

国产替代持续推进，数控刀具产能持续释放

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年报, 2022 年上半年实现营收 5.3 亿元, 同比增长 6.1%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 10.4%。单季度来看, Q2 实现营业收入 2.6 亿元, 同比下降 2.5%, 环比增长 0.7%; 实现归母净利润 0.58 亿元, 同比增长 0.6%, 环比增长 3.2%。
- **硬质合金制品拖累营收增速; 产品结构调整提升盈利能力。** 2022 年上半年, 数控刀具业务营收同比增长 36.6%, 但受疫情及产品结构调整影响, 硬质合金制品(包含棒材)收入同比下降 16.3%, 拖累公司上半年营收增速。2022H1, 公司综合毛利率为 36.6%, 同比增加 3.5 个百分点; 期间费用率为 12.2%, 同比增加 1.7 个百分点; 净利率为 21.9%, 同比增加 0.9 个百分点。单季度来看, Q2 公司综合毛利率为 37.0%, 同比增加 3.4 个百分点, 环比增加 0.9 个百分点; 期间费用率为 14.1%, 同比增加 2.8 个百分点, 环比增加 3.9 个百分点; 净利率为 22.1%, 同比增加 0.7 个百分点, 环比增加 0.5 个百分点。公司盈利能力提升主要系产品结构优化、数控刀具收入占比提升。
- **数控刀具量价提升, 国产替代持续推进; 产能持续释放, 贡献增量业绩。** 2022 年上半年, 公司数控刀具销量为 4496.3 万片, 同比增长 22.3%; 均价 6.4 元/片, 同比提升 11.7%; 实现营收 2.9 亿元, 同比增长 36.6%, 数控刀具营收占比达 54.9%, 同比增加 12.3 个百分点; 数控刀具毛利率为 47.8%, 同比增加 2.6 个百分点。随着 IPO 募投 4000 万片数控刀片项目及定增募投 300 万支整硬刀具、20 万套数控刀具、500 万片金属陶瓷刀片项目产能逐步释放, 公司数控刀具业务将继续保持增长。
- **刀具终端渠道持续布局, 海外市场加速拓展。** 公司持续拓展终端大客户及终端销售渠道, 到 2022 年底, 国内刀具商店规划布局约 100 家。海外市场方面, 公司目前已在俄罗斯(2022 年上半年新布局, 销售额实现翻倍式增长)、巴西、土耳其等国家布局刀具商店, 其他区域的刀具商店正在规划中; 同时, 公司新开发国外客户 15 家, 包括韩国、德国的核心刀具客户。随着公司刀具产能及性能双提升, 数控刀片产品在海外市场的竞争力和影响力不断加强, 成长空间较为广阔; 2022 年上半年, 刀片出口均价达到 9.4 元/片, 同比提升 37.1%。
- **优化硬质合金制品结构, 棒材业务高速增长, 产能亦逐步释放。** 锯齿刀片、圆片等硬质合金制品盈利能力略差, 收入占比持续下降, 2022 年上半年收入 1.8 亿元, 营收占比下降至 34.2%。棒材为整硬刀具上游原材料, 公司大力发展棒材业务, 打造“棒材+整体刀具”一体化竞争优势, 2022 年上半年棒材销量为 150.5 吨, 同比增长 52.0%, 实现营收 5691.2 万元, 随着定增募投 1000 吨棒材项目逐步投产, 棒材业务有望继续保持高速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.6、3.6、4.8 亿元, 未来三年归母净利润复合增速为 29.0%。考虑到数控刀具行业壁垒较高, 国产替代加速, 公司业绩具备高确定性, 给予 2022 年 30 倍 PE, 目标价 78.90 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新冠疫情反复风险; 制造业投资大幅下滑; 公司产能扩张低于预期。

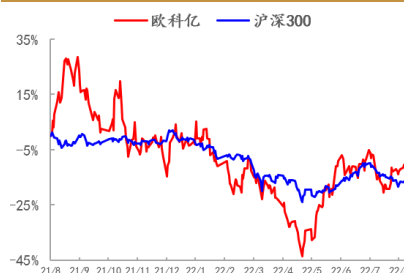
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	990.39	1114.40	1424.77	1802.93
增长率	41.04%	12.52%	27.85%	26.54%
归属母公司净利润(百万元)	222.22	262.61	357.32	476.61
增长率	106.82%	18.17%	36.06%	33.38%
每股收益 EPS(元)	2.22	2.63	3.57	4.77
净资产收益率 ROE	14.87%	15.35%	7.73%	19.69%
PE	29	25	18	14
PB	4.38	3.82	3.24	2.70

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)	1.00
流通 A 股(亿股)	0.65
52 周内股价区间(元)	40.04-97.40
总市值(亿元)	65.39
总资产(亿元)	21.05
每股净资产(元)	15.44

相关研究

1. 欧科亿(688308): Q1 业绩符合预期, 盈利能力持续提升 (2022-04-29)
2. 欧科亿(688308): 发布股权激励计划, 助力公司长远发展 (2022-04-13)
3. 欧科亿(688308): 21 年业绩高速增长, 新项目稳步推进 (2022-03-30)
4. 欧科亿(688308): 业绩高速增长符合预期, 坚定看好国产刀具进口替代机会 (2022-02-24)
5. 欧科亿(688308): 业绩高速增长, 坚定看好公司后续发展 (2022-01-21)
6. 欧科亿(688308): 新建数控刀具产业园, 整体切削解决方案供应商呼之欲出 (2021-11-24)

关键假设：

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；

假设 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，预计公司产能利用率超过 90%；

假设 3：受疫情及公司调整产品结构影响，预计 2022 年硬质合金制品收入出现下滑；随着棒材产能逐渐释放，2023 年之后恢复增长。

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		2021A	2022E	2023E	2024E
硬质合金制品	收入	532.27	442.50	507.75	610.00
	增速	34.05%	-16.87%	14.75%	20.14%
	毛利率	24.53%	24.00%	25.00%	26.00%
数控刀具	收入	455.20	668.69	913.49	1189.05
	增速	50.14%	46.90%	36.61%	30.17%
	毛利率	45.92%	47.39%	47.73%	48.53%
其他业务	收入	2.92	3.21	3.53	3.89
	增速	48.98%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	30.14%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	990.39	1114.41	1424.77	1802.93
	增速	41.04%	12.52%	27.85%	26.54%
	毛利率	34.38%	38.05%	39.59%	40.86%

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	990.39	1114.40	1424.77	1802.93	净利润	222.22	262.61	357.32	476.61
营业成本	649.90	690.32	860.77	1066.18	折旧与摊销	61.14	45.93	45.93	45.93
营业税金及附加	5.15	6.69	8.55	10.82	财务费用	0.60	-0.61	-0.07	-0.69
销售费用	27.61	27.86	34.19	41.47	资产减值损失	-4.59	6.00	6.00	6.00
管理费用	29.20	102.53	121.11	147.84	经营营运资本变动	-80.38	-46.91	-102.78	-122.85
财务费用	0.60	-0.61	-0.07	-0.69	其他	-39.46	-11.33	-12.39	-8.58
资产减值损失	-4.59	6.00	6.00	6.00	经营活动现金流净额	159.53	255.69	294.02	396.41
投资收益	1.39	1.00	1.00	1.00	资本支出	-220.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	6.38	3.00	3.00	3.00	其他	-363.00	4.00	4.00	4.00
其他经营损益	0.00	12.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	-583.63	4.00	4.00	4.00
营业利润	244.42	297.63	408.21	545.32	短期借款	-5.01	-5.01	0.00	0.00
其他非经营损益	10.59	2.50	2.50	2.50	长期借款	3.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	255.01	300.13	410.71	547.82	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	32.79	37.52	53.39	71.22	支付股利	-33.00	-44.44	-52.52	-71.46
净利润	222.22	262.61	357.32	476.61	其他	-12.51	-3.22	0.07	0.69
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-47.52	-52.67	-52.46	-70.77
归属母公司股东净利润	222.22	262.61	357.32	476.61	现金流量净额	-472.57	207.02	245.56	329.64
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	189.12	396.13	641.70	971.34	成长能力				
应收和预付款项	374.57	437.26	557.21	700.86	销售收入增长率	41.04%	12.52%	27.85%	26.54%
存货	272.13	290.74	366.00	452.40	营业利润增长率	101.25%	21.77%	37.16%	33.59%
其他流动资产	300.95	288.11	296.95	307.72	净利润增长率	106.82%	18.17%	36.06%	33.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	69.17%	12.01%	32.41%	30.06%
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	642.20	608.30	574.40	540.50	毛利率	34.38%	38.05%	39.59%	40.86%
无形资产和开发支出	108.61	97.67	86.73	75.79	三费率	5.80%	11.65%	10.90%	10.46%
其他非流动资产	45.39	44.29	43.20	42.11	净利率	22.44%	23.57%	25.08%	26.44%
资产总计	1932.96	2162.51	2566.19	3090.72	ROE	14.87%	15.35%	17.73%	19.69%
短期借款	5.01	0.00	0.00	0.00	ROA	11.50%	12.14%	13.92%	15.42%
应付和预收款项	177.76	192.62	240.36	298.13	ROIC	23.11%	22.97%	29.96%	36.79%
长期借款	3.00	3.00	3.00	3.00	EBITDA/销售收入	30.91%	30.77%	31.87%	32.76%
其他负债	252.71	256.08	307.21	368.82	营运能力				
负债合计	438.48	451.70	550.57	669.96	总资产周转率	0.56	0.54	0.60	0.64
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	2.27	2.43	3.36	4.62
资本公积	930.13	930.13	930.13	930.13	应收账款周转率	7.77	7.40	7.47	7.54
留存收益	462.53	680.69	985.49	1390.63	存货周转率	2.80	2.41	2.60	2.59
归属母公司股东权益	1494.48	1710.82	2015.62	2420.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	58.96%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1494.48	1710.82	2015.62	2420.76	资产负债率	22.68%	20.89%	21.45%	21.68%
负债和股东权益合计	1932.96	2162.51	2566.19	3090.72	带息债务/总负债	1.83%	0.66%	0.54%	0.45%
					流动比率	2.94	3.53	3.73	3.94
					速动比率	2.24	2.81	3.00	3.20
					股利支付率	14.85%	16.92%	14.70%	14.99%
					每股指标				
					每股收益	2.22	2.63	3.57	4.77
					每股净资产	14.94	17.11	20.16	24.21
					每股经营现金	1.60	2.56	2.94	3.96
					每股股利	0.33	0.44	0.53	0.71
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	306.16	342.95	454.08	590.56					
PE	29.43	24.90	18.30	13.72					
PB	4.38	3.82	3.24	2.70					
PS	6.60	5.87	4.59	3.63					
EV/EBITDA	19.82	17.07	12.35	8.94					
股息率	0.50%	0.68%	0.80%	1.09%					

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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn