

## 业务布局影响当期利润, 2022年蓄势待发

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2021年年报, 2021年公司实现营收3.3亿元, 同比增长34.7%; 实现归母净利润0.54亿元, 同比增长10.0%。Q4单季度实现营收0.9亿元, 同比增长30.2%, 环比增长13.1%; 归母净利润为0.05亿元, 同比下降40.7%, 环比下降74.4%。
- **超硬刀具需求旺盛, 带动公司整体收入增长。** 分业务板块来看: 1) 超硬切削刀具: 实现营收1.8亿元, 同比增长42.5%, 公司超硬刀具产品定位中高端, 受益于下游旺盛需求; 2) 超高精密刀具: 实现营收1.0亿元, 同比增长23.2%, 超高精密刀具主要应用于显示屏切割、研磨领域, 在消费电子及车载显示屏等其他新兴领域带动下, 需求将稳步增长; 3) 超硬复合材料: 营收0.3亿元, 同比增长35%, 超硬复合材料属于刀具等工具的上游原材料, 目前中高端产品进口依赖严重, 发展前景良好。
- **综合毛利率小幅提升, 业务布局致使期间费用率大幅增长, 净利率下滑。** 2021年公司综合毛利率为49.2%, 同比增加1.4个百分点, 其中超硬切削刀具提升3.5个百分点至47.4%; Q4单季度毛利率为46.2%, 同比下降2.6个百分点, 环比下降2.1个百分点。2021年公司期间费用率为31.7%, 同比增加6.7个百分点; Q4单季度为40.3%, 同比增加2.6个百分点, 环比增加11.4个百分点。公司2021年全年及Q4期间费用大幅增加, 主要系产品多元布局致使人工成本增幅较大。2021年公司净利率为16.7%, 同比下降3.8个百分点; Q4单季度为5.2%, 同比减少6.2个百分点, 环比下降17.8个百分点。
- **刀具业务持续布局, 培育钻石静待开花。** 公司是国内超硬切削刀具领军企业, 产品竞争力强, 在超硬刀具行业需求增加背景下, 发展前景良好; 硬质合金数控刀片市场规模大, 国产替代如火如荼, 公司投资建设2800万片硬质合金、金属陶瓷数控刀片产能, 将充分受益; 此外, 公司拟收购3C行业精密刀具企业鑫鑫泉, 完善公司刀具业务布局。目前, 培育钻石需求旺盛, 产品供不应求, 公司利用多年人造金刚石生产经验投资建设20万克拉CVD培育钻石产能, 该项目正有序推进, 值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.1、1.7、2.2亿元, 未来三年归母净利润复合增速为59.8%。考虑到公司业绩弹性大、成长性强, 给予公司2022年30倍PE, 目标价40.20元, 调整为“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险; 技术研发失败风险; 培育钻石需求不及预期风险。

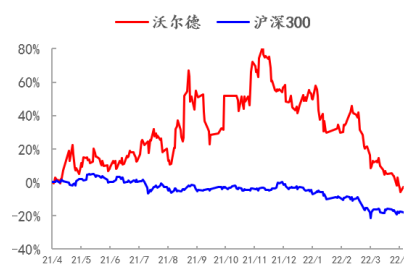
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	325.81	498.38	683.02	884.59
增长率	34.73%	52.97%	37.05%	29.51%
归属母公司净利润(百万元)	54.45	107.19	166.42	222.33
增长率	10.02%	96.85%	55.26%	33.60%
每股收益EPS(元)	0.68	1.34	2.08	2.78
净资产收益率ROE	6.31%	11.17%	15.07%	17.19%
PE	45	23	15	11
PB	2.81	2.53	2.19	1.87

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)	0.80
流通A股(亿股)	0.38
52周内股价区间(元)	29.00-59.29
总市值(亿元)	24.24
总资产(亿元)	9.12
每股净资产(元)	10.71

### 相关研究

1. 沃尔德(688028): 21年业绩低于预期, 看好公司培育钻石业务 (2022-02-28)
2. 沃尔德(688028): 建设培育钻石产能, 有望受益于行业需求爆发 (2022-01-10)
3. 沃尔德(688028): 业绩稳步增长, 培育钻石值得期待 (2021-11-01)

### 关键假设:

假设 1: 随着超硬刀具市占率缓慢提升, 硬质合金刀具产能逐渐释放, 预计 2022-2024 年收入增速分别为 42.46%、28.11%、31.76%:

假设 2: 公司 CVD 炉子陆续到位, 培育钻石产能逐步释放, 在行业高需求背景下, 该业务发展潜力较大, 且毛利率水平较高, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 60%、65%、60%。

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		2021A	2022E	2023E	2024E
刀具业务	收入	283.76	404.23	517.86	682.32
	增速	35.00%	42.46%	28.11%	31.76%
	毛利率	52.60%	51.87%	52.18%	52.72%
超硬复合材料	收入	29.34	30.81	32.35	33.96
	增速	35.02%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	17.11%	18.00%	18.00%	18.00%
培育钻石	收入		50.00	118.80	153.60
	增速			137.60%	29.29%
	毛利率		60.00%	65.00%	60.00%
其他业务	收入	12.71	13.35	14.01	14.71
	增速	28.25%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	47.48%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	收入	325.81	498.38	683.02	884.59
	增速	34.73%	52.97%	37.05%	29.51%
	毛利率	49.22%	50.40%	52.64%	52.52%

