

欧科亿（688308）深度研究报告

体系逐步完善，结构持续优化，向中高端刀具市场迈进

- ❖ 公司是国产数控刀具及硬质合金制品领先企业。公司是国家级“专精特新”，公司锯齿产品生产规模国内第一；快速增长的数控刀片产品系列丰富、切削寿命、性能、精度均达到行业先进水平，产量位居国内第二。公司 2017-2022 年营业收入由 4.28 亿元增长至 10.6 亿元，CAGR 达 19.8%，其中数控刀具 CAGR 达 37.1%，收入占比提升至 61%；公司归母净利润由 0.45 亿元增长至 2.42 亿元，CAGR 达 40.3%，表现出优异的成长性。
- ❖ 数控刀具耗材属性优质赛道顺周期，制造业升级助力中高端刀具国产化。机床刀具为典型的工业耗材，全球市场规模超 2000 亿元，国内市场规模近 500 亿元。国内刀具行业竞争格局层次分明，以山特维克为代表的欧美刀具企业在解决方案上具有先发优势，占据主导市场。国产头部品牌依靠技术和资本优势，通过研发和创新发力中高端市场，通过下沉至终端客户提供行业解决方案以提高客户粘性。此外，我国机床数控化率提升空间大，需求总量保持提升态势的同时，刀具市场结构有望逐步向中高端需求优化。
- ❖ 公司产品体系逐步完善，产能持续爬坡。1) 布局金属陶瓷刀片：公司自 2017 年立项重点开发金属陶瓷基础材料研究，现已推出几十个金属陶瓷数控刀片型号。2) 积极布局军工领域，公司已于 2022 年获得军工资质认证，将助力公司打开国内高端市场。3) 产品结构优化：数控刀具产品占比逐年提升，逐步优化硬质合金锯齿刀片收入结构，同时棒材产品收入提升。另一方面，公司正加大力度投放产能。公司 2022 年完成定增募资 8 亿元用于建设数控刀具产业园，该项目已提前启动建设，公司数控刀片、棒材、整体刀具、金属陶瓷刀片等产能持续释放，形成规模效益将进一步提升综合竞争力。
- ❖ 国内加大渠道建设，海外进行渠道扩张，产品走向全球市场。公司正加大拓展国内销售渠道力度，在全国市场布局刀具商店，逐步深入到终端市场，加大专业定制化刀具的市场开拓，深入汽车、航天航空、风电、船舶等领域，并提升国内数控刀具商店的覆盖率，向终端客户提供刀具总包方案及整体配套服务，由产品服务延伸至客户现场管理，增强客户附加值提升。同时，公司拓展海外市场步伐加快，2022 年公司新开拓国外客户近 60 家，在多个国家完成刀具商店布局，助推产品走向全球市场。
- ❖ 投资建议：我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 13.8、17.9、22.7 亿元，实现归母净利润分别为 3.23、4.40、5.81 亿元，对应 EPS 分别为 2.87、3.91、5.16 元。参考可比公司估值水平，基于公司的国内刀具民营企业龙头地位，市场份额提升潜力大、制造业景气复苏等因素，给予 2023 年 30 倍 PE，目标价调整为 86.1 元，维持“强推”评级。
- ❖ 风险提示：制造业景气复苏不及预期；扩产进度不及预期；新行业及海外市场拓展不及预期。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	1,055	1,381	1,793	2,274
同比增速(%)	6.6%	30.9%	29.8%	26.8%
归母净利润(百万)	242	323	440	581
同比增速(%)	8.9%	33.5%	36.1%	31.9%
每股盈利(元)	2.15	2.87	3.91	5.16
市盈率(倍)	26	19	14	11
市净率(倍)	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

强推（维持）

目标价：86.1 元

当前价：55.65 元

华创证券研究所

证券分析师：范益民

电话：021-20572562
邮箱：fanyimin@hcyjs.com
执业编号：S0360523020001

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859
邮箱：gengchen@hcyjs.com
执业编号：S0360517100004

证券分析师：丁祎

邮箱：dingyi@hcyjs.com
执业编号：S0360523030001

公司基本数据

总股本(万股)	11,261.63
已上市流通股(万股)	6,587.08
总市值(亿元)	62.67
流通市值(亿元)	36.66
资产负债率(%)	25.65
每股净资产(元)	22.45
12 个月内最高/最低价	84.60/45.43

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《欧科亿（688308）2022 年三季报点评：渠道开拓成果显著，结构升级提升盈利质量》

2022-11-02

投资主题

报告亮点

本篇报告通过对刀具市场竞争格局、国内市场产品结构、数控化率等多角度阐述，详细分析了国产头部刀具企业的市场机遇。此外，通过对欧科亿收入结构变化、渠道扩张、财务指标、产能提升等多个维度，分析公司的竞争力及前景。

投资逻辑

数控刀具作为工业耗材有望率先受益制造业复苏。伴随制造业资本开支复苏，作为工业耗材的数控刀具需求有望迎来持续提升。公司数控刀片新产能爬坡顺利，伴随棒材、整体刀具、金属陶瓷刀片等产能持续释放，公司产品结构持续优化，产品均价稳步提升，盈利能力有望再上台阶。

刀具作为“工业牙齿”有望在中高端领域加速进口替代。国产头部品牌依靠技术和资本优势，通过研发和创新发力中高端市场，通过下沉至终端客户提供行业解决方案以提高客户粘性。此外，我国机床数控化率提升空间大，需求总量保持提升态势的同时，刀具市场结构有望逐步向中高端需求优化。

公司数控刀具业务有望保持快速增长趋势。（1）**渠道扩张：**公司技术积累深厚，产品性能达到行业先进水平，公司通过国内外市场渠道建设走向全球市场。（2）**产能提升：**2022年公司数控刀具产品销量近亿片，数控刀具产业园定增项目已先期建设扩产。（3）**品类完善：**公司完善了数控刀片中小零件加工、金属陶瓷刀片、高硬车刀片、高温合金产品、汽轮机叶片加工产品等多个系列方向，同时开发了多个棒材系列产品并已批量供应市场；（4）**拓展军工：**公司积极布局军工领域，已获军工资质认证，助力打开高端市场。（5）**结构改善：**公司新增产能侧重于高毛利的铣削刀片及精加工刀片等，产品单价及盈利能力将随之提升。

关键假设、估值与盈利预测

关键假设：1）制造业资本开支进入新一轮景气上行周期，刀具作为金属切削工具，是制造业的重要耗材之一，需求相应上行。2）公司作为国内民营刀具企业龙头，凭借自身技术及成本优势，市场份额逐步提升，产品毛利率保持稳中有进。**盈利预测：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 13.8、17.9、22.7 亿元，实现归母净利润分别为 3.23、4.40、5.81 亿元，对应 EPS 分别为 2.87、3.91、5.16 元。**估值：**参考可比公司估值水平，基于公司的国内刀具民营企业龙头地位，市场份额提升潜力大、制造业景气复苏等因素，给予 2023 年 30 倍 PE，目标价 86.1 元，维持“强推”评级。

目 录

一、国产硬质合金刀具龙头，数控刀片开启新征程	6
（一）数控刀具及硬质合金制品领先企业，国家级专精特新“小巨人”	6
（二）股权结构稳定，核心技术团队专业背景强	7
（三）营收较快增长，盈利能力持续提升	9
二、数控刀具耗材属性优质赛道顺周期，国产化黄金期来临	10
（一）数控刀具是制造强国战略的重要发展领域	10
（二）全球刀具市场规模超 2000 亿元，国内市场规模近 500 亿元	12
（三）国产品牌发力高端，进口替代黄金期已至	14
（四）数控化率持续提升，进口替代为国产刀具品牌带来广阔空间	16
三、体系日渐完善、产能逐步提升、渠道有序外延，打开公司成长空间	17
（一）产品结构优化，高端数控刀具占比快速提升	17
（二）募投推动产品创新与产能扩张，助力公司快速成长	18
（三）渠道布局逐步拓展，定制化、多领域、全方位布局	19
四、关键假设、估值与盈利预测	19
五、风险提示	21

图表目录

图表 1 公司主要产品	6
图表 2 公司数控刀具及硬质合金产品营收	7
图表 3 公司数控刀具及硬质合金产品毛利率	7
图表 4 公司股权结构（截至 2023 年 03 月 31 日）	7
图表 5 公司董监高简介	7
图表 6 公司股权激励	8
图表 7 公司核心技术团队简介	8
图表 8 公司营业收入及增速	9
图表 9 公司归母净利润及增速	9
图表 10 公司毛利率和净利率	9
图表 11 公司经营性现金流	9
图表 12 公司期间费用率	10
图表 13 公司研发费用及研发费用率	10
图表 14 刀具产业链	10
图表 15 刀具下游应用占比	11
图表 16 行业主要法律法规和政策	11
图表 17 刀具材料类型	12
图表 18 全球切削刀具市场结构（材料）	12
图表 19 2021 年硬质合金刀具销售结构（种类）	12
图表 20 全球切削刀具消费额	13
图表 21 中国刀具市场规模	13
图表 22 中国刀具消费占机床消费比例逐年提升（亿元）	13
图表 23 2023 年或是制造业景气周期的起点	14
图表 24 数控刀具竞争格局分为三大阵营	15
图表 25 我国刀具市场集中度	15
图表 26 数控刀片生产工艺环节	16
图表 27 我国刀具进口规模	16
图表 28 我国刀具出口规模	16
图表 29 我国金属切削机床数控化率	17
图表 30 2020 年全球机床数控化率水平	17
图表 31 公司数控刀具产品产销量（万片）	17
图表 32 公司数控刀具分产品销售额（亿元）	17
图表 33 公司硬质合金制品产销量（吨）	18

