

2023年业绩承压，直线导轨迅速增长

投资要点

- 事件：**公司发布2023年年报，2023年实现营收5.4亿元，同比增长12.3%；归母净利润为0.9亿元，同比降低8.4%。Q4单季度来看，实现营收1.4亿元，同比增长27.6%，环比增长1.6%；归母净利润为0.15亿元，同比下降37.2%，环比下降26.8%。
- 巩固核心产品优势，新兴业务快速增长，总营收平稳增长；原材料价格低位运行，但新兴产品尚未实现规模化，综合毛利率略有提升。**2023年公司刀具板块稳健增长，智能数控装备同比增长38.1%，滚动功能部件收入同比增长391.1%，带动总营收平稳增长。2023年公司综合毛利率为29.9%，同比增加1.1个百分点，受益于原材料价格低位运行，但受新兴业务未实现规模效应，毛利率仅小幅增长。Q4单季度公司综合毛利率为31.7%，同比增加1.3个百分点，环比增加2.7个百分点。
- 全年期间费用率略有提升，受税收政策影响，净利率有所下降。**2023年公司期间费用率为11.5%，同比增加1.9个百分点；Q4单季度为18.8%，同比增加4.7个百分点，环比增加8.6个百分点，主要系研发费用率同比增加5.8个百分点、环比增加5.3个百分点。2023年公司净利率为16.1%，同比下降3.6个百分点，主要系税收政策使得2022年所得税大幅减少；Q4单季度净利率为11.2%，同比减少11.5个百分点，环比减少4.3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，2023年直线导轨产品实现销售收入2182.6万元，同比增长近4倍。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2024-2026年归母净利润分别为1.1、1.3、1.6亿元，未来三年归母净利润复合增长率为23%，维持“持有”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险，行业竞争加剧风险，新产品开发不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	542.49	694.17	871.02	1035.49
增长率	12.34%	27.96%	25.48%	18.88%
归属母公司净利润(百万元)	87.29	107.78	131.91	163.24
增长率	-8.35%	23.48%	22.38%	23.75%
每股收益EPS(元)	0.73	0.90	1.10	1.36
净资产收益率ROE	7.78%	8.90%	9.98%	11.19%
PE	32	26	21	17
PB	2.53	2.34	2.14	1.94

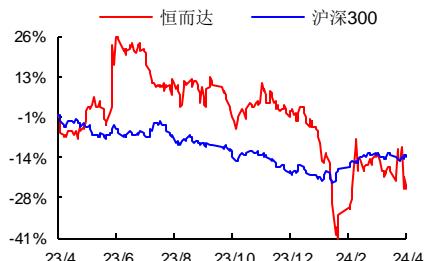
数据来源：Wind, 西南证券

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

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)	0.57
52周内股价区间(元)	18.48-39.63
总市值(亿元)	28.29
总资产(亿元)	14.54
每股净资产(元)	9.33

相关研究

- 恒而达(300946)：Q3业绩保持稳健，看好滚动功能部件业务拓展**
(2023-10-26)
- 恒而达(300946)：重点布局滚动功能部件，直线导轨批量出货** (2023-08-30)

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 2024-2026 年模切刀具业务营收增速分别为 8%、10%、10%；锯切业务受出口拉动，假设 2024-2026 年该业务营收增速分别为 23%、21%、17%。

假设 2：公司数控装备产品线逐步齐全，产品竞争力较强，当前基数较低，假设 2024-2026 年该业务营收增速分别为 100%、50%、40%。

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 2024-2026 年该业务营收增速分别为 267%、88%、33%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
模切工具	收入	274.14	296.07	325.68	358.25
	增速	4.60%	8.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	26.26%	26.50%	25.50%	25.50%
锯切工具	收入	206.87	254.50	307.75	361.00
	增速	12.06%	23.02%	20.92%	17.30%
	毛利率	36.51%	36.50%	36.00%	36.00%
数控装备	收入	23.12	46.24	69.37	97.11
	增速	38.06%	100.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	8.80%	15.00%	20.00%	25.00%
滚动功能部件	收入	21.83	80.00	150.00	200.00
	增速	391.14%	266.53%	87.50%	33.33%
	毛利率	-5.41%	15.00%	20.00%	25.00%
其他业务	收入	16.52	17.35	18.22	19.13
	增速	10.29%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	82.20%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	542.49	694.17	871.02	1035.49
	增速	12.34%	27.96%	25.48%	18.88%
	毛利率	29.85%	29.41%	28.96%	30.02%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	542.49	694.17	871.02	1035.49	净利润	87.19	107.78	131.91	163.24
营业成本	380.54	490.00	618.73	724.60	折旧与摊销	28.39	33.89	33.89	33.89
营业税金及附加	2.89	3.47	4.36	5.18	财务费用	0.29	1.39	1.74	5.18
销售费用	11.75	14.58	17.42	20.71	资产减值损失	-2.54	4.00	4.00	4.00
管理费用	24.25	65.25	81.88	97.34	经营营运资本变动	7.43	-133.90	-117.68	-103.31
财务费用	0.29	1.39	1.74	5.18	其他	-50.89	-4.74	-8.53	-9.30
资产减值损失	-2.54	4.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	69.87	8.41	45.33	93.69
投资收益	0.67	2.00	2.00	2.00	资本支出	-228.83	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	2.78	3.00	3.00	3.00	其他	94.64	5.76	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-134.19	-94.24	-95.00	-95.00
营业利润	100.00	120.48	147.89	183.49	短期借款	36.66	64.02	90.65	49.32
其他非经营损益	-0.89	2.00	2.00	2.00	长期借款	38.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	99.11	122.48	149.89	185.49	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.92	14.70	17.99	22.26	支付股利	-27.60	-17.46	-21.56	-26.38
净利润	87.19	107.78	131.91	163.24	其他	2.48	-8.54	-1.74	-5.18
少数股东损益	-0.10	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	49.89	38.02	67.36	17.76
归属母公司股东净利润	87.29	107.78	131.91	163.24	现金流量净额	-14.55	-47.81	17.68	16.45
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
货币资金	117.23	69.42	87.10	103.55	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
应收和预付款项	204.58	266.84	334.03	396.56	成长能力				
存货	323.01	414.10	523.19	613.44	销售收入增长率	12.34%	27.96%	25.48%	18.88%
其他流动资产	76.90	72.98	78.81	84.23	营业利润增长率	4.00%	20.48%	22.75%	24.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-8.36%	23.62%	22.38%	23.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.65%	21.04%	17.83%	21.27%
固定资产和在建工程	666.57	738.55	810.53	882.51	获利能力				
无形资产和开发支出	50.05	44.54	39.02	33.51	毛利率	29.85%	29.41%	28.96%	30.02%
其他非流动资产	15.35	15.00	14.65	14.29	三费率	6.69%	11.70%	11.60%	11.90%
资产总计	1453.70	1621.42	1887.33	2128.09	净利润率	16.07%	15.53%	15.14%	15.76%
短期借款	52.42	116.44	207.09	256.41	ROE	7.78%	8.90%	9.98%	11.19%
应付和预收款项	182.44	207.08	266.06	315.80	ROA	6.00%	6.65%	6.99%	7.67%
长期借款	52.24	52.24	52.24	52.24	ROIC	8.87%	8.84%	9.28%	10.29%
其他负债	45.66	34.41	40.32	45.18	EBITDA/销售收入	23.72%	22.44%	21.07%	21.49%
负债合计	332.76	410.16	565.72	669.63	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	0.52
资本公积	594.36	594.36	594.36	594.36	固定资产周转率	1.54	1.52	2.03	2.59
留存收益	405.71	496.04	606.39	743.24	应收账款周转率	5.47	5.96	5.85	5.71
归属母公司股东权益	1120.08	1210.40	1320.75	1457.61	存货周转率	1.29	1.33	1.31	1.27
少数股东权益	0.86	0.86	0.86	0.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.08%	—	—	—
股东权益合计	1120.94	1211.26	1321.61	1458.46	资本结构				
负债和股东权益合计	1453.70	1621.42	1887.33	2128.09	资产负债率	22.89%	25.30%	29.97%	31.47%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	带息债务/总负债	31.45%	41.12%	45.84%	46.09%
EBITDA	128.68	155.76	183.52	222.56	流动比率	2.69	2.38	2.04	1.98
PE	32.41	26.24	21.44	17.33	速动比率	1.48	1.18	1.00	0.97
PB	2.53	2.34	2.14	1.94	股利支付率	31.62%	16.20%	16.34%	16.16%
PS	5.21	4.07	3.25	2.73	每股指标				
EV/EBITDA	21.46	18.40	16.01	13.35	每股收益	0.73	0.90	1.10	1.36
股息率	0.98%	0.62%	0.76%	0.93%	每股净资产	9.33	10.09	11.01	12.15
					每股经营现金	0.58	0.07	0.38	0.78
					每股股利	0.23	0.15	0.18	0.22

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 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	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	郑冀	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	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