

华锐精密（688059.SH）

国内领先数控刀具供应商，募投产能释放有望加速成长

增持

核心观点

2022 年营收/归母净利润同比增长 23.93%/2.20%。公司 2022 年实现营业收入 6.02 亿元，同比增长 23.93%；归母净利润 1.66 亿元，同比增长 2.20%；扣非归母净利润 1.58 亿元，同比增长 3.52%。**单季度看**，22Q4 公司实现营业收入 1.99 亿元，同比+58.03%；归母净利润 0.59 亿元，同比+45.17%。**盈利能力看**，2022 年公司毛利率/净利率分别为 48.85%/27.58%，同比变动 -1.45/-5.86 个 pct。**期间费用看**，销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.04%/5.74%/2.13%/6.91%，同比变动+0.33/+0.33/+2.19/+1.78 个 pct，期间费用有所增加，主要系公司销售及管理人员数量增多、薪酬增加，实施股权激励股份支付费用增加，以及公司可转债利息支出增加所致。

国内领先数控刀具供应商，近 5 年收入/业绩 CAGR 达 35.00%/39.61%。公司成立于 2007 年，专注于硬质合金数控刀片的研究与应用，主要生产车削、铣削和钻削三大系列产品，2022 年收入占比分别为 66.28%/29.57%/2.50%，并向硬质合金整体刀具领域拓展。公司营收/归母净利润从 2017 年的 1.34/0.31 亿元增至 2022 年的 6.02/1.66 亿元，CAGR 达 35.00%/39.61%；2022 年毛利率/净利率达 48.85%/27.58%，盈利能力较强。

硬质合金材质刀片消费比提升，中高端替代加速国产厂商发展。刀具为下游机床行业消耗品，受益于下游机床行业复苏，刀具需求有望提升。硬质合金刀具具有高硬度、耐磨、耐热、耐腐蚀等特点、性能优越，主要在数控机床上使用，伴随数控机床使用率提升，硬质合金刀具占比有望继续提升。参与者结构方面，近年来数控刀片国产替代趋势确定，我国进口刀具规模占比已由 2015 年的 37.18%降至 2021 年的 28.93%，但进口品牌仍占据较大中高端市场份额，国产刀具厂商中高端替代目标明确、有望加速成长。

风险提示：行业竞争加剧的风险；下游需求复苏不及预期；国产化替代进程不及预期。

投资建议：公司是国内领先的硬质合金数控刀片制造商，产品竞争力强，硬质合金数控刀片产量连续多年位居国内企业前三。2023 年公司 IPO 及可转债募投项目部分产能陆续投产，受益于数控刀片需求复苏、中高端产品国产替代进程推进、海外市场加快拓展，公司有望加速成长。我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 2.26/3.13/4.09 亿元，对应 PE29/21/16 倍。公司合理目标价格区间为 143.79-180.78 元（对应 2023 年 PE28-35 倍），给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	485	602	822	1,069	1,302
(+/-%)	55.5%	23.9%	36.7%	30.0%	21.8%
净利润(百万元)	162	166	226	313	409
(+/-%)	82.4%	2.2%	36.2%	38.5%	30.6%
每股收益(元)	3.69	3.77	5.14	7.12	9.29
EBIT Margin	36.2%	32.7%	30.4%	30.9%	33.2%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	14.9%	17.5%	20.3%	21.8%
市盈率 (PE)	40.7	39.8	29.2	21.1	16.1
EV/EBITDA	31.2	29.3	23.8	18.7	14.9
市净率 (PB)	7.42	5.93	5.10	4.27	3.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双
0755-81981362
wushuang2@guosen.com.cn
S0980519120001

证券分析师：李雨轩
0755-81981140
liyuxuan@guosen.com.cn
S0980521100001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	143.79 - 180.78 元
收盘价	150.00 元
总市值/流通市值	6601/3791 百万元
52 周最高价/最低价	178.01/84.58 元
近 3 个月日均成交额	46.16 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

2022 年营收/归母净利润预计同比增长 23.93%/2.20%。公司 2022 年实现营业收入 6.02 亿元，同比增长 23.93%；归母净利润 1.66 亿元，同比增长 2.20%；扣非归母净利润 1.58 亿元，同比增长 3.52%。**单季度看**，单季度看，22Q4 公司实现营收 1.99 亿元，同比+58.03%；归母净利润 0.59 亿元，同比+45.17%。近年来，数控刀片下游终端客户行业景气度提升、国产替代加速，公司迎来高速发展机遇。公司营收/归母净利润从 2017 年的 1.34/0.31 亿元增至 2022 年的 6.02/1.66 亿元，CAGR 达 35.00%/39.61%。

图1：华锐精密 2022 年营业收入同比+23.93%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

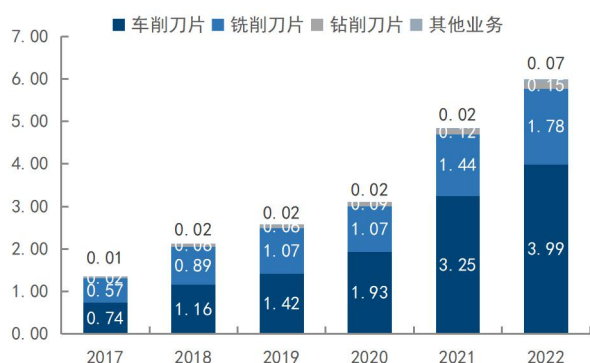
图2：华锐精密 2022 年归母净利润同比+2.20%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

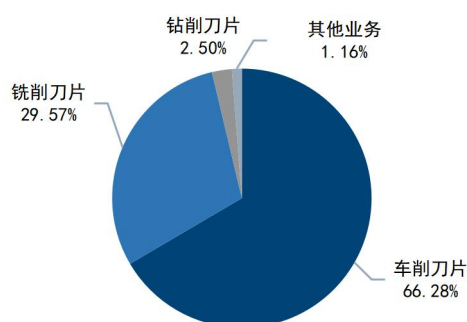
车削及铣削为公司主要产品，收入占比超 95%。分产品看，公司专注于硬质合金数控刀片的研发与应用，主要产品分为车削、铣削和钻削三大系列，其中车削刀片为公司传统优势产品，占公司收入比基本稳定在 2/3。2022 年公司车削/铣削/钻削/其他业务收入分别为 3.99/1.78/0.15/0.07 亿元，收入占比分别为 66.28%/29.57%/2.50%/1.16%。

图3：2017-2022 华锐精密各项业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

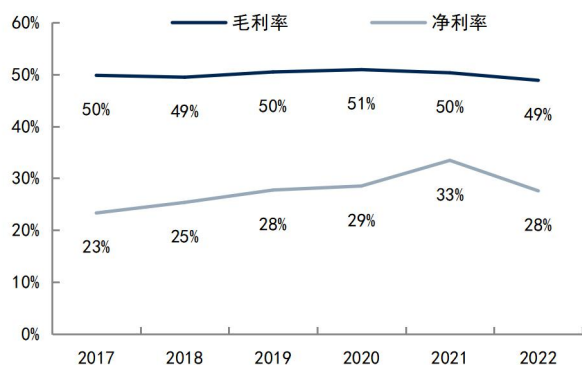
图4：2022 年华锐精密各项业务收入占比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

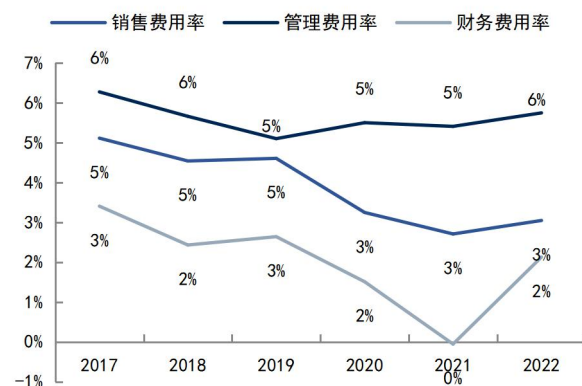
净利率有所下滑，期间费用小幅波动。盈利能力方面，2022 年公司毛利率/净利率分别为 48.85%/27.58%，同比变动-1.45/-5.86 个 pct，主要系一是制造业景气度较低下游客户需求偏弱导致公司产能利用率下降，单位制造费用上升；二是整体刀具在产能爬坡阶段各项固定成本金额较大所致。预计未来公司产能释放叠加制造业景气度回升，公司盈利能力有望修复。**期间费用看**，销售/管理/财务费用率分别为 3.04%/5.74%/2.13%，同比变动+0.33/+0.33/+2.19 个 pct，主要系一是公司销售、管理人员数量、薪酬增加，实施股权激励股份支付费用增加；二是公司可转债利息支出增加；三是公司加大研发投入，研发费用同比增长 66.82%所致。

