

欧科亿 (688308.SH)

拐点已至，从涨价+稼动率看业绩张力

核心观点：

- **量价齐升，行业周期拐点的三重逻辑。** 25Q3 欧科亿实现收入 4.2 亿元，环比+39%；实现归母净利润 0.5 亿元，环比扭亏，公司业绩拐点的背后体现了行业复苏的三重逻辑：**(1) 碳化钨涨价是导火索**，数控刀片量价齐升，根据欧科亿交易所互动易平台信息，25Q3 公司数控刀具销量环比+53%，均价环比+15%；**(2) AI、机器人等新兴下游结构性驱动**，刀具顺周期出现拐点，根据海关总署数据，刀具的进口金额增速自 25 年 8 月转正，9 月同比增速进一步爬升至+17%；**(3) 国产替代是根本**，根据华经产业研究院测算，公司 24 年国内刀具的份额仅为 3%，公司的产能正逐步拓宽下游覆盖领域，比如航空航天、新能源汽车、风电、轨道交通、人形机器人等领域。
- **扩产前置，稼动率提升塑造增长动能。** 刀具是典型的重资产行业，根据公司财报，公司扩产前置，20 年底至 25 年三季度末，公司数控刀片产能扩张了 2.5 倍，硬质合金制品产能扩张了 2.3 倍，产能的前置扩张拖累了短期业绩，但抬高了成长天花板。以数控刀片业务为例，根据我们测算，假设价格不变，若公司产能利用率由 60% 提高至 100%，则毛利率预计提高 7pct。
- **他山之石，从山特维克看全球刀具市场。** 根据 Bloomberg，24 年山特维克金属切削刀具及加工解决方案收入约 322 亿元，调整后的利润率为 19%，全球刀具市场足够大，展望未来，欧科亿将从国产替代向全球更广阔的市场迈进。
- **盈利预测与投资建议。** 从海关的进口金额、公司的三季报我们均已看到行业的拐点迹象。预计 25-27 年公司实现归母净利润 1.0、2.1、3.1 亿元，同比+80%、+99%、+52%，综合可比公司估值，给予公司 **26 年 30xPE**，对应合理价值为 **38.97 元/股**，给予“买入”评级。
- **风险提示：宏观经济风险；毛利率波动风险；快速扩张的管理风险。**

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,026	1,127	1,446	1,797	2,247
增长率 (%)	-2.7%	9.8%	28.3%	24.3%	25.0%
EBITDA	274	200	296	411	527
归母净利润	166	57	103	206	313
增长率 (%)	-31.4%	-65.5%	80.5%	99.4%	52.0%
EPS (元/股)	1.05	0.36	0.65	1.30	1.97
市盈率 (P/E)	26.7	50.0	44.3	22.2	14.6
ROE (%)	6.5%	2.2%	4.0%	7.5%	10.7%
EV/EBITDA	16.5	15.6	16.5	11.7	8.9

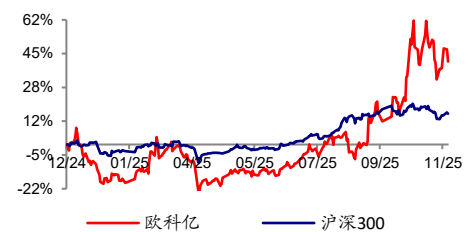
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	28.86 元
合理价值	38.97 元
报告日期	2025-12-02

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	158.78/158.78
总市值/流通市值 (百万元)	4582/4582
一年内最高/最低 (元)	33.00/15.66
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.61/168.25
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	48.00/66.96

相对市场表现



分析师：代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：



SAC 执证号：S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

请注意，孙柏阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：张智林 021-38003744

gfzhangzhilin@gf.com.cn

目录索引

引言：量价齐升，业绩拐点已至.....	5
一、扩产前置，稼动率提升塑造增长动能.....	9
（一）刀具行业的特点：加工流程长，资本开支重.....	9
（二）从涨价和稼动率提升看公司的业绩张力.....	10
（三）原材料涨价对供给格局的重塑.....	15
二、国产替代，新兴领域百花齐放.....	16
（一）工业母机是基石，消费额仍有提升空间.....	16
（二）航空航天、机器人等新兴下游的突破.....	16
（三）制造升级扩容，国产替代推动.....	17
三、他山之石，山特维克和三菱材料.....	18
（一）全球刀具市场容量大.....	18
（二）山特维克：全球龙头，机械加工综合解决方案提供商.....	18
（三）三菱材料：下游向新兴领域转变，25年以来涨价贡献明显.....	22
四、盈利预测和投资建议.....	25
五、风险提示.....	26

图表索引

图 1: 25Q3 公司利润表各分项环比变化 (单位: 百万元)	5
图 2: 25Q3 公司收入创上市以来历史新高	5
图 3: 25Q3 规模效应带动下, 公司盈利出现拐点	5
图 4: 碳化钨原材料价格 (元/千克)	6
图 5: 2020H1 欧科亿成本构成	6
图 6: 公司数控刀片销量及产能利用率	6
图 7: 公司数控刀片产品均价及同比	6
图 8: 新兴下游结构性驱动, 刀具进口已出现拐点	7
图 9: 欧科亿收入同比与硬质合金刀具进口金额增速拟合度较高	7
图 10: 欧科亿在国内硬质合金刀具领域份额不足 5%	8
图 11: 机床主轴通过切削刀具作用于工件, 刀具用量约占制造成本的 2-4%	9
图 12: 刀具生产流程复杂, 属于重资产行业	9
图 13: 2020H1 公司成本结构	10
图 14: 2024 年公司资产结构	10
图 15: 欧科亿固定资产及其周转率、毛利率	11
图 16: 公司数控刀片产能及销量	11
图 17: 公司硬质合金产品产能及销量	11
图 18: 欧科亿分产品直接材料占总成本比重	12
图 19: 欧科亿制造费用+直接人工成本与刀片销量的关系	12
图 20: 产能利用率提升对数控刀片毛利率的影响测算	13
图 21: 涨价对数控刀片毛利率的影响测算	14
图 22: 欧科亿某菱形车刀价格为 16.5 元/片	15
图 23: 山特维克某菱形车刀价格为 78.0 元/片	15
图 24: 中国刀具消费占机床消费的比重	16
图 25: 中国金属切削机床数控化率	16
图 26: 中国刀具的国产化率	17
图 27: 25Q1-3 涂层刀片的金额国别占比	17
图 28: 全球刀具竞争格局	18
图 29: 山特维克机械加工与智慧制造业务基本情况 (单位: 百万瑞典克朗)	19
图 30: 山特维克机械加工与智慧制造分下游、分区域收入占比	19
图 31: 山特维克机械加工与智慧制造收入	19
图 32: 山特维克机械加工与智慧制造调整后营业利润	19
图 33: 分业务一: Intelligent Manufacturing (制造解决方案, 以软件为主)	20
图 34: 分业务二: Machining (加工解决方案, 包括刀具等)	20
图 35: 山特维克定位: 金属加工解决方案提供商	20
图 36: 山特维克对未来五年刀具行业增速的预期	21
图 37: 现状: 大多数客户自动化加工水平较低	21
图 38: 展望: 80%客户加工自动化水平提升	21
图 39: 山特维克列示的重点增长下游——航空航天、医药、国防、电动汽车等	22
图 40: 三菱材料加工业务营业收入	23

图 41: 三菱材料加工业务营业利润及利润率	23
图 42: 三菱材料 25-31 年下游结构预期变化	23
图 43: 三菱材料加工解决方案	23
图 44: 三菱材料加工业务营业收入, 25 年二季度开始加速	24
图 45: 三菱材料 25 年 9 月份上修全年业绩预期, 其中涨价贡献明显 (单位: 十亿日元)	24
表 1: 公司扩产前后成本曲线的变化	12
表 2: 产能利用率提升对数控刀片毛利率的影响测算 (不考虑价格变化)	13
表 3: 涨价对数控刀片毛利率的影响测算 (假设产能利用率为 100%, 初始价格为 7.15 元/片)	14
表 4: 小企业为传导原材料成本, 终端涨幅需更高, 竞争力下降	15
表 5: 公司在新兴领域的拓展情况	16
表 6: 盈利预测 (单位: 百万元)	25
表 7: 可比公司盈利预测表	26

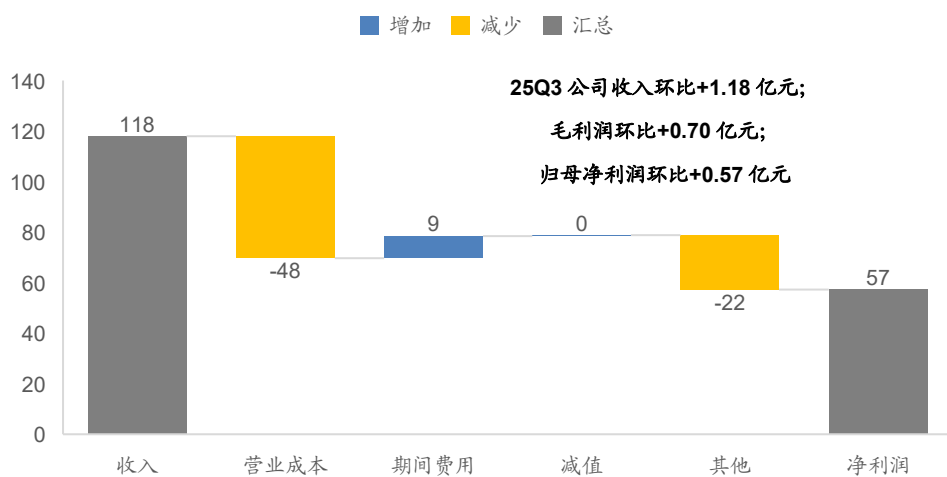
引言：量价齐升，业绩拐点已至

1. 25Q3公司业绩出现拐点，盈利提升具有规模效应

25Q3欧科亿实现收入4.2亿元，环比+39%；实现归母净利润0.5亿元，环比扭亏。刀具行业具有重资产属性，因此收入的杠杆效应极高：从25Q3环比口径看，25Q3公司收入环比+1.18亿元；毛利润环比+0.70亿元；归母净利润环比+0.57亿元。

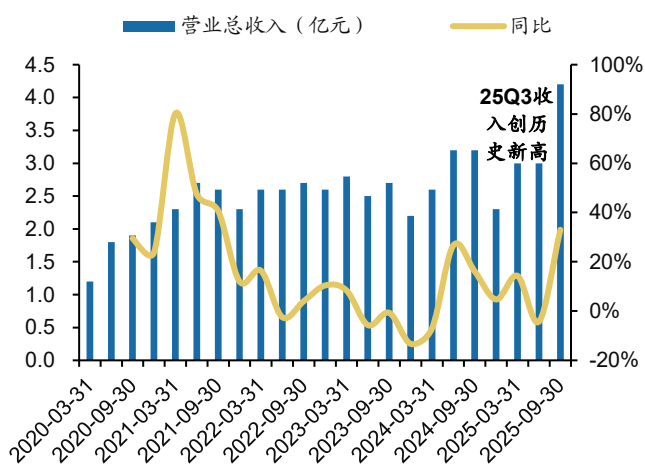
公司从22年开启资本开支周期，叠加主动进行产品结构调整，净利率持续下滑。25Q3公司的收入创上市以来历史新高，净利率大幅恢复，拐点的背后是三重逻辑：（1）碳化钨涨价是导火索，数控刀片量价齐升；（2）新兴下游结构性驱动，刀具顺周期出现拐点；（3）国产替代是根本，在头部客户和关键下游持续深耕。

图 1：25Q3公司利润表各分项环比变化（单位：百万元）



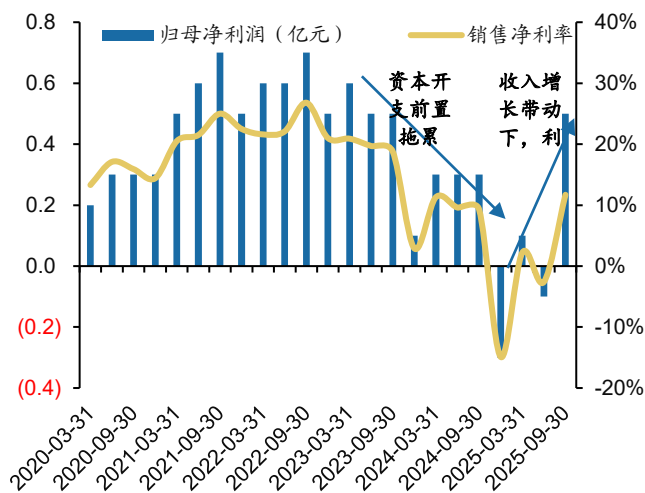
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：25Q3公司收入创上市以来历史新高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：25Q3规模效应带动下，公司盈利出现拐点



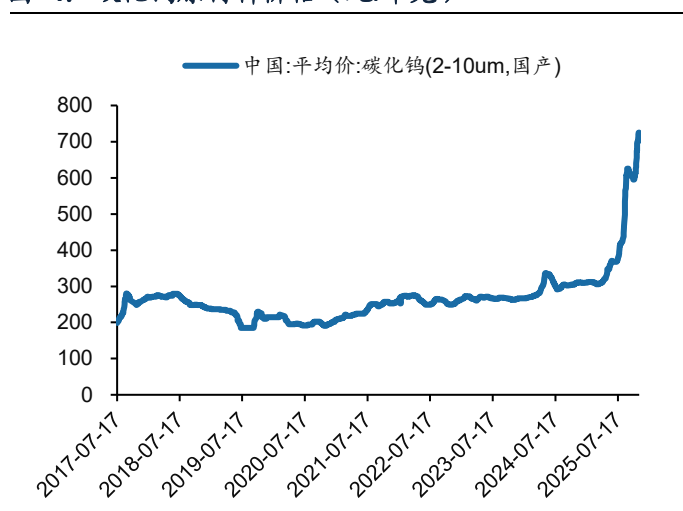
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 碳化钨涨价是导火索，数控刀片量价齐升

根据Wind，25年4月至10月，碳化钨材料价格翻倍。根据欧科亿招股书数据，刀片成本中40%为直接材料，而碳化钨占到原材料的比重为87%。考虑到刀具企业的现有库存，刀具企业逐步向下游顺价，同时下游客户在涨价浪潮中加速采购，最终形成行业短期量价齐升的局面。

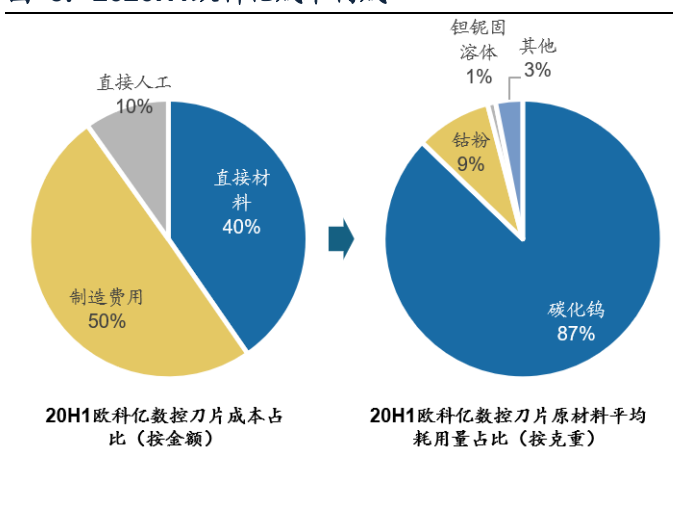
根据欧科亿交易所互动易平台信息，25Q3公司数控刀具产品销量2980万片/支，销量环比提升53%，平均价格为8.15元/片，价格环比提升15%；硬质合金制品销量425吨，平均价格为39.58万元/吨，价格环比提升18%，三季度实现量价齐升。毛利率方面，综合毛利率为26%，环比提升13个百分点，数控刀具的毛利率环比提升了17个百分点，硬质合金制品的毛利率环比提升了10个百分点。

图 4：碳化钨原材料价格（元/千克）



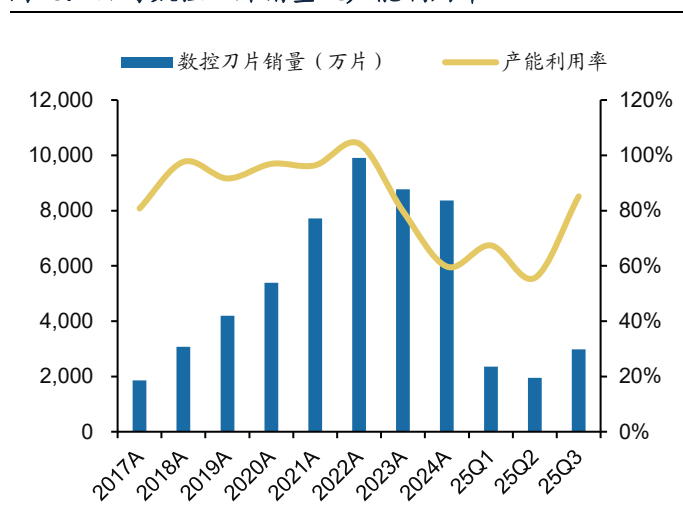
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：2020H1 欧科亿成本构成



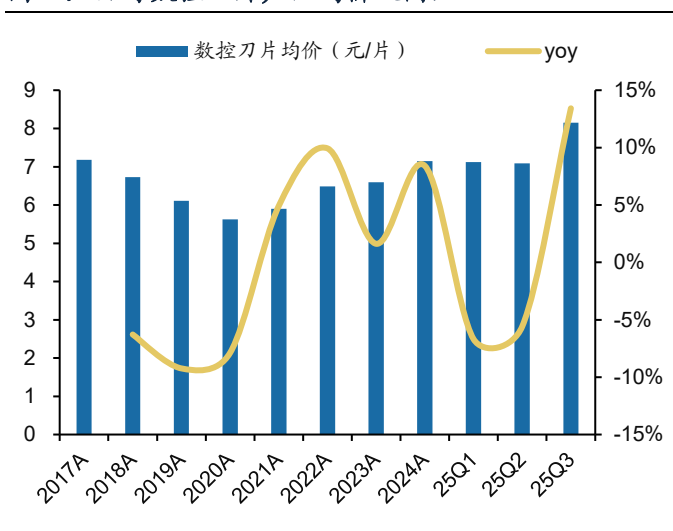
数据来源：欧科亿招股书，广发证券发展研究中心

图 6：公司数控刀片销量及产能利用率



数据来源：公司交易所互动平台公告，公司财报，广发证券发展研究中心

图 7：公司数控刀片产品均价及同比



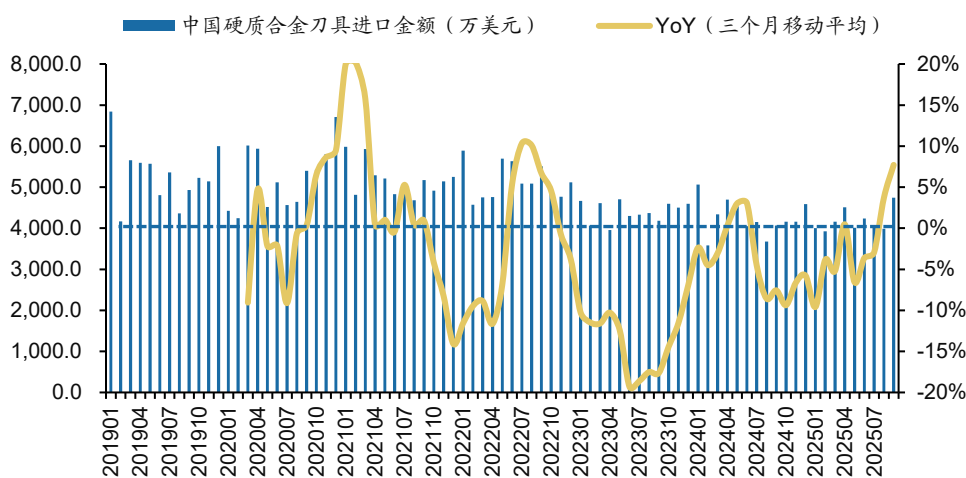
数据来源：公司交易所互动平台公告，公司财报，广发证券发展研究中心

3. 新兴下游结构性驱动，刀具顺周期出现拐点

中国高端硬质合金刀具主要以进口为主，因此刀具的进口金额可以表征行业景气度的变化。根据海关总署数据，刀具的进口金额增速自25年8月转正，9月同比增速进一步爬升至+17%。尽管汽车等传统需求下游依然疲软，但是以AI为代表所派生出的新型行业增长加速，如AI PCB、人形机器人等都催生出新需求，带动高端制造整体需求回暖。

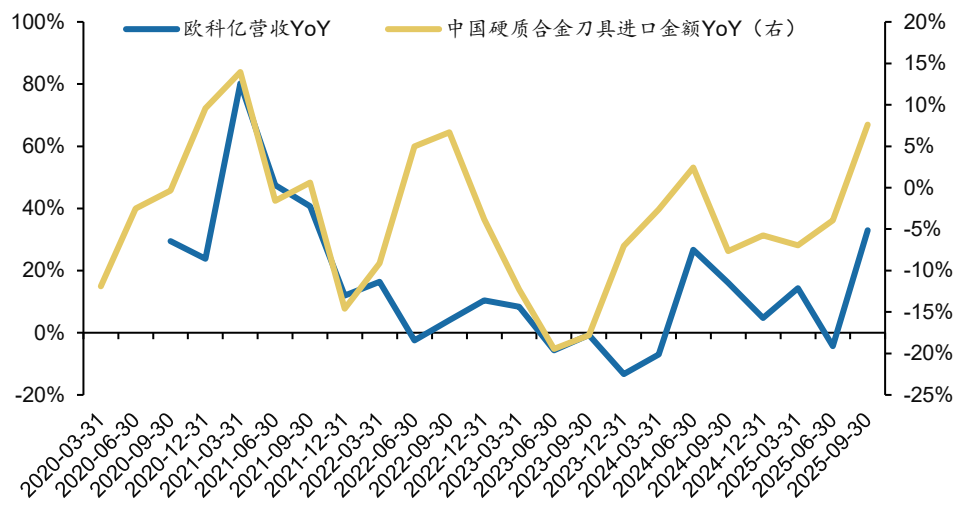
高端刀具行业国产化率低，因此刀具的进口金额增速可以侧面反映刀具行业需求景气度。通过历史复盘分析，欧科亿的营业收入和刀具进口金额具有显著的相关性，因此Beta端的复苏是公司业绩增长的原因之一。

图 8：新兴下游结构性驱动，刀具进口已出现拐点



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

图 9：欧科亿收入同比与硬质合金刀具进口金额增速拟合度较高

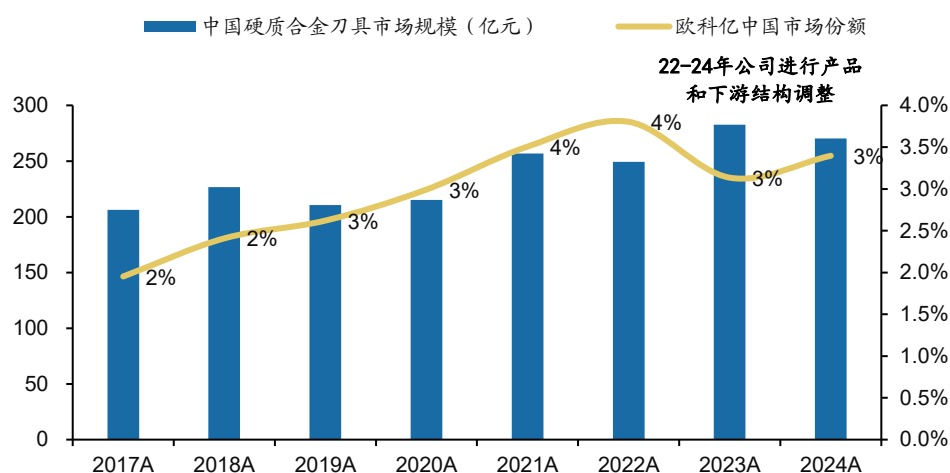


数据来源：Wind，海关总署，广发证券发展研究中心

4. 国产替代是根本，在头部客户和关键下游持续深耕

根据华经产业研究院数据，24年国内刀具的市场空间约511亿元；根据华锐精密招股书数据，硬质合金刀具的空间占比约为53%，即中国硬质合金刀具的市场规模约为270亿元，公司的份额仅为3%，提升空间较大。23年公司的市场份额有所波动，主要系主动进行产品结构调整：根据公司交易所互动平台信息，产品结构调整的内容包括清理滞销的低端产品库存，减少资金占用，并逐步淘汰低毛利、竞争激烈的标准化刀具，增加高附加值产品比例，以提升整体毛利率；同时，公司的产能正逐步拓宽下游覆盖领域，比如航空航天、新能源汽车、风电、轨道交通、人形机器人等领域。

图 10：欧科亿在国内硬质合金刀具领域份额不足5%



数据来源：华经产业研究院，华锐精密招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

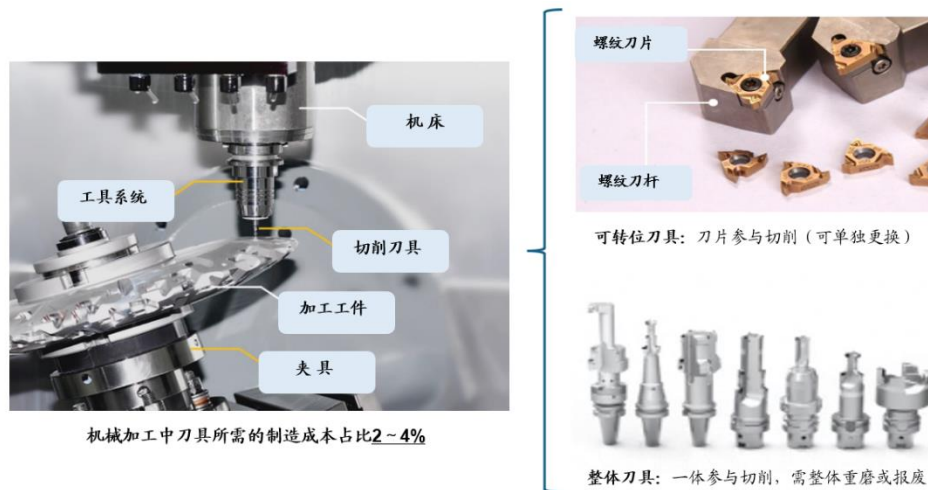
注：公司中国市场份额=公司国内收入 / (中国刀具市场规模 × 硬质合金刀具占比)

一、扩产前置，稼动率提升塑造增长动能

(一) 刀具行业的特点：加工流程长，资本开支重

机床主轴通过切削刀具作用于工件，机床是工业母机，刀具则是机床直接作用于工件的锋刃，对整体加工效果有重要影响。根据刀具形态，可分为可转位刀具、整体刀具等。根据西安凯洁数控刀具公众号，机械加工中刀具用量约占制造成本的**2-4%**。

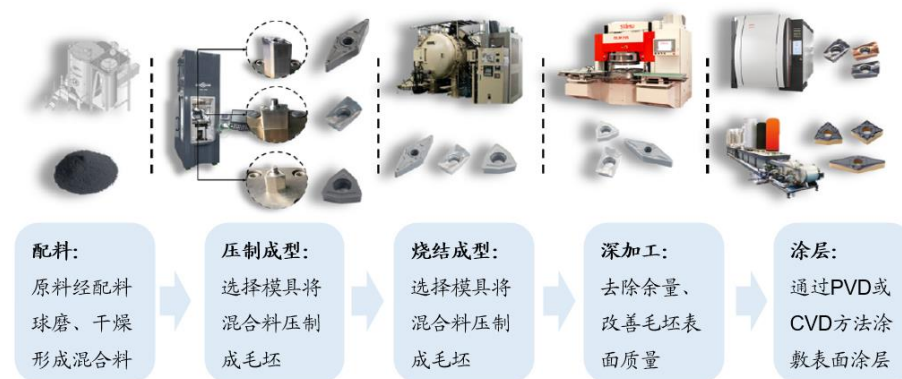
图 11：机床主轴通过切削刀具作用于工件，刀具用量约占制造成本的2-4%



数据来源：森泰英格招股书，西安凯洁数控刀具公众号，华锐精密招股书，广发证券发展研究中心

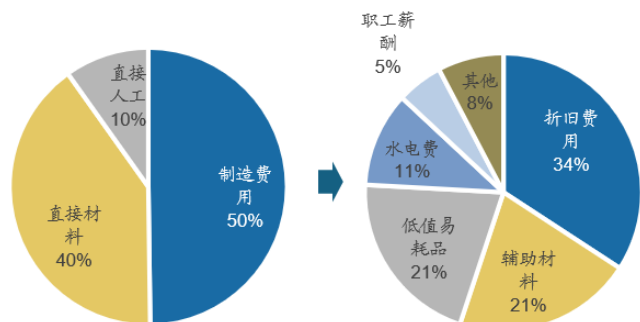
刀具加工属于典型的重资产行业，包含配料、压制成型、烧结成型、深加工、涂层等多个环节，因此需要有高精度磨床、PVD、CVD等多个大型设备。根据欧科亿招股书，制造费用约占刀具成本的**50%**，其中折旧费用占比**34%**；根据Wind，2024年欧科亿总资产中有**43%**为固定资产+在建工程。

图 12：刀具生产流程复杂，属于重资产行业



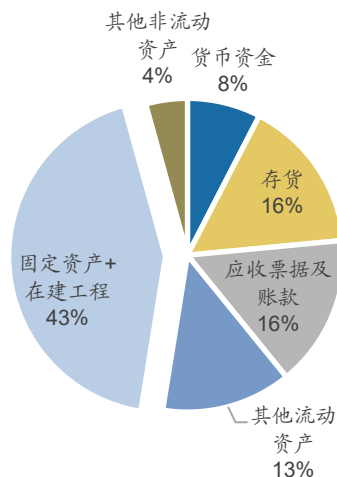
数据来源：华锐精密招股书，广发证券发展研究中心

图 13: 2020H1公司成本结构



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 14: 2024年公司资产结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 从涨价和稼动率提升看公司的业绩张力

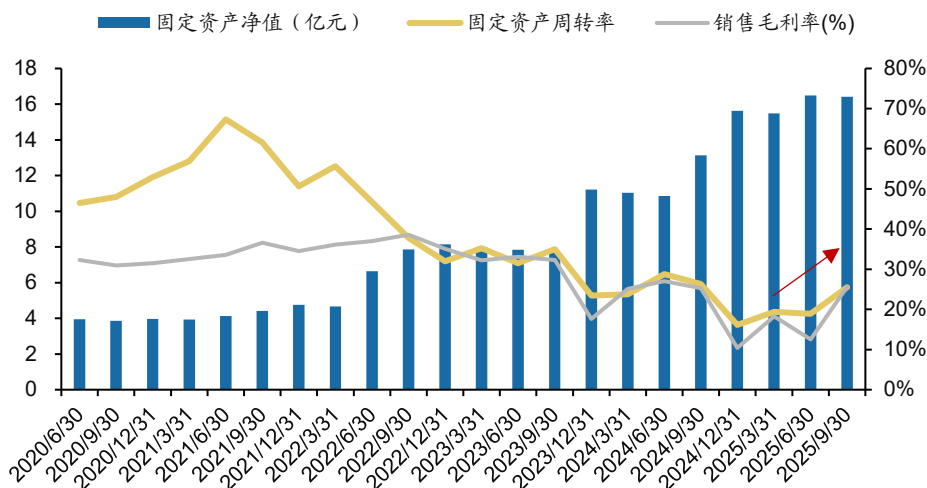
欧科亿自22年底开启扩产周期, 固定资产净值自22年12月底的8.15亿元增长至25年9月底的16.42亿元, 毛利率虽资产周转率下降而下降。

数控刀片产能: 根据公司招股书, 2020年公司数控刀片产能约为5600万片/年, 硬质合金制品的产能约为1460吨/年。根据公司财报、信息披露监管问询函的回复公告, 24年公司刀具销量约8400万片, 而公司刀具产能的产能利用率仅约60%, 因此可以推算出24年底公司数控刀片的总产能约14000万片/年。

硬质合金制品产能: 根据公司交易所互动平台信息, 公司新项目“数控刀具产业园项目”包括棒材1000吨(现有产能1300吨)、整体硬质合金刀具300万支(目前产能已提升到600万支)、数控刀具20万套、金属陶瓷刀片500万片, 该项目于2024年下半年进入投产试运行, 今年为该项目第一个完整的运行年度。25Q3公司硬质合金制品总销量为425吨, 公司平均的产能利用率为50%, 因此可以推算出硬质合金制品季产能约850吨, 年产能为3400吨/年。

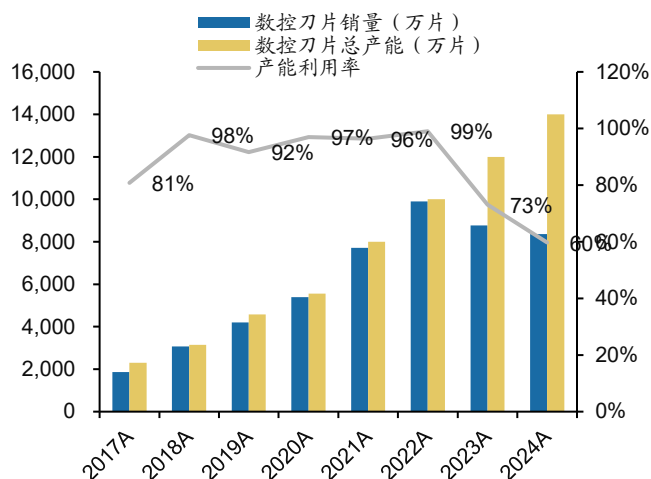
因此, 20年至25年三季度末, 公司数控刀片产能扩张了2.5倍, 硬质合金制品产能扩张了2.3倍。产能的前置扩张拖累了短期业绩, 但抬高了成长天花板。

图 15: 欧科亿固定资产及其周转率、毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

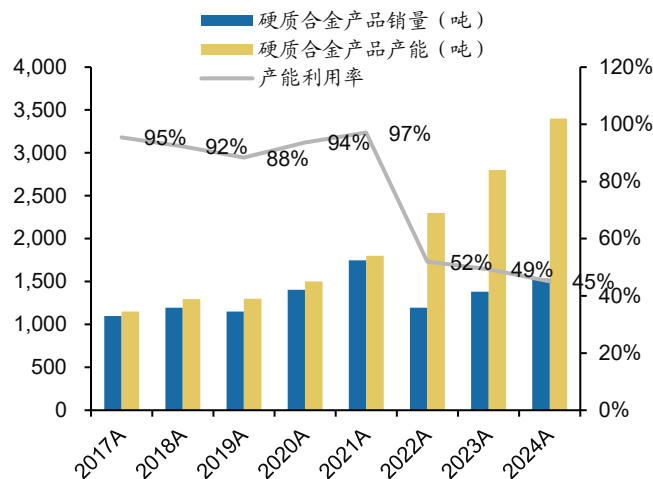
图 16: 公司数控刀片产能及销量



数据来源: 公司交易所互动平台公告, 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 假设产量约等于销量; 21-23 年产能为推算值

图 17: 公司硬质合金产品产能及销量



数据来源: 公司交易所互动平台公告, 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 假设产量约等于销量; 21-23 年产能为推算值

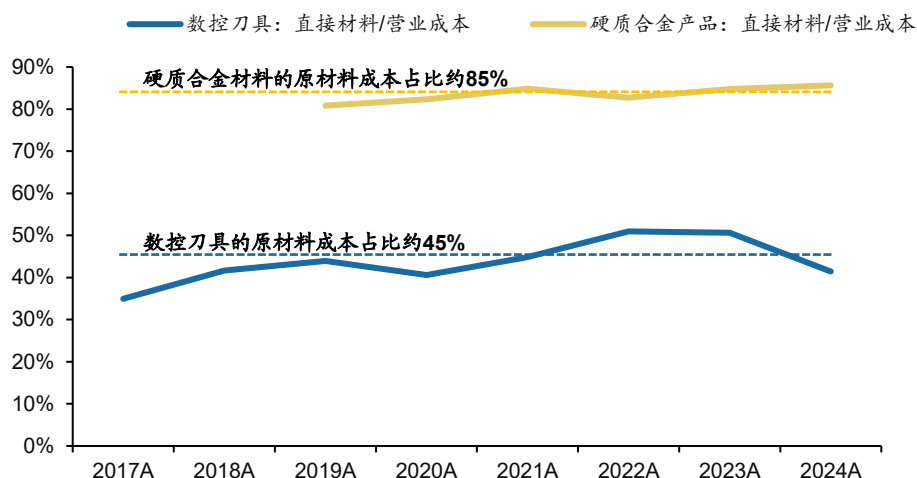
如何来量化刀具成本结构? 我们将公司成本分为两部分, 其一为直接材料, 其二为直接人工+制造费用。

直接材料: 根据图18测算, 2018-2024年数控刀具直接材料平均占总成本的45%, 硬质合金制品直接材料占总成本的85%。

制造费用+直接人工: 根据公司财报, 以数控刀片销量为横轴, 制造费用+直接人工为纵轴, 建立点状图。(1) 17-22年公司的成本与销量线性相关, 基本符合曲线Y (制造费用+直接人工/百万元)=0.014X (产量/万片)+27.16, 即固定成本约为2716万元, 可变成本约为1.4元/片; (2) 23-24年公司扩产项目开始转固, 固定成本增加, 成本曲线向上平移, 22年12月至25年9月公司固定资产增加8.27亿元, 按照10

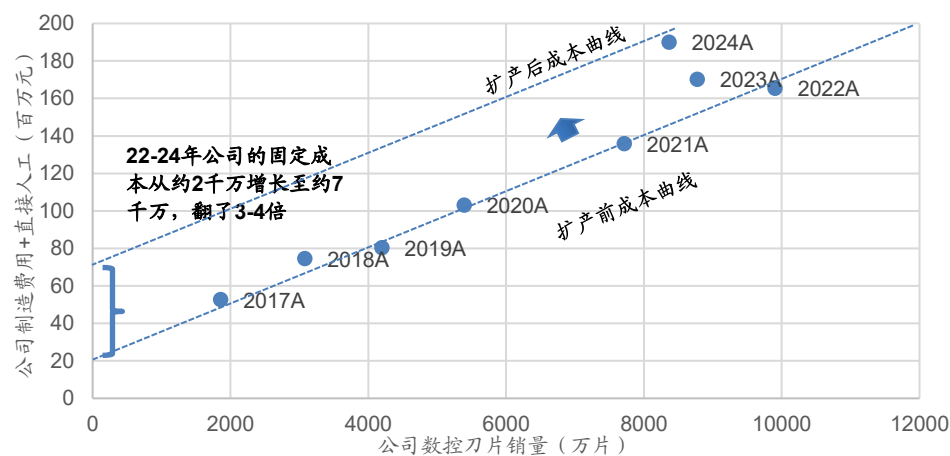
年的折旧计算，年化固定成本增量约0.8亿元；（3）不考虑公司可变成本的变化，公司的成本曲线变为 $Y(\text{制造费用}+\text{直接人工}/\text{百万元})=0.014X(\text{产量}/\text{万片})+109.86$ 。

图 18: 欧科亿分产品直接材料占总成本比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 19: 欧科亿制造费用+直接人工成本与刀片销量的关系



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司扩产前后成本曲线的变化

项目	数据	序号	数据来源
22年之前成本曲线	$Y(\text{制造费用}+\text{直接人工}/\text{百万元})=0.014X(\text{产量}/\text{万片})+27.16$	A	根据图 19 回归拟合
22年底固定资产	815 百万元	B	Wind
25年9月底固定资产	1642 百万元	C	Wind
22-25年底固定资产增量	827 百万元	D	D=B-C
折旧年限	10 年	E	假设
固定成本增量	82.7 百万元	F	F=D/E

25 年之后成本曲线

$$Y(\text{制造费用}+\text{直接人工}/\text{百万元})=0.014X(\text{产量}/\text{万片})+109.86$$

G

G=A+F

资料来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

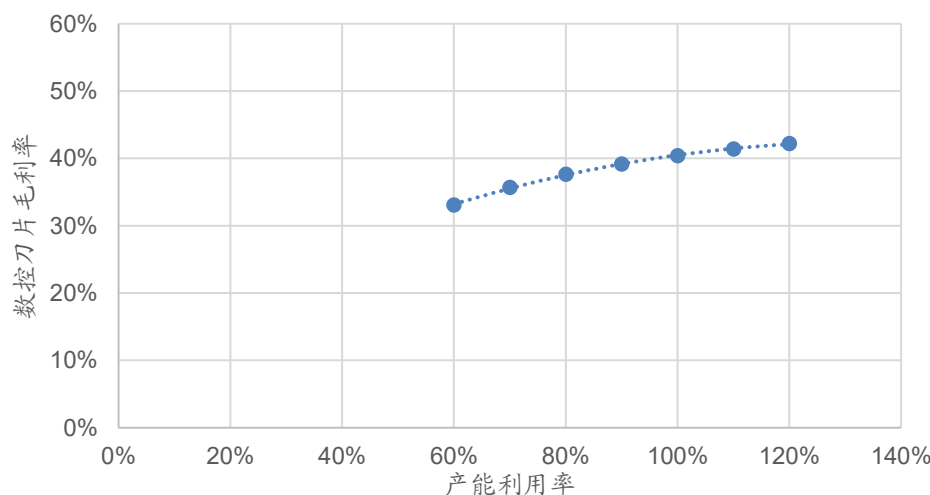
注：根据图 19 拟合曲线，以及 Wind 所披露的固定资产变化测算

1. 产能利用率提升对毛利率的影响

核心假设：（1）公司原材料占总成本比重不变；（2）数控刀片单片价格不变，假设为24年均价即7.15元/片；（3）成本曲线符合表1测算， $Y(\text{制造费用}+\text{直接人工}/\text{百万元})=0.014X(\text{产量}/\text{万片})+109.86$ 。

结论：若公司产能利用率由60%提高至100%，则毛利率预计提高7pct至40%；若进一步提高至120%（多班倒），则毛利率将提高至42%。

图 20：产能利用率提升对数控刀片毛利率的影响测算



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 2：产能利用率提升对数控刀片毛利率的影响测算（不考虑价格变化）

数控刀片总产能（万片/年）		14000					
产能利用率	60%	70%	80%	90%	100%	%	120%
产量	8400	9800	11200	12600	14000	15400	16800
制造费用+直接人工	227	247	267	286	306	325	345
单片材料成本（元/片）	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
总材料成本	175	204	233	262	291	320	349
总成本	402	451	499	548	597	646	694
单片售价（元/片）	7.15	7.15	7.15	7.15	7.15	7.15	7.15
收入	601	701	801	901	1001	1101	1201
毛利率	33%	36%	38%	39%	40%	41%	42%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

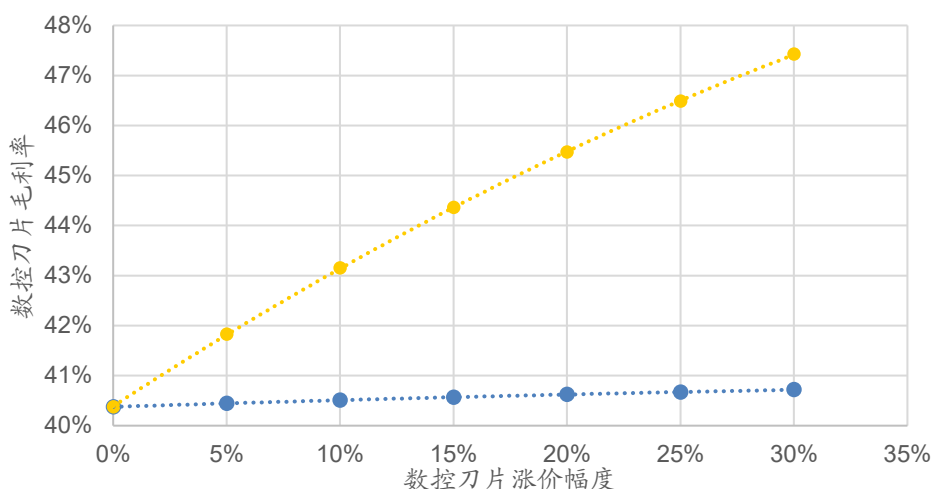
注：根据表 1 拟合曲线，以及公司财报所披露的成本结构、ASP 测算；单片材料成本采用 24 年财报数据，且不考虑公司代销业务（其他成本）

2. 产品涨价对毛利率的影响

核心假设：（1）产能利用率为100%；（2）数控刀片单片初始价格与24年相同，为7.15元/片；（3）第一种情况，顺价比例为100%，即终端刀片的价格涨幅与原材料价格涨幅相同，第二种情况，顺价比例为50%，即终端刀片的价格涨幅为原材料价格涨幅的一半。

结论：若公司刀片涨价30%，第一种情况下（顺价比例为100%），毛利率提升7pct至47%；第二种情况下（顺价比例为50%），毛利率提升1pct至41%。

图 21：涨价对数控刀片毛利率的影响测算



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 3：涨价对数控刀片毛利率的影响测算（假设产能利用率为100%，初始价格为7.15元/片）

基本假设	100%产能利用率，单片售价为 7.15 元/片						
终端涨价幅度	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
单片售价 (元/片)	7.2	7.5	7.9	8.2	8.6	8.9	9.3
制造费用+直接人工	306	306	306	306	306	306	306
第一种情况：顺价比例为 50%，即原材料涨价 10%，终端涨价 5%							
原材料成本	291	320	349	378	407	436	466
总成本	597	626	655	684	713	742	771
收入	1001	1051	1101	1151	1201	1251	1301
毛利率	40%	40%	41%	41%	41%	41%	41%
第二种情况：顺价比例为 100%，即原材料涨价 10%，终端涨价 10%							
原材料成本	291	306	320	335	349	364	378
总成本	597	611	626	640	655	670	684
收入	1001	1051	1101	1151	1201	1251	1301
毛利率	40%	42%	43%	44%	45%	46%	47%

