

Q2 业绩环比改善，数控刀片 & 培育钻石产能逐步释放

投资要点

- **事件:** 公司公布 2022 年半年报, 2022H1 实现营收 1.6 亿元, 同比增长 5.6%; 归母净利润 0.2 亿元, 同比下降 30.6%。Q2 单季度来看, 实现营收 0.9 亿元, 同比增长 11.5%, 环比增长 30.2%; 归母净利润为 0.14 亿元, 同比下降 3.2%, 环比增长 97.9%。
- **积极开拓国内外市场, 营收保持增长; 原材料涨价, 毛利率略有下降。** 公司积极开发超硬刀具新产品新应用, 在超高精密精微刀具领域与全球领先企业同台竞技, 在超硬切削刀具领域推动国产替代并积极开发海外市场, 上半年在疫情干扰下, 营收仍实现正增长。2022H1, 公司综合毛利率为 50.1%, 同比下降 1.6 个百分点; Q2 单季度为 50.0%, 同比下降 3.1 个百分点, 环比下降 0.2 个百分点; 公司毛利率下降主要系原材料价格涨幅较大。
- **新项目仍处于布局前期, 期间费用率同比增加; Q2 净利率环比改善。** 2022H1, 公司期间费用率为 33.4%, 同比增加 5.6 个百分点; Q2 单季度为 30.9%, 同比增加 0.1 个百分点, 环比下降 5.7 个百分点。2022H1, 公司净利率为 13.2%, 同比下降 7.2 个百分点; Q2 单季度为 15.4%, 同比下降 2.7 个百分点, 环比增加 5.1 个百分点。
- **刀具业务拓展布局, 培育钻石锦上添花。** 公司刀具业务主要包括三部分: ① 超高精密刀具主要应用于玻璃面板切割, 产品竞争力强; ② 超硬切削刀具主要应用于难加工金属材料切削, 立足于中高端市场, 着力推进国产替代并积极开发海外市场; ③ 硬质合金刀具包括数控刀片及整体刀具两大类, 公司投资建设 2800 万片硬质合金、金属陶瓷数控刀片产能, 并开发棒材、整硬刀具。目前, 海外培育钻石市场需求旺盛, 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, 目前已有 57 台生产设备, 可规模生产 4 克拉的高品质钻石毛坯, 生长 10 克拉以上钻石毛坯工艺已基本稳定, 钻石的颜色等级、产品良率持续提高, 将为公司贡献增量业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.0、2.2、3.2 亿元, 未来三年归母净利润复合增速为 80.7%, 公司业绩弹性大、成长性强, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 培育钻石需求不及预期; 新冠疫情反复风险; 宏观经济下行风险。

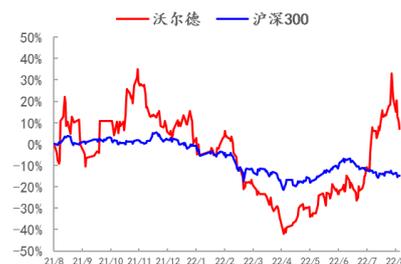
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	325.81	521.52	1006.98	1442.79
增长率	34.73%	60.07%	93.09%	43.28%
归属母公司净利润 (百万元)	54.45	97.72	217.78	321.32
增长率	10.02%	79.46%	122.86%	47.55%
每股收益 EPS (元)	0.68	1.22	2.29	3.38
净资产收益率 ROE	6.31%	10.26%	19.33%	23.03%
PE	68	38	20	14
PB	4.28	3.83	3.18	2.57

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
联系人: 周鑫雨
电话: 021-58351893
邮箱: zxyu@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)	0.80
52 周内股价区间(元)	24.12-59.29
总市值(亿元)	36.97
总资产(亿元)	9.57
每股净资产(元)	10.91

相关研究

1. 沃尔德 (688028): 产品结构优化, 受疫情影响 Q1 业绩承压 (2022-04-28)
2. 沃尔德 (688028): 业务布局影响当期利润, 2022 年蓄势待发 (2022-04-21)
3. 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)
4. 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)

关键假设：

假设 1：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 年其产能释放率分别为 18%、65%、100%；

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 55%、55%、50%。

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	428.77	766.57	1024.04
	增速	35.00%	51.10%	78.78%	33.59%
	毛利率	52.60%	52.24%	50.12%	50.16%
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	-	48.60	194.05	370.08
	增速	-	-	299.29%	90.71%
	毛利率	-	55.00%	55.00%	50.00%
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	521.52	1006.98	1442.79
	增速	34.73%	60.07%	93.09%	43.28%
	毛利率	49.22%	50.29%	49.96%	49.31%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值：

我们选取华锐精密、力量钻石和四方达 3 家公司作为可比公司。华锐精密主要从事数控刀具业务，力量钻石和四方达主要从事培育钻石业务；3 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 40、27、20 倍。公司是国内超硬切削刀具领军企业，积极建设硬质合金刀具产能，并利用自身技术储备切入培育钻石市场，未来增长动能充沛。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.0、2.2、3.2 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 80.7%，公司业绩弹性大、成长性强，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2022 年 8 月 26 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.SH	华锐精密	111.74	3.69	4.94	6.81	9.02	43	23	16	12
301071.SZ	力量钻石	214.13	3.97	4.37	7.21	10.17	72	49	30	21
300179.SZ	四方达	15.62	0.19	0.32	0.46	0.61	58	48	34	26
可比公司平均值							58	40	27	20

数据来源：Wind, 西南证券整理

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	521.52	1006.98	1442.79	净利润	54.45	99.21	226.85	338.23
营业成本	165.46	259.24	503.89	731.39	折旧与摊销	30.52	23.63	23.63	23.63
营业税金及附加	1.75	4.69	8.06	10.10	财务费用	-3.34	-3.69	-11.25	-15.86
销售费用	25.35	37.55	60.42	79.35	资产减值损失	-0.91	1.00	1.00	1.00
管理费用	52.96	114.74	189.31	252.49	经营营运资本变动	-36.96	-83.95	-214.02	-194.64
财务费用	-3.34	-3.69	-11.25	-15.86	其他	26.97	-1.35	-0.03	-1.43
资产减值损失	-0.91	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	70.73	34.85	26.18	150.94
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	投资活动现金流净额	-134.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.62	112.99	260.55	389.32	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
利润总额	62.35	114.69	262.25	391.02	股权融资	7.11	15.09	0.00	0.00
所得税	7.90	15.48	35.40	52.79	支付股利	-42.40	-10.89	-19.54	-43.56
净利润	54.45	99.21	226.85	338.23	其他	-8.07	2.65	11.25	15.86
少数股东损益	0.00	1.49	9.07	16.91	筹资活动现金流净额	-43.36	6.85	-8.29	-27.70
归属母公司股东净利润	54.45	97.72	217.78	321.32	现金流量净额	-108.30	41.71	17.89	123.25
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	348.18	366.07	489.31	成长能力				
应收和预付款项	100.80	166.05	319.01	455.90	销售收入增长率	34.73%	60.07%	93.09%	43.28%
存货	98.71	155.79	302.81	440.86	营业利润增长率	3.73%	89.50%	130.60%	49.42%
其他流动资产	9.66	3.92	7.56	10.83	净利润增长率	10.02%	82.20%	128.67%	49.10%
长期股权投资	9.86	9.86	9.86	9.86	EBITDA 增长率	15.65%	53.14%	105.31%	45.49%
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	309.91	292.53	275.16	257.78	毛利率	49.22%	50.29%	49.96%	49.31%
无形资产和开发支出	46.43	40.22	34.00	27.79	三费率	23.01%	28.49%	23.68%	21.90%
其他非流动资产	49.57	49.52	49.48	49.43	净利率	16.71%	19.02%	22.53%	23.44%
资产总计	931.42	1066.07	1363.95	1741.77	ROE	6.31%	10.26%	19.33%	23.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.85%	9.31%	16.63%	19.42%
应付和预收款项	45.37	70.76	138.40	200.21	ROIC	10.28%	16.55%	29.52%	33.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.64%	25.49%	27.10%	27.52%
其他负债	22.98	28.84	51.78	73.11	营运能力				
负债合计	68.36	99.60	190.18	273.32	总资产周转率	0.36	0.52	0.83	0.93
股本	80.00	95.09	95.09	95.09	固定资产周转率	1.38	2.16	4.50	6.99
资本公积	555.10	555.10	555.10	555.10	应收账款周转率	5.94	6.42	6.77	6.09
留存收益	227.97	314.79	513.03	790.79	存货周转率	2.03	2.02	2.18	1.96
归属母公司股东权益	863.06	964.98	1163.21	1440.98	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	1.49	10.56	27.47	资本结构				
股东权益合计	863.06	966.47	1173.77	1468.45	资产负债率	7.34%	9.34%	13.94%	15.69%
负债和股东权益合计	931.42	1066.07	1363.95	1741.77	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.08	7.09	5.36	5.20
					速动比率	6.53	5.45	3.73	3.56
					股利支付率	77.87%	11.14%	8.97%	13.56%
					每股指标				
					每股收益	0.68	1.22	2.29	3.38
					每股净资产	10.79	12.06	14.54	18.01
					每股经营现金	0.88	0.44	0.33	1.89
					每股股利	0.53	0.14	0.24	0.54
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	86.81	132.94	272.94	397.10					
PE	67.89	37.83	20.18	13.68					
PB	4.28	3.83	3.18	2.57					
PS	11.35	7.09	3.67	2.56					
EV/EBITDA	38.50	30.07	14.58	9.71					
股息率	1.15%	0.29%	0.53%	1.18%					

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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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
	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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn