

# 欧科亿 (688308)

## 国产刀具龙头，硬质合金&数控刀片两开花 买入 (首次)

2022 年 11 月 8 日

证券分析师  
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

| 盈利预测与估值     | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 990    | 1,174 | 1,614 | 1,882 |
| 同比 (%)      | 41.04  | 18.53 | 37.46 | 16.62 |
| 归母净利润 (百万元) | 222    | 260   | 384   | 470   |
| 同比 (%)      | 106.82 | 17.21 | 47.27 | 22.64 |
| 每股收益 (元/股)  | 2.22   | 2.60  | 3.84  | 4.70  |
| P/E (倍)     | 33.77  | 28.81 | 19.56 | 15.95 |

### 投资要点

■ **硬质合金刀片起家，成为数控刀具国产龙头：**欧科亿成立于 1996 年，成立之初聚焦于硬质合金制品，后业务向数控刀具延伸，逐步成长为数控刀具国产龙头之一。目前公司硬质合金锯齿片已经基本实现国产替代，车削及铣削等硬质合金数控刀片产品经过长期研发积累也开始进入由欧美、日韩长期占据的国内中高端市场，正处于快速放量期。2017-2021 年公司营收 CAGR=18.2%，归母净利润 CAGR=37.9%，其中 2021 年收入 9.9 亿元（同比+41%），归母净利润 2.22 亿元（同比+106.8%），在原材料大幅涨价的情况下毛利率达 34.4%（同比+2.9pct）；销售净利率 22.4%（同比+7.1pct），盈利能力不断增强。

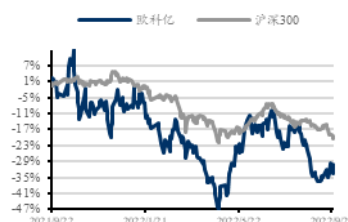
■ **进口替代加速，国产企业向中高端渗透：**刀具有明显的消费属性，市场需求受周期波动影响小，行业规模相对稳定。2020 年全球刀具市场近 2500 亿元，国内市场规模 400 亿元左右。从竞争格局看，欧美、日韩、国内企业三分天下。欧美企业以向客户提供整体解决方案为主，凭借雄厚的技术实力，垄断高精度要求的高端刀具市场；日韩企业主导中高端非定制刀具领域，产品通用性强、性价比高；国内企业以中低端产品为主，但逐步向日韩中高端市场渗透。随着技术突破和性价比的提升，国内企业逐步向中高端刀具市场渗透。国内进口刀具消费额占比由 2016 年的 37.2%降至 2020 年的 31.1%，进口依赖持续走低。

■ **硬质合金+数控刀具双开花。**硬质合金：坐拥技术&客户资源，公司是国内硬质合金锯齿片最大供应商。1) 技术积累雄厚：依托多年积累，自主研发出工业级锯齿刀片和超细超薄整体圆片铣刀毛坯等先进产品。2) 客户资源优质：公司与百得工具、乐客、金田锯业等国内外知名工具企业均建立长期稳定的合作关系。2) 数控刀具：通过高校合作和多年积累，公司的数控刀片四大核心技术国内领先，产品性能已基本与日韩持平。同时持续加码研发进行产品创新，在完善赛尔奇品牌、丰富铣刀牌号等方面取得较好成果。此外，经销+OEM/ODM 直销模式双管齐下，有望进一步打开市场空间。

■ **盈利预测与投资评级：**公司作为国产刀具龙头，产能释放下业绩有望快速兑现。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.97/4.19/5.04 亿元，当前股价对应 PE 为 17/12/10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动、技术与产品研发不及预期、市场竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 53.79       |
| 一年最低/最高价      | 40.03/90.10 |
| 市净率(倍)        | 3.48        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3475.95     |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 15.44  |
| 资产负债率(% ,LF) | 26.64  |
| 总股本(百万股)     | 100.00 |
| 流通 A 股(百万股)  | 64.62  |

### 相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢周尔双、朱贝贝的指导。

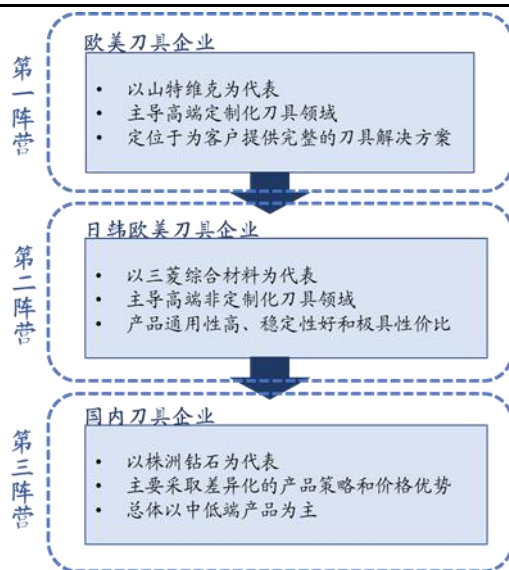
## 1. 刀具行业：进口替代加速，国产刀具龙头崛起在即

1) **机械加工重要零部件，周期属性易耗品。**切削刀具是工业机床的“牙齿”，其性能决定了机床加工精度和效率。刀具是参与切削的关键零部件，切削在机械加工中拥有绝对占比。刀具行业具有“消费”+“周期”双属性。切削刀具更换频率高，属于易耗品；刀具需求与制造业开工情况、行业库存周期有紧密联系。

2) **全球近 2500 亿市场，数控化升级新增刀片消耗量。**全球刀具市场规模近 2500 亿元，国内稳定在 400 亿元左右。据 QY Research 统计，2016 年至 2020 年的复合增长率达 2.8%。由于效率更高，省时省力，精度高等优点，机床数控化率提高，效率的升高导致仅考虑供给端的情况下刀具消耗量高于原来的普通机床。

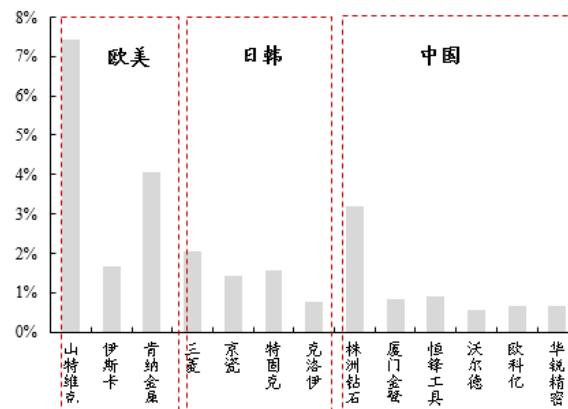
3) **外资主导中高端领域，国内企业逐渐向上渗透。**刀具行业集中度低，竞争格局三分，外资主导中高端领域。我国企业主要分布在中低端市场，主要用于材料和精度要求不高的有色金属加工，价格竞争激烈。近几年，受益于技术进步和产品性价比优势，国内企业逐步实现对中高端的替代。

图1：国际刀具行业分为三个阵营



数据来源：华锐精密招股书，东吴证券（香港）

图2：本土企业数量多，但市占率较低



数据来源：华锐精密招股书，东吴证券（香港）

## 2. 硬质合金+数控刀具双开花，产能释放打开成长空间

1) **专注硬质合金，坐拥技术和客户资源。**公司硬质合金制品主要为锯齿刀片和圆片，坐拥技术+客户资源，公司是国内锯齿刀片最大供应商，并已成功完成国产替代。

2) 纵向拓展数控刀具业务，产品性能已与日韩比肩。依托成熟的硬质合金制品生产经验，公司成功将业务纵向延伸至数控刀具制造领域。目前公司硬质合金数控刀片产量已稳居国内前三。硬质合金数控刀具的性能衡量通常包括材料和切削性能两个维度，公司部分产品性能已接近或达到日韩刀具水平。

3) 经销+OEM/ODM 直销模式，有望进一步打开市场空间。数控刀具产品的终端用户是机械加工企业，用户群体数量多且散，因此公司主要通过经销商客户推广产品。2020H1，公司经销收入占比增至 24.2%。此外，为满足客户的定制化需求，公司通过 OEM/ODM 模式进行补充，为客户定制产品，再由客户以其自有品牌销售给下游用户企业。

### 3. 盈利预测与投资评级

#### 核心假设：

(1) 硬质合金制品：硬质合金制品业务主要包括锯齿片和棒材，锯齿片作为公司成熟业务较为稳定，目前正逐步向高端转型；棒材作为公司当前重点开拓业务，其产能将迅速提升。因此，我们假设 2022-2024 年公司硬质合金制品业务收入增速分别为 9.45%、4.38%和 7.55%，毛利率分别为 24.0%、24.0%和 24.0%维持稳定。

(2) 数控刀具：长期来看随着我国机床数控化率持续提升、刀具市场消费升级，刀具行业景气度延续性较强。公司也在持续增资扩产，以提高产能。根据公司产能扩张及新品放量的进度，我们测算 2022-2024 年公司数控刀具业务收入增速分别为 51.14%、61.05%和 21.66%，毛利率分别为 46.0%、45.0%和 45.0%。

作为国内数控刀具龙头，公司积极拓展其业务领域，提高其竞争优势，成长性较为突出。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.60、3.84 和 4.70 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 17、12 和 10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 4. 风险提示

宏观经济波动、技术与产品研发不及预期、市场竞争加剧

欧科亿三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |            |            |            |            |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|------------|------------|------------|------------|
|                | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |                  | 2021       | 2022E      | 2023E      | 2024E      |
| <b>流动资产</b>    | <b>1,137</b> | <b>1,236</b> | <b>2,282</b> | <b>2,556</b> | 营业收入             | 990        | 1,174      | 1,614      | 1,882      |
| 现金             | 445          | 428          | 1,180        | 1,274        | 减:营业成本           | 650        | 734        | 995        | 1,145      |
| 应收账款           | 391          | 465          | 639          | 744          | 营业税金及附加          | 5          | 6          | 8          | 10         |
| 存货             | 272          | 303          | 411          | 473          | 销售费用             | 28         | 33         | 47         | 54         |
| 其他流动资产         | 28           | 41           | 53           | 65           | 管理费用             | 29         | 54         | 65         | 64         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>796</b>   | <b>986</b>   | <b>1,209</b> | <b>1,465</b> | 研发费用             | 49         | 70         | 89         | 104        |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 财务费用             | 1          | -2         | -3         | -4         |
| 固定资产           | 475          | 573          | 754          | 968          | 资产减值损失           | -5         | -6         | -6         | -6         |
| 在建工程           | 167          | 259          | 301          | 343          | 加:投资净收益          | 1          | 1          | 2          | 2          |
| 无形资产           | 109          | 109          | 109          | 109          | 其他收益             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 其他非流动资产        | 34           | 34           | 34           | 34           | 资产处置收益           | -1         | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,933</b> | <b>2,223</b> | <b>3,492</b> | <b>4,021</b> | <b>营业利润</b>      | <b>244</b> | <b>289</b> | <b>430</b> | <b>530</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>386</b>   | <b>411</b>   | <b>486</b>   | <b>530</b>   | 加:营业外净收支         | 11         | 10         | 10         | 10         |
| 短期借款           | 7            | 7            | 7            | 7            | <b>利润总额</b>      | <b>255</b> | <b>299</b> | <b>440</b> | <b>540</b> |
| 应付账款           | 124          | 141          | 191          | 220          | 减:所得税费用          | 33         | 38         | 57         | 69         |
| 其他流动负债         | 248          | 256          | 278          | 292          | 少数股东损益           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>52</b>    | <b>57</b>    | <b>67</b>    | <b>82</b>    | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>222</b> | <b>260</b> | <b>384</b> | <b>470</b> |
| 长期借款           | 3            | 8            | 18           | 33           | NOPLAT           | 206        | 239        | 354        | 437        |
| 其他非流动负债        | 49           | 49           | 49           | 49           | EBITDA           | 300        | 329        | 479        | 592        |
| <b>负债合计</b>    | <b>438</b>   | <b>468</b>   | <b>553</b>   | <b>612</b>   | <b>重要财务与估值指标</b> |            |            |            |            |
| 少数股东权益         | 0            | 2            | 4            | 6            | 每股收益(元)          | 2.22       | 2.60       | 3.84       | 4.70       |
| 归属母公司股东权益      | 1,494        | 1,755        | 2,939        | 3,409        | 每股净资产(元)         | 14.94      | 17.55      | 24.49      | 28.41      |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1,933</b> | <b>2,223</b> | <b>3,492</b> | <b>4,021</b> | 发行在外股份(百万股)      | 100        | 100        | 100        | 100        |
|                |              |              |              |              | ROIC(%)          | 14.69%     | 14.74%     | 15.11%     | 13.76%     |
|                |              |              |              |              | ROE(%)           | 14.87%     | 14.84%     | 13.05%     | 13.80%     |
|                |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 34.38%     | 37.52%     | 38.35%     | 39.16%     |
|                |              |              |              |              | 销售净利率(%)         | 8.32%      | 8.74%      | 9.11%      | 9.68%      |
|                |              |              |              |              | 资产负债率(%)         | 22.68%     | 21.04%     | 15.84%     | 15.21%     |
|                |              |              |              |              | 收入增长率(%)         | 41.04%     | 18.53%     | 37.46%     | 16.62%     |
|                |              |              |              |              | 净利润增长率(%)        | 106.82%    | 17.21%     | 47.27%     | 22.64%     |
|                |              |              |              |              | P/E              | 33.77      | 28.81      | 19.56      | 15.95      |
|                |              |              |              |              | P/B              | 5.02       | 4.28       | 3.06       | 2.64       |
|                |              |              |              |              | EV/EBITDA        | 22.95      | 13.24      | 9.44       | 7.53       |
| 现金流量表 (百万元)    |              |              |              |              |                  |            |            |            |            |
|                | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |                  |            |            |            |            |
| 经营活动现金流        | 160          | 218          | 231          | 417          |                  |            |            |            |            |
| 投资活动现金流        | -584         | -251         | -300         | -350         |                  |            |            |            |            |
| 筹资活动现金流        | -48          | 4            | 809          | 14           |                  |            |            |            |            |
| 现金净增加额         | -473         | -29          | 740          | 81           |                  |            |            |            |            |
| 折旧和摊销          | 61           | 52           | 69           | 86           |                  |            |            |            |            |
| 资本开支           | -345         | -240         | -290         | -340         |                  |            |            |            |            |
| 其他经营资金         | -122         | -86          | -227         | -135         |                  |            |            |            |            |

注: 货币单位为元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

### 分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

### 利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

### 免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

## 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

## 评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

