华锐精密（688059.SH）

三季度利润增长提速，刀具行业量价齐升

公司评级	买入
当前价格	74.03 元
合理价值	96.45 元
前次评级	买入
报告日期	2025-11-25

核心观点：

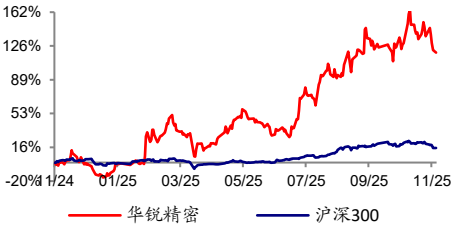
- **下游需求回暖带动收入增长，产能利用率驱动净利率提升。**根据 Wind、公司投资者关系活动记录表，25Q3 公司实现营业收入 2.52 亿元，同比+44%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比+916%；毛利率为 44%，同比+11pct，销售+管理+研发费用率合计为 11%，同比-8pct，净利率为 21%，同比+18pct。公司业绩增长的因素包括：（1）下游需求的回暖，同时公司产品性能不断提升，品类日趋完善，渠道稳步开拓，产销量同比增长；（2）收入的杠杆效应，刀具行业属于重资产行业，产能利用率和盈利能力高度相关，因此收入的杠杆效应明显；（3）公司股权激励计划结束，本期不再产生股权激励费用。
- **碳化钨原材料带动内外资刀具企业量价齐升。**根据 Wind，碳化钨原材料的价格从 25 年 4 月至 10 月翻倍，刀具企业逐步向下游顺价，行业出现量价齐升。根据欧科亿交易所互动易公告，25Q3 欧科亿数控刀片销量环比+53%，平均价格环比+15%；根据三菱材料 presentation，三菱材料在 25 年 11 月的中期业绩说明会中将全年的金属加工业务的扣非利润预期由 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%。
- **盈利预测与投资建议：**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。根据海关总署数据，中国硬质合金的进口金额同比增速已从 25 年 7 月的-2%恢复至 9 月的 17%。从公司的三季报我们已看到行业的拐点迹象。预计 25-27 年公司实现归母净利润 1.87、2.58、3.42 亿元，同比+74%、+38%、+33%。综合可比公司估值，给予公司 26 年 35xPE，对应合理价值为 96.45 元/股，维持“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	794	759	979	1,212	1,417
增长率（%）	32.0%	-4.4%	29.0%	23.9%	16.9%
EBITDA	320	316	423	520	635
归母净利润	158	107	187	258	342
增长率（%）	-4.8%	-32.3%	74.4%	38.2%	32.5%
EPS（元/股）	2.55	1.72	1.99	2.76	3.65
市盈率（P/E）	30.8	26.0	37.1	26.9	20.3
ROE（%）	12.6%	8.0%	12.6%	15.7%	18.3%
EV/EBITDA	16.3	10.5	17.3	13.8	11.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

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：孙柏阳
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

1. 盈利预测

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。公司的三季报我们已看到行业的拐点迹象。

（1）数控刀片业务：25年数控刀片原材料涨价幅度大，随着刀具企业向下游顺价，行业销量、价格将同步提升，同时，刀具行业具有重资产属性，公司的产能利用率高提升将带动毛利率提升。预计公司25-27年数控刀片业务的营收同比+30%、+24%、+17%；毛利率为47%、48%、50%。

（2）整刀业务：公司整体刀具的产能正处在逐步释放阶段，销量持续提升，毛利率随产能释放而逐步回暖。预计公司25-27年整刀业务营收同比+27%、28%、20%，毛利率为5%、10%、15%。

（3）其他：预计公司25-27年其他业务的收入增速为5%，毛利率为30%。

结论：预计公司25-27年实现营业收入9.79、12.12、14.17亿元，同比+29%、+24%、+17%；预计25-27年公司实现归母净利润1.87、2.58、3.42亿元，同比+74%、+38%、+33%。

表 1：盈利预测（单位：百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
公司整体				
收入	759	979	1212	1417
增长率	-4%	29%	24%	17%
成本	460	567	675	756
毛利	300	412	538	661
毛利率(%)	39%	42%	43%	45%
一、数控刀片业务				
收入	644	837	1036	1208
增长率	-11%	30%	24%	17%
成本	354	444	528	592
毛利	290	393	508	616
毛利率(%)	45%	47%	48%	50%
二、整刀业务				
收入	93	119	152	183
增长率	57%	27%	28%	20%
成本	92	107	130	146
毛利	1	12	23	37
毛利率(%)	1%	5%	10%	15%
三、其他				
收入	22	23	24	25
增长率	5%	5%	5%	5%
成本	13	16	17	18
毛利	9	7	7	8
毛利率(%)	39%	30%	30%	30%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

华锐精密的可比公司包括欧科亿、中钨高新、普源精电。其中欧科亿和华锐均深耕于数控刀片领域，二者收入体量较为接近；中钨高新业务相较于公司体量更大，除了有刀具产品外，还包括合金制品等，因此估值偏低；普源精电的主要产品为示波器等仪器仪表，和公司同处于国产替代赛道，公司置地和赛道卡位具有可比性。

参考可比公司估值，给予公司26年35xPE，对应合理价值96.45元/股，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	收盘价	净利润（百万元）			PE 估值水平		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
欧科亿	688308.SH	刀具	45	28.09	57	107	155	78	42	29
中钨高新	000657.SZ	刀具、精矿及粉末、合金制品等	494	21.66	939	1287	1803	53	38	27
普源精电	688337.SH	仪器仪表	72	36.95	92	110	166	78	65	43

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：数据截至 25 年 11 月 24 日

2. 风险提示

（1）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。

（2）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。近年，主要原材料碳化钨的市场价格波动较大，公司采取了相应的应对措施，原材料价格波动未造成太大影响。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。

（3）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	**966**	**1,133**	**1,218**	**1,357**	**1,581**
货币资金	81	136	200	220	283
应收及预付	490	511	550	681	795
存货	308	397	398	385	432
其他	87	88	71	71	71
非流动资产总额	**1,244**	**1,396**	**1,371**	**1,326**	**1,260**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,020	1,169	1,162	1,139	1,125
在建工程	71	141	121	101	51
使用权资产	13	12	12	12	12
无形资产	25	23	21	20	18
其他	115	51	54	54	54
资产总额	**2,210**	**2,529**	**2,589**	**2,682**	**2,841**
流动负债总额	**457**	**625**	**558**	**504**	**461**
短期借款	70	260	163	77	0
应付及预收	223	216	243	275	309
其他	165	150	152	152	152
非流动负债总额	**497**	**572**	**553**	**533**	**513**
长期借款	25	64	60	40	20
应付债券	326	353	353	353	353
其他	146	155	140	140	140
负债总额	**954**	**1,197**	**1,111**	**1,037**	**974**
股本	62	62	94	94	94
其他	1,195	1,269	1,384	1,552	1,774
归母权益合计	1,256	1,331	1,478	1,645	1,868
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	**2,210**	**2,529**	**2,589**	**2,682**	**2,841**

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**794**	**759**	**979**	**1,212**	**1,417**
营业成本	433	460	573	693	778
营业税金及附加	3	4	5	6	7
销售费用	37	33	44	55	64
管理费用	41	34	44	52	57
研发费用	61	51	69	82	92
财务费用	29	38	14	10	6
资产信用减值损失	-18	-29	-17	-18	-21
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	3	0	0	0	0
营业利润	**181**	**120**	**214**	**296**	**393**
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	183	120	214	296	393
所得税费用	25	13	28	39	51
合并净利润	**158**	**107**	**187**	**258**	**342**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	**158**	**107**	**187**	**258**	**342**
EPS（元/股）	2.55	1.72	1.99	2.76	3.65

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	**3**	**118**	**375**	**380**	**439**
合并净利润	158	107	187	258	342
折旧摊销	95	131	178	195	215
营运资金变动	-320	-199	-11	-104	-148
其他	0	0	8	0	0
投资活动现金流净额	**-97**	**-193**	**-148**	**-150**	**-150**
资本性开支	-261	-193	-150	-150	-150
投资	160	0	2	0	0
其他	3	0	0	0	0
融资活动现金流净额	**-38**	**131**	**-164**	**-209**	**-226**
股本融资	10	16	31	0	0
债权融资	11	175	-101	-106	-97
股利分配与偿付利息	-56	-59	-81	-103	-129
其他	-2	-1	-12	0	0
现金净增加额	**-133**	**56**	**64**	**20**	**63**
期初现金余额	**214**	**81**	**136**	**200**	**220**
期末现金余额	**81**	**136**	**200**	**220**	**283**

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	32.0%	-4.4%	29.0%	23.9%	16.9%
营业利润增长率	-1.0%	-33.6%	78.2%	38.2%	32.5%
归母净利增长率	-4.8%	-32.3%	74.4%	38.2%	32.5%
获利能力					
毛利率	45.5%	39.5%	41.5%	42.9%	45.1%
净利率	19.9%	14.1%	19.1%	21.3%	24.1%
ROE	12.6%	8.0%	12.6%	15.7%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	43.2%	47.4%	42.9%	38.7%	34.3%
有息负债率	19.0%	26.7%	22.3%	17.5%	13.1%
流动比率	2.1	1.8	2.2	2.7	3.4
利息保障倍数	7.5	4.8	15.2	25.2	43.7
营运能力					
应收账款周转率	3.2	2.0	2.4	2.4	2.4
存货周转率	1.4	1.2	1.4	1.8	1.8
应付账款周转率	3.5	2.9	3.3	3.6	3.6
每股指标					
每股收益	2.55	1.72	1.99	2.76	3.65
每股净资产	20.31	21.39	15.79	17.59	19.96
每股经营现金流	0.04	1.89	4.01	4.06	4.69
估值比率					
PE	30.8	26.0	37.1	26.9	20.3
PB	3.9	2.1	4.7	4.2	3.7
EV/EBITDA	16.3	10.5	17.3	13.8	11.1

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。