数据来源: Wind, 西南证券

### 相对估值:

目前, A 股上市公司中, 与沃尔德业务相似的公司主要有华锐精密、欧科亿和四方达。3 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 24、17、13 倍。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.1、1.7、2.2 亿元, 未来三年归母净利润复合增速为 59.8%, 考虑到公司业绩弹性大、成长性强, 给予 2022 年 30 倍 PE, 目标价 40.20 元, 上调为“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值 (截至 2022 年 4 月 20 日)**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688059	华锐精密*	110.15	3.69	5.21	7.73	10.17	43	21	14	11
688308	欧科亿*	48.78	2.22	2.88	4.11	5.34	32	17	12	9
300179	四方达	10.70	0.19	0.30	0.41	0.53	58	35	26	20
可比公司平均值							44	24	17	13

数据来源: Wind, 西南证券整理 (带\*上市公司业绩由西南证券机械组预测, 其他为 wind 一致预期)

**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	325.81	498.38	683.02	884.59	净利润	54.45	107.19	166.42	222.33
营业成本	165.46	247.17	323.46	419.96	折旧与摊销	30.52	15.70	15.70	15.70
营业税金及附加	1.75	1.99	2.73	3.54	财务费用	-3.34	-1.07	-0.61	0.12
销售费用	25.35	32.39	42.35	53.08	资产减值损失	-0.91	1.00	1.00	1.00
管理费用	52.96	99.68	128.41	156.57	经营营运资本变动	-35.58	-72.82	-74.99	-86.46
财务费用	-3.34	-1.07	-0.61	0.12	其他	25.59	-0.66	0.66	-1.89
资产减值损失	-0.91	1.00	1.00	1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>70.73</b>	<b>49.33</b>	<b>108.17</b>	<b>150.79</b>
投资收益	-0.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-49.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-85.57	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	5.00	5.00	5.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-134.61</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>59.62</b>	<b>122.22</b>	<b>190.69</b>	<b>255.33</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.73	1.70	1.70	1.70	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>62.35</b>	<b>123.92</b>	<b>192.39</b>	<b>257.03</b>	股权融资	7.11	0.00	0.00	0.00
所得税	7.90	16.73	25.97	34.70	支付股利	0.00	-10.89	-21.44	-33.28
净利润	54.45	107.19	166.42	222.33	其他	-50.47	0.04	0.61	-0.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-43.36</b>	<b>-10.85</b>	<b>-20.83</b>	<b>-33.40</b>
归属母公司股东净利润	54.45	107.19	166.42	222.33	<b>现金流量净额</b>	<b>-108.30</b>	<b>38.48</b>	<b>87.35</b>	<b>117.39</b>
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	306.47	344.95	432.30	549.69	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	100.80	158.66	215.68	278.44	销售收入增长率	34.73%	52.97%	37.05%	29.51%
存货	98.71	147.12	190.97	249.42	营业利润增长率	3.73%	104.98%	56.03%	33.90%
其他流动资产	9.66	3.74	5.13	6.64	净利润增长率	10.02%	96.85%	55.26%	33.60%
长期股权投资	9.86	9.86	9.86	9.86	EBITDA 增长率	15.65%	57.64%	50.38%	31.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	309.91	298.67	287.43	276.19	毛利率	49.22%	50.40%	52.64%	52.52%
无形资产和开发支出	46.43	42.02	37.61	33.20	三费率	23.01%	26.28%	24.91%	23.71%
其他非流动资产	49.57	49.52	49.48	49.43	净利率	16.71%	21.51%	24.36%	25.13%
<b>资产总计</b>	<b>931.42</b>	<b>1054.55</b>	<b>1228.45</b>	<b>1452.89</b>	ROE	6.31%	11.17%	15.07%	17.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.85%	10.16%	13.55%	15.30%
应付和预收款项	45.37	67.48	89.25	115.60	ROIC	10.28%	18.44%	25.56%	30.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.64%	27.46%	30.13%	30.65%
其他负债	22.98	27.71	34.86	43.91	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>68.36</b>	<b>95.19</b>	<b>124.11</b>	<b>159.51</b>	总资产周转率	0.36	0.50	0.60	0.66
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	1.38	2.04	2.93	3.99
资本公积	555.10	555.10	555.10	555.10	应收账款周转率	5.94	6.31	5.93	5.83
留存收益	227.97	324.26	469.24	658.29	存货周转率	2.05	2.01	1.90	1.89
归属母公司股东权益	863.06	959.36	1104.34	1293.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.74%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>863.06</b>	<b>959.36</b>	<b>1104.34</b>	<b>1293.38</b>	资产负债率	7.34%	9.03%	10.10%	10.98%
负债和股东权益合计	931.42	1054.55	1228.45	1452.89	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.08	7.22	7.06	7.00
					速动比率	6.53	5.60	5.46	5.39
					股利支付率	0.00%	10.16%	12.88%	14.97%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.68	1.34	2.08	2.78
					每股净资产	10.79	11.99	13.80	16.17
					每股经营现金	0.88	0.62	1.35	1.88
					每股股利	0.00	0.14	0.27	0.42
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	86.81	136.84	205.77	271.14					
PE	44.52	22.61	14.57	10.90					
PB	2.81	2.53	2.19	1.87					
PS	7.44	4.86	3.55	2.74					
EV/EBITDA	23.84	14.83	9.44	6.73					
股息率	0.00%	0.45%	0.88%	1.37%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
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	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn