

扎根硬质合金工具，打造国产数控刀具领航者

买入|维持

——欧科亿深度报告

报告要点:

● **公司硬质合金锯齿刀片国内领先，横向拓展打造领先数控刀片企业**
公司专注硬质合金工具 25 年，为国内规模最大的锯齿刀片生产企业，2011 年公司横向拓展至数控刀片领域，2020 年公司数控刀片产量达到 5549 万片，仅次于株洲钻石，与华锐精密较为接近。公司近年业绩高速增长，2017 至 2020 年营收、归母净利润分别实现 CAGR17.93%、33.47% 增长，2021Q3 增速进一步加快，营收、归母净利润分别同比增长 53.18%、119.01%，伴随产能扩充后续业绩高增趋势有望保持。同时伴随公司规模快速扩张，规模效应逐渐显现，2021Q3 毛利率、净利率分别为 34.34%、22.42%，相比 2017 年提升 6.85pcts、12.02pcts。同时公司期间费用率管控优异，2021Q3 管理、销售费用率相比 2017 年分别下降 2.07pcts、1.51pcts，运营效率较高。

● **刀具行业正处国产替代黄金时期，公司拳头产品性能直追日韩，具备推进国产替代基础**

2020 年全球刀具市场规模约为 237 亿美元，国内市场规模约为 421 亿人民币元，根据我们估算国内市场规模有望在 2030 年达到 631 亿人民币元，在 2020 至 2030 年间保持约 4% 复合增速。2020 年国内刀具市场国产替代空间约 130 亿元，国内刀具企业仍有较大推进国产替代市场空间。在贸易摩擦与疫情的双重影响下，以军工、航空航天为代表的高端客户为确保供应链安全，对国产产品尝试意愿加强，我们认为当前正处高端刀具国产替代黄金时期。公司采取了较为差异化的产品研发策略，目前销售的刀具产品以面向不锈钢与钢件加工为主，积累大量自主研发技术，性能指标与日韩厂商接近，具有推进国产替代基础。

● **扩产能，拓品类，强化解决方案配套能力，产品结构有望持续优化**

公司目前 IPO 募投 4000 万片高端数控刀片项目将于 2022 年开始投产，根据我们估算数控刀片年产能有望在 2023 年达到 1.15 亿片，2020 至 2023 年保持约 28% CAGR 增长，并拟投资数控刀具产业园项目，拓展高性能棒材、整硬刀具、数控刀具、陶瓷刀片等产品品类。我们认为公司后续数控刀片业务将 1) 受益于产能扩张，收入保持高速增长；2) 新增产能定位更加高端，同时可与刀具产业园项目拓展的新产品进行协同，以提供解决方案的形式配套销售，提升产品附加值，带来产品结构优化提升盈利能力。

● **与核心客户推进战略合作确保产能消化，加大终端客户开拓，解决方案收入占比有望提升**

为实现新增产能消化，公司与 15 家客户签署战略合作协议，预计未来 5 年能够消化约 30% 总产能；并构建了多层次的营销渠道，预计通过开拓重点客户、潜在客户消化约 50% 总产能。同时公司重点完善了面向终端市场的塞尔奇品牌，并通过品牌专营店、专用领域市场（风电、轨交等）开拓等方式加大终端客户开发，预计未来提供解决方案的收入占比将提升。

● **投资建议与盈利预测**

我们预计公司 2021 至 2023 年有望实现归母净利润分别为 2.38/2.87/3.89 亿元，对应当前 PE 28X/23X/17X。考虑刀具行业成长空间，同时公司高端数控刀片产能持续爬坡，产品结构优化有望提升盈利能力，维持“买入”评级。

● **风险提示**

国产替代进展不及预期，刀具市场规模扩张不及预期，产能扩张不及预期。

附表：盈利预测

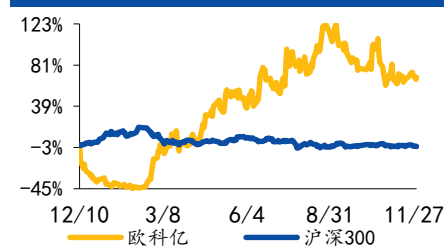
财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	602.99	702.21	1129.38	1488.20	1930.52
收入同比(%)	3.26	16.45	60.83	31.77	29.72
归母净利润(百万元)	88.44	107.45	237.95	287.16	388.60
归母净利润同比(%)	31.81	21.50	121.45	20.68	35.33
ROE(%)	13.04	8.22	15.74	15.96	17.77
每股收益(元)	0.88	1.07	2.38	2.87	3.89
市盈率(P/E)	74.91	61.66	27.84	23.07	17.05

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价 (元):	94.0 / 23.25
A 股流通股 (百万股):	23.75
A 股总股本 (百万股):	100.00
流通市值 (百万元):	1686.72
总市值 (百万元):	7102.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-刀具行业深度报告：60 年发展，国产替代正当时》2021.11.03

报告作者

分析师	满在朋
执业证书编号	S0020519070001
电话	021-51097188-1851
邮箱	manzaipeng@gyzq.com.cn
联系人	李嘉伦
邮箱	lijialun@gyzq.com.cn

目 录

1.欧科亿：从锯齿刀片龙头走向国内领先数控刀片企业	4
1.1 专注硬质合金工具二十五年，打造国内领先数控刀片企业	4
1.2 业绩高成长，产品结构优化有望推动盈利能力继续提升	6
2.硬质合金制品：国内最大锯齿刀片企业，构筑坚实业绩基础	7
2.1 公司为国内最大规模硬质合金锯齿刀片企业	7
2.2 技术比肩国外一流厂商，下游客户资源稳定，有望取得稳健增长	9
3.横向拓展数控刀具，“第二曲线”加速成长	11
3.1 刀具行业正处国产替代黄金时期，进口替代空间约 130 亿元	11
3.2 拳头产品技术直追日韩厂商，推进国产替代	15
3.3 募投年产 4000 万片高端数控刀片项目，提升产能拓展下游应用领域	18
3.4 新建产业园区项目，强化整体解决方案提供能力	19
3.5 布局多层次营销体系，打造塞尔奇品牌面向终端市场	20
4.投资建议与盈利预测	23
5.风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司实控人合计持有 30.09% 股权	6
图 3：2017 至 2020 年营收 17.93% CAGR	6
图 4：2017 至 2020 年归母净利润 33.47% CAGR	6
图 5：收入以硬质合金产品与数控刀具为主	7
图 6：数控刀具产品毛利率较高	7
图 7：盈利能力持续提升	7
图 8：期间费用率管控优异	7
图 9：公司硬质合金制品收入以锯齿刀片为主	8
图 10：公司锯齿刀片产品	8
图 11：公司硬质合金制品业务整体呈增长趋势	9
图 12：公司硬质合金制品客户	10
图 13：2025 年中国电动工具行业收入预计超 1200 亿元	11
图 14：中国板式家具机械市场规模有望持续增长	11
图 15：数控刀具应用示意	11
图 16：全球刀具市场规模 2027 年有望达到 329.5 亿美元	12
图 17：中国切削工具消费市场规模 2020 年为 421 亿人民币元	12
图 18：中国机床数控化率持续提升，刀具消费占比也持续上升	12
图 19：2030 年中国刀具市场消费规模有望达到 631 亿元	12
图 20：发达国家刀具企业伴随制造业发展构筑较高制造壁垒	13
图 21：2020 年刀具进口替代空间约为 130 亿元	15
图 22：公司数控刀片营收结构（按材料划分）	15

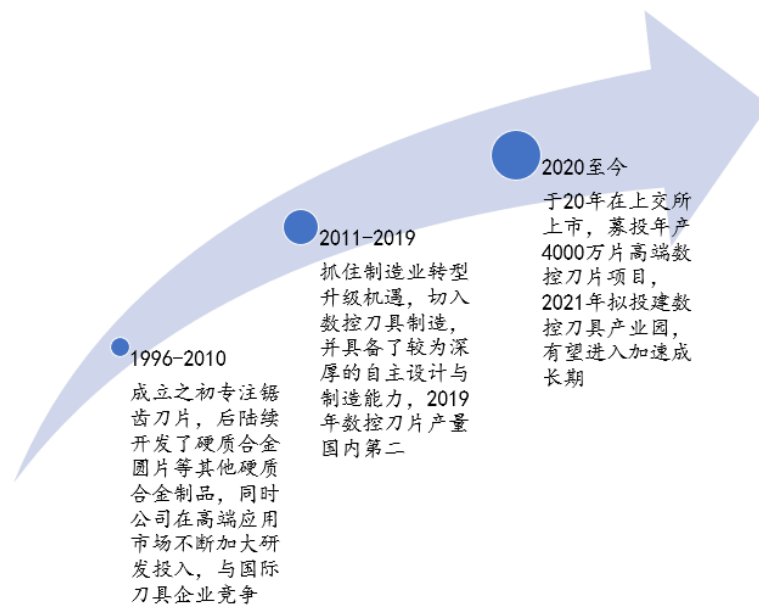
图 23: 公司数控刀片营收结构 (按加工工艺划分)	15
图 24: 公司数控刀片产能有望持续提升	18
图 25: 公司金属陶瓷刀片已有产品销售	20
图 26: 2020 年上半年数控刀片经销渠道销售占比超 50%	21
图 27: 塞尔奇轨道交通零部件 (转向架) 解决方案	22
图 28: 公司海外总销售额成长较快	23
图 29: 海外销售以一般直销为主	23
表 1: 公司主要产品	5
表 2: 公司硬质合金制品主要竞争对手	8
表 3: 公司硬质合金制品核心技术及其先进性	9
表 4: 公司耐腐蚀硬质合金锯齿刀片与森拉天时同类产品性能接近	10
表 5: 国内外行业主要参与者	14
表 6: 公司高销量牌号集中在不锈钢与钢件加工领域	16
表 7: 公司不锈钢与钢加工数控刀片技术均处于行业领先	17
表 8: 公司数控刀片性能指标与日韩厂商接近	17
表 9: 公司研发项目	19
表 10: 数控刀具产业园项目	20
表 11: 数控刀片业务采用经销、直销相结合的模式	21
表 12: 公司收入拆分	24
表 13: 欧科亿盈利预测	24
表 14: 可比公司估值	25

1. 欧科亿：从锯齿刀片龙头走向国内领先数控刀片企业

1.1 专注硬质合金工具二十五年，打造国内领先数控刀片企业

株洲欧科亿数控精密刀具股份有限公司成立于 1996 年，起初经营硬质合金制品，后于 2011 年将业务拓展至数控刀片制造领域，2019 年欧科亿数控刀片产量达到国内第二，掌握了贯通硬质合金制造、刀具制造和集成应用全过程的关键技术体系，成功解决了硬质合金性能稳定性和精度一致性的控制难题，能够稳定生产超细低钴、超细超薄、功能梯度等高难度复杂结构的硬质合金刀具产品。2020 年欧科亿在上交所挂牌上市，融资进一步扩充产能，后续有望实现良好业绩增长。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，国元证券研究所

公司产品主要涵盖硬质合金制品与数控刀片：

硬质合金制品：公司自成立之初就致力于硬质合金制品的研制，积累了丰富的生产工艺和质量管理经验，是目前国内锯齿刀片生产规模最大的企业，与百得工具 (BLACK+DECKER)、乐客 (LEUCO)、金田锯业、日东工具等国内外知名工具企业建立了长期稳定的合作关系。

数控刀片：公司依托成熟的硬质合金制品生产经验，业务衍生至数控刀片制造，已成为国内规模最大的数控刀片制造商之一。公司生产的大部分是 PVD 涂层刀片和 CVD 涂层刀片，从工件材料来看，核心产品为用于不锈钢和钢件加工的数控刀片；从加工工艺看，可用于车削、铣削和钻削加工，下游广泛应用于汽车、通用机械、医疗器械等领域。

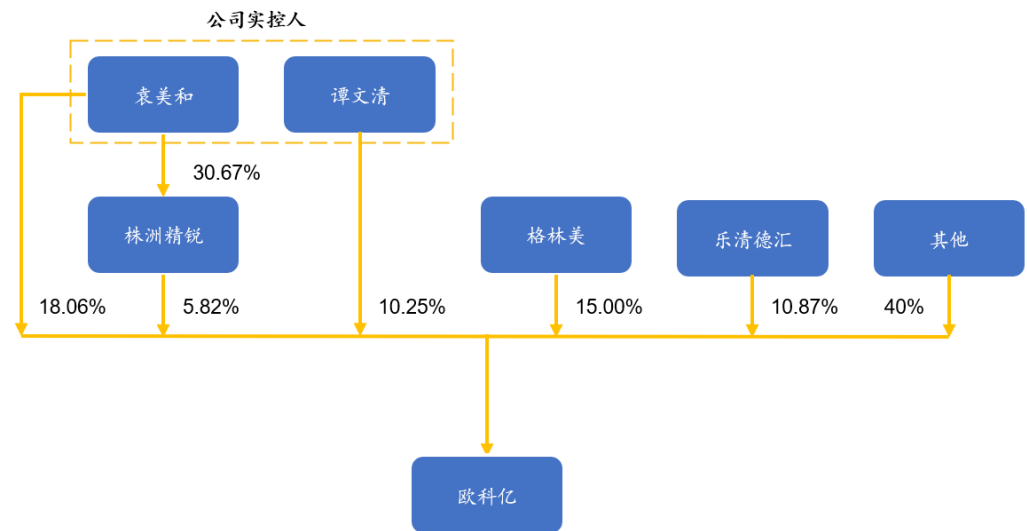
表 1：公司主要产品

类别	名称	图示	简介	用途
硬质合金制品	硬质合金锯齿刀片		属于一种焊接刀片。锯齿刀片可通过焊接、刃磨等工序制成硬质合金锯片	加工对象为实木、胶合板、密度板、刨花板、防火板等木质板材以及塑料、亚克力、铝制品、黄铜制品、铸铁、无缝钢管、圆钢、彩钢瓦等工件，主要应用于家具、家装、冶金、建筑、园艺等行业
硬质合金制品	整体硬质合金圆片 铣刀毛坯 车削刀片		产品通过刃磨、开齿、抛光等工序制成整体硬质合金圆片铣刀、切刀等	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
数控刀片	铣削刀片 钻削刀片		安装在数控机床上，可用于车削、铣削、钻削加工。公司能够提供符合国际标准和客户定制要求的数控刀片，包括 PVD/CVD 涂层刀片、行业专用数控刀片、复杂切削刀片等	广泛应用于各种领域的金属加工，例如卫浴管和汽车零部件；注塑模具；汽车轴承、不锈钢法兰、工量夹具等

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

袁美和、谭文清是公司实控人，合计持有 30.09% 公司股权。袁美和现任公司董事长，历任 601 厂众多职务，从事硬质合金研发、技术创新和管理工作近 30 年，同时也公司技术带头人。谭文清现任公司董事、总经理，自 2000 年起加入欧科亿，拥有超 20 年相关管理经验。株洲精锐是公司员工持股平台，通过绑定管理层、技术骨干等人利益，打造良好内部激励机制。

图 2：公司实控人合计持有 30.09% 股权



资料来源：Wind，国元证券研究所

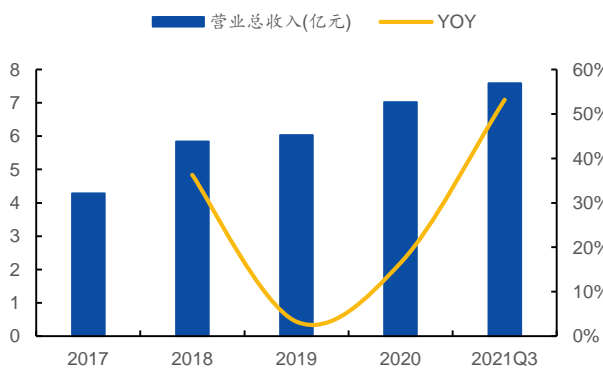
注：截至 2021Q3 末

1.2 业绩高成长，产品结构优化有望推动盈利能力继续提升

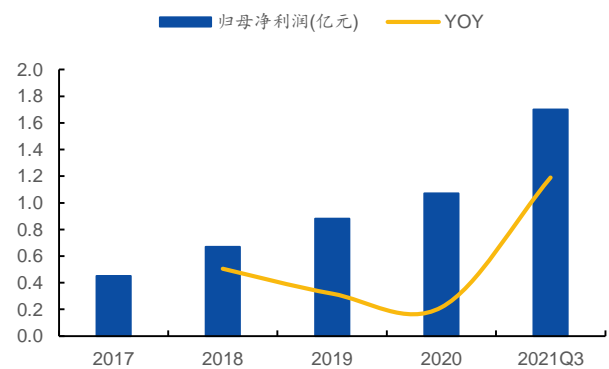
营收净利高复合增速，产品开发稳步推进。欧科亿近年营业收入与归母净利润均保持高复合增速，2020 年在疫情影响下业绩表现优异。产品上开发了火车轮毂加工、风电叶片加工、高温合金加工等新产品市场，并针对终端客户比亚迪进行了大量刀具方案及测试，为后期公司刀具新项目产品开发奠定了基础。

图 3：2017 至 2020 年营收 17.93% CAGR

图 4：2017 至 2020 年归母净利润 33.47% CAGR



资料来源：Wind，国元证券研究所



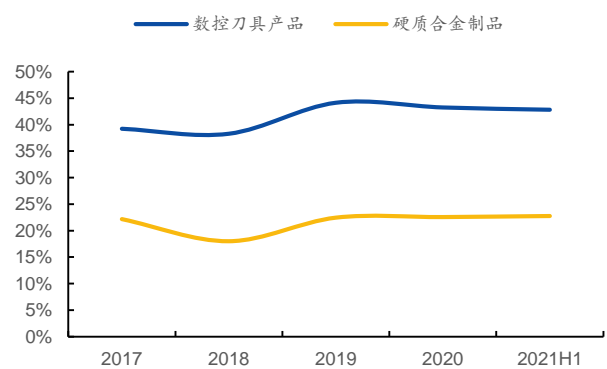
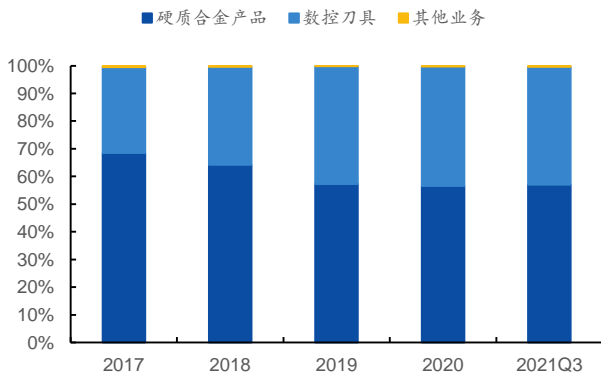
资料来源：Wind，国元证券研究所

收入结构优化，费用率呈下降趋势，后续盈利能力有望持续上升。公司数控刀具产品毛利率近年约为 43%，显著高于硬质合金制品约 23% 的毛利率，数控刀具收入快速增长带来的收入结构优化推升了公司整体毛利率。同时公司费用率管控优异，期间费用率呈下降趋势，2021Q3 期间费用率相比 2017 年下降 4.14pcts，收入结构优化与费用率下降的综合作用下公司净利率快速增长，2021Q3 净利率高达 22.42%，相比 2020 年末提升 7.12pcts。考虑公司当前正处产能快速扩张期，数控刀具业务

收入占比有望继续提升，后续盈利能力有望持续上升。

图 5：收入以硬质合金产品与数控刀具为主

图 6：数控刀具产品毛利率较高

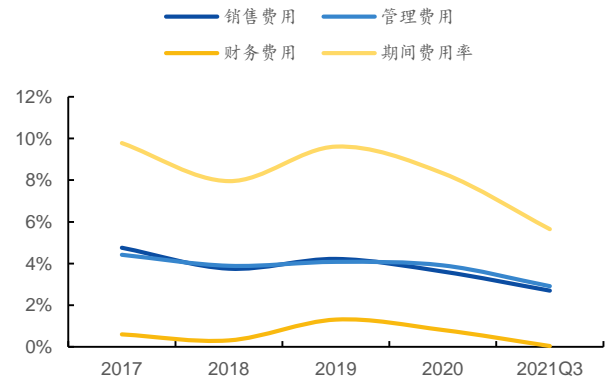
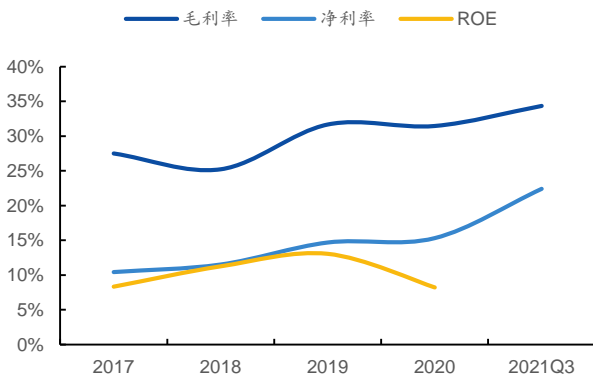


资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：盈利能力持续提升

图 8：期间费用率管控优异



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 硬质合金制品：国内最大锯齿刀片企业，构筑坚实业绩基础

2.1 公司为国内最大规模硬质合金锯齿刀片企业

公司硬质合金制品收入以锯齿刀片为主。公司硬质合金制品收入中，锯齿刀片收入占比有所下滑，但为主要收入来源，2020H1 占比 75.05%，主要为应用于木材、铝型材、黑色金属材料切削的硬质合金产品。

图 9：公司硬质合金制品收入以锯齿刀片为主

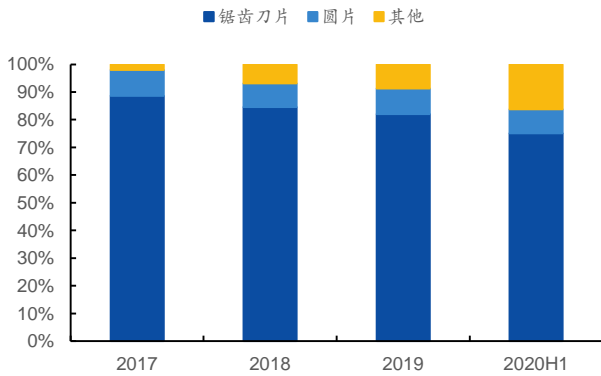
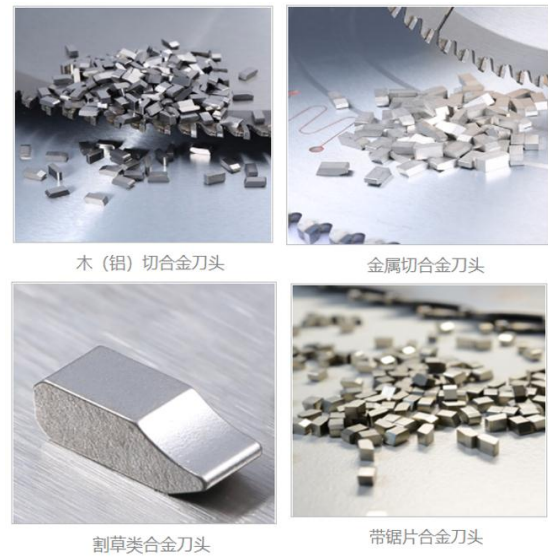


图 10：公司锯齿刀片产品



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

国际市场上，公司主要与森拉天时集团竞争工业级锯齿刀片市场；国内市场方面，公司主要竞争对手是河源富马。2019 年河源富马硬质合金刀头（主要为锯齿刀片）销售收入为 7410.13 万元、整体硬质合金圆片的销售额 1070.69 万元，均远低于公司 2019 年锯齿刀片销售收入的 2.83 亿元，圆片销售收入的 3180.25 万元。据中国钨业协会数据，公司锯齿刀片产量国内第一。

表 2：公司硬质合金制品主要竞争对手

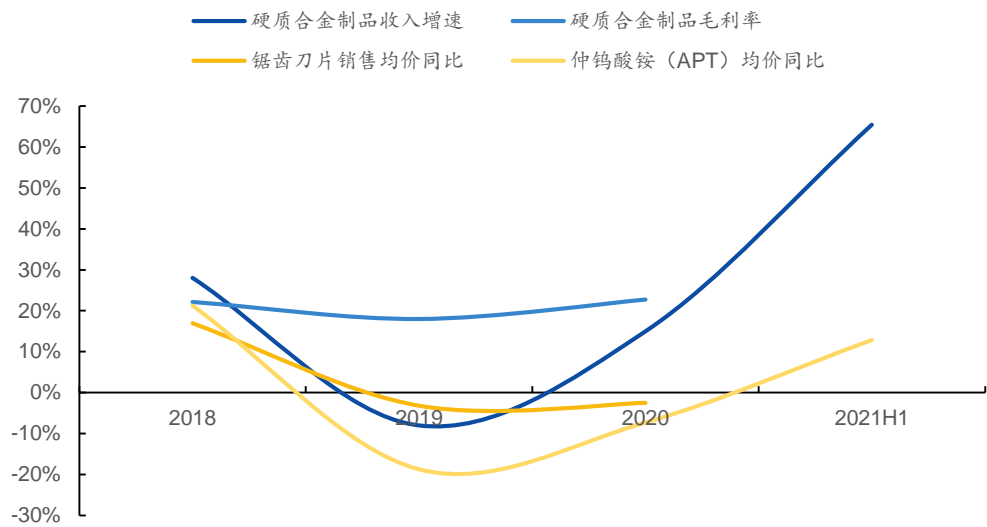
公司名称	简介	主要竞品
森拉天时集团 TIZIT	2002 年 11 月 29 日由森拉美德 (CERAMETAL) 和攀时 (PLANSEE) 合并组成，是全球领先的木工工具制造商。森拉天时集团主要生产木工、金属、地矿刀具。	工业级锯齿刀片
河源富马	成立于 2003 年，2014 年在新三板挂牌，其主要从事硬质合金制品的研究、开发、生产和销售，主要产品有硬质合金刀头、硬质合金木工刀及整体硬质合金圆片三大系列产品。2020 年硬质合金刀头销售收入为 7990.08 万元、整体硬质合金圆片的销售额 409.68 万元。	硬质合金锯齿刀片及圆片

资料来源：公司招股说明书，Wind，国元证券研究所

注：河源富马硬质合金刀头销售以锯齿刀片为主

硬质合金制品业务受原材料与下游景气度影响增速有所波动，但整体维持上升趋势。营收端，2018 年收入有所增长主要系公司应因原材料涨价，提高产品售价。2019 年因受国内房地产宏观调控导致家装家居行业景气度下滑，公司锯齿刀片在产量和营收均有所下滑。2021 上半年，下游景气度大幅回暖，公司硬质合金产品营收同比 +65.40%。利润端，2018 年，硬质合金产品毛利率受原材料涨价影响有所下降，后受益于公司的规模效应逐渐显现，毛利率略微上升。

图 11：公司硬质合金制品业务整体呈增长趋势



资料来源：公司招股说明书，公司公告，Wind，国元证券研究所

2.2 技术比肩国外一流厂商，下游客户资源稳定，有望取得稳健增长

经过多年研发积累，公司掌握了硬质合金制造技术全流程体系，并形成耐腐蚀硬质合金制备技术和超薄硬质合金制备技术，主要涉及到硬质合金基体的设计与制备工艺，其关键点体现在成分设计、精准碳控制、均匀性控制、烧结收缩率控制以及稳定性和一致性控制，均处于行业领先水平，是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。

表 3：公司硬质合金制品核心技术及其先进性

核心技术	简要描述	行业比较	
		行业现状	欧科亿现状
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	国内较少有企业能够稳定生产耐腐蚀硬质合金，尤其是 $0.5\mu\text{m}$ 、钴含量 $< 3\%$ ）的产品	能够批量稳定生产（晶粒度 $\leq 0.5\mu\text{m}$ 、钴含量 $< 3\%$ ）、硬度达到 HRA93）锯齿刀片
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 $\leq 0.5\mu\text{m}$ ）硬质合金制品	国内较少企业能够稳定生产超薄硬质合金，尤其是厚度 $\leq 0.6\text{mm}$ 、晶粒度 $\leq 0.5\mu\text{m}$ 的产品	能够批量稳定生产（直径 70mm 下厚度 $\leq 0.6\text{mm}$ 、晶粒度 $\leq 0.5\mu\text{m}$ ）圆片

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

核心技术领先，比肩国外一流厂商。公司耐腐蚀硬质合金制备技术其主要应用于锯齿刀片产品，对比公司与全球领先木工工具制造商森拉天时代代表性的耐腐蚀锯齿刀

片牌号，各项产品性能指标均相近。超薄硬质合金制备技术方面，其主要应用于制造超薄圆片，公司采取特殊制备工艺制造的超薄圆片，产品性能稳定，平直度控制较好。**2019年公司仅超薄圆片（厚度≤1毫米）的销售额达到1,461.86万元。**

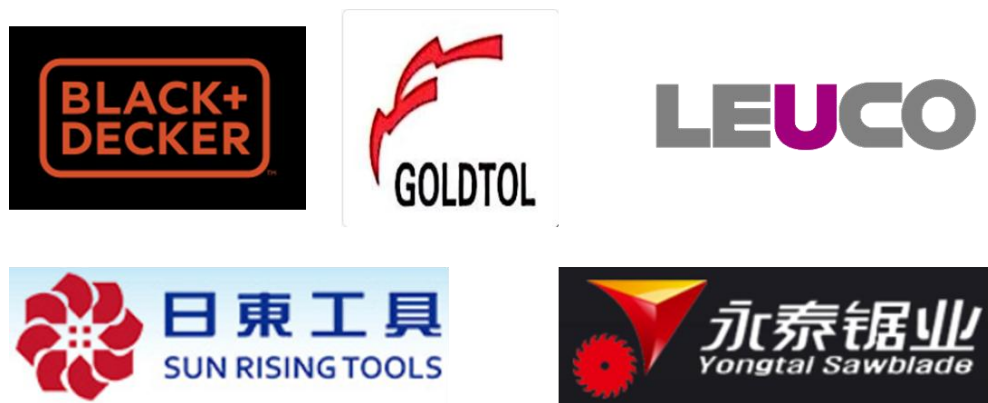
表 4：公司耐腐蚀硬质合金锯齿刀片与森拉天时同类产品性能接近

项目	欧科亿		森拉天时		注释	
	OKE400	OKE402	KCR05	KCR05+		
孔隙度 (×100)	A 类	A02	A02	A04	A02	孔隙度代表合金的致密化程度，数值越小，代表合金中残余孔隙越少。四种牌号的致密化程度相当，都达到较高水平
	B 类	B00	B00	B00	B00	
非化合碳		C00	C00	C00	C00	此为基本性能指标，代表合金中没有渗碳、脱碳的缺陷
η 相		无	无	无	无	
WC 平均晶粒度 (×1500) (μm)	α	≤0.6	≤0.6	≤0.6	≤0.6	晶粒度水平相当
密度 (g/cm ³)		15.29	15.12	15.14	15.21	密度越高，代表碳化钨含量越高，粘结相含量越低。
维氏硬度 (HV)		2180	2090	2100	2150	钴含量越低，硬度越高。从数值上比较，四种牌号差异很小

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

下游客户资源稳定。公司硬质合金制品采用 to B 直销模式，其中锯齿刀片在国内享有较高地位，与百得工具 (BLACK+DECKER)、乐客 (LEUCO)、金田锯业、日东工具、永泰锯业等国内外知名的工具企业建立了长期稳定的合作关系，并且多次获得国际工具巨头百得工具的“优秀供应商”称号。

图 12：公司硬质合金制品客户

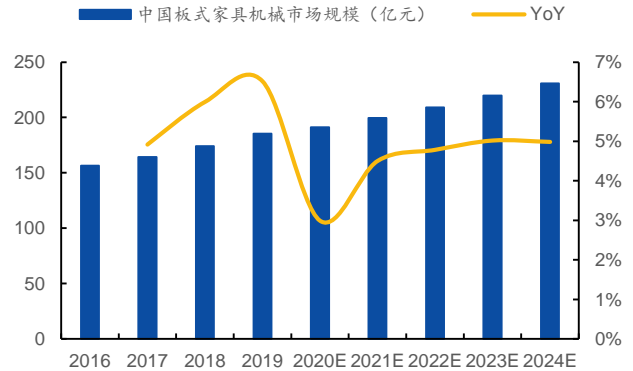
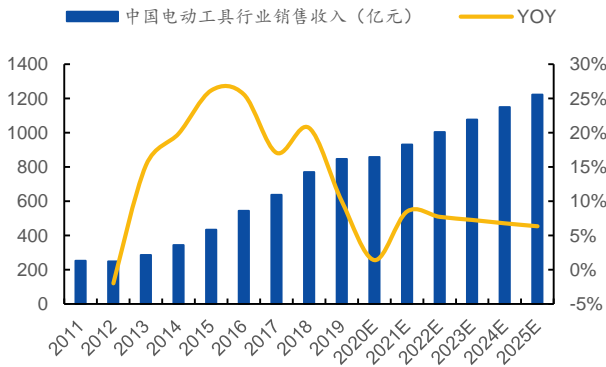


资料来源：公司公告，国元证券研究所

下游应用以电动工具与木工机械为主，公司硬质合金制品业务后续有望取得稳健增长。公司目前硬质合金制品主要包括锯齿刀片和圆片，其主要通过下游客户制成锯片或圆片铣刀，作为电动工具和木工机械的重要配件。考虑电动工具与木工机械市场均有望保持扩张，公司硬质合金制品业务后续有望取得稳健增长。

图 13：2025 年中国电动工具行业收入预计超 1200 亿元

图 14：中国板式家具机械市场规模有望持续增长



资料来源：中国电动工具市场白皮书，前瞻产业研究院，国元证券研究所

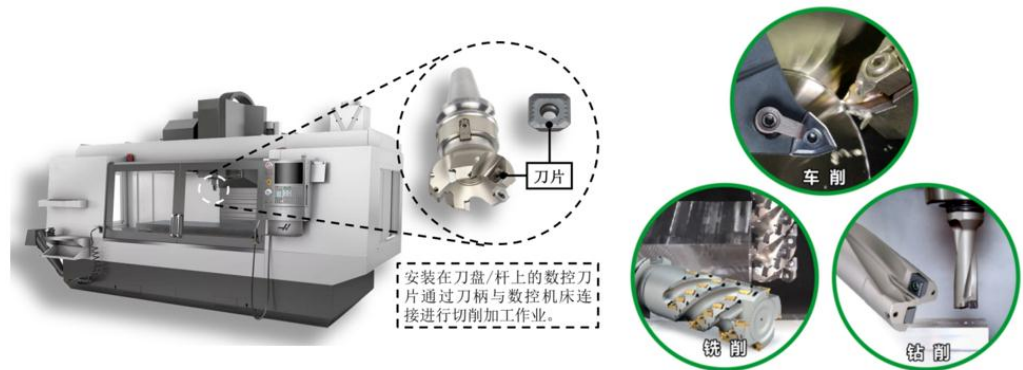
资料来源：FrostSullivan，国元证券研究所估算

3. 横向拓展数控刀具，“第二曲线”加速成长

3.1 刀具行业正处国产替代黄金时期，进口替代空间约 130 亿元

硬质合金刀具被称为“工业的牙齿”，广泛应用于汽车制造、航空航天、机械加工、电子信息等众多领域，是一个基础性行业。刀具、机床和工件组成了切削加工的工艺系统，其中刀具的性能直接决定了切削加工的可能性，同时也影响切削加工的生产效率、加工质量和加工成本。

图 15：数控刀具应用示意

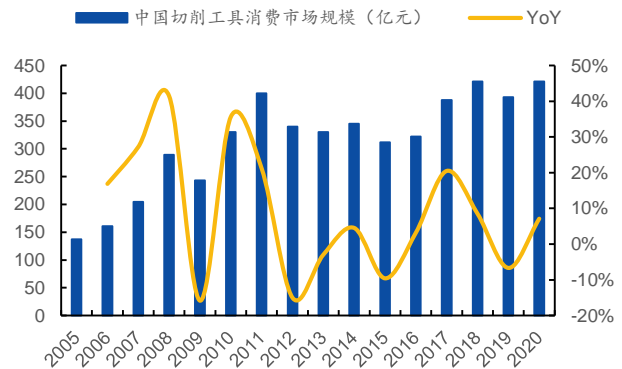
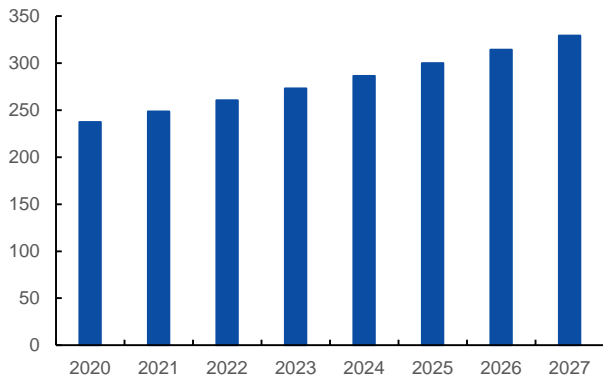


资料来源：公司招股说明书，华锐精密公告，国元证券研究所

全球市场空间约 237 亿美元，国内市场规模 421 亿人民币元。根据 QYResearch 数据，全球金属切削工具市场规模达到了 237.3 亿美元，预计在 2020 至 2027 年间将保持 4.8% 复合增长率，并在 2027 年达到 329.5 亿美元。中国刀具消费规模在 2005 至 2020 年间保持 7.75% CAGR 增长，2020 年约为 421 亿元。考虑制造业转型升级趋势不改，“十四五”期间刀具消费市场有望迎来进一步增长，迈上新的台阶。

图 16: 全球刀具市场规模 2027 年有望达到 329.5 亿美元

图 17: 中国切削工具消费市场规模 2020 年为 421 亿人民币元



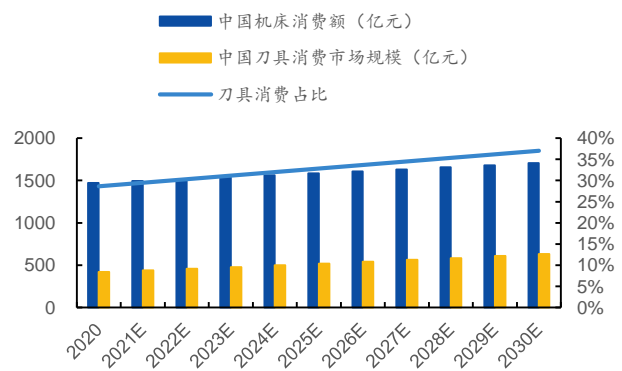
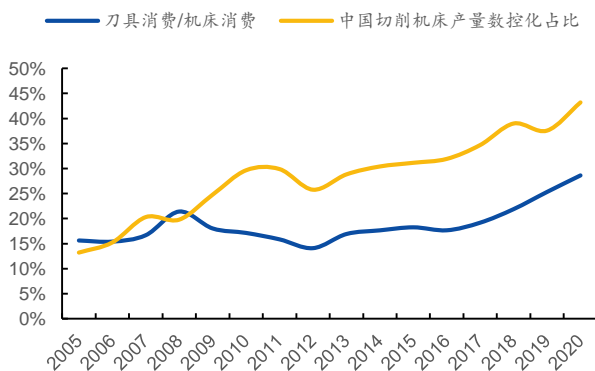
资料来源: QYResearch, 国元证券研究所

资料来源: 中国机床工具工业协会, 国元证券研究所

中国刀具消费占机床消费比重较低, 伴随数控机床发展有望提升, 2030 年市场规模有望达到 631 亿元。发达国家数控刀具与数控机床协调发展, 刀具消费额约为机床消费额的 50%左右, 而国内由于机床总数控化率较低, 刀具消费额占比较低。假设伴随中国制造业转型升级在 2030 年中国刀具消费占机床消费额占比有望达到 37%, 同时中国机床消费额以 1.5% CAGR 增长, 中国刀具市场规模有望在 2023 年达到 631 亿元, 2020 至 2030 年复合增长率 4.14%。

图 18: 中国机床数控化率持续提升, 刀具消费占比也持续上升

图 19: 2030 年中国刀具市场消费规模有望达到 631 亿元

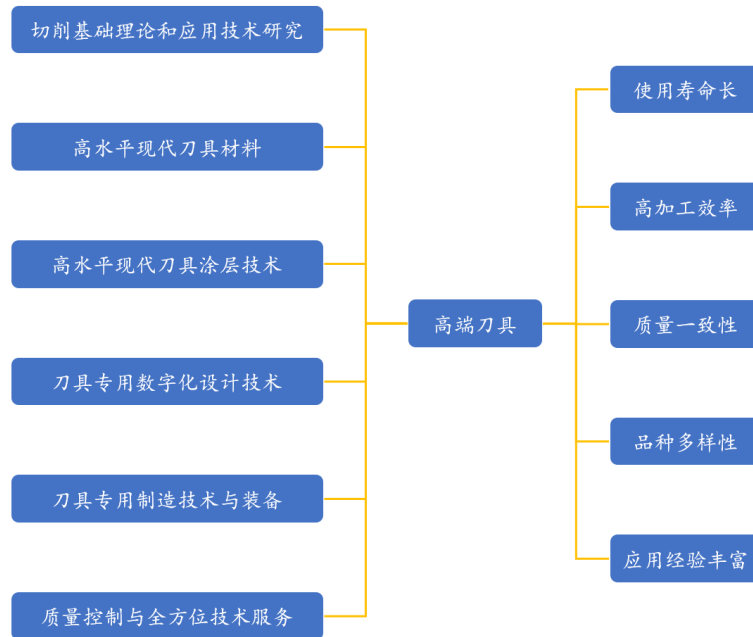


资料来源: 国家统计局, 国元证券研究所

资料来源: 国元证券研究所估算

海外企业先发优势显著, 多年积累构筑较高壁垒。高端刀具制造工序较长且工艺复杂, 生产过程中关键质量控制点多且难度大, 对于制造设备、技术、资金要求较高。发达国家由于现代制造业起步早, 刀具企业伴随制造业发展已经完成了兼并、重组和提升, 行业已经发展至“高起点、大投入、规模化、国际化”, 在刀具材料、刀具制造技术与设备、刀具涂层技术与设备、技术服务、质量控制等领域构筑了较高壁垒, 海外企业先发优势显著。

图 20：发达国家刀具企业伴随制造业发展构筑较高制造壁垒



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

海外企业布局中国市场时间早，中国已成全球化市场，高端刀具领域是海外企业之间的互相竞争。海外企业基本都在国内设立了办事处或通过代理商进行销售，深度参与中国市场，甚至将研发中心设在中国以便服务亚洲市场。在高端市场领域，山特维克、肯纳金属、伊斯卡、三菱材料等企业占据了绝大部分市场份额，高端刀具领域基本上是海外企业之间的互相竞争，中国企业难以切入。

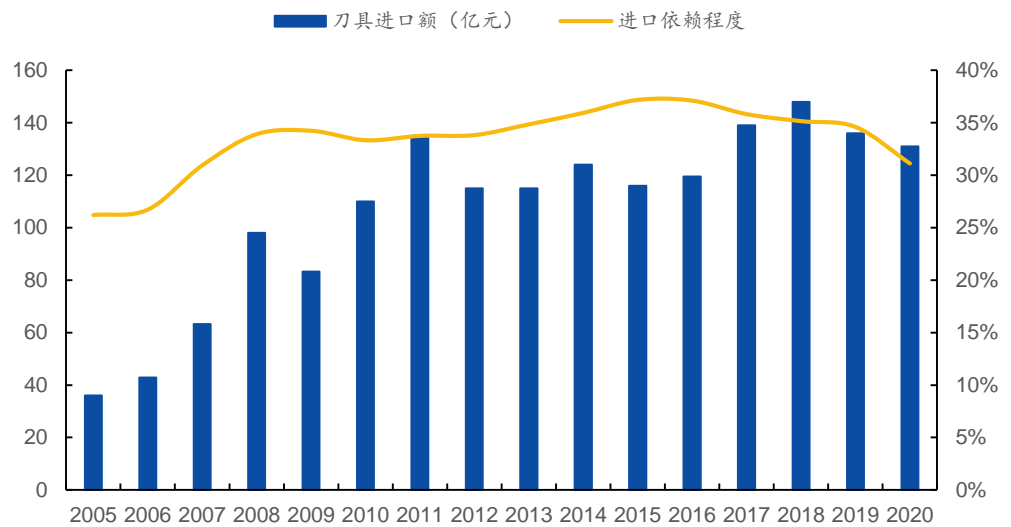
表 5：国内外行业主要参与者

行业主要参与者	
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。
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。
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。
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。
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。
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，超硬材料的发展和應用，以及提供金属切割刀具在极端条件下的解决方案。
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。
森拉天时集团	2002 年 11 月 29 日由森拉美德(CERAMETAL)和攀时(PLANSEETIZIT)合并组成。森拉天时集团主要生产木工、金属、地矿刀具。
株洲钻石	株洲钻石成立于 2002 年 6 月 7 日，是中钨高新(000657)的三级子公司，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。
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。
株洲华锐	华锐精密成立于 2007 年 3 月，是国内知名的硬质合金切削刀具制造商，主要从事硬质合金数控刀片的研发、生产和销售业务，连续多年产量位居国内行业前列
欧科亿	1996 年设立，主要从事数控刀具产品和硬质合金制品的研发、生产和销售。欧科亿是国内最大的锯齿刀片制造商，自 2011 年开始涉入硬质合金数控刀具业务，其数控刀片产品广泛用于汽车、模具、轨道交通、新能源、卫浴和工程机械等领域零部件加工

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

高端市场 2/3 依赖进口，国产替代空间约 130 亿元。2020 年进口刀具（含进口刀具在华生产并销售）规模为 131 亿元，同比下降 3.7%，进口依赖程度进一步下降至 31.12%。根据中国机床工业协会工具分会数据，我国高端刀具市场份额在整个刀具消费市场中占比过半，即高端市场约 2/3 依赖进口。

图 21：2020 年刀具进口替代空间约为 130 亿元

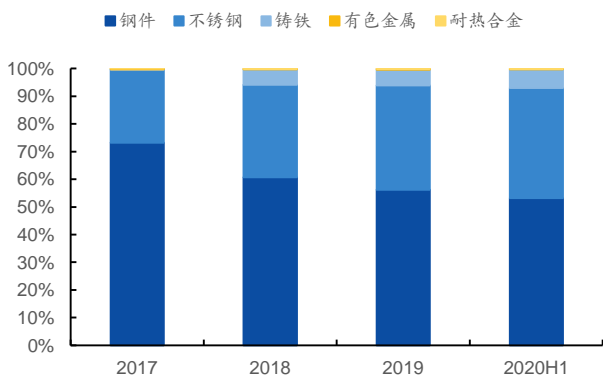


资料来源：中国机床工业协会工具分会，国元证券研究所

3.2 拳头产品技术直追日韩厂商，推进国产替代

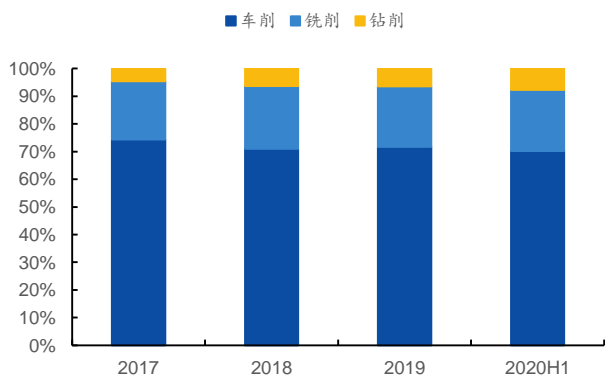
公司数控刀片业务收入以不锈钢和钢件加工为主。2017 至 2021H1，从加工材料来看，钢件和不锈钢加工数控刀片营收占比均超 90%；从加工工艺来看，车削刀片是公司最大营收来源，占比均超 70%。公司突破了难加工材料—不锈钢的加工难题，自主开发的不锈钢数控刀片为公司带来了经营效益的快速增长，并荣获了“金锋奖”（首届切削刀具创新产品奖）和“荣格技术创新奖”，建立了在不锈钢加工数控刀片领域的相对优势。

图 22：公司数控刀片营收结构（按材料划分）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 23：公司数控刀片营收结构（按加工工艺划分）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

表 6：公司高销量牌号集中在不锈钢与钢件加工领域

	销量 (万片)	销售额 (万元)	特征	应用场景
不锈钢加工	OP1215 1060.98	6802.49	高 Co 含量细晶粒的硬质合金基体，具有很好的刃口强度，连续工况下不锈钢材料的半精车搭配热稳定性好的 PVD 含硅涂层，具有摩擦系数小，纳米削加工及切槽加工；钢、不锈钢材料硬度高等特点。	料的铣削及钻削加工
工	OP1315 419.18	2630.79	高 Co 含量细晶粒硬质合金基体，具有很好的刃口强度，搭配全新的 PVD AlTiN 涂层，具有摩擦系数小，抗氧化温度高，纳米硬度高，突出的耐磨和通用性能等优点。	钢、不锈钢材料的铣削加工
	OC2115 479.25	3946.07	高立方相含量梯度层硬质合金基体，有很好的抗塑性变形能力和优异的高温性能。 MT-TiCN+Al2O3+TiN 涂层，表层 TiN 涂层有很好的表面光洁度，并易于识别磨损。	适用于钢件材料的半精加工到精加工。
钢件加工	OC2025 206.73	1372.92	较高立方相含量梯度层硬质合金基体，有很好的抗塑性变形能力和韧性。 MT-TiCN+Al2O3+TiN 涂层，表层 TiN 涂层有很好的表面光洁度，并易于识别磨损。	适用于钢件材料的半精加工及粗加工。
	OC2125 105.81	885.62	低 Co 高立方相含量硬质合金基体搭配较厚 TiCN 和较厚 Al2O3 涂层，经特殊后处理工艺，具有极好的耐磨性能。	钢类零件精加工及连续工况半精加工首选牌号。
	OC2015 11.28	107.12	中 Co 高立方相含量硬质合金基体搭配较厚 TiCN 和较厚 Al2O3 涂层，经特殊后处理工艺，具有较好的耐磨性能。	钢件材料半精加工及粗加工的首选牌号。
总计	2,283.23	15,745.01	-	-
占数控刀具产品的比例	54.4%	61.4%	-	-

资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

不锈钢和钢加工数控刀片技术均系自主研发，技术水平处于行业领先。公司在不锈钢和钢件加工刀片取得发明专利以及实用新型专利，广泛应用于粗加工、半精加工、精加工领域。同时，针对难加工材料（不锈钢）在加工时切削阻力大、塑性变形大、加工硬化严重，导致刀具磨损快，公司在刀片结构、基体、涂层方面提出相应技术方案，有效实现不锈钢的高效加工。**在实际应用中，公司不锈钢加工用 PVD 涂层刀片和钢加工用 CVD 涂层刀片表现宽适用性和高稳定性。**

表 7：公司不锈钢与钢加工数控刀片技术均处于行业领先

核心技术	行业现状	公司现状
刀片结构设计技术	进口刀具结构设计成果丰富，国内企业在各自公司针对不锈钢和钢加工的多项结构细分领域具备设计优势	取得自主知识产权
不锈钢和钢加工数控刀片设计与制备技术	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波动控制在±0.01%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，可以使合金的钴含量控制在±0.01%，保证了产品性能的稳定性和韧性
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

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

不锈钢和钢件刀具产品性能与日韩厂商相当。刀片产品性能可从材料和切削两大维度衡量。对比公司刀片与三菱、泰珂洛具有代表性的同类产品，公司产品与三菱、泰珂洛在材料、切削性能指标测试中均相近，代表公司核心数控刀片产品性能与日韩厂商相当，**在不锈钢和钢件加工刀片领域可推进实现国产替代。**

表 8：公司数控刀片性能指标与日韩厂商接近

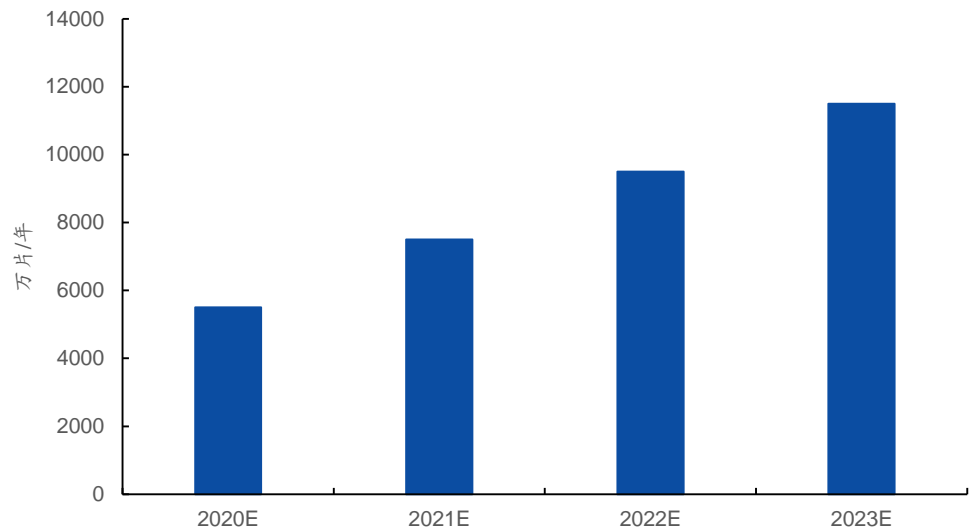
	钢加工 CVD 涂层数控刀片		不锈钢加工 PVD 涂层数控刀片		注释
厂家	Tungaloy 泰珂洛	OKE 欧科亿	Mitsubishi 三菱	OKE 欧科亿	
牌号	T9125	0C2115	VP15TF	0P1215	
密度 (g/cm ³)	13.62	13.84	14.39	14.44	密度与成分相关，说明基体中成分接近。
维氏硬度 (N/mm ²)	HV3 1500	1590	1620	1590	维氏硬度代表硬质合金基体硬度。断裂韧性与硬度反向变动，一般而言硬度越低，断裂韧性越高。
断裂韧性 (Gpa)	11.25	9.35	10.73	9.9	
纳米压痕 (Gpa)	27.7	29.6	37.1GPa	38.8GPa	代表涂层硬度，说明涂层硬度相当
膜基结合力 (LC3)	115	108	98 (LC3)	96 (LC3)	数值越高，膜基结合力越高，涂层材料越不易脱落。膜基结合力相当

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.3 募投年产 4000 万片高端数控刀片项目，提升产能拓展下游应用领域

公司 IPO 募投项目投建年产 4000 万片高端数控刀片产线和研发中心项目，数控刀片产能将持续扩充。公司近年数控刀片产量快速增长，产能利用率基本维持在 100% 需求旺盛，根据公司公开披露信息，4000 万片数控刀片项目设备陆续到位已进入安装阶段，预计 2021 年底完成建设，明年将进入产能释放期。

图 24：公司数控刀片产能有望持续提升



资料来源：国元证券研究所估算

扩产能以成功量产的高端刀片为主。公司“年产 4000 万片高端数控刀片智造基地建设项目”的主要产品为精加工刀片、复杂异形铣削刀片、专用车刀片和专用铣刀片，主要针对进口刀具的国产替代。近年来，公司多个研发项目涉及本次扩产能的金属陶瓷刀片（精加工刀片）、复杂异性铣削刀片、专用铣刀片（方肩铣刀、平面铣刀等）等，并已实现量产，此次扩产能有助于提高研发成果的转化，增强经济效益。

表 9：公司研发项目

项目名称	研发进度	研发预算(万元)	研发目标	技术水平
金属陶瓷牌号 OKE6210、OKE6220 切削加工性能的评价	实验论证	320	研发金属陶瓷刀片。	行业先进水平
一种 90 度方肩铣刀的开发	样品测试	190	研发 90 度方肩铣刀, 替代进口同类产品。	行业先进水平
一种 45 度经济型面铣刀的开发	样品测试	230	研发 45 度经济型面铣刀, 替代进口同类行业先进产品。	行业先进水平
大进给铣刀片开发	中试	150	研发大进给铣刀片, 替代市场上广泛使用行业先进的进口产品。	行业先进水平
不锈钢车削刀片新产品研发	中试	150	优化现有不锈钢加工刀片材质, 提高性能 10%~20%。	行业先进水平
一种高温合金车削加工产品开发	样品制作	320	研发用于高温合金车削的产品系列, 替代进口同类产品。	行业先进水平
铣削产品工艺研究与开发	已完成	340	-	-
铣削刀片新牌号开发	已完成	369	-	-
金属陶瓷车削加工新牌号 开发	已完成	268	-	-
钢件车削刀片新牌号开发	已完成	255	-	-
金属陶瓷刀片的槽型设计与磨削工艺研究	已完成	345	-	-

资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：为不完全统计，截至 2020H1

项目投产有望丰富公司产品种类，打通更多下游应用领域。公司产品开发策略具有差异化特点，当前产品集中在钢、不锈钢加工领域，截至 2020 年末 70% 以上的产品为车削刀片，在铸铁、有色金属、淬硬钢、高温合金、钛合金等加工领域涉足较少。未来有望以不锈钢和钢的车削加工为基石，针对武器装备、航空航天、风电、水冷机、医疗器械特定加工领域开发更多产品，打通更多下游应用领域。

3.4 新建产业园区项目，强化整体解决方案提供能力

公司全资子公司拟投建数控刀具产业园项目，项目总投资额 7.49 亿元。建设数控刀具产业园，包括新建研发办公楼，建设年产 1000 吨高性能棒材、300 万支整体硬质合金刀具、20 万套数控刀具、500 万片金属陶瓷刀片及 10 吨金属陶瓷锯齿的生产线。本项目完全达产后，预计实现年度营业收入 5.84 亿元，净利润约 1.36 亿元。

表 10：数控刀具产业园项目

序号	建设内容	投资额（万元）
1	年产 1000 吨高性能棒材生产线	21,180
2	年产 300 万支整体硬质合金刀具生产线	25,700
3	年产 20 万套数控刀具生产线	11,310
4	年产 500 万片金属陶瓷刀片及 10 吨金属陶瓷锯齿生产线	7,500
5	研发办公楼	9,200
	合计	74,890

资料来源：公司公告，国元证券研究所

我们认为公司数控刀具产业园项目布局主要是为增强整体解决方案提供能力：

数控刀具：通过产业园项目建设，公司将产品线延伸至刀具刀体，可以做到刀片与刀具进行配套，满足终端客户整体解决方案需求，提升公司刀片产品附加值，从而进一步提升公司盈利能力。

金属陶瓷刀片和整体硬质合金刀具：公司目前数控刀片产品以满足中小机械加工企业通用性需求为主，公司 2017 年开始立项开发金属陶瓷刀片，持续将金属陶瓷刀片列为重点开发项目，主要用于精加工为客户提供多种材质解决方案。本次新建年产 500 万片金属陶瓷数控刀片、300 万支整体刀具生产线，将极大增强公司应对航空航天、军工等复杂多变的应用场景和加工条件的能力，更好地一站式满足终端客户整体用刀需求，为向整体解决方案提供商转型打下坚实的基础。

图 25：公司金属陶瓷刀片已有产品销售



资料来源：公司官网，国元证券研究所

3.5 布局多层次营销体系，打造塞尔奇品牌面向终端市场

公司采用经销与直销相结合的销售模式。公司数控刀片产品客户包含经销商、工具企业、小型贸易商以及用户企业，目前已构建了覆盖华东、华北、东北等主要工业地区的经销网络，并在国内开展了 OEM/ODM 代工服务，同时辅以一批数量庞大、分布广的小型贸易商以拓宽销路。此外，公司高度重视终端消费者用户企业客户的

开拓，为其提供高附加值的切削加工整体解决方案。

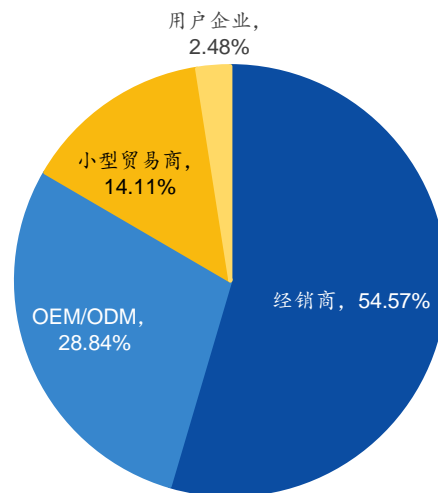
表 11：数控刀片业务采用经销、直销相结合的模式

销售模式	客户类型	含义	特征
经销	经销商	公司采用的经销模式为买断式经销，由经销商自主销售给下游客户	“超市式”售卖多个品牌产品
OEM/ODM	工具企业	从事刀具设计、制造、装配及配套服务的企业	①从事数控刀片深加工 ②从事刀具设计、配套集成服务 ③具有自主刀具品牌
	小型贸易	从事数控刀片零售的贸易商	①采购金额较小 ②数量分散 ③直接对外销售
	一般直销商		
	用户企业	直接使用数控刀片的机械加工企业	直接安装在数控机床上使用

资料来源：公司公告，国元证券研究所

当前以经销、代工为主，未来直销有望大幅提升。2020 年上半年，经销渠道销售额占数控刀片销售额超 50%，工具企业、小型贸易商次之。此外，作为公司重点布局方向之一的用户企业（直接使用数控刀片的机械加工企业），尽管当前贡献收入较少，我们预计随着公司服务逐步走向终端市场，向整体解决方案提供商转型，其占比未来有望大幅提升。

图 26：2020 年上半年数控刀片经销渠道销售占比超 50%



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

与核心客户推进战略合作，多层次营销拓展销量，确保产能消化。公司构建了以核心经销商、战略客户、中小型经销商等相结合的多层次营销体系，积极稳定主流客户销量。采用经销商模式有利于公司简化管理，同时发挥其覆盖面广、贴近当地终端用户的优势。根据公司产能消化规划，公司与 15 家客户签署了《战略合作协议》，预计未来 5 年消化约 30% 公司总产能，同时积极开拓重点客户、潜在客户（年销量 50~100 万片），消化约 50% 总产能，并开拓更多小客户消化剩余产能。

布局终端市场，打造赛尔奇品牌，助力成套解决方案推广。公司重点完善了面向终端市场的赛尔奇品牌系列产品，对于钢件、不锈钢、铸铁的半精加工及精加工，性能更优，同时积极完善铣削牌号，并能根据客户的不同需求设计、生产各类切削工具，为机械加工制造提供整体配套解决方案。同时，公司积极结合市场需求，重点对汽车、航空航天、模具等行业刀具进行了系统性研究，针对风电、轨道交通等强力车削加工领域的特点，开发了适用于钢类强力车削加工的 OC 系列新牌号及产品系列。

图 27：赛尔奇轨道交通零部件（转向架）解决方案



转向架是轨道交通车辆结构中最重要部件之一



平面铣削：采用高性能铣刀结合双面四边形刀片

铣侧面：采用高效玉米铣刀



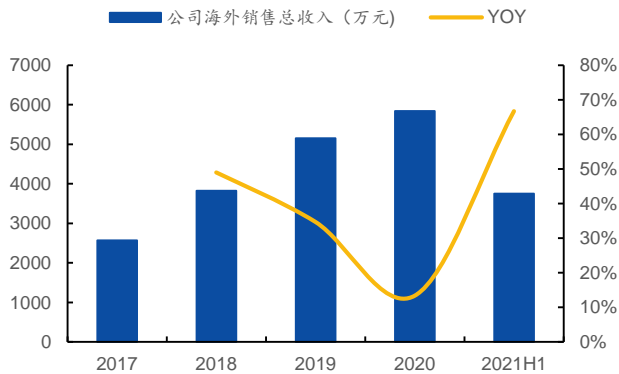
孔加工：采用经济型浅孔钻进行加工

仿形加工：采用稳定性圆刀片铣刀加工根部圆弧

资料来源：公司官网，国元证券研究所

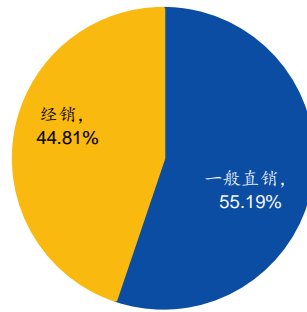
加大海外市场布局，具有爆发潜力。随着公司技术水平的提升，发行人已具备与国际企业共同竞争国际市场的能力，产品质量在国外市场已具备竞争力。在东南亚等国家，公司产品质量和性价比优势明显；在北美、西欧等市场，公司不直接与欧美品牌竞争高端市场，集中在需求量最广泛的粗加工和半精加工市场，并取得较好的品质口碑反馈。销售网络方面，公司正积极寻求当地有影响力的代理商销售，同时考虑 OEM/ODM 模式，以此快速打开海外销路。

图 28：公司海外总销售额成长较快



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

图 29：海外销售以一般直销为主



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

注：为 2021H1 公司海外销售总收入比例

4. 投资建议与盈利预测

估值核心假设：

- **硬质合金制品业务：**主要下游应用行业电动工具与木工机械设备规模不断扩张，带来锯齿刀片、圆片需求不断提升，同时公司根据行业需求变化不断开发新产品满足市场需求，未来硬质合金制品业务有望保持稳健增长。
- **数控刀片业务：**1) 得益于 4000 万片高端数控刀片产能逐渐投产，数控刀片业务收入体量将持续上升。2) 新增产能定位相对高端，同时刀具产业园项目将新增数控刀具、陶瓷刀片、整硬刀具等新产品，以解决方案形式配套销售将提升刀片附加值，产品结构优化有望提升刀片业务盈利能力。
- 得益于公司多层次营销体系拓展建设，同时与核心客户推进战略合作，并积极拓展海外市场，后续新增产能有望充分消化。

表 12：公司收入拆分

亿元	项目	2020	2021E	2022E	2023E
	营业收入	3.97	6.09	7.33	8.32
	增长率	15.07%	53.49%	20.32%	13.41%
硬质合金产品	营业成本	3.07	4.57	5.60	6.46
	增长率	14.61%	70.67%	22.60%	15.43%
	毛利率	22.76%	25.07%	23.65%	22.29%
	营业收入	3.03	4.5	6.15	8.19
	增长率	18.36%	48.51%	36.67%	33.17%
数控刀片	营业成本	1.73	2.48	3.30	4.28
	增长率	21.16%	43.42%	32.93%	29.61%
	毛利率	42.83%	44.79%	46.30%	47.74%
	营业收入	0.02	0.7	1.4	2.8
	增长率	100.00%	3400.00%	100.00%	100.00%
整体硬质合金刀具	营业成本	0.01	0.49	0.98	1.96
	增长率	64.16%	3478.21%	100.00%	100.00%
	毛利率	31.53%	30.00%	30.00%	30.00%
	营业收入合计	7.02	11.29	14.88	19.31
	营业成本合计	4.81	7.54	9.88	12.70

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：整体硬质合金刀具业务分类含棒材与整体硬质合金刀具

我们预计公司 2021 至 2023 年有望实现归母净利润分别为 2.38/2.87/3.89 亿元，对应当前 PE 28X/23X/17X。

表 13：欧科亿盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	602.99	702.21	1129.38	1488.20	1930.52
收入同比(%)	3.26	16.45	60.83	31.77	29.72
归母净利润(百万元)	88.44	107.45	237.95	287.16	388.60
归母净利润同比(%)	31.81	21.50	121.45	20.68	35.33
ROE(%)	13.04	8.22	15.74	15.96	17.77
每股收益(元)	0.88	1.07	2.38	2.87	3.89
市盈率(P/E)	74.91	61.66	27.84	23.07	17.05

资料来源：Wind，国元证券研究所

选取主营业务与公司接近的中钨高新、华锐精密、新锐股份作为公司可比公司。2021 至 2023 年公司与可比公司平均估值水平分别为 36X/27X/21X，高于公司估值水平，考虑刀具行业成长空间，同时公司高端数控刀片产能持续爬坡，产品结构有望持续优化提升盈利能力，维持“买入”评级。

表 14：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
688308.SH	欧科亿	66.25	66.25	1.07	2.38	2.87	3.89	61.66	27.84	23.07	17.05
000657.SZ	中钨高新	17.12	183.85	2.21	5.61	6.88	8.40	127.68	32.78	26.70	21.89
688059.SH	华锐精密	166.80	73.41	0.89	1.58	2.15	2.82	317.19	46.55	34.12	26.07
688257.SH	新锐股份	58.98	54.73	1.14	1.50	2.17	2.90	247.94	36.48	25.26	18.89
平均值								35.91	27.29	20.97	

资料来源：Wind，国元证券研究所；除欧科亿外取自 Wind 一致预期，估值日 2021 年 12 月 9 日

5.风险提示

国产替代进展不及预期，刀具市场规模扩张不及预期，产能扩张不及预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	559.75	1133.22	1362.88	1620.30	2096.70
现金	170.37	646.46	405.62	513.42	820.60
应收账款	94.85	122.21	171.03	211.19	255.62
其他应收款	0.18	0.38	0.57	0.72	0.97
预付账款	1.39	1.65	7.54	6.63	9.22
存货	158.64	181.35	257.28	317.79	383.85
其他流动资产	134.32	181.17	520.85	570.55	626.44
非流动资产	447.69	488.49	634.17	661.37	668.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	374.73	396.59	494.96	512.87	517.84
无形资产	40.83	40.07	38.38	36.65	34.92
其他非流动资产	32.14	51.82	100.83	111.85	116.13
资产总计	1007.44	1621.71	1997.05	2281.67	2765.59
流动负债	239.39	262.88	444.30	438.56	533.65
短期借款	0.00	10.01	94.49	10.00	10.00
应付账款	78.48	96.94	159.60	202.26	262.26
其他流动负债	160.91	155.93	190.21	226.31	261.39
非流动负债	89.88	51.56	41.42	44.34	44.57
长期借款	37.81	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	52.07	51.56	41.42	44.34	44.57
负债合计	329.27	314.44	485.72	482.91	578.22
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	421.75	930.13	930.13	930.13	930.13
留存收益	178.60	273.30	478.25	765.41	1154.01
归属母公司股东权益	678.17	1307.27	1511.34	1798.77	2187.38
负债和股东权益	1007.44	1621.71	1997.05	2281.67	2765.59

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	149.06	125.65	113.78	281.64	376.13
净利润	88.44	107.45	237.95	287.16	388.60
折旧摊销	48.35	53.85	59.09	72.90	82.69
财务费用	7.90	5.68	-16.83	-14.07	-25.82
投资损失	-0.01	-0.19	-1.32	0.00	0.00
营运资金变动	-23.55	-58.46	-100.13	-73.20	-76.84
其他经营现金流	27.94	17.32	-64.98	8.86	7.50
投资活动现金流	-82.22	-86.64	-412.81	-103.42	-94.77
资本支出	82.76	78.61	150.00	100.00	90.00
长期投资	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.54	1.96	-262.81	-3.42	-4.77
筹资活动现金流	-61.85	450.67	58.19	-70.42	25.82
短期借款	0.00	10.01	84.48	-84.49	0.00
长期借款	-49.04	-37.81	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	25.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.04	508.38	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-12.85	-54.91	-26.29	14.07	25.82
现金净增加额	4.89	487.96	-240.84	107.80	307.18

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	602.99	702.21	1129.38	1488.20	1930.52
营业成本	412.05	481.37	754.06	988.06	1270.23
营业税金及附加	4.36	4.77	7.91	10.37	13.42
营业费用	25.42	25.34	36.14	47.62	61.78
管理费用	24.57	27.49	38.40	47.62	59.85
研发费用	30.70	33.12	47.40	75.37	95.49
财务费用	7.90	5.68	-16.83	-14.07	-25.82
资产减值损失	-2.62	-3.84	-3.29	-3.36	-3.41
公允价值变动收益	0.00	0.00	5.33	0.00	0.00
投资净收益	0.01	0.19	1.32	0.00	0.00
营业利润	100.38	121.45	263.96	330.07	446.67
营业外收入	2.14	2.04	10.00	0.00	0.00
营业外支出	1.09	0.09	0.45	0.00	0.00
利润总额	101.43	123.40	273.51	330.07	446.67
所得税	12.99	15.96	35.56	42.91	58.07
净利润	88.44	107.45	237.95	287.16	388.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	88.44	107.45	237.95	287.16	388.60
EBITDA	156.63	180.98	306.22	388.89	503.54
EPS (元)	1.18	1.07	2.38	2.87	3.89

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	3.26	16.45	60.83	31.77	29.72
营业利润(%)	30.13	21.00	117.33	25.05	35.33
归属母公司净利润(%)	31.81	21.50	121.45	20.68	35.33
获利能力					
毛利率(%)	31.66	31.45	33.23	33.61	34.20
净利率(%)	14.67	15.30	21.07	19.30	20.13
ROE(%)	13.04	8.22	15.74	15.96	17.77
ROIC(%)	15.23	15.90	24.33	28.05	34.54
偿债能力					
资产负债率(%)	32.68	19.39	24.32	21.16	20.91
净负债比率(%)	24.32	7.44	20.48	3.11	2.59
流动比率	2.34	4.31	3.07	3.69	3.93
速动比率	1.66	3.60	2.47	2.95	3.19
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.53	0.62	0.70	0.76
应收账款周转率	5.95	6.12	7.28	7.37	7.82
应付账款周转率	4.06	5.49	5.88	5.46	5.47
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.07	2.38	2.87	3.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	1.26	1.14	2.82	3.76
每股净资产(最新摊薄)	6.78	13.07	15.11	17.99	21.87
估值比率					
P/E	74.91	61.66	27.84	23.07	17.05
P/B	9.77	5.07	4.38	3.68	3.03
EV/EBITDA	38.16	33.03	19.52	15.37	11.87

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188