图表 34 公司硬质合金制品（含棒材）营收（亿元）	18
图表 35 公司 IPO 和定增项目	18
图表 36 公司国内外销售额	19
图表 37 公司产品直销和经销额	19
图表 38 公司业务拆分与预测（万元）	20
图表 39 可比公司估值对比	20

一、国产硬质合金刀具龙头，数控刀片开启新征程

（一）数控刀具及硬质合金制品领先企业，国家级专精特新“小巨人”

公司成立于 1996 年，于 2020 年在上交所科创板上市，国家级“专精特新”小巨人企业。业务涵盖数控刀具产品和硬质合金制品，其中数控刀具产品为数控刀片，包括车削、铣削和钻削三大系列，硬质合金制品主要包括锯齿刀片、圆片和棒材。公司生产的产品广泛应用于通用机械、汽车、模具、轨道交通、航空航天、能源、石油化工等领域。

图表 1 公司主要产品

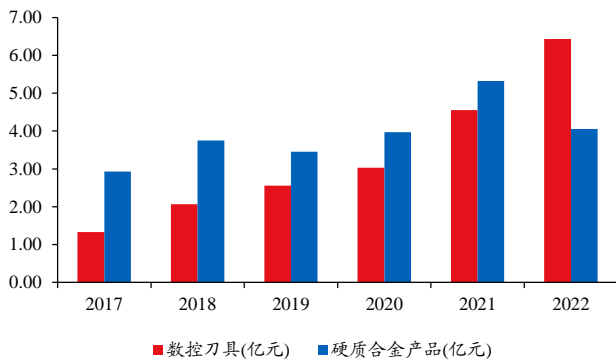
产品名称		图示	产品简介	用途
硬质合金制品	硬质合金锯齿刀片		属于一种焊接刀片。锯齿刀片可通过焊接、刃磨等工序制作成硬质合金锯片。	加工对象为实木、胶合板、密度板、刨花板、防火板等木质板材以及塑料、亚克力、铝制品、黄铜制品、铸铁、无缝钢管、圆钢、彩钢瓦等工件，主要应用于家具、家装、冶金、建筑、园艺等行业。
	整体硬质合金圆片铣刀毛坯		产品通过刃磨、开齿、抛光等工序制作成整体硬质合金圆片铣刀、切刀等。	主要加工对象为不锈钢、钛合金、耐热合金、各类其他钢材、铝、铜等有色金属及亚克力、玻璃纤维、塑料、橡胶、纸板等，主要应用于眼镜、汽车、造纸、电器、轻纺、食品、轻工等行业。
数控刀具产品	数控刀片		安装在数控机床上，可用于车削、铣削、钻削加工。公司能够提供符合国际标准和客户定制要求的数控刀片，包括 PVD/CVD 涂层刀片、行业专用数控刀片、复杂切削刀片等。	广泛应用于各种领域的金属加工，例如卫浴管件；汽车零部件；注塑模具；汽车轴承、不锈钢法兰、工量夹具等。
棒材			产品经磨削、刃口处理、涂层等工序制成整体硬质合金刀具，安装在数控机床上使用。	主要加工对象为碳钢、合金钢、不锈钢、耐热合金、钛合金、有色金属、复合材料等材质，被广泛用于航空航天、汽车制造、模具、3C 电子、机械加工等行业。

资料来源：公司公告，华创证券

公司是国内锯齿刀片龙头，数控刀片产量位居国产第二。据中国钨业协会，2019-2021 年，公司锯齿刀片产量稳居国内第一；而在数控刀片方面，2021 年公司产量为 0.81 亿片，位居国产第二；株洲钻石位居国产第一，产量为 1.03 亿片。

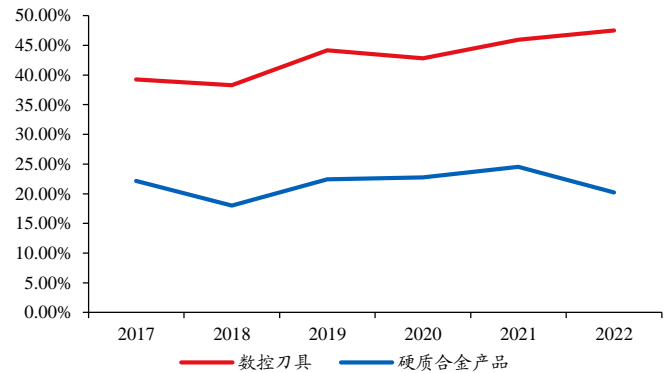
公司数控刀具产品快速增长，硬质合金制品相对稳定。作为公司着力发展的核心产品，数控刀具产品 2017-2022 年收入快速增长，由 1.33 亿元增长至 6.43 亿元，CAGR 为 37%；收入占比由 31%提升至 61%。结合刀具行业的发展趋势，公司持续加大数控刀具产品投入，销量由 2017 年的 0.19 亿片提升至 2022 年的 0.99 亿片，毛利率呈现提升态势并保持高水平。

图表2 公司数控刀具及硬质合金产品营收



资料来源: Wind, 华创证券

图表3 公司数控刀具及硬质合金产品毛利率

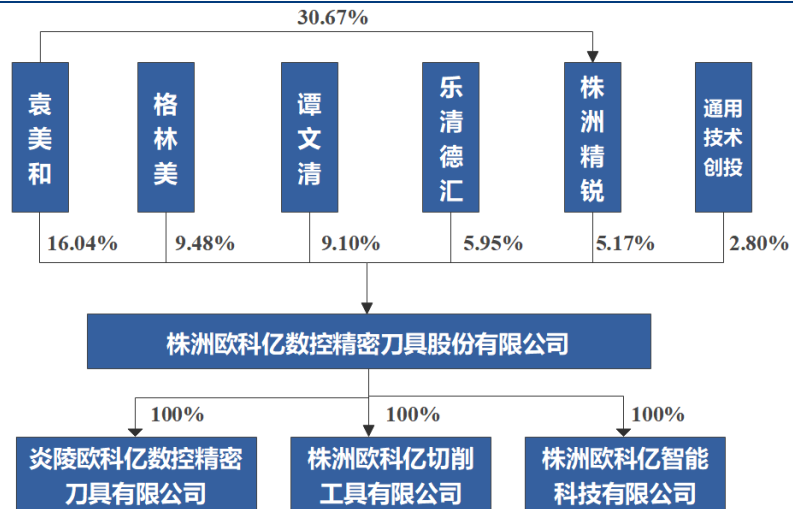


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 股权结构稳定，核心技术团队专业背景强

公司控股股东及实际控制人为董事长袁美和与谭文清。董事长袁美和毕业于中南大学有色冶金专业，1982-1995 年历任 601 厂研究所技术员、副主任，劳服培训中心副厂长；1996-2017 年任欧科亿董事长兼总经理，2017 年以来任公司董事长。公司股权结构稳定，管理层管理经验丰富。

图表4 公司股权结构（截至 2023 年 03 月 31 日）



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表5 公司董监高简介

姓名	职务	简介
袁美和	董事长	1982 年 7 月至 1995 年 11 月，历任 601 厂研究所技术员、副主任，601 厂劳服培训中心副厂长；1996 年 1 月至 2017 年 6 月，任株洲欧科亿数控精密刀具有限公司董事长兼总经理；2017 年 6 月至今，任公司董事长。
谭文清	董事、总经理	1991 年 7 月至 2000 年 2 月，任株洲市长江实业开发总公司四星工贸公司销售经理；2000 年 3 月至 2017 年 6 月，任株洲欧科亿数控精密刀具有限公司副总经理；2017 年 6 月至今，任公司董事、总经理。
穆猛刚	董事	2013 年 9 月至 2019 年 3 月，历任格林美股份有限公司会计主管、江西格林美报废汽车循环利用有限公司财务总监、扬州宁达贵金属有限公司财务总监、格林美（无锡）能源材料有限公司财务总监、格林美股份有限公司财务部副总监；2019 年 3 月至今，任格林美股份有限公司财务总监；2019 年 4 月至今，任公司董事。
杨献福	董事	1989 年 8 月至 1992 年 6 月，任教于乐清市南塘中学；1992 年 8 月至今，任教于乐清市虹桥镇第二中学；2017 年 6 月至今，任公司董事。

陈汉钊	董事	2009年7月至2013年8月，任中国移动番禺分公司总经理助理；2015年5月至今，任广东粤科风险投资管理有限公司投资总监；2020年7月至今，任公司董事。
苏振华	董事	2000年至2014年，历任公司厂长助理、技术部部长助理、主任工程师、技术部部长、合金三厂厂长。2015年至今，任公司企业技术中心技术总监。2022年4月29日至今，任公司董事。
韩红涛	副总经理、董事会秘书	2006年6月至2016年12月，历任格林美股份有限公司技术发展部项目经理、技术标准与知识产权部经理、证券事务代表、总经理助理；2017年1月至今，任公司副总经理、董事会秘书。

资料来源：公司公告，华创证券

实施股权激励，绑定优秀人才。公司于2022年开展股权激励计划，股权激励计划分首次授予和预留授予，其中，首次授予股数169万股，预留股数31万股，激励对象人数172人，授予价格为28.3元/股。

图表6 公司股权激励

姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例
一、董事、高级管理人员、核心技术人员				
韩红涛	中国	副总经理、董事会秘书	2	1%
梁宝玉	中国	财务总监	2	1%
苏振华	中国	核心技术人员	2	1%
李树强	中国	核心技术人员	2	1%
陈信锺	中国	核心技术人员	2	1%
罗利军	中国	核心技术人员	1.5	0.75%
刘钢	中国	核心技术人员	0.8	0.4%
小计			12.3	6.15%
二、其他激励对象				
董事会认为需要激励的其他人员（共165人）			156.7	78.35%
首次授予合计			169.00	84.50%
三、预留部分			31	15.50%
合计			200	100%

资料来源：公司公告，华创证券

核心技术团队专业背景硬，技术水平行业先进水平。公司核心技术人员均拥有丰富的行业经验与扎实的专业知识，掌握硬质合金制造、刀具制造和集成应用环节的关键核心技术，是公司技术水平持续上升、产品逐渐高端化发展的重要支撑力量。

图表7 公司核心技术团队简介

姓名	职务	研发实力和贡献
袁美和	董事长，技术带头人	中南大学有色冶金专业毕业，高级工程师，现任公司董事长，中国钨业协会理事、硬质合金分会副会长；从事硬质合金产品研发、技术创新和相关管理工作近30年，有着丰富的实践经验与较高的理论水平，特别是在硬质合金材料和数控刀具的研究与应用方面有较深的造诣；主持并参与10项发明专利，其主导开发的多项科研项目获得国家级、省、市、县多级项目专项资金支持，曾获得株洲市优秀企业家。
苏振华	技术总监	株洲冶金工业学校粉末冶金及热处理专业毕业，2001年加入公司从事硬质合金精密切削刀片的生产与研发工作，对硬质合金刀片的质量控制、分析检测方法、产品过程控制及全面质量管理方面有较为深厚技术沉淀。
李树强	设计总监	湖南工业大学机械设计制造专业毕业，高级工程师，株洲市科协代表，2012年加入欧科亿。目前主要从事高精密硬质合金材料研发和刀具产品设计，曾获得株洲市专利奖二等奖，主持并参与6项发明专利，多次担任省、市科研项目负责人。
罗利军	总监助理兼应用部部长	西北农林科技大学机械设计制造及其自动化专业毕业，曾任职于山特维克可乐满公司，拥有丰富的刀具结构设计和应用方案设计经验，2012年加入欧科亿，主要负责新产品测试和刀具整体解决方案的设计。
刘钢	技术开发部	湘潭大学金属材料工程（粉末冶金方向）专业毕业，工程师。2007年加入欧科亿，任职期间主持开发了多种

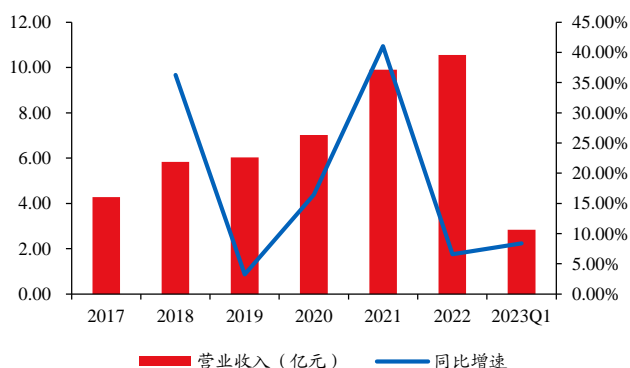
	长兼分析检测中心主任	硬质合金刀具涂层牌号，在刀具材料和涂层设计方面有丰富的经验。
陈信锺	技术开发部副部长	中南大学粉体材料科学与工程毕业。2009 年加入欧科亿，任职期间主持开发了多种高性能硬质合金牌号，应用于加工人造板、铝型材、黑色金属等材料，同时致力于工艺流程改善，建立了球磨实验体系，优化了混合料制备技术和气氛烧结技术。

资料来源：公司招股说明书，华创证券

（三）营收较快增长，盈利能力持续提升

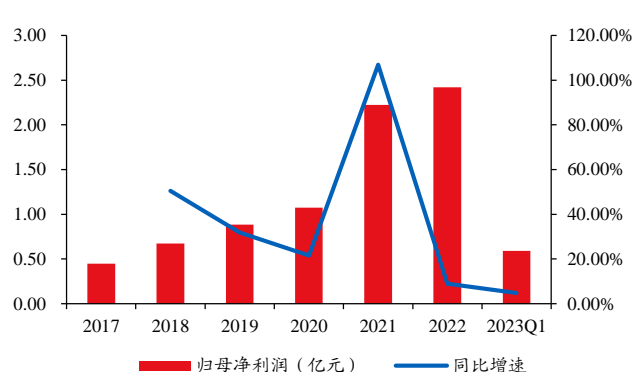
公司营收较快增长，核心产品数控刀具占比提升。在制造业升级的推动下，我国刀具消费总额呈现增长趋势。受益于此，公司营业收入保持较快增长，由 2017 年的 4.28 亿元增长至 2022 年 10.55 亿元，CAGR 达 19.8%，其中核心产品数控刀具 CAGR 达 37.1%；公司归母净利润由 2017 年 0.45 亿元快速增至 2022 年 2.42 亿元，CAGR 达 40.3%。公司 2023Q1 营收 2.84 亿元，同比增长 8.38%；归母净利润 0.59 亿，同比增长 4.78%。

图表 8 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华创证券

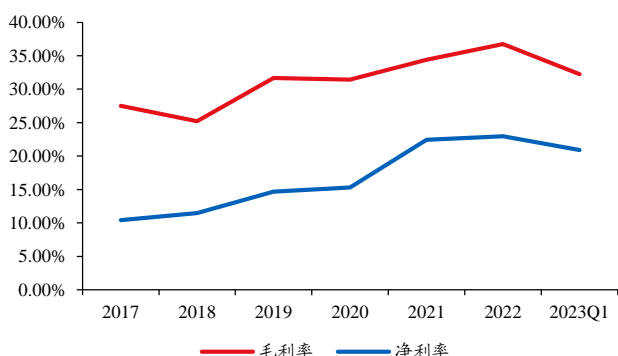
图表 9 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华创证券

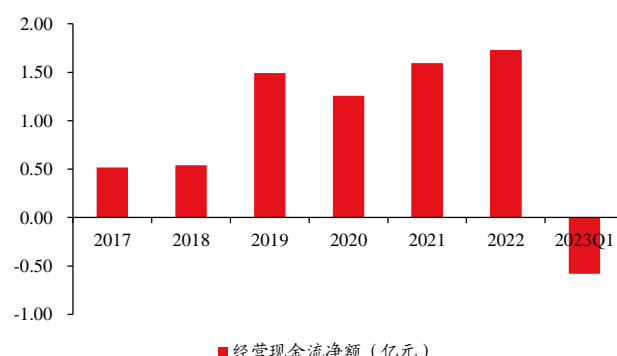
盈利能力上行，盈利质量优异。2017-2022 年，公司毛利率从 27.5%提升至 36.8%，净利率从 10.4%提升至 22.9%，主要由于产品毛利改善，高端数控刀具占比提升；经营性现金流净额从 0.52 亿元增长至 1.73 亿元。

图表 10 公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，华创证券

图表 11 公司经营性现金流

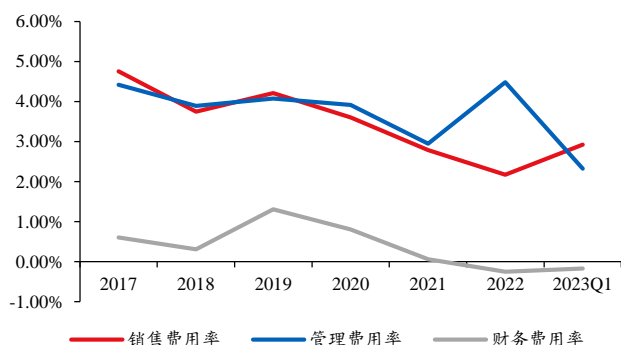


资料来源：Wind，华创证券

期间费用率整体呈下降趋势，研发费用率维持较高水平。2017-2022 年，公司销售费用率由 2017 年 4.76%降至 2022 年的 2.18%；管理费用率由 2017 年 4.42%降至 2021 年的 2.95%，2022 年管理费用率有所增长，主要系新增股权激励费用所致；财务费用率近年

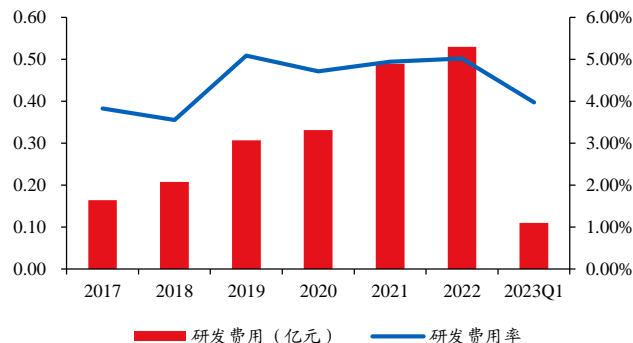
保持较低水平；研发费用率维持 5% 左右，公司通过稳定的研发投入以保持市场竞争力及技术先进性。

图表 12 公司期间费用率



资料来源：Wind，华创证券

图表 13 公司研发费用及研发费用率



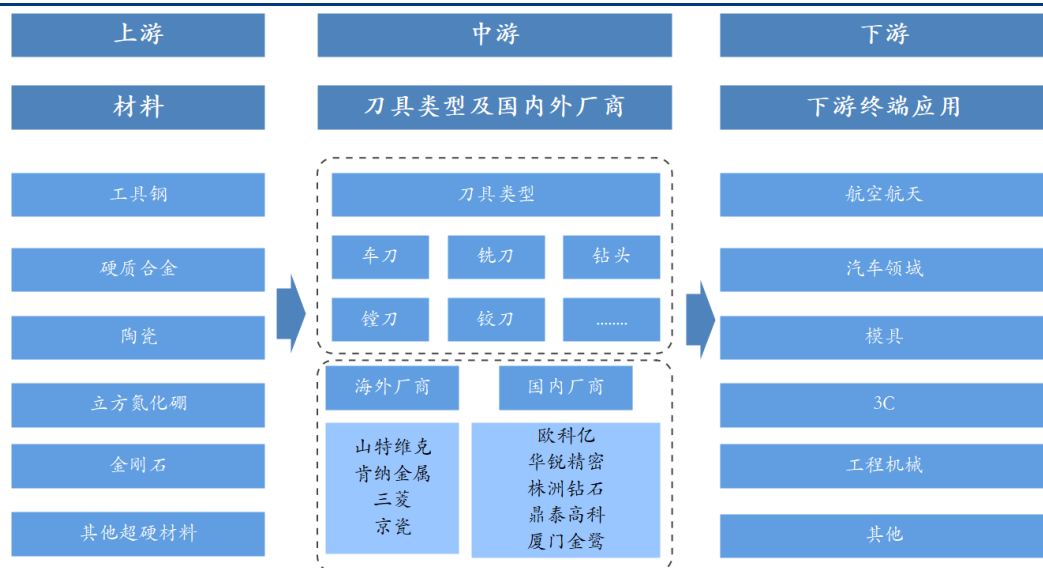
资料来源：Wind，华创证券

二、数控刀具耗材属性优质赛道顺周期，国产化黄金期来临

（一）数控刀具是制造强国战略的重要发展领域

切削刀具是具有较为清晰上下游产业链的周期性工业消耗品。上游主要为基础材料，包括工具钢、硬质合金、陶瓷、超硬材料（包括人造金刚石 PCD 和立方氮化硼 CBN）等；中游主要为各刀具制造商；下游应用场景主要包括国防军工、高端制造等行业。

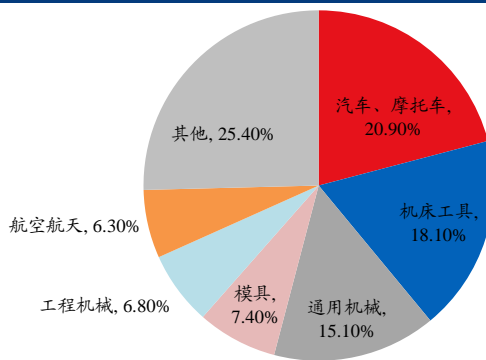
图表 14 刀具产业链



资料来源：华创证券整理

刀具下游行业应用场景分散。刀具行业下游主要为制造业，根据我国切削刀具按制造业板块的消费规模，汽车、摩托车、机床工具、航空航天、通用机械、模具及工程机械等行业对刀具的需求尤为明显。

图表 15 刀具下游应用占比



资料来源：华经产业研究院，华创证券

政策助力国内刀具制造水平提升。近年来，国家政策出台的多项关于工业制造和科技发展的政策均提到要大力提升刀具制造产业的发展水平，推动刀具制造企业的发展壮大。

图表 16 行业主要法律法规和政策

产业政策	发布单位	时间	相关内容
《机械工业“十四五”发展纲要》	中国机械工业联合会	2021 年 4 月	在机床行业，机床工具研发设计所需高性能软件以及高档数控系统多被外资品牌所垄断，存在经济与安全风险，高端数控机床自给率不足 10% 研制一批，并在机械工业补短板重点方向中提到，要“中高端数控机床产品所需的关键功能部件，控制、驱动、检测装置与系统，加工涉及的高性能、数字化、自动化、智能化切削刀具和磨料磨具，以及设计、使用、加工编程和系统控制所需的专用工业软件等”
《“十四五”智能制造发展规划》	工业和信息化部、财政部等八部	2021 年 12 月	到 2025 年，规模以上制造业企业大部分实现数字化网络化，重点行业骨干企业初步应用智能化；到 2035 年，规模以上制造业企业全面普及数字化网络化，重点行业骨干企业基本实现智能化。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国家发展和改革委员会	2021 年 3 月	要“培育先进制造业集群，推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、医药及医疗设备等产业创新发展”，“深入实施质量提升行动，推动制造业产品‘增品种、提品质、创品牌’”
《湖南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	湖南省发展和改革委员会	2021 年 3 月	要“壮大人工智能、机器人、高端数控机床、先进工控设备、先进传感器、增材制造、智能电网等产业，努力打造全国先进的智能制造装备基地”，“围绕工程机械、先进轨道交通装备、航空航天装备、高档数控机床和工业机器人等高端制造业，推进专业化物流创新发展，推动制造业与物流业深度融合”
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	国家发展改革委	2019 年 11 月	鼓励“交通运输、高端制造及其他领域有色金属新材料”“高端制造及其他领域：用于航空航天、核工业、医疗等领域高性能钨材料及钨基复合材料，高性能超细、超粗、复合结构硬质合金材料及深加工产品”“高档数控机床及配套数控系统：五轴及以上联动数控机床，数控系统，高精密、高性能的切削刀具、量具量仪和磨料磨具”。
《产业发展与转移指导目录》（2018 年本）	工业和信息化部	2018 年 12 月	发挥资源优势，打造株洲硬质合金等有色金属精深加工产业集聚区；硬质合金被列为株洲市优先承接发展的产业。
《战略性新兴产业分类（2018）》	国家统计局	2018 年 11 月	“硬质合金及制品制造”属于战略性新兴产业；“切削刀片深度加工（数控刀片、焊接刀片、普通可转位刀片等）、数控刀片（航空航天、汽车工业、高端装备制造）、棒材深加工（PCB 棒材、工具棒材）”属于重点产品和服务。
《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	科技部	2017 年 4 月	“十三五”期间，材料领域将围绕创新发展的指导思想和总体目标，紧密结合经济社会发展和国防建设的重大需求，重点发展基础材料技术提升与产业升级，其中包括高品质粉末冶金难熔金属材料及硬质合金。
《中国制造 2025》	国务院	2017 年 2 月	将数控机床和基础制造装备列为“加快突破的战略必争领域”，其中提出要加强前瞻部署和关键技术突破，积极谋划抢占未来科技和产业竞争制造点，提高国际分工层次和话语权。
《新材料产业发展指南》	工信部、发改委、科技部、财政部	2016 年 12 月	推进原材料工业供给侧结构性改革，紧紧围绕高端装备制造、节能环保等重点领域需求，加快调整先进基础材料产品结构，积极发展精深加工和高附加值品种，提高关键战略材料生产研发比重。

资料来源：公司公告，华创证券

按照材料属性，刀具可分为硬质合金、工具钢（主要是高速钢）、陶瓷、超硬材料等。从刀具材料发展历史来看，硬质合金替代了很大一部分高速钢市场。硬质合金的综合性能更加优异，使用领域最为广泛。随着工业技术的发展，各种刀具材料各自发展，相互配合，又彼此竞争，通过组合应用，为现代切削加工提供解决方案。

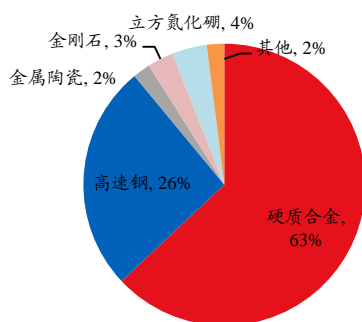
图表 17 刀具材料类型

刀具材料	特点	应用领域
硬质合金	硬质合金具有硬度高（86~93HRA）、耐磨、强度和韧性较好、耐热、耐腐蚀等一系列优良性能，特别是它的高硬度和耐磨性，即使在 500℃ 的温度下也基本保持不变，在 1000℃ 时仍有很高的硬度。硬质合金的强度低于高速钢，不适合冲击性强的工况。	硬质合金广泛用作刀具材料，如车刀、铣刀、刨刀、钻头、镗刀等，用于切削铸铁、有色金属、塑料、化纤、石墨、玻璃、石材和普通钢材，也可以用来切削耐热钢、不锈钢、高锰钢、工具钢等难加工的材料。
工具钢（主要是高速钢）	硬度（62~66HRC）、耐磨性、耐热性相对差，但抗弯强度高，价格便宜易焊接。刃磨性能好，广泛用于中低速切削的成形刀具（高性能高速钢切削速度可达 50~100m/min），不宜高速切削。	常用于钻头、丝锥、锯条以及滚刀、插齿刀、拉刀等刀具，尤适用于制造耐冲击的金属切削刀具。
陶瓷	高硬度、耐磨性、耐热性、化学稳定性、摩擦系数低、强度与韧性低，热导率低	适用于钢料、铸铁、高硬材料（淬火钢）连续切削的半精加工或精加工
超硬材料	人造金刚石（PCD） 最高的硬度和耐磨性，摩擦系数小，导热性好但不耐温（耐热 800 度），切削速度可达 2500~5000m/min，但价格昂贵，加工、焊接都非常困难	主要用于有色金属的高精度、低粗糙度切削，以及非金属材料的精加工，不宜切削黑色金属。
	立方氮化硼（CBN） 高硬度（仅次于金刚石）及高耐热性（耐热 1400 度），化学性质稳定，导热性好，摩擦系数低，抗弯强度与韧性略低于硬质合金	主要用于高温合金、淬硬钢、冷硬铸铁等难加工材料的半精加工和精加工，特别是高速切削黑色金属