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：根据表 1 拟合曲线，以及公司财报所披露的成本结构、ASP 测算

（三）原材料涨价对供给格局的重塑

1. 内资企业：中小型企业出清，供给集中化

刀具属于重资产行业，一般而言，大企业的机械化率高，资产重，如欧科亿的制造费用+直接人工的占比约为55%；小企业（外协or贸易型企业）机械化率低，所涉及的环节少，制造费用+直接人工占比低。我们假设企业毛利不变，即终端价格上涨的绝对额=原材料价格上涨的绝对额，可以发现随着原材料涨幅的提升，小企业终端价格的涨幅越大，即竞争力衰退，促进欧科亿等头部企业提份额。

表 4: 小企业为传导原材料成本，终端涨幅需更高，竞争力下降

终端价格上涨 (假设企业毛利不变, 即终端价格上涨=原材料价格上涨)	制造费用+直接人工占比					
	大企业(机械化率高)			小企业(机械化率低)		
	55%	45%	35%	25%	15%	5%
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5%	2%	3%	3%	4%	4%	5%
10%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
20%	9%	11%	13%	15%	17%	19%
30%	14%	17%	20%	23%	26%	29%
40%	18%	22%	26%	30%	34%	38%
50%	23%	28%	33%	38%	43%	48%

资料来源：广发证券发展研究中心

2. 外资龙头：定价远高于内资，涨价或加速国产替代

山特维克等外资企业一般习惯于年度定价，因此当前情况价格并未将原材料成本向下游传导。根据1688采购网统计，以某可比菱形车刀为例，山特维克的价格为78.0元/片，而欧科亿的价格为16.5元/片，外资约为内资产品价格为5倍。因此若后续外资涨价，价格更高，下游客户或选择性性价比更高的国产产品。

图 22: 欧科亿某菱形车刀价格为16.5元/片

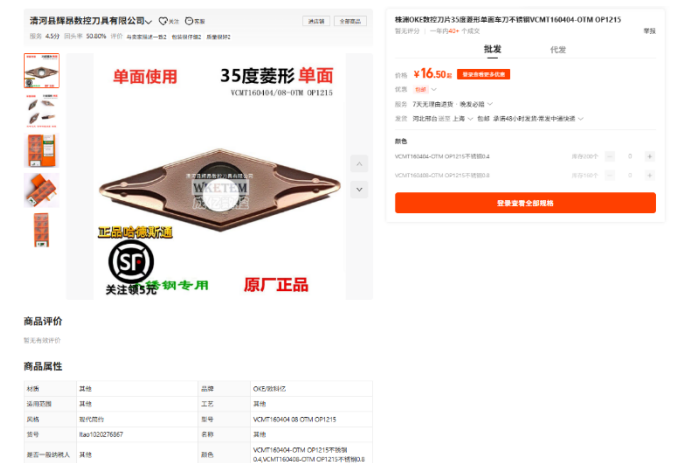


图 23: 山特维克某菱形车刀价格为78.0元/片



数据来源：1688 采购网，广发证券发展研究中心

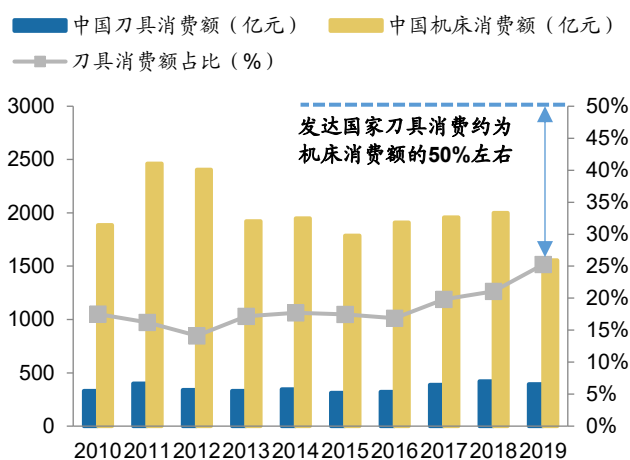
数据来源：1688 采购网，广发证券发展研究中心

二、国产替代，新兴领域百花齐放

（一）工业母机是基石，消费额仍有提升空间

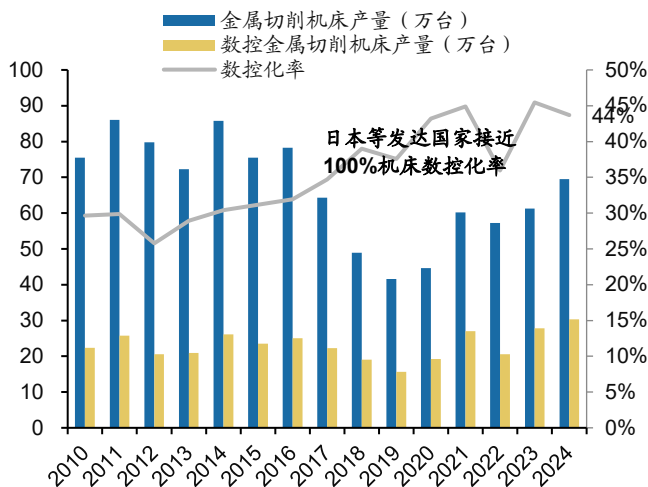
机床是工业母机，刀具则是机床直接作用于工件的锋刃，对整体加工效果有重要影响。根据华锐精密、欧科亿招股书，19年中国刀具消费额约为机床消费额25%，而发达国家刀具消费占机床消费的比重为50%，因此随着制造升级刀具市场提升空间大。机床数控化率是衡量制造能力的关键指标，24年中国金属切削机床的数控化率为44%，而日本等发达国家接近100%。

图 24：中国刀具消费占机床消费的比重



数据来源：欧科亿招股书，广发证券发展研究中心

图 25：中国金属切削机床数控化率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）航空航天、机器人等新兴下游的突破

根据公司交易所互动平台信息，公司进一步拓宽下游终端应用领域，如航空航天、新能源汽车、风电船舶以及人形机器人、3C等，刀具对标市场容量大幅提升。

表 5：公司在新兴领域的拓展情况

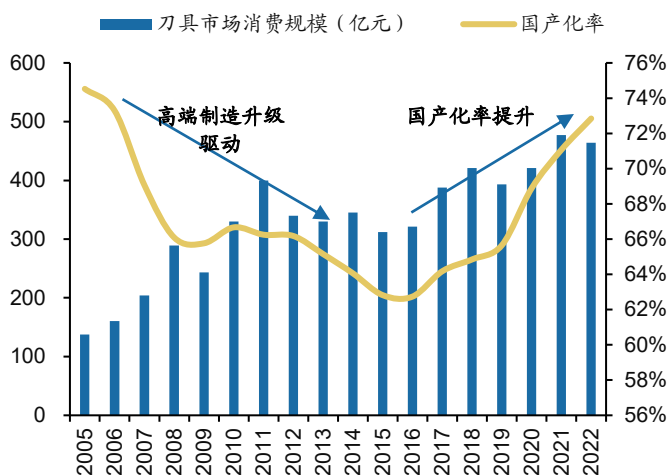
领域	拓展情况
AI PCB	公司在 PCB 钻针棒材业务领域已实现向下游核心客户供货，覆盖主流产品的多种规格型号。未来，公司将紧密跟随市场需求增长的步伐，积极规划并进一步扩大 PCB 钻针棒材的产能与供应，同时积极寻求产业链延伸。
航空航天	公司针对高温合金及钛合金进行了一些车削、铣削及配套产品储备，开发了针对该领域应用的 OP6 系列高温合金加工车削刀片、整体硬质合金金刚石涂层钻头、复合材料铣削加工的鱼鳞铣刀等，储备了在航空航天高温合金加工领域应用良好的 OMS 系列配套产品，形成了一定的市场销售和方案认证客户基础。随着国家对供应链安全以及关键领域自主可控的要求提高，越来越多的航空及军工企业开始主动开放试刀场景，不仅提供了实际应用的测试机会，还通过技术交流和反馈机制，帮助国产刀具企业快速改进产品性能
机器人	公司在机器人核心零件加工刀具方面已有较多布局。公司已有刀具产品可用于机器人零部件加工，例如丝杠、减速器、行星轮等零件的加工；公司研发的旋风铣刀具，可用于人形机器人丝杠加工，如用于行星滚柱丝杠等高精度丝杠的加工，能提高生产效率和加工精度；用于齿轮加工的齿轮滚刀已通过下游客户验证并进入供货阶段；公司在减速器龙头企业已完成刀具测试。此外公司将持续优化和开发相关刀具产品，并加大在机器人核心零件加工的整体解决方案方面的布局。
3C	推出小零件精密刀具，满足 3C 电子、5G 零部件等加工要求；针对涡轮盘、手机壳 3C 等高端精密模具行业开发的高效铝加工铣刀等
其他	公司进一步拓宽下游终端应用领域，如航空航天、新能源汽车、风电船舶以及人形机器人、3C 等，刀具对标市场容量大幅提升。

资料来源：公司投资者关系活动记录表，公司交易所互动平台信息，广发证券发展研究中心

（三）制造升级扩容，国产替代推动

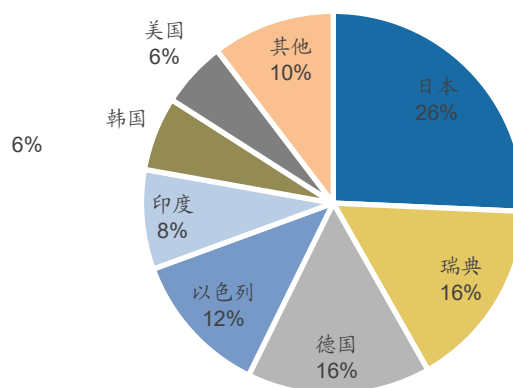
根据机床工业协会数据，05-15年中国刀具的国产化率逐步下降，表征了下游高端制造升级，带动高端刀具消费增加；16-22年国产化率提升，表征了自下而上的国产替代。根据机床工业协会数据，25Q1-3涂层刀片的主要进口地位日本、瑞典、德国、以色列等，预计未来随着技术迭代，国产替代将从日韩系向欧美系深化。

图 26: 中国刀具的国产化率



数据来源：机床工业协会，广发证券发展研究中心

图 27: 25Q1-3涂层刀片的金额国别占比



数据来源：机床工业协会，广发证券发展研究中心

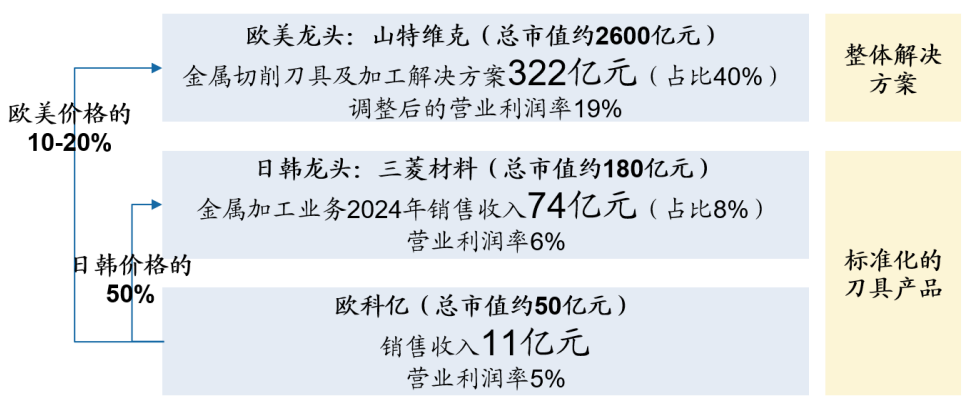
三、他山之石，山特维克和三菱材料

(一) 全球刀具市场容量大

全球刀具市场的主要竞争对手包括山特维克、三菱材料。以24年的经营数据为例，
 (1)山特维克主营业务为采矿、选矿以及机械加工，其中机械加工业务的收入为322亿元，占比40%；
 (2)三菱金属的主营业务为金属冶炼、铜复合材料、金属加工等，其中金属加工业务收入为74亿元，占比8%；
 (3)欧科亿24年收入仅为11亿元。

比较而言，欧科亿和三菱材料均提供标准化的刀具产品，营业利润率接近，但是产品谱系仍有待提升；而山特维克提供设计加工等整体解决方案，营业利润率高达19%，全球刀具是大市场。

图 28：全球刀具竞争格局



数据来源：Bloomberg, Wind, 1688 采购网，广发证券发展研究中心

注：假设美元/人民币=7，日元/人民币=0.05；刀片价格引用自图 22-23；三菱材料、山特维克收入引用自图 31、图 40

(二) 山特维克：全球龙头，机械加工综合解决方案提供商

1. 基本情况：全球龙头，金属加工业务收入超45亿美元

根据Bloomberg数据，山特维克2024年金属加工业务营收为45.95亿美元，调整后的营业利润为8.08亿美元，营业利润率为19%，整体略有下降，主要系汽车等传统行业收缩所致。从区域看，欧洲+美国收入占比达76%；从下游看，工程、汽车、航空航天、新兴领域占比分别为52%、14%、10%、24%。

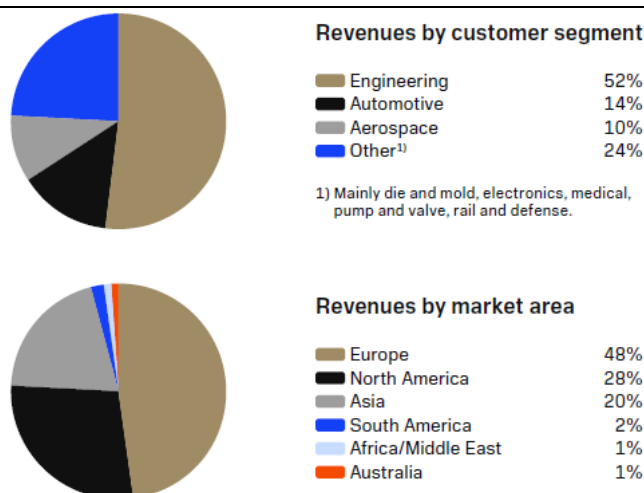
图 29: 山特维克机械加工与智慧制造业务基本情况(单位: 百万瑞典克朗)

Overview	2023	2024
Order intake, MSEK	49,247	49,187
Revenues, MSEK	49,340	48,567
Adjusted EBITA ¹⁾ , MSEK	10,597	9,718
Adjusted EBITA margin ¹⁾ , %	21.5	20.0
Return on capital employed, %	13.7	9.6
Return on capital employed, excluding amortization of surplus values, %	15.6	11.6
Number of employees ²⁾	20,326	20,801
Gender balance (men/women), %	79/21	79/21
Women in managerial positions, %	19.6	19.2
Lost Time Injury Frequency Rate (LTIFR)	1.2	1.4
Total Recordable Injury Frequency Rate (TRIFR)	2.6	2.1

1) Adjusted for items affecting comparability of SEK -2,104 million (-552).
2) Full-time equivalent.

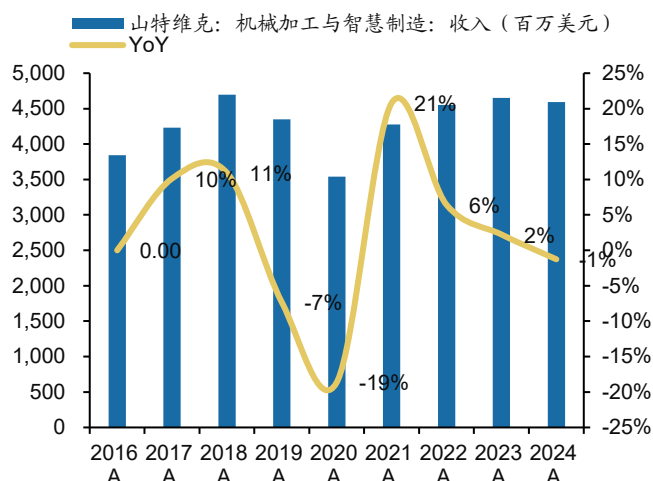
数据来源: 山特维克 Presentation, 广发证券发展研究中心

图 30: 山特维克机械加工与智慧制造分下游、分区域收入占比



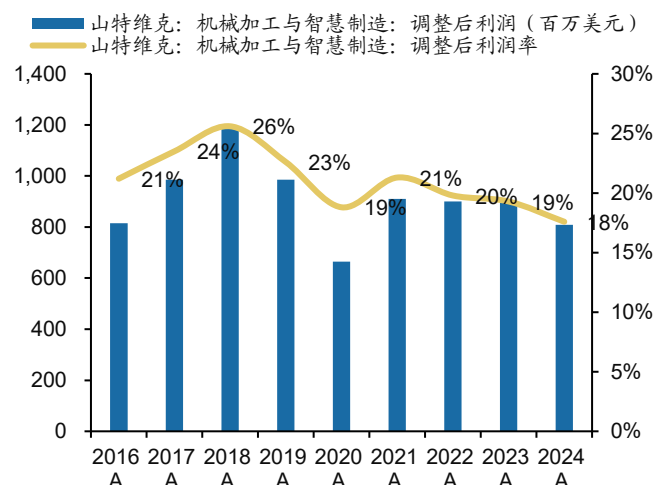
数据来源: 山特维克 Presentation, 广发证券发展研究中心

图 31: 山特维克机械加工与智慧制造收入



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 32: 山特维克机械加工与智慧制造调整后营业利润



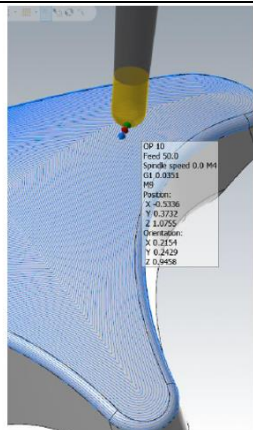
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

根据山特维克Presentation, 公司的机械加工与智慧制造业务 (Manufacturing & Machining Solutions) 又分为两部分: (1) 制造解决方案 (Intelligent Manufacturing): 25Q1-LTM收入约31亿瑞典克朗 (约23亿人民币), 主要提供数字制造和软件解决方案, 用于设计规划自动化和工业计量, 通过端到端的数字产品, 山特维克可以实现自动化并连接整个组件制造价值链, 从设计和规划到准备、生产和验证; (2) 加工解决方案 (Machining): 25Q1-LTM收入约455亿瑞典克朗 (约341亿人民币), 提供制造方案 (如车削、铣削和钻孔) 以及刀具产品及服务。公司24-30年制造解决方案业务的收入CAGR目标 (TARGET) 约为15%, 调整后EBITA%目标为25%; 加工解决方案收入CAGR目标约为3%, 调整后EBITA%目标为22-24%。

图 33: 分业务一: Intelligent Manufacturing (制造解决方案, 以软件为主)

A leading manufacturing software platform, well-positioned for growth

Revenues BSEK (Q1 LTM 2025 proforma)	Recurring software revenue	Share of software
3.1	60%	>95%
Adj. EBITA margin (software business, Q1 LTM 2025)	Adj. EBITA margin (Q1 LTM 2025)	ROCE (on reported EBITA, Q1 LTM 2025)
>25%	22%	8%

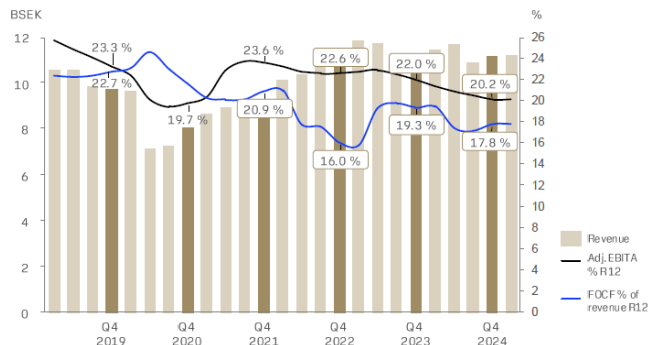


预计 24-30 年收入 CAGR 为 15%，EBIDTA% 为 25%

数据来源: 山特维克 Presentation, 广发证券发展研究中心

图 34: 分业务二: Machining (加工解决方案, 包括刀具等)

Revenue and Adj. EBITA margin development



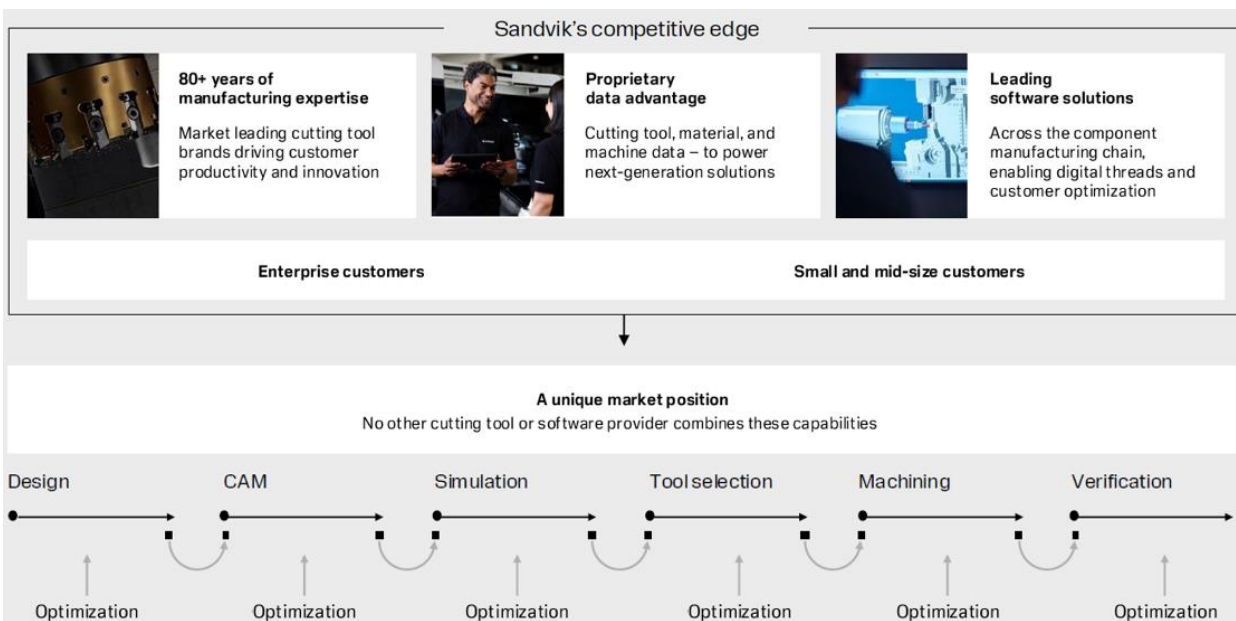
预计 24-30 年收入 CAGR 为 3%，EBIDTA% 为 22-24%

数据来源: 山特维克 Presentation, 广发证券发展研究中心

2. 核心优势: 软件+硬件, 金属加工解决方案

山特维克凭借在制造业的独特地位, 引领行业未来发展, 包括80余年制造专业知识、专有数据优势以及领先软件解决方案, 公司是一家在制造业“软硬兼备”(制造底蕴+数字化能力)、服务全规模客户的领军企业, 其所提供的加工解决方案包括设计、CAM、模拟仿真、工艺选择、加工刀具以及验证等全流程。

图 35: 山特维克定位: 金属加工解决方案提供商

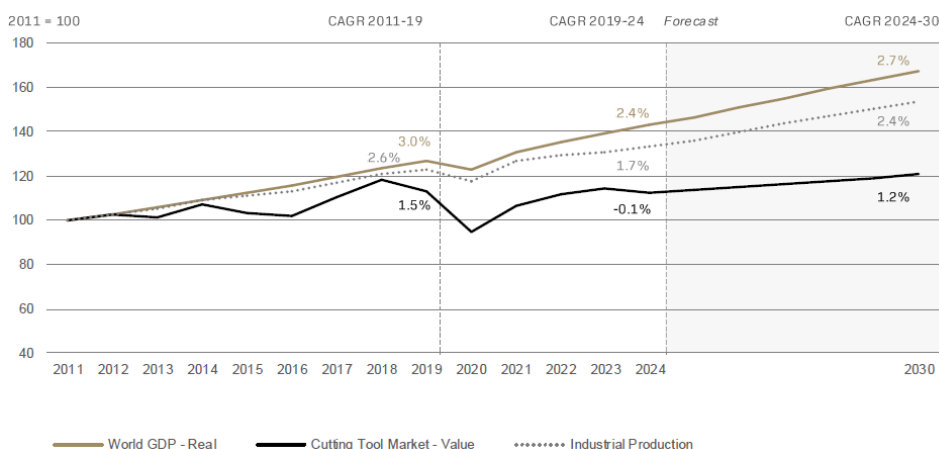


数据来源: 山特维克 Presentation, 广发证券发展研究中心

3. 未来展望：市场低速增长，增长来自于新市场+新下游

根据山特维克Presentation，预计全球工具市场24-30年的复合增长率为1.2%，而公司预计其加工解决方案（Machining）的CAGR目标为3%，跑赢行业主要体现在以下：（1）高端制造升级带动价值量提升：加工根据自动化程度可以分为六个等级，分别是人工流程、辅助系统、半自动化、高度自动化、机器人自动化、黑灯工厂，AI会成为加速自动化进程的关键动力；（2）景气下游以及景气市场：如印度等新兴市场增速更快，医药、国防、航空航天、电动汽车等子领域增速快；（3）公司通过收并购进行产品线和行业整合。

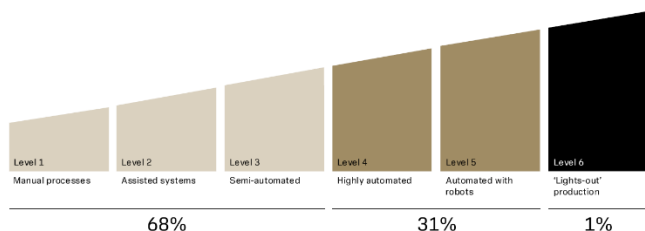
图 36：山特维克对未来五年刀具行业增速的预期



数据来源：山特维克 Presentation，广发证券发展研究中心

图 37：现状：大多数客户自动化加工水平较低

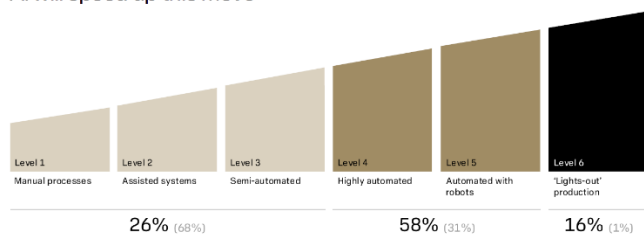
Most customers still have a low level of automation



数据来源：山特维克 Presentation，广发证券发展研究中心

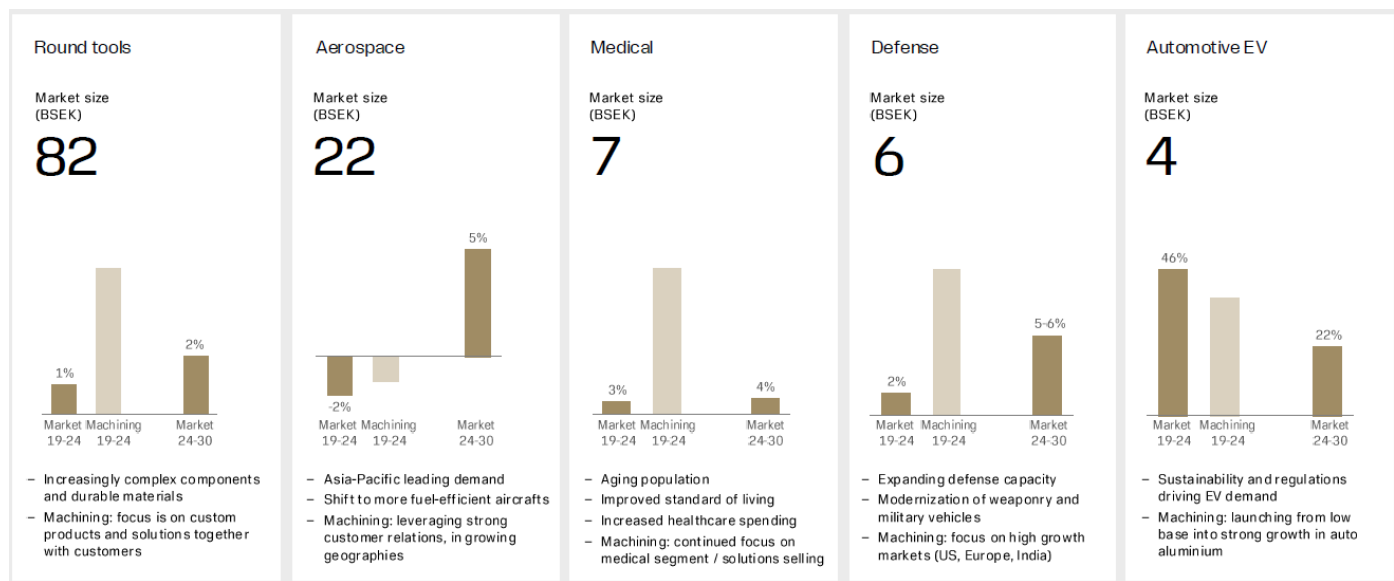
图 38：展望：80%客户加工自动化水平提升

80% expect to increase automation by 2030 - AI will speed up this move



数据来源：山特维克 Presentation，广发证券发展研究中心

图 39：山特维克列示的重点增长下游——航空航天、医药、国防、电动汽车等



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

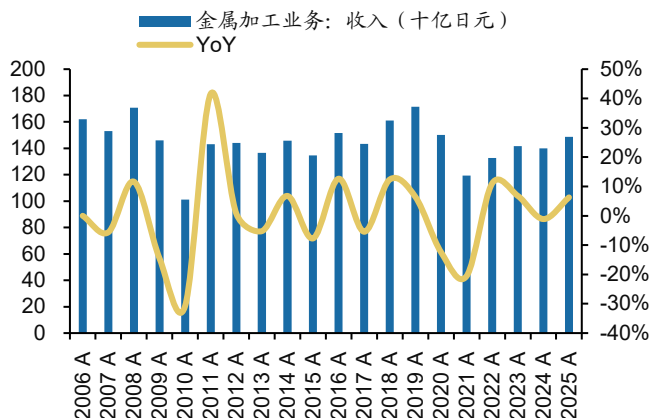
（三）三菱材料：下游向新兴领域转变，25 年以来涨价贡献明显

1. 基本情况：日系龙头，下游向新兴领域转变

根据三菱材料Presentation、Bloomberg，公司金属加工业务最早和追溯至十九世纪二十年代，公司开启了硬质合金的研究，并由此促成了以钨为主要原料的硬质合金工具的开发与商业化，这一突破标志着金属加工解决方案业务的起点。之后，公司逐步拓展了金属冶炼、金属回收、可再生能源等新业务。25A（24年4月至25年3月）公司的金属加工业务收入为1488亿日元（约74亿人民币），收入占比约8%；营业利润为88亿日元（约4亿人民币），营业利润率为6%。

根据三菱材料Presentation，公司预计在未来五年进行下游结构升级以提高盈利能力，预计汽车领域的收入占比由25年的30%下降至31年的22%，航空航天、医药等领域的占比各提升3pct。

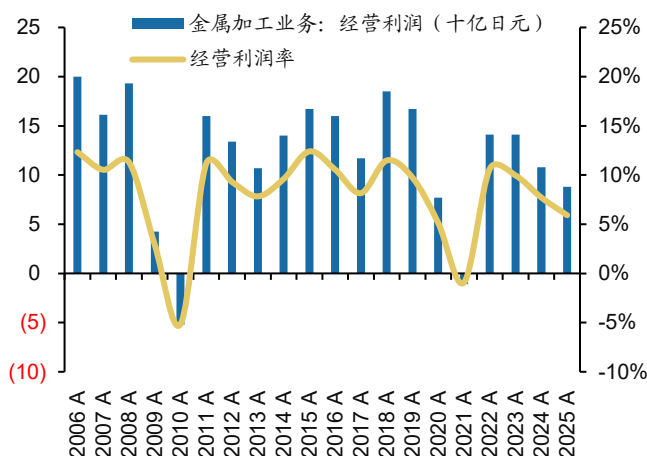
图 40: 三菱材料加工业务营业收入



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2025A 表示公司 24 年 4 月至 25 年 3 月的经营数据

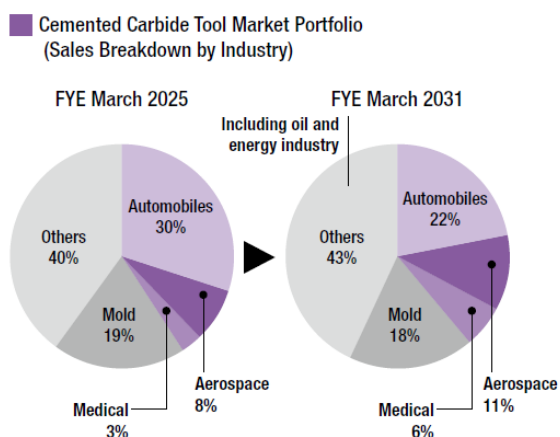
图 41: 三菱材料加工业务营业利润及利润率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2025A 表示公司 24 年 4 月至 25 年 3 月的经营数据

图 42: 三菱材料25-31年下游结构预期变化



数据来源: 三菱材料 Presentation, 广发证券发展研究中心

图 43: 三菱材料加工解决方案



Manufacture and sale of cemented carbide products, etc.

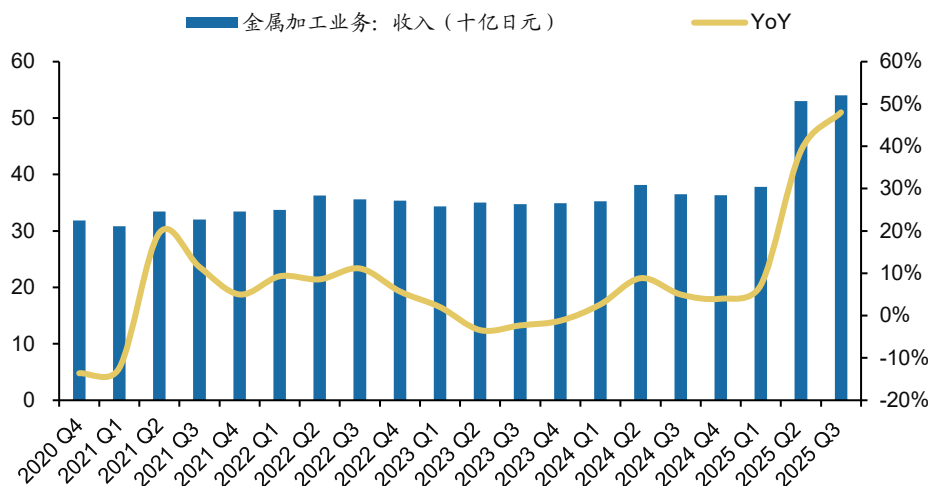


数据来源: 三菱材料 Presentation, 广发证券发展研究中心

2. 边际变化: 25Q2收入出现拐点, 涨价贡献明显

根据三菱材料Presentation、Bloomberg, 25Q2公司金属加工业务实现收入约530亿日元, 同比+39%, 出现业绩拐点, 25Q3收入增速进一步提高至48%, 拆分来看, 涨价贡献显著。公司在25年11月的中期业绩说明会将全年的扣非利润预期由83亿日元上修5亿日元至88亿日元, 其中涨价贡献了增量预期的34%。

图 44: 三菱材料加工业务营业收入, 25年二季度开始加速



数据来源: 三菱材料 Presentation, 广发证券发展研究中心

注: 日期已按照日历年换算

图 45: 三菱材料25年9月份上修全年业绩预期, 其中涨价贡献明显 (单位: 十亿日元)

H1 Ordinary Profit (FYE March 2025)	6.3	Previous Forecast for Full-year Ordinary Profit (FYE March 2026)	8.3
Exchange rate difference	-0.9	Exchange rate difference	+0.6
Price difference	+0.4	Price difference	+1.7
Volume difference	+0.0	Volume difference	-3.9
Dividend income	+0.0	Dividend income	+0.0
Share of profit (loss) of entities accounted for using equity method	+0.0	Share of profit (loss) of entities accounted for using equity method	+0.1
Other	-1.6	Other	+1.9
H1 Ordinary Profit (FYE March 2026)	4.3	Current Forecast for Full-year Ordinary Profit (FYE March 2026)	8.8

数据来源: 三菱材料 Presentation, 广发证券发展研究中心

注: 公司的经营年为 T 年 4 月至 T+1 年 3 月

四、盈利预测和投资建议

刀具行业周期上行有三重逻辑：短期为碳化钨涨价带动下的量价齐升，中期为AI、人形机器人等新兴领域制造驱动下的结构性顺周期，长期为制造自动化率提升、自主可控和国产替代。

根据欧科亿交易所互动易平台信息，公司业绩拐点已现，25Q3公司数控刀具产品销量2980万片/支，销量环比提升53%，平均价格为8.15元/片，价格环比提升15%；硬质合金制品销量425吨，平均价格为39.58万元/吨，价格环比提升18%，三季度实现量价齐升。毛利率方面，综合毛利率为26%，环比提升13个百分点，数控刀具的毛利率环比提升了17个百分点，硬质合金制品的毛利率环比提升了10个百分点。

过去三年，公司前置进行资本开支，以及进行产品和下游结构调整，短期拖累的利润；展望未来，充足的产能和健康的下游结构将成为公司业绩持续向上的动力。

(1) 数控刀具业务：25年受益于下游量价齐升业绩增速快，之后的主要增长逻辑将由收入增长切换为产能利用率提升带动盈利提升。预计公司25-27年数控刀具业务营收增速为33%、17%、18%，毛利率为29%、34%、38%。

(2) 硬质合金制品业务：根据欧科亿交易所互动易平台信息，25年是公司硬质合金新产能投产的第一年，产能利用率仅为50%。硬质合金制品原材料价值占比高于刀具，25年考虑到公司的低价库存，涨价较为温和，预计26年原材料价格向下游传导会更加剧烈，公司的收入增速会加快。预计25-27年公司硬质合金在制品业务收入同比+24%、34%、34%，毛利率为14%、17%、19%。

结论：预计公司25-27年实现营业收入14.46、17.97、22.47亿元，同比+28%、24%、25%；毛利率为22%、26%、28%。

表 6：盈利预测（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公司整体					
收入	1026	1127	1446	1797	2247
增长率	-3%	10%	28%	24%	25%
成本	725	872	1120	1333	1615
毛利	301	255	325	464	632
a)	29%	23%	22%	26%	28%
一、数控刀片业务					
收入	579	598	795	932	1101
增长率	-10%	3%	33%	17%	18%
成本	345	419	563	615	686
毛利	234	178	232	317	415
毛利率(%)	40%	30%	29%	34%	38%
二、硬质合金制品					
收入	445	501	621	835	1116
增长率	10%	12%	24%	34%	34%

成本	379	424	534	694	905
毛利	66	77	87	141	211
毛利率(%)	15%	15%	14%	17%	19%
三、其他					
收入	2	28	30	30	30
增长率	-68%	1044%	7%	0%	0%
成本	2	28	24	24	24
毛利	1	0	6	6	6
毛利率(%)	26%	-1%	20%	20%	20%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

欧科亿的可比公司包括华锐精密、中钨高新。其中公司与华锐精密的业务相似度更高，二者均为中国刀具的头部企业，但是公司的产能更充沛，截至25年9月底，欧科亿的固定资产为16.4亿元，华锐精密的固定资产为12.0亿元，欧科亿更重的固定资产虽然拖累短期利润，但是释放出未来更高的成长天花板和更具有弹性的业绩增长。中钨高新除了涉及刀具产品外，还向上游钨矿、合金制品进行延伸，产品品类更加多元，因此单一业务弹性相较于公司偏弱。

综合可比公司估值，给予公司26年30xPE，对应合理价值为38.97元/股，给予“买入”评级。

表 7：可比公司盈利预测表

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	净利润(百万元)			PE 估值水平		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
华锐精密	688059.SH	刀具	75	79.13	107	177	245	70	42	31
中钨高新	000657.SZ	刀具、钨矿等	502	22.15	939	1,287	1803	53	39	28

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：数据截止 2025 年 12 月 02 日

五、风险提示

（一）宏观经济风险

公司硬质合金制品和数控刀具产品广泛应用于木制品、家装、家具、通用机械、汽车、模具等领域。上述行业的发展受国民宏观经济形势变化的影响较大。

（二）毛利率波动风险

公司主要原材料为碳化钨和钴粉，公司硬质合金制品营业成本中直接材料占比在80%左右，对其主要采用随行就市的定价原则，公司数控刀具产品营业成本中直接材料占比在40%左右，其销售定价需综合考虑市场情况、单位成本、竞争地位等因素。未来，如果碳化钨市场价格继续较大波动，而公司产品销售价格不能同步提高，应对措施不及时，公司的经营业绩将受到不利影响。

（三）快速扩张的管理风险

随着公司规模不断壮大，公司的资产、人员规模将大幅增长，由于公司内部管理层级增加、管理幅度扩大，可能导致管理效率降低，管理费用大幅上升。如果公司不能在经营规模扩大的同时充实管理团队，完善管理体系和加强内部控制，全面提升管理水平，可能存在因管理能力不足而影响公司规模扩张和市场竞争力的风险。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	2,302	2,076	2,368	2,652	3,017
货币资金	575	300	301	321	351
应收及预付	550	629	745	925	1,156
存货	494	631	778	852	942
其他	683	516	543	554	567
非流动资产总额	1,579	1,883	1,751	1,661	1,590
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,122	1,562	1,479	1,361	1,203
在建工程	278	151	121	151	241
使用权资产	0	6	6	6	6
无形资产	104	102	99	96	93
其他	74	61	46	46	46
资产总额	3,880	3,960	4,119	4,313	4,606
流动负债总额	1,273	1,210	1,405	1,474	1,579
短期借款	665	466	585	527	462
应付及预收	455	542	668	796	965
其他	153	202	152	152	152
非流动负债总额	43	199	100	100	100
长期借款	0	87	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	43	112	100	100	100
负债总额	1,317	1,409	1,505	1,574	1,679
股本	159	159	159	159	159
其他	2,405	2,389	2,452	2,577	2,766
归母权益合计	2,563	2,548	2,611	2,736	2,925
少数股东权益	0	2	2	2	2
负债和股东权益	3,880	3,960	4,119	4,313	4,606

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,026	1,127	1,446	1,797	2,247
营业成本	725	872	1,120	1,333	1,615
营业税金及附加	7	14	14	18	22
销售费用	43	53	58	63	79
管理费用	37	51	51	54	67
研发费用	64	86	101	117	135
财务费用	3	14	12	10	8
资产信用减值损失	-15	-22	-21	-24	-28
公允价值变动收益	9	13	10	10	10
投资收益	11	3	3	3	3
营业利润	180	59	110	219	333
营业外收支	-2	0	0	0	0
利润总额	178	59	110	219	333
所得税费用	12	4	7	13	20
合并净利润	166	55	103	206	313
少数股东损益	0	-2	0	0	0
归母净利润	166	57	103	206	313
EPS (元/股)	1.05	0.36	0.65	1.30	1.97

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	-9	38	165	244	321
合并净利润	166	55	103	206	313
折旧摊销	96	120	167	170	171
营运资金变动	-254	-208	-143	-160	-193
其他	0	0	9	0	0
投资活动现金流净额	-475	-152	50	-67	-87
资本性开支	-441	-386	-50	-80	-100
投资	-44	231	-28	0	0
其他	11	3	128	13	13
融资活动现金流净额	525	-180	-102	-158	-205
股本融资	22	5	0	0	0
债权融资	631	-74	-37	-58	-65
股利分配与偿付利息	-86	-75	-59	-99	-140
其他	-42	-37	-6	0	0
现金净增加额	43	-293	114	20	30
期初现金余额	438	480	187	301	321
期末现金余额	480	187	301	321	351

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	-2.7%	9.8%	28.3%	24.3%	25.0%
营业利润增长率	-33.3%	-67.4%	87.5%	99.4%	52.0%
归母净利润增长率	-31.4%	-65.5%	80.5%	99.4%	52.0%
获利能力					
毛利率	29.3%	22.7%	22.5%	25.8%	28.1%
净利率	16.2%	4.9%	7.2%	11.5%	13.9%
ROE	6.5%	2.2%	4.0%	7.5%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	35.6%	36.5%	36.5%	36.4%
有息负债率	17.1%	14.0%	14.2%	12.2%	10.0%
流动比率	1.8	1.7	1.7	1.8	1.9
利息保障倍数	19.7	4.6	7.3	14.4	24.0
营运能力					
应收账款周转率	3.2	3.0	3.3	3.3	3.3
存货周转率	1.5	1.4	1.4	1.6	1.7
应付账款周转率	3.4	4.3	4.5	4.5	4.5
每股指标					
每股收益	1.05	0.36	0.65	1.30	1.97
每股净资产	16.14	16.05	16.44	17.23	18.42
每股经营现金流	-0.06	0.24	1.04	1.53	2.02
估值比率					
PE	26.7	50.0	44.3	22.2	14.6
PB	1.7	1.1	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	16.5	15.6	16.5	11.7	8.9

广发机械行业研究小组

代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

孙柏阳：首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

汪家豪：资深分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

范方舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

王宁：资深分析师，北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

蒲明琪：资深分析师，纽约大学计量金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

黄晓萍：高级分析师，复旦大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

张智林：高级研究员，同济大学建筑学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。