

业绩高速增长，刀具国产替代进展顺利

投资要点

- **事件：**公司公布2021年年报，2021年实现营收4.85亿元，同比增长55.5%；实现归母净利润1.62亿元，同比增长82.4%；Q4单季度实现营收1.26亿元，同比增长38.2%，环比减少2.6%；实现归母净利润0.41亿元，同比增长47.0%，环比减少15.0%。2021年公司业绩高速增长，符合预期。
- **下游需求减缓，Q4单季度收入环比下降；产品涨价滞后于原材料价格上涨，Q4单季度毛利率环比下降。**终端客户由于限电等因素需求下降，叠加经销商年底清库存，公司Q4单季度刀具产品销量略有下降，收入环比下降2.6%。2021年公司综合毛利率为50.3%，同比下降0.6个百分点；Q4单季度为47.8%，同比下降3.8个百分点，环比下降4.1个百分点，毛利率下降主要原因在于：1) 碳化钨粉等原材料价格上涨幅度较大，2021Q2-Q3碳化钨粉价格上涨约12%，而公司产品涨价相对滞后；2) 开工率下降，规模效应减少。随着公司产品提价、需求边际好转，预计公司毛利率将逐渐修复。
- **全年来看，公司规模效应明显，期间费用率下降，净利率大幅提高。**2021年公司期间费用率为13.2%，同比下降3.4个百分点；Q4单季度为13.9%，同比下降2.2个百分点，环比增加1.2个百分点。2021年公司净利率为33.4%，同比增加4.9个百分点；Q4单季度为32.2%，同比增加1.9个百分点，环比减少4.7个百分点。
- **国产替代进展顺利，公司数控刀片销量大幅增长。**内部因素来看，国产刀具性能持续提升，产能逐步释放；外部因素来看，新冠疫情对欧美、日韩高端数控刀片进口造成阻碍，内外部因素共同导致国产刀片需求旺盛。公司在2021年实现数控刀片销量8234万片，同比增加52.2%，国产替代进展顺利。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年公司归母净利润为2.29、3.40和4.47亿元，年均复合增长率为40.2%。公司是国内数控刀具领军企业，推动刀具国产替代，中长期成长性高，给予2022年35倍PE，目标价182.35元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**制造业投资大幅下滑；公司产能扩张低于预期；行业竞争格局恶化。

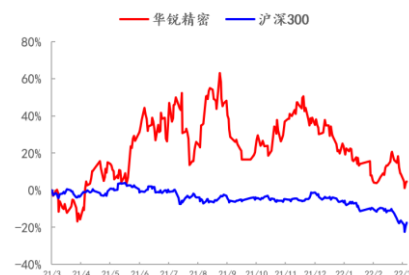
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	485.48	678.18	1003.20	1314.52
增长率	55.51%	39.69%	47.92%	31.03%
归属母公司净利润（百万元）	162.35	229.46	340.13	447.42
增长率	82.41%	41.34%	48.23%	31.55%
每股收益EPS（元）	3.69	5.21	7.73	10.17
净资产收益率ROE	18.26%	21.13%	24.64%	25.42%
PE	35	25	17	13
PB	6.35	5.20	4.09	3.21

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
 执业证号：S1250521050002
 电话：021-58351893
 邮箱：tgl@swsc.com.cn
 联系人：王宁
 电话：021-58351893
 邮箱：wn@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.44
流通A股(亿股)	0.25
52周内股价区间(元)	107.00-207.50
总市值(亿元)	56.46
总资产(亿元)	11.49
每股净资产(元)	20.21

相关研究

1. 华锐精密（688059）：数控刀具新产能加速释放，业绩高增长符合预期（2022-02-27）
2. 华锐精密（688059）：业绩高速增长符合预期，刀具国产替代持续推进（2022-01-16）
3. 华锐精密（688059）：业绩稳步增长略超预期，盈利能力持续提升（2021-10-31）
4. 华锐精密（688059）：发布可转债预案，扩充产能+延展品类，业绩弹性可期（2021-08-31）
5. 华锐精密（688059）：盈利能力持续改善，业绩大幅增长符合预期（2021-07-31）

关键假设：

- 1) 国内数控机床占比提升，预计 2025 年机床数控化率达到 50%以上，带动数控刀片需求稳步提升；
- 2) 国产刀具进口替代趋势得到延续，国产刀具短期抢占日韩品牌市场，长期挤压欧美品牌市场份额；
- 3) 2021 年公司销量达到 8234 万片，随着新项目陆续开展，公司数控刀具产能稳健增长。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

主营业务内容及项目		2021A	2022E	2023E	2024E
数控刀片	收入	481.40	626.51	871.50	1054.85
	YOY	55.80%	30.14%	39.10%	21.04%
	毛利率	50.64%	50.80%	51.30%	51.80%
整体刀具	收入		48.00	86.40	112.70
	YOY		0.00%	80.00%	30.44%
	毛利率		45.00%	47.00%	48.00%
刀体	收入			24.00	96.00
	YOY			0.00%	300.00%
	毛利率			42.00%	45.00%
高效钻削刀具	收入			18.00	48.00
	YOY			0.00%	166.67%
	毛利率			50.00%	52.00%
其他业务		4.08	3.67	3.30	2.97
		27.50%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
		4.17%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	主营业务收入	485.48	678.19	1003.20	1314.52
	YOY	55.51%	39.69%	47.92%	31.03%
	综合毛利率	50.30%	50.14%	50.53%	50.88%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	485.48	678.18	1003.20	1314.52	净利润	162.35	229.46	340.13	447.42
营业成本	241.28	338.13	496.27	645.70	折旧与摊销	43.91	17.70	17.70	17.70
营业税金及附加	4.17	5.43	8.03	10.52	财务费用	-0.28	-0.75	0.06	4.09
销售费用	13.13	17.63	25.08	31.55	资产减值损失	-0.34	0.50	0.50	0.50
管理费用	26.24	68.50	98.31	124.88	经营营运资本变动	48.35	-70.76	-61.53	-54.56
财务费用	-0.28	-0.75	0.06	4.09	其他	-47.90	-4.34	-5.66	-8.11
资产减值损失	-0.34	0.50	0.50	0.50	经营活动现金流净额	206.10	171.81	291.19	407.04
投资收益	3.65	4.00	5.00	6.00	资本支出	-147.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.58	1.00	1.00	1.00	其他	-194.48	5.00	6.00	7.00
其他经营损益	0.00	3.00	3.00	3.00	投资活动现金流净额	-341.99	5.00	6.00	7.00
营业利润	181.02	256.75	383.95	507.28	短期借款	-43.92	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.84	7.00	7.00	7.00	长期借款	-8.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	186.86	263.75	390.95	514.28	股权融资	359.69	0.00	0.00	0.00
所得税	24.51	34.29	50.82	66.86	支付股利	0.00	-32.47	-45.89	-68.03
净利润	162.35	229.46	340.13	447.42	其他	-58.87	-0.03	-0.06	-4.09
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	248.20	-32.50	-45.95	-72.11
归属母公司股东净利润	162.35	229.46	340.13	447.42	现金流量净额	112.39	144.31	251.24	341.93
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	157.96	302.27	553.51	895.44	成长能力				
应收和预付款项	164.11	240.47	354.68	461.47	销售收入增长率	55.51%	39.69%	47.92%	31.03%
存货	88.43	122.77	179.89	235.27	营业利润增长率	73.91%	41.83%	49.54%	32.12%
其他流动资产	143.52	144.26	146.02	147.70	净利润增长率	82.41%	41.34%	48.23%	31.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	56.42%	21.83%	46.77%	31.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	489.09	473.57	458.06	442.54	毛利率	50.30%	50.14%	50.53%	50.88%
无形资产和开发支出	19.39	17.55	15.71	13.87	三费率	8.05%	12.59%	12.31%	12.21%
其他非流动资产	86.91	86.57	86.23	85.88	净利率	33.44%	33.83%	33.90%	34.04%
资产总计	1149.41	1387.46	1794.09	2282.18	ROE	18.26%	21.13%	24.64%	25.42%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.12%	16.54%	18.96%	19.61%
应付和预收款项	104.77	117.30	177.66	237.17	ROIC	30.37%	37.61%	50.17%	60.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	46.28%	40.36%	40.04%	40.25%
其他负债	155.44	183.96	236.00	285.17	营运能力				
负债合计	260.21	301.26	413.66	522.35	总资产周转率	0.55	0.53	0.63	0.64
股本	44.01	44.01	44.01	44.01	固定资产周转率	1.47	2.01	3.12	4.30
资本公积	530.84	530.84	530.84	530.84	应收账款周转率	6.78	6.72	6.64	6.38
留存收益	314.36	511.35	805.58	1184.98	存货周转率	3.25	3.18	3.25	3.09
归属母公司股东权益	889.21	1086.20	1380.43	1759.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	75.32%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	889.21	1086.20	1380.43	1759.83	资产负债率	22.64%	21.71%	23.06%	22.89%
负债和股东权益合计	1149.41	1387.46	1794.09	2282.18	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.95	3.54	3.62	3.87
					速动比率	2.48	3.01	3.09	3.35
					股利支付率	0.00%	14.15%	13.49%	15.20%
					每股指标				
					每股收益	3.69	5.21	7.73	10.17
					每股净资产	20.21	24.68	31.37	39.99
					每股经营现金	4.68	3.90	6.62	9.25
					每股股利	0.00	0.74	1.04	1.55
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	224.65	273.70	401.71	529.07					
PE	34.78	24.61	16.60	12.62					
PB	6.35	5.20	4.09	3.21					
PS	11.63	8.33	5.63	4.30					
EV/EBITDA	23.44	18.71	12.12	8.56					
股息率	0.00%	0.58%	0.81%	1.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn