

重点布局滚动功能部件，直线导轨批量出货

投资要点

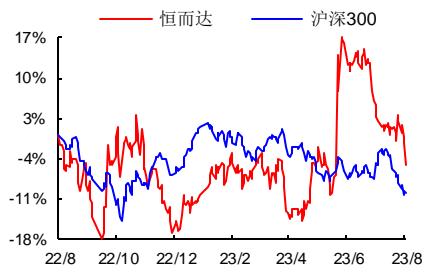
- 事件:**公司发布2023年半年报，2023年上半年实现营收2.7亿元，同比增长6.0%；实现归母净利润0.51亿元，同比增长1.7%。Q2单季度来看，实现营业收入1.3亿元，同比增长3.3%，环比下降4.6%；实现归母净利润0.24亿元，同比下降1.8%，环比下降15.4%。
- 多措并举，营收稳健增长；滚动功能部件尚未规模化，整体毛利率略受拖累。**2023H1，国内宏观经济较弱，公司积极发挥产业布局优势，金属切削工具、智能数控装备和滚动功能部件三大主业均实现稳健增长。2023H1，公司综合毛利率为29.4%，同比增加0.1个百分点；Q2单季度为29.0%，同比下降0.6个百分点，环比下降0.8个百分点，2季度毛利率略有下降，与滚动功能部件尚未规模化相关。
- 期间费用率保持稳定，净利率略有下降。**2023H1，公司期间费用率为8.6%，同比增加0.1个百分点；Q2单季度为9.0%，同比减少0.8个百分点，环比增加0.7个百分点。2023H1，公司净利率为18.8%，同比下降0.8个百分点；Q2单季度为17.7%，同比下降0.9个百分点，环比下降2.3个百分点。
- 直线导轨大批量出货，滚动功能部件有望成为增长新引擎。**滚动功能部件是常用且重要的传动部件，广泛应用于数控机床、工业机器人等各类机械设备，根据《金属加工》杂志，2022年预计我国滚动功能部件市场规模330亿，但高端产品严重依赖进口。公司在金属材料与热处理研究及产业化应用方面拥有二十多年的技术经验积累，2021年以来积极推进滚动功能部件项目产业化，截止2023H1，公司已经完成该项目累计设备投资1.0亿元，2023H1直线导轨产品实现销售收入978.8万元，是2022年全年销售收入的2.2倍，滚珠丝杠产品正在开发阶段。随着公司直线导轨产品规格、系列、型号不断丰富，市场认可度不断提高，产能持续释放，滚动功能部件将成为公司增长新引擎。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.1、1.5、2.1亿元，未来三年归母净利润复合增速为30.0%，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险、新产品拓展不及预期风险、行业竞争加剧风险。

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

分析师: 王宁
执业证号: S1250523070007
电话: 021-58351893
邮箱: wn@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.20
流通A股(亿股)	0.34
52周内股价区间(元)	28.0-39.63
总市值(亿元)	38.64
总资产(亿元)	13.21
每股净资产(元)	9.03

相关研究

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	482.88	601.44	817.61	1110.62
增长率	6.03%	24.55%	35.94%	35.84%
归属母公司净利润(百万元)	95.24	106.10	149.72	209.02
增长率	-11.57%	11.41%	41.11%	39.60%
每股收益EPS(元)	0.79	0.88	1.25	1.74
净资产收益率ROE	8.97%	9.24%	11.73%	14.36%
PE	41	36	26	18
PB	3.64	3.37	3.03	2.66

数据来源: Wind, 西南证券

目 录

1 恒而达：起家于金属切削工具，重点布局滚动功能部件.....	1
1.1 重点布局滚动功能部件，直线导轨初具规模.....	1
1.2 营收稳健增长，盈利水平较高.....	2
1.3 股权结构清晰稳定，员工持股提高积极性.....	3
2 盈利预测与估值.....	4
2.1 盈利预测.....	4
2.2 相对估值.....	5
3 风险提示	5

1 恒而达：起家于金属切削工具，重点布局滚动功能部件

1.1 重点布局滚动功能部件，直线导轨初具规模

公司起家于金属切削工具，重点布局滚动功能部件。恒而达创立于1995年，为国内首家研发出带状重型模切工具的企业。2012年成功研发出双金属复合材料及双金属带锯条，2017年成功研发出轻型模切工具并批量投产，公司产品终端应用范围从鞋服、箱包扩展到装备制造、建筑建材、航天科工等重工行业，实现“轻重并举”的业务布局。2018年变更为股份有限公司后，公司持续深化业务条线，分别在2019年研发出CNC数控圆锯机和金属冷切圆锯片，2020年研发出智能柔性材料裁切机、CNC高速带锯床以及硬质合金带锯条，自此，形成模切、锯切等金属切削工具产品系列化及配套数控装备一体化格局。2021年，恒而达在深交所创业板上市。2022年，公司投入线轨产品研发，切入智能装备功能部件赛道。

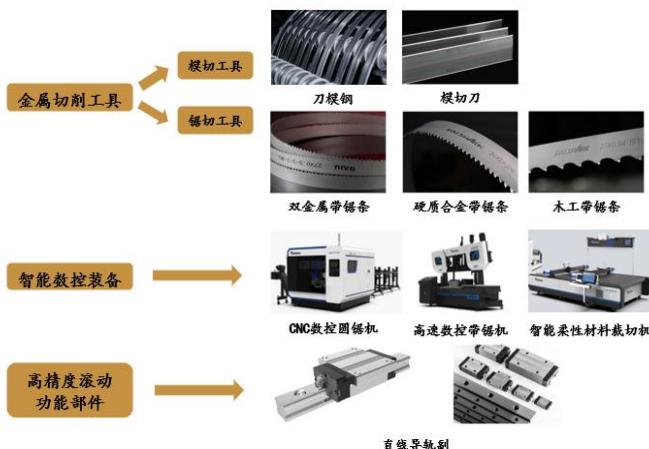
图1：公司起家于金属切削工具，重点布局滚动功能部件



据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务可分为金属切削工具、智能数控装备及高精度滚动功能部件。1) 金属切削工具：包括模切工具和锯切工具。2) 智能数控装备：包括CNC全自动圆锯机、高速数控带锯床、柔性材料智能裁切机等。3) 高精度滚动功能部件：主要包括直线导轨副。

图2：公司主营产品图谱

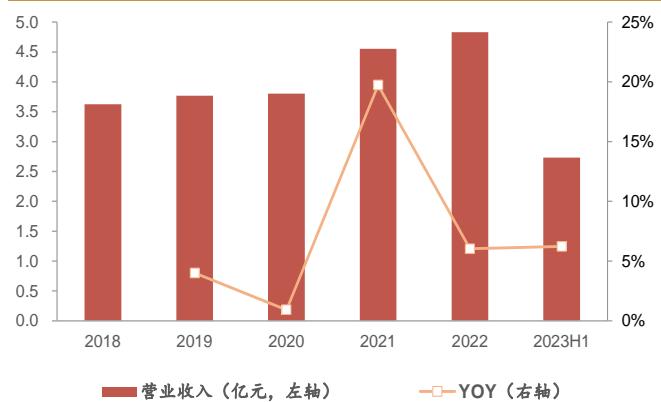


据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 营收稳健增长，盈利水平较高

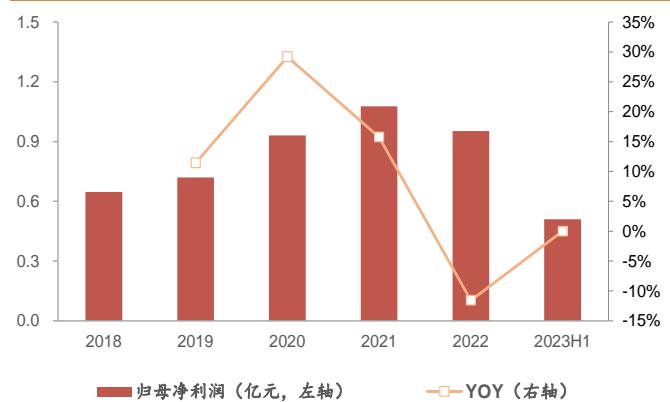
2023H1，营收与利润稳健增长。公司 2022 年实现营收 4.8 亿元，同比增长 6.0%，2020-2022 三年 CAGR 为 8.6%；2022 年归母净利润为 1.0 亿元，同比下降 11.6%，主要系智能数控设备和滚动功能部件仍未放量所致，2020-2022 三年 CAGR 为 9.8%。2023H1，公司实现营收 2.7 亿元，同比增长 6.0%；归母净利润为 0.5 亿元，同比增加 1.7%。

图3：2023H1 公司营业收入同比增长 6.0%



数据来源：Wind，西南证券整理

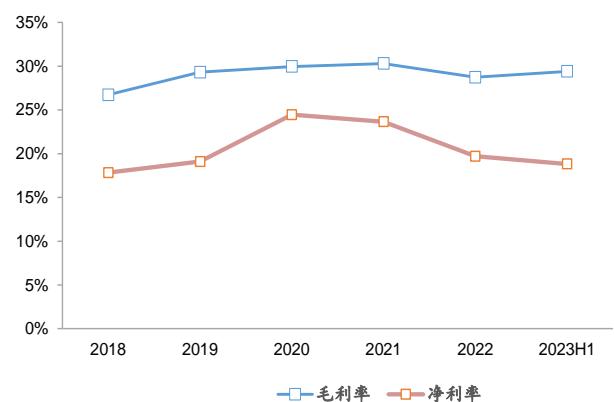
图4：2023H1 公司归母净利润同比增加 1.7%



数据来源：Wind，西南证券整理

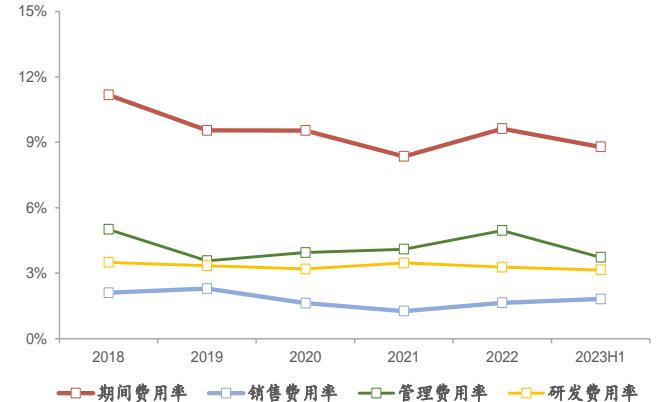
公司毛利率相对平稳，期间费用率呈下降趋势。2022 年公司综合毛利率为 28.7%，同比下降 1.6 个百分点；净利率为 19.7%，同比下降 3.9 个百分点；2023H1 公司综合毛利率为 29.4%，同比上升 0.1 个百分点；净利率为 18.8%，同比下降 0.8 个百分点。2022 年公司期间费用率为 9.6%，同比上升 1.3 个百分点，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.6%、5.0%、3.3%、-0.3%。2023H1 公司期间费用率为 8.6%，同比上升 0.1 个百分点，主要系报告期内公司销售投入增加，参展费用及营销网络建设费用等相应增加所致，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.8%、3.7%、3.2%、-0.1%。

图5：公司毛利率保持平稳



数据来源：Wind，西南证券整理

图6：公司期间费用率呈下降趋势

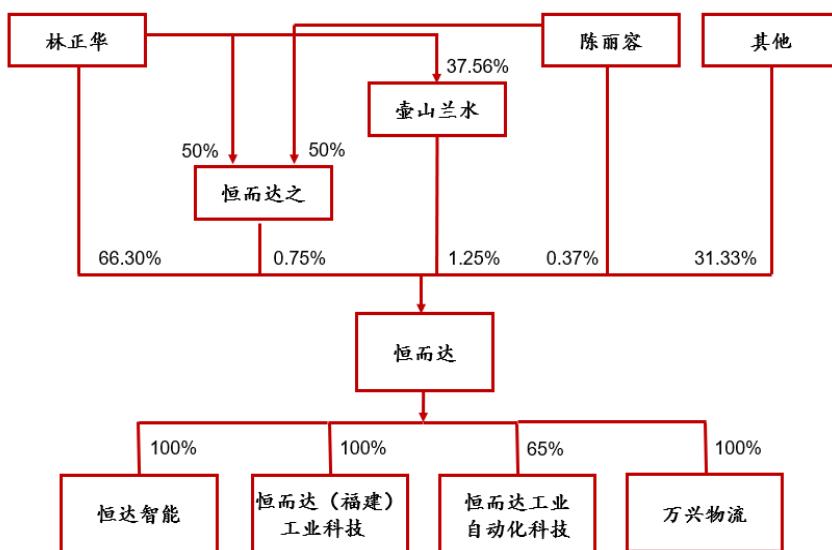


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权结构清晰稳定，员工持股提高积极性

公司股权结构集中，实控人行业经验丰富。公司实际控制人为林正华，直接持有公司 66.3% 股权，通过壶山兰水（公司的员工持股平台）、恒而达之分别间接持有公司 0.5%、0.4% 股权；其配偶陈丽容持有公司 0.4% 股权，通过恒而达之间接持有公司 0.4% 股权。林正华及其配偶合计持有公司 67.9% 股权。公司股权结构集中，有利于经营决策制定及施行高效性。林正华 1978 年开始投入金属制品生产，1995 年带领团队研发重型模切工具，具有丰富的金属新材料领域经验。

图 7：实控人林正华直接持有公司 66.30% 股权



数据来源：wind，西南证券整理

持股计划调动核心员工积极性。为推动员工与企业利益的深度绑定，2023 年 4 月公司推出第一期员工持股计划，持股计划资金总额上限为 7000 万元，其中核心技术/业务人员拟认购份额上限 5020 万份，占持股计划总份额 71.7%。截至 8 月 4 日，公司第一期员工持股计划通过二级市场竞价交易方式购买并持有公司股票共计 108.2 万股，占公司现有总股本的 0.9%。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2023 年国内宏观需求相对较弱，公司模切刀具及锯切刀具受到影响增速放缓，随着 2024 年国内逐步进入补库存周期，模切刀具及锯切刀具景气度有望反转，假设 2024-2025 年刀具业务营收保持 20% 左右的复合增速。

假设 2：2023 年模切工具毛利率逐步修复，2023H1 为 25.0%，考虑到 2023 年需求相对较弱，假设 2023 年全年毛利率为 24%，2024-2025 年该板块毛利率稳定在 25% 左右。

假设 3：2023 年公司直线导轨业务已实现量产，随着产能释放与客户验证不断推进，该业务将实现高速增长，假设 2024-2025 年保持翻倍以上增速。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
模切工具	收入	262.09	288.30	345.96	415.15
	增速	3.87%	10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	22.25%	24.00%	25.00%	25.00%
锯切工具	收入	184.61	221.53	265.84	319.01
	增速	5.38%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	35.99%	35.00%	36.00%	36.00%
智能数控装备	收入	16.75	25.12	37.68	56.52
	增速	18.99%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	11.32%	15.00%	25.00%	25.00%
滚动功能部件	收入	4.44	50.00	150.00	300.00
	增速		1025.11%	200.00%	100.00%
	毛利率		18.00%	33.00%	35.00%
其他业务	收入	14.98	16.48	18.13	19.94
	增速	8.87%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	88.83%	90.00%	90.00%	90.00%
合计	收入	482.88	601.44	817.61	1110.62
	增速	6.03%	24.55%	35.94%	35.84%
	毛利率	28.73%	28.99%	31.49%	32.03%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取贝斯特、泰嘉股份、华锐精密 3 家公司作为可比公司，其中贝斯特主要从事精密零部件和智能装备及工装产品业务，并于 2023 年布局直线滚动功能部件，泰嘉股份和华锐精密主要从事金属切削工具业务。3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 22/16/13 倍。恒而达金属切削工具业务稳健增长，重点布局滚动功能部件，逐步进入放量阶段，未来增长动能充沛。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.1、1.5、2.1 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 30.0%，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 25 日）

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300580.SZ	贝斯特	20.39	1.14	0.78	1.00	1.24	16	26	20	16
002843.SZ	泰嘉股份	16.72	0.62	1.20	1.70	2.23	33	14	10	8
688059.SH	华锐精密	85.87	3.77	3.27	4.78	6.24	43	26	18	14
平均值							31	22	16	13

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险。全球新冠疫情尚未结束，世界经济形势仍复杂严峻，金属切削工具行业具有明显的顺周期性，订单情况与下游市场需求息息相关，如果宏观经济形势波动大，下游行业开工率可能会缩减，将会对公司销售收入造成不利影响。
- 2) 新产品拓展不及预期风险。公司重点开发滚动功能部件产品，未来有望成为公司第二增长极，如果直线导轨副产品扩产、销量不及预期，将对公司业绩产生不利影响。
- 3) 行业竞争加剧风险。公司的模切、锯切业务属于金属切削工具行业，该行业厂商众多，属于充分竞争行业。若未来该行业竞争加剧，可能对公司营收、盈利能力产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	482.88	601.44	817.61	1110.62	净利润	95.14	106.10	149.72	209.02
营业成本	344.16	427.11	560.18	754.91	折旧与摊销	23.54	21.97	21.97	21.97
营业税金及附加	2.85	3.61	4.91	6.66	财务费用	-1.25	1.09	6.75	8.72
销售费用	7.95	12.03	15.53	19.99	资产减值损失	-1.84	5.00	5.00	5.00
管理费用	23.94	45.71	62.14	83.30	经营营运资本变动	45.23	-65.29	-143.95	-201.18
财务费用	-1.25	1.09	6.75	8.72	其他	-141.21	-13.22	-11.56	-9.05
资产减值损失	-1.84	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	19.62	55.66	27.93	34.47
投资收益	1.40	2.00	2.00	2.00	资本支出	-225.97	-200.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	7.79	5.00	5.00	5.00	其他	261.53	7.00	7.00	7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	35.56	-193.00	-193.00	-93.00
营业利润	96.15	113.89	170.10	239.04	短期借款	4.09	94.99	214.66	126.49
其他非经营损益	-1.93	4.00	4.00	4.00	长期借款	13.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	94.22	117.89	174.10	243.04	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.92	11.79	24.37	34.03	支付股利	-28.00	-19.05	-21.22	-29.94
净利润	95.14	106.10	149.72	209.02	其他	7.48	-2.65	-6.75	-8.72
少数股东损益	-0.09	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-2.54	73.29	186.69	87.83
归属母公司股东净利润	95.24	106.10	149.72	209.02	现金流量净额	53.26	-64.05	21.62	29.30
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E					
货币资金	124.20	60.14	81.76	111.06	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
应收和预付款项	197.89	237.85	325.25	442.36	成长能力				
存货	262.40	327.44	435.22	593.36	销售收入增长率	6.03%	24.55%	35.94%	35.84%
其他流动资产	131.78	128.30	135.93	146.27	营业利润增长率	-17.40%	18.45%	49.35%	40.53%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-11.66%	11.52%	41.11%	39.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-12.26%	15.63%	45.17%	35.66%
固定资产和在建工程	438.01	621.77	805.52	889.27	获利能力				
无形资产和开发支出	51.30	45.79	40.29	34.78	毛利率	28.73%	28.99%	31.49%	32.03%
其他非流动资产	28.07	27.86	27.64	27.43	三费率	6.35%	9.78%	10.33%	10.08%
资产总计	1233.65	1449.14	1851.60	2244.52	净利率	19.70%	17.64%	18.31%	18.82%
短期借款	15.76	112.39	330.05	471.04	ROE	8.97%	9.24%	11.73%	14.36%
应付和预收款项	121.69	154.97	205.83	278.86	ROA	7.71%	7.32%	8.10%	9.37%
长期借款	13.89	13.89	13.89	13.89	ROIC	12.07%	10.23%	11.60%	13.02%
其他负债	21.36	21.53	27.95	37.53	EBITDA/销售收入	24.53%	22.77%	24.32%	24.29%
负债合计	172.70	302.79	577.71	801.32	营运能力				
股本	120.01	120.01	120.01	120.01	总资产周转率	0.40	0.45	0.50	0.54
资本公积	594.36	594.36	594.36	594.36	固定资产周转率	2.69	2.65	3.89	5.72
留存收益	346.03	431.43	558.97	728.29	应收账款周转率	5.39	5.74	6.10	6.04
归属母公司股东权益	1060.39	1145.80	1273.34	1442.65	存货周转率	1.41	1.43	1.47	1.48
少数股东权益	0.56	0.56	0.56	0.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.30%	—	—	—
股东权益合计	1060.95	1146.35	1273.89	1443.21	资本结构				
负债和股东权益合计	1233.65	1449.14	1851.60	2244.52	资产负债率	14.00%	20.78%	30.92%	34.78%
					带息债务/总负债	17.17%	41.39%	59.39%	60.01%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	4.56	2.64	1.75	1.68
EBITDA	118.44	136.95	198.82	269.73	速动比率	2.89	1.49	0.98	0.92
PE	40.57	36.42	25.81	18.49	股利支付率	29.40%	17.95%	14.17%	14.33%
PB	3.64	3.37	3.03	2.66	每股指标				
PS	8.00	6.42	4.73	3.48	每股收益	0.79	0.88	1.25	1.74
EV/EBITDA	30.72	27.72	20.06	15.15	每股净资产	8.84	9.56	10.63	12.12
股息率	0.72%	0.49%	0.55%	0.77%	每股经营现金	0.16	0.46	0.23	0.29
					每股股利	0.23	0.16	0.18	0.25

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryrf@swsc.com.cn