资料来源：公司公告，华创证券

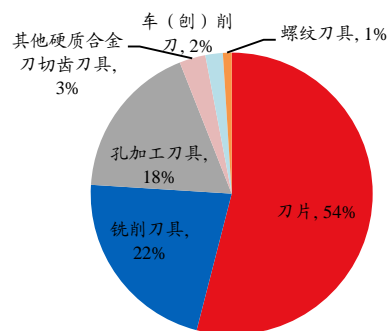
全球切削刀具中硬质合金刀具占主导，占比超六成。硬质合金刀具的主要类型有硬质合金刀片、铣削刀具、车削刀具、孔加工刀具等。据前瞻资讯，硬质合金刀具在全球占主导地位，占比超六成。而据中国机床工具工业协会，硬质合金刀片在 2021 年占比达 54%。

图表 18 全球切削刀具市场结构（材料）



资料来源：前瞻资讯，公司公告，华创证券

图表 19 2021 年硬质合金刀具销售结构（种类）

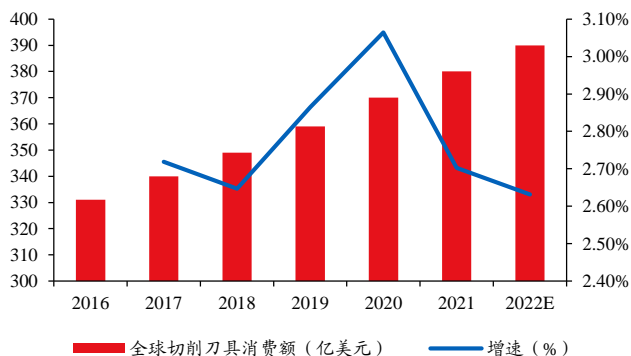


资料来源：中国机床工具工业协会，公司公告，华创证券

（二）全球刀具市场规模超 2000 亿元，国内市场规模近 500 亿元

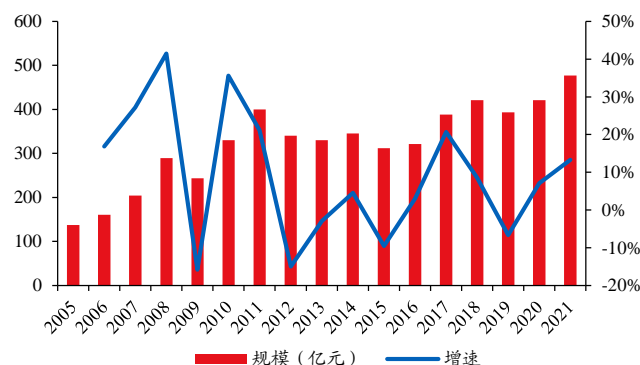
全球刀具市场规模超 2000 亿元，国内市场规模近 500 亿元。据 QY Research，全球刀具市场规模将从 2016 年的 331 亿美元增长至 2022 年 390 亿美元，复合增长率约 2.7%。2012-2016 年我国刀具市场规模在 320 亿元左右；2016 年以来，制造业转型升级推动刀具行业快速发展，2021 年刀具市场规模达 477 亿元新高。

图表 20 全球切削刀具消费额



资料来源: QY Research, 华锐精密公告, 华创证券

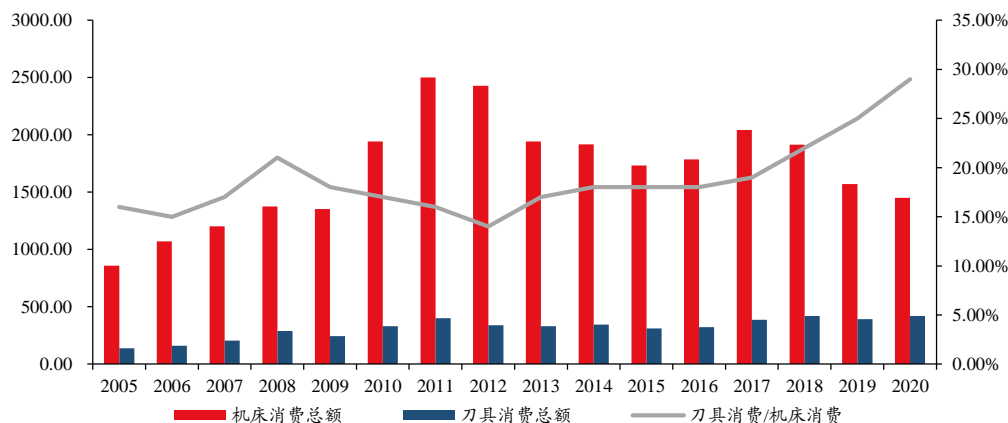
图表 21 中国刀具市场规模



资料来源: 中国机床工具工业协会, 华创证券

我国机床消费量连续多年居全球第一，但刀具消费水平仍偏低。我国刀具消费额与机床消费额比例自 2012 年以来呈现总体向上态势，2020 年达到 29%。而据《第四届切削刀具用户调查数据分析报告》，在德、美、日等发达国家，现代数控机床和数控刀具互相协调、平衡发展，刀具消费额约为机床消费额的 50%。我国刀具消费结构匹配制造业升级仍然在提质过程，刀具消费额存在较大提升空间。

图表 22 中国刀具消费占机床消费比例逐年提升 (亿元)

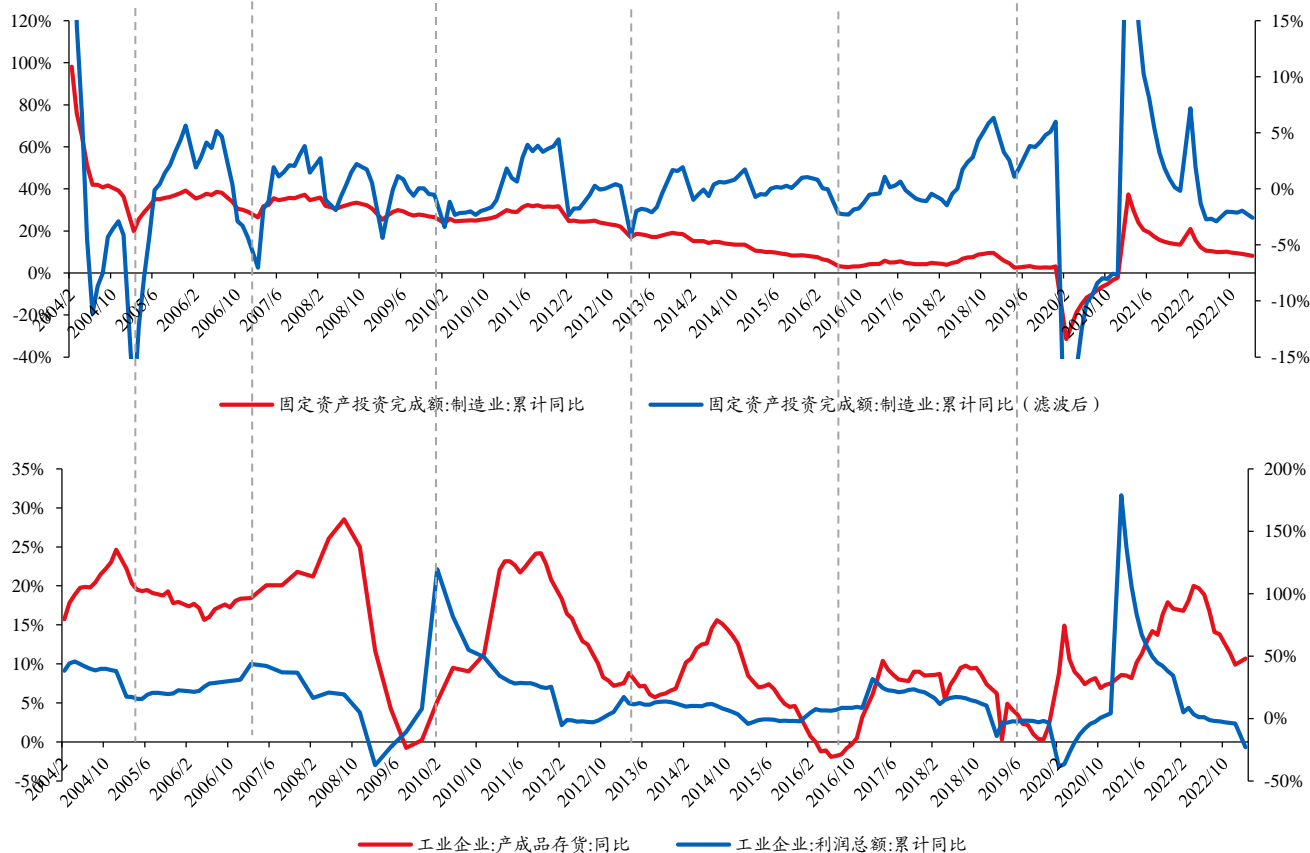


资料来源: 中国机床工具工业协会, 公司公告, 华创证券

2023 年或是制造业景气周期的起点，刀具耗材属性顺周期。制造业的行业景气度与固定资产投资额高度相关，受国家政策、行业发展阶段、下游景气度影响，制造业企业投资意愿和投资能力呈现出一定的周期性波动特征。短期来看，存在产成品的库存周期，中期来看，存在设备的更新周期。自 2011 年以来，我国经济已由高速发展阶段走向高质量发展阶段，由增量阶段走向存量阶段，固定资产投资增速趋缓，制造业投资呈现趋势性的下行，周期特征不再明显。为剔除下行趋势的影响，采用 Hodrick-Prescott 滤波方法对制造业固定资产投资累计同比进行处理，可以看出自 2004 年以来我国制造业经历了五轮完整的周期，分别是 2005 年 2 月-2007 年 2 月、2007 年 2 月-2010 年 4 月、2010 年 4 月-2013 年 2 月、2013 年 2 月-2016 年 7 月、2016 年 7 月-2019 年 4 月，每轮周期持续时间约为 3 年左右。从库存的角度来说，行业一般在一个投资周期中历经“过多生产-存货积累-减少生产-存货不足”的循环，过去四轮周期的库存数据也验证了这一点，即制造业投资周期启动于库存周期下降的尾声阶段，当前我国工业产成品库存处于阶段低点，同时疫情扰动消除后宏观经济有望快速复苏，进而推动新一轮制造业景气周期。

