有较高认可度，产品结构完善，研发实力较强，主营业务收入在 2018 至 2020

年整体保持增长，在超硬材料行业中处于优势地位。上市后，公司预计将突破现有的产能和研发设施瓶颈，提高公司的市场拓展能力和盈利能力，同时丰富公司的产品结构，提高公司产品的竞争力，增强现有的业务深度，预期会有可观的业绩增长。综合来看，给予公司 22 年 55 倍估值，目标市值 220 亿，目标价 364.52 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6: 可比公司 2022 年 Wind 一致预测估值

公司名称	市值 (亿人民币)	PE
中兵红箭	360.0	36.0
黄河旋风	151.9	36.7
平均值		36.3

资料来源: Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

(1) 供应商集中风险: 由于公司生产线锯用微粉的金刚石单晶产量规模不足、客户指定使用中南钻石原材料等原因，公司金刚石微粉产品生产所用主要原材料金刚石单晶除自产投入外，也存在从中南钻石等竞争对手采购的情况，如果出现公司自产能力提升缓慢，或是中南钻石原材料比例大幅增加等情况，可以会对公司原材料供应的稳定性、及时性和价格产生不利影响。

(2) 持续研发创新风险: 近年来，人造金刚石产品生产技术不断进步，尤其是培育钻石合成技术快速提升，若公司不能持续保持研发创新的投入，不断提升产品生产工艺和创新能力，则可能削弱公司产品的市场竞争力，对公司业绩增长带来不利影响。

(3) 存货规模较大的风险: 随着公司经营规模扩大，存货余额可能会继续增加，较大的存货余额可能会影响公司资金周转速度和经营活动现金流量，降低资金运营效率。

(4) 短期内股价波动风险: 该股为次新股，流动股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	86.13	128.09	321.09	948.32	1,109.62
应收票据及应收账款	55.67	60.06	170.65	255.62	396.72
预付账款	0.43	1.96	0.54	4.55	3.92
存货	111.29	97.12	155.00	228.39	512.59
其他	49.67	88.75	69.45	79.55	74.99
流动资产合计	303.19	375.97	716.71	1,516.44	2,097.84
长期股权投资	2.90	2.88	2.88	2.88	2.88
固定资产	175.78	274.72	324.63	378.37	421.41
在建工程	40.95	94.47	92.68	103.61	92.17
无形资产	29.10	29.50	29.40	29.31	29.21
其他	16.60	17.45	13.87	11.92	10.63
非流动资产合计	265.33	419.02	463.47	526.10	556.31
资产总计	568.52	795.00	1,180.19	2,042.54	2,654.14
短期借款	8.00	10.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	129.17	220.13	149.05	600.62	650.53
其他	14.65	45.72	46.09	49.28	81.59
流动负债合计	151.82	275.85	195.14	649.90	732.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.09	73.91	59.00	66.46	62.73
非流动负债合计	44.09	73.91	59.00	66.46	62.73
负债合计	195.91	349.76	254.14	716.35	794.85
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	45.28	45.28	60.37	60.37	60.37
资本公积	123.14	123.14	381.74	381.74	381.74
留存收益	327.32	400.31	865.68	1,265.81	1,798.92
其他	(123.12)	(123.50)	(381.74)	(381.74)	(381.74)
股东权益合计	372.61	445.24	926.05	1,326.18	1,859.29
负债和股东权益总计	568.52	795.00	1,180.19	2,042.54	2,654.14

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	63.12	73.00	206.77	400.13	533.11
折旧摊销	23.99	29.70	11.97	15.43	18.50
财务费用	1.06	2.00	2.01	4.68	7.87
投资损失	(1.22)	(0.20)	(0.71)	(0.46)	(0.58)
营运资金变动	(64.12)	(0.21)	(220.46)	287.01	(337.98)
其它	(0.08)	(4.07)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	22.75	100.21	(0.42)	706.79	220.93
资本支出	106.55	149.96	74.91	72.55	53.73
长期投资	(0.05)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
其他	(122.35)	(242.64)	(134.20)	(152.09)	(103.14)
投资活动现金流	(15.85)	(92.70)	(59.29)	(79.54)	(49.42)
债权融资	8.00	28.68	9.34	14.01	11.68
股权融资	20.26	(2.36)	272.04	(4.68)	(7.87)
其他	(6.50)	(25.76)	(28.68)	(9.34)	(14.01)
筹资活动现金流	21.76	0.56	252.70	(0.01)	(10.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28.65	8.08	193.00	627.23	161.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	221.28	244.89	465.75	880.77	1,332.23
营业成本	124.03	138.13	181.52	328.61	579.89
营业税金及附加	1.01	0.86	1.88	3.33	5.21
营业费用	4.20	4.71	8.91	16.89	25.51
管理费用	7.64	8.33	16.30	29.95	43.96
研发费用	9.22	9.97	19.19	36.07	54.72
财务费用	0.78	1.99	2.01	4.68	7.87
资产减值损失	(4.12)	(2.56)	(3.34)	(2.95)	(3.14)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.22	0.20	0.71	0.46	0.58
其他	4.18	(1.76)	(1.42)	(0.91)	(1.17)
营业利润	73.12	85.01	240.00	464.64	618.78
营业外收入	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.07	0.22	0.15	0.19	0.17
利润总额	73.12	84.79	239.85	464.46	618.61
所得税	10.00	11.79	33.08	64.33	85.50
净利润	63.12	73.00	206.77	400.13	533.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	63.12	73.00	206.77	400.13	533.11
每股收益(元)	1.05	1.21	3.42	6.63	8.83

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	8.66%	10.67%	90.19%	89.11%	51.26%
营业利润	9.43%	16.26%	182.31%	93.60%	33.17%
归属于母公司净利润	-12.49%	15.64%	183.26%	93.51%	33.24%
获利能力					
毛利率	43.95%	43.59%	61.03%	62.69%	56.47%
净利率	28.53%	29.81%	44.39%	45.43%	40.02%
ROE	16.94%	16.40%	22.33%	30.17%	28.67%
ROIC	25.82%	26.95%	63.53%	67.34%	142.14%
偿债能力					
资产负债率	34.46%	44.00%	21.53%	35.07%	29.95%
净负债率	-20.97%	-22.33%	-33.66%	-70.45%	-59.05%
流动比率	2.00	1.36	3.67	2.33	2.87
速动比率	1.26	1.01	2.88	1.98	2.17
营运能力					
应收账款周转率	3.86	4.23	4.04	4.13	4.08
存货周转率	1.91	2.35	3.69	4.59	3.60
总资产周转率	0.44	0.36	0.47	0.55	0.57
每股指标(元)					
每股收益	1.05	1.21	3.42	6.63	8.83
每股经营现金流	0.38	1.66	-0.01	11.71	3.66
每股净资产	6.17	7.37	15.34	21.97	30.80
估值比率					
市盈率	283.11	244.81	86.43	44.66	33.52
市净率	47.96	40.14	19.30	13.47	9.61
EV/EBITDA	0.00	0.00	69.08	34.91	25.98
EV/EBIT	0.00	0.00	72.50	36.06	26.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com