出现。

图表 23 2023 年或是制造业景气周期的起点



资料来源：国家统计局，华创证券

（三）国产品牌发力高端，进口替代黄金期已至

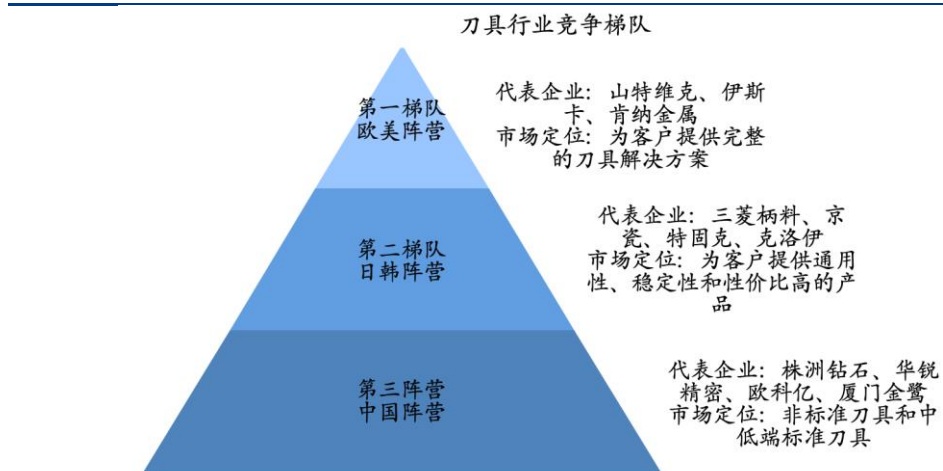
按照发展阶段、技术水平、市场策略等差异，可以将国内刀具市场参与品牌分为三类：欧美企业、日韩企业和中国本土企业。

第一类为欧美刀具制造商：以山特维克集团、IMC 集团、肯纳金属集团等为代表的具有全球领导地位的欧美刀具制造商，技术实力雄厚，产品系列丰富，以开展切削加工整体解决方案为主。在高端应用市场，尤其是航空航天、军工领域，欧美企业与其他竞争对手拉开差距。但该类企业存在价格昂贵、交货周期长的问题，国内用户以大中型企业、外资企业为主。

第二类为日韩刀具品牌：以日本三菱、泰珂洛、京瓷、韩国特固克等为代表的日韩刀具品牌在我国进口刀具中的占比最大。日韩企业的市场策略以经销渠道为主，在国内五金批发市场非常普遍，产品价格略贵于国产刀具。

第三类为本土刀具企业：以株洲钻石为代表的国产刀具企业，主要通过差异化的产品策略和价格优势，赢得较多中低端市场份额。

图表 24 数控刀具竞争格局分为三大阵营



资料来源：华创证券整理

我国刀具行业呈现集中度较低，中低端产品无序竞争状态。由于国内刀具企业，尤其是民营刀具企业发展时间较短，行业秩序尚未形成。缺乏技术沉淀、研发能力差、资本实力弱的小企业仍以低端传统刀具为主。随着数控化率提升，数控刀具逐渐替代传统刀具，竞争力弱的小企业正面临被淘汰或被并购的局面，而具有品牌、资本、技术优势的国产品牌逐步迈向中高端，拥有更大的发展空间，并将收获更大的市场份额，从而使整个刀具行业的市场集中度提升。

图表 25 我国刀具市场集中度

	企业名称	全球市场份额	中国市场份额
欧美企业（2018 年）	山特维克	13.30%	7.41%
	伊斯卡	8.79%	1.66%
	肯纳金属	6.71%	4.05%
日韩企业（2018 年）	三菱综合材料	4.41%	2.02%
	京瓷	-	1.42%
	特固克	-	1.56%
	克洛伊	0.54%	0.75%
国内企业（2019 年）	株洲钻石	-	3.17%
	厦门金鹭	-	0.83%
	华锐精密	-	0.65%
	欧科亿	-	0.65%
	恒锋工具	-	0.90%
	沃尔德	-	0.56%

资料来源：华锐精密招股书，华创证券

数控刀具属于技术及资本密集型行业。刀具产业是技术及资本密集型行业，有一定的进入门槛，需要持续较高水平的研发投入才能保持产品的技术优势，并不断缩小与国际一线企业的差距。其中数控刀具制造工序较长且工艺复杂，生产过程中关键质量控制点多且难度大，装备要求水平高，具有较高的技术和资金壁垒。与传统产品相比，数控刀具产品的毛利率水平相应也较高。

图表 26 数控刀片生产工艺环节

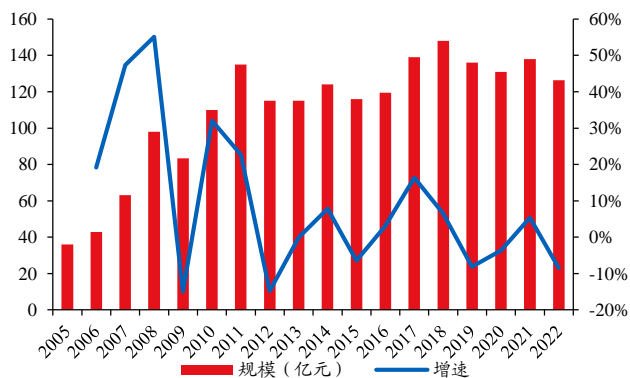


资料来源：华锐精密公告，华创证券

（四）数控化率持续提升，进口替代为国产刀具品牌带来广阔空间

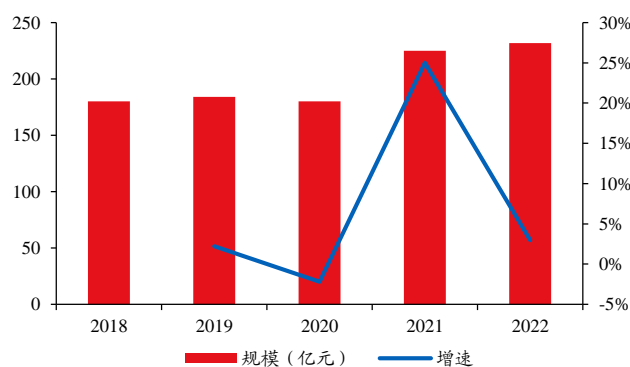
我国刀具出口呈现顺差。国产品牌技术进步和价格优势，国产刀具在质量、品牌等方面在全球市场越来越具竞争力。据中国机床工具工业协会，我国刀具出口呈现增长趋势，进口呈现下降趋势，整体呈现显著顺差。而在国内市场，随着国产刀具技术不断提升，凭借性价比和本土服务优势，正逐步实现对高端进口刀具的替代，加速数控刀具的国产化进程。

图表 27 我国刀具进口规模



资料来源：中国机床工具工业协会，华创证券

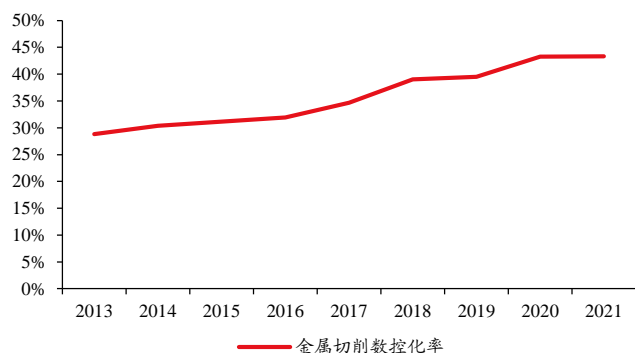
图表 28 我国刀具出口规模



资料来源：中国机床工具工业协会，华创证券

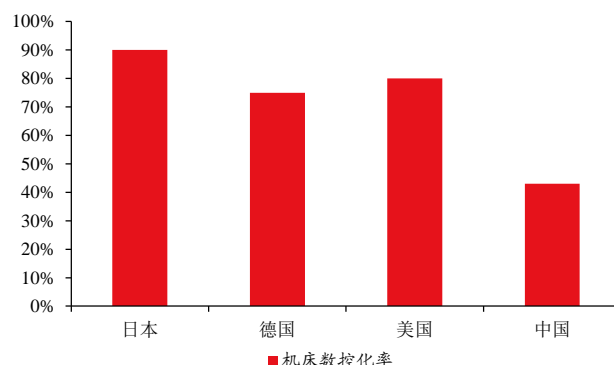
我国正处于产业结构的调整升级阶段，机床数控化率提升是大势所趋。随着加工产品结构复杂化、加工精度和生产效率的提升需求，我国机床行业正逐步从传统普通机床向数控机床过渡。我国新增金属切削机床数控化率已由2013年的28.8%提升至2021年的43.3%。据《中国制造2025》，预计我国关键工序数控化率在十四五期间达到50%。而发达国家机床数控化率一般为80%以上，我国金属切削机床的数控化率提升空间大。

图表 29 我国金属切削机床数控化率



资料来源：中国机床工具工业协会，德恩精工公告，华创证券

图表 30 2020 年全球机床数控化率水平



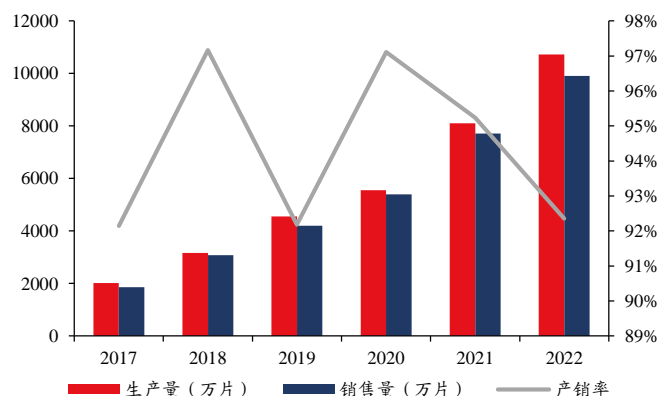
资料来源：纽威数控招股说明书，华创证券

三、体系日渐完善、产能逐步提升、渠道有序外延，打开公司成长空间

（一）产品结构优化，高端数控刀具占比快速提升

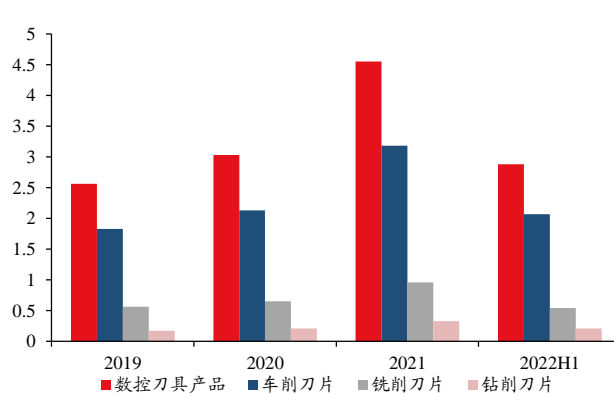
公司重视研发及产品质量提升，增强高端刀具市场竞争力。公司起步于小型精密切削刀片（锯齿刀片），发展于数控刀片，将成就于数控刀具。近年，公司加大了新产品开发力度，针对多个产品系列成立专门研发小组，研发人员及研发项目数量持续增加。2022 年，公司新增申请研发专利 28 项，获得授权专利 24 项，研发成果加快转化，研发实力不断增强，数控刀片新增产能快速释放，高端数控刀片占比逐步提升，新产品收入占比达到 34.6%，产品盈利能力进一步增强。

图表 31 公司数控刀具产品产销量（万件）



资料来源：公司公告，华创证券

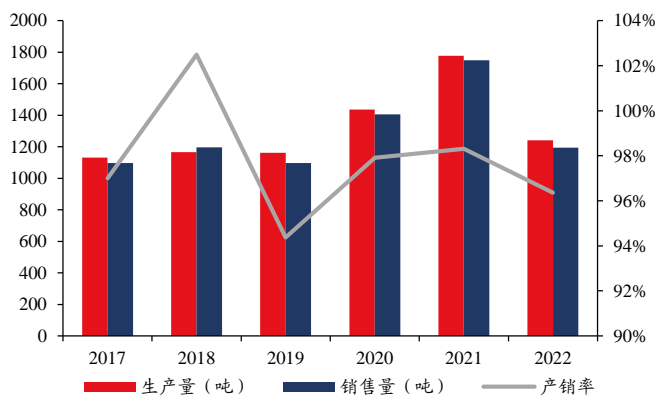
图表 32 公司数控刀具分产品销售额（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

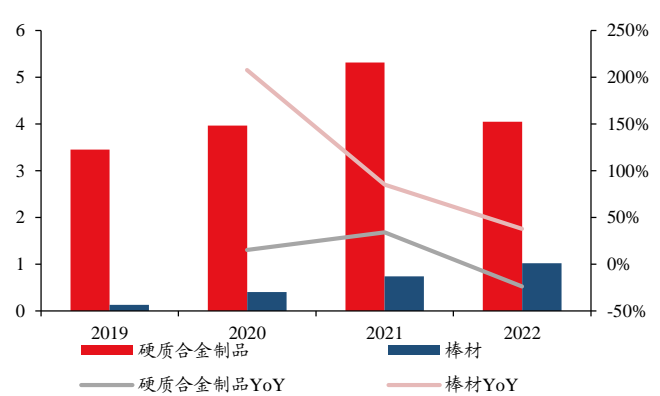
公司产品体系逐步完善，积极研发金属陶瓷刀片及棒材产品。公司 2022 年新增数控刀片 2800 多种，整体刀具及刀体 1600 多种。公司产品系列开拓取得显著成果，完善了数控刀片中的小零件加工、金属陶瓷刀片、高硬车刀片、高温合金产品、汽轮机叶片加工产品等多个系列方向开发及棒材产品研发生产。其中，公司生产的棒材是制造高性能硬质合金整体刀具的基体材料，可制造铣刀、钻头、铰刀、丝锥等刀具，公司开发了多个棒材系列产品并已批量供应市场。2022 年，公司棒材产品的销售收入突破 1 亿元，并有望进一步提升。

图表 33 公司硬质合金制品产销量（吨）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 34 公司硬质合金制品（含棒材）营收（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

积极布局军工领域，助力公司打开高端市场。军工高精密机械加工领域所使用的高端机床及刀具较依赖进口。2022 年 9 月公司获得《武器装备质量管理体系认证证书》表明公司产品质量管理体系已符合武器装备质量管理体系的国家军用标准，具备相关领域军品研发、生产和服务的能力。公司获此资质，体现了公司研发实力和产品竞争力，助力公司打开国防领域高端市场。

（二）募投推动产品创新与产能扩张，助力公司快速成长

募投项目稳步推进，助力公司产品创新及产能扩张。公司于 2022 年完成定增募资 8 亿元用于建设数控刀具产业园。项目达成后将显著提高硬质合金刀具、数控刀具、金属陶瓷刀片、金属陶瓷锯齿及棒材产能。公司数控刀具产品 2022 年销量达 0.99 亿片，同比增长 28.4%；销售均价 6.49 元，同比提升约 10%，呈现量价齐升态势。

图表 35 公司 IPO 和定增项目

	项目名称	总投资额 (万元)	募资投入 (万元)	简介
IPO	年产 4,000 万片高端数控刀片智造基地建设项目	45,046	45,046	拟在现有基础上开发：精加工刀片、复杂异形铣削刀片、专用车刀片和专用铣刀片。拟新增工艺及智能制造体系设备（含硬件、软件）、相关辅助设施，实现年产数控刀片 4,000 万片，打造高端数控刀片智能制造基地。
	数控精密刀具研发平台升级项目	5,800	5,800	用于购置分析检测、涂层研制、新品试制、模具试制等研发设备。
	小计	50,846	50,846	
定增	株洲欧科亿切削工具有限公司数控刀具产业园项目	74,890	60,000	建成达产后，可形成年产 1,000 吨高性能棒材、300 万支整体硬质合金刀具、20 万套数控刀具、500 万片金属陶瓷刀片及 10 吨金属陶瓷锯齿的生产能力。
	补充流动资金	20,000	20,000	
	小计	94,890	80,000	

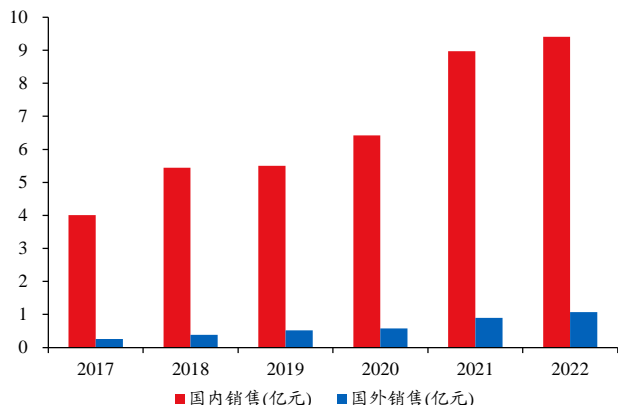
资料来源：公司公告，华创证券

由刀片供应商向综合刀具服务商转型，实现整体解决方案服务能力。公司已跻身国产数控刀片头部企业，并逐步延伸至其他刀具综合类产品，从刀片供应商升级为综合刀具服务商，实现整体解决方案服务能力。一方面，通过开发刀体与现有数控刀片适配，完善可转位数控刀具产品结构，实现“刀片+刀体”协同配套；另一方面，通过布局高性能棒材和整体刀具项目，实现“可转位刀具+整体刀具”产品协同互补，一站式解决客户用刃需求。

（三）渠道布局逐步拓展，定制化、多领域、全方位布局

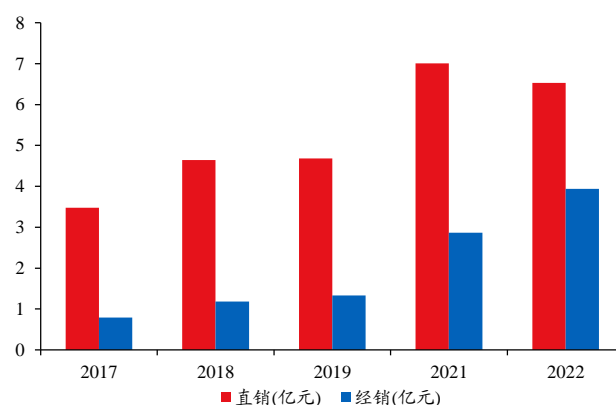
积极拓展海外市场。公司针对不同区域采用相应策略，大力开拓海外市场，加快布局欧洲、东南亚、北美、拉丁美洲等区域的数控刀具商店。东南亚市场具有低端海量加工需求，符合国产刀具初期出口定位，率先实现突破；欧美市场具备大量高端制造加工需求，公司通过当地品牌店辐射及展会推广，快速推进品牌影响，实现产品渗透。2022 年，公司海外市场拓展加快，新开发国外客户近 60 家，在多个国家完成刀具商店布局，欧洲市场销售额实现翻倍增长。

图表 36 公司国内外销售额



资料来源：Wind，华创证券

图表 37 公司产品直销和经销额



资料来源：公司公告，华创证券

通过定制化、多领域、全方位拓展国内销售渠道。**定制化：**加大专业定制化刀具的市场开拓，如小零件加工、精密轴承、精密螺纹、精密齿轮、精密模具等；**多领域：**针对行业领域进行刀具市场开拓，深入新能源汽车、航天航空、风电、船舶、轨道交通、3C 电子等领域，拓宽硬质合金数控刀具的应用领域。**全方位：**提升国内数控刀具商店的覆盖率，同时快速拓展大中型终端用户。

四、关键假设、估值与盈利预测

盈利预测关键假设：1）制造业资本开支进入新一轮景气上行周期，刀具作为金属切削工具，是制造业的重要耗材之一，需求相应上行。2）公司作为国内民营刀具企业龙头，凭借自身技术及成本优势，市场份额逐步提升，产品毛利率保持稳中有进。3）公司积极开拓海外市场，预计 2023-2025 年销售费用率将温和提升，分别为 2.6%、2.8%、2.9%；公司 2022 年实施股权激励，2022-2025 年股权激励费用逐步下降，预计 2023-2025 年，管理费用率将有所降低，分别为 4.1%、3.9%、3.6%；公司为保持公司技术领先性，预计研发费用率基本保持稳定，分别为 5.0%、5.0%、5.0%。

1) 硬质合金制品：受制造业景气低迷影响，公司盈利偏低的锯刀片等制品 2022 年出货下滑，但棒材依然维持高速增长，伴随棒材产能释放，有望接力成为制品主要增长点，考虑到 2023 年制造业景气修复和提升，硬质合金制品需求将触底反弹，毛利率也有望企稳回升，预计 2023-2025 年营收增速分别为 15%、20%、20%，毛利率随规模效应温和提升预计分别为 21%、21.5%、22%。

2) 数控刀具产品：公司数控刀具呈快速增长态势，是公司目前着力发展的核心产品。数控刀具高速增长动力来源于：（1）制造业景气带动行业数控刀具行业景气向上，（2）

公司发力高端，加快替代日韩竞品，产品均价逐步提升，（3）募投项目产能释放，公司发力渠道建设成果显著。预计 2023-2025 年，公司营收增速 41%、35%、30%，毛利率随规模效应温和提升，分别为 47%、47.5%、48%。

3）其他业务：该业务在公司总营业收入中占比很小，预计 2023-2025 年其他业务营收增速均为 20%，毛利率维持 20%水平。

图表 38 公司业务拆分与预测（万元）

		2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
硬质合金制品	营业收入	34,534	39,707	53,227	40,505	46,581	55,897	67,077
	增长率	-7.97%	14.98%	34.05%	-23.90%	15.00%	20.00%	20.00%
	营业成本	26,780	30,670	40,169	32,312	36,799	43,879	52,320
	毛利率	22.45%	22.76%	24.53%	20.23%	21.00%	21.50%	22.00%
数控刀具	营业收入	25,632	30,318	45,520	64,266	90,615	122,331	159,030
	增长率	23.83%	18.28%	50.14%	41.18%	41.00%	35.00%	30.00%
	营业成本	14,315	17,332	24,617	33,725	48,026	64,224	82,696
	毛利率	44.15%	42.83%	45.92%	47.52%	47.00%	47.50%	48.00%
其他行业	营业收入	133	196	291	761	913	1,095	1,314
	增长率	-21.55%	47.35%	48.72%	161.02%	20.00%	20.00%	20.00%
	营业成本	111	134	204	712	730	876	1,052
	毛利率	16.58%	31.52%	29.94%	6.35%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	营业收入	60,299	70,221	99,039	105,532	138,109	179,324	227,421
	增长率	3.26%	16.45%	41.04%	6.56%	30.87%	29.84%	26.82%
	营业成本	41,205	48,137	64,990	66,750	85,556	108,979	136,067
	毛利率	31.66%	31.45%	34.38%	36.75%	38.05%	39.23%	40.17%

资料来源：Wind，华创证券预测

估值与盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 13.8、17.9、22.7 亿元，实现归母净利润分别为 3.23、4.40、5.81 亿元，对应 EPS 分别为 2.87、3.91、5.16 元。我们以与公司业务相似性和相关性为依据，选取华锐精密（数控刀具产品相似）、鼎泰高科（钻针、铣刀、数控刀具等相似）、沃尔德（硬质合金刀具产品相似）作为可比公司，参考可比公司估值水平，基于公司为国内民营刀具企业龙头地位，市场份额提升潜力、制造业景气复苏等因素，给予 2023 年 30 倍 PE，目标价调整为 86.1 元，维持“强推”评级。

图表 39 可比公司估值对比

可比公司	代码	市值（亿元）	股价	PE(2022)	PE(2023E)	PE(2024E)
华锐精密	688059.SH	51	115.75	31	21	15
鼎泰高科	301377.SZ	78	18.97	35	26	20
沃尔德	688028.SH	34	30.99	54	29	21
可比公司均值				40	25	19
欧科亿	688308.SH	63	55.65	26	19	14

资料来源：Wind，华创证券（可比公司数据采用 wind 一致预期，最新市值及股价为 2023 年 4 月 28 日盘后）

五、风险提示

下游制造业需求不及预期：公司生产的硬质合金制品及数控刀具广泛应用于汽车、模具、航空航天等行业，受制造业景气度影响较大，如果下游景气度不及预期，对刀具的需求将会出现降低。

市场开拓不及预期：公司大力开拓海外市场，若市场开拓进度不及预期，将对公司业绩产生影响。

产能扩张不及预期：公司产能处于满负荷运行，若公司扩产项目进度不及预期，将难以满足下游市场的需求。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	551	460	644	995
应收票据	119	260	329	408
应收账款	269	249	333	429
预付账款	12	9	13	19
存货	373	372	488	633
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	582	751	926	1,096
流动资产合计	1,906	2,101	2,733	3,580
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	815	882	882	861
在建工程	266	246	246	246
无形资产	106	106	105	105
其他非流动资产	80	83	86	89
非流动资产合计	1,267	1,317	1,319	1,301
资产合计	3,173	3,418	4,052	4,881
短期借款	87	127	177	237
应付票据	319	116	176	275
应付账款	104	151	188	225
预收款项	0	0	0	0
合同负债	9	11	15	19
其他应付款	3	3	3	3
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
其他流动负债	114	150	193	241
流动负债合计	639	561	755	1,003
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	66	66	66	66
非流动负债合计	66	66	66	66
负债合计	705	627	821	1,069
归属母公司所有者权益				
股本	2,468	2,791	3,231	3,812
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,468	2,791	3,231	3,812
负债和股东权益	3,173	3,418	4,052	4,881

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	173	182	392	528
现金收益	323	429	553	694
存货影响	-101	1	-115	-145
经营性应收影响	-22	-113	-154	-177
经营性应付影响	300	-156	98	136
其他影响	-327	22	10	21
投资活动现金流	-745	-319	-266	-246
资本支出	-520	-152	-113	-93
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-225	-167	-153	-153
融资活动现金流	834	46	58	69
借款增加	80	40	50	60
股利及利息支付	-72	-3	-3	-4
股东融资	800	0	0	0
其他影响	26	9	11	13

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,055	1,381	1,793	2,274
营业成本	668	856	1,090	1,361
税金及附加	6	8	11	13
销售费用	23	36	50	66
管理费用	47	57	70	82
研发费用	53	69	90	114
财务费用	-3	0	-1	-1
信用减值损失	-7	-10	-11	-12
资产减值损失	-4	-4	-4	-4
公允价值变动收益	2	3	4	3
投资收益	2	3	4	5
其他收益	18	20	24	28
营业利润	270	367	500	660
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	270	367	500	660
所得税	28	44	60	79
净利润	242	323	440	581
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	242	323	440	581
NOPLAT	240	323	439	579
EPS(摊薄)（元）	2.15	2.87	3.91	5.16

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	6.6%	30.9%	29.8%	26.8%
EBIT 增长率	4.6%	37.4%	36.0%	31.9%
归母净利润增长率	8.9%	33.5%	36.1%	31.9%
获利能力				
毛利率	36.7%	38.1%	39.2%	40.2%
净利率	22.9%	23.4%	24.5%	25.5%
ROE	9.8%	11.6%	13.6%	15.2%
ROIC	13.2%	16.6%	19.5%	21.6%
偿债能力				
资产负债率	22.2%	18.3%	20.3%	21.9%
债务权益比	6.3%	7.0%	7.6%	8.0%
流动比率	3.0	3.7	3.6	3.6
速动比率	2.4	3.1	3.0	2.9
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
应收账款周转天数	68	67	58	60
应付账款周转天数	56	54	56	55
存货周转天数	174	157	142	148
每股指标(元)				
每股收益	2.15	2.87	3.91	5.16
每股经营现金流	1.54	1.62	3.48	4.69
每股净资产	21.92	24.78	28.69	33.85
估值比率				
P/E	26	19	14	11
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	18	13	10	8

资料来源：公司公告，华创证券预测

机械组团队介绍

组长、首席分析师：范益民

上海交通大学机械硕士，CFA，5 年工控产业经历，7 年机械行业研究经验，2023 年加入华创证券研究所。2019 年金牛奖机械行业最佳分析团队；2019，2022 年 Choice 最佳分析师及团队。

研究员：丁祎

新南威尔士大学金融硕士，上海财经大学本科，曾任职于国海证券，华鑫证券，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyl@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹珂	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522