图5：华锐精密 2022 年净利率小幅下滑



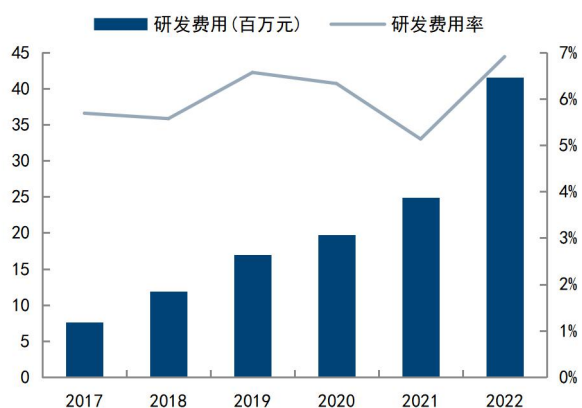
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：华锐精密 2022 年期间费用率小幅增加



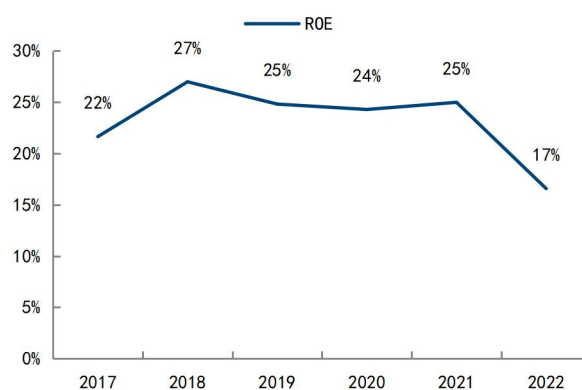
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：华锐精密研发投入持续增长



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：华锐精密 2022 年 ROE 有所下降



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

国内领先的硬质合金数控刀片制造商

公司成立于 2007 年，主要从事硬质合金数控刀片的研发、生产和销售业务，现已形成车削、铣削和钻削三大系列产品，广泛应用于汽车、轨道交通、航空航天、精密模具、能源装备等领域的金属材料加工。公司核心产品在加工精度、加工效率和使用寿命等切削性能方面已处于国内先进水平，产品竞争力强，硬质合金数控刀片产量连续多年位居国内企业前三。

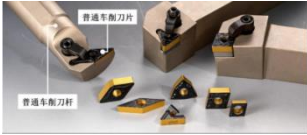
车削刀片销量持续增长，铣削刀片具备核心竞争优势。公司主要产品有三大系列：

1) 车削系列：车削刀片主要包括普通车削刀片、切断切槽刀片和螺纹刀片，为公司第一大收入来源。近年来，公司持续改进模具制造工艺、提升产品尺寸精度，并掌握了 CVD 涂层开发核心技术，在加工精度、加工效率和使用寿命等切削性能方面已处于国内先进水平，自主开发的用于钢件加工的部分车削刀片已进入韩国市场。公司车削刀具系列收入由 2017 年的 0.74 亿元增长至 2022 年的 3.99 亿元，近五年 CAGR 达 40.20%，收入占比提升至 66%以上。

2) 铣削系列：铣削刀片主要包括方肩铣刀片、仿形铣刀片、整体铣刀和其他铣刀片，常用于加工材料的型面、平面、方肩、凹槽等铣削加工。铣削刀片为公司核心优势产品，模具铣刀在国内模具高速铣削加工领域具有较高知名度和影响力，整体切削性能已达日韩企业同类产品的水平。公司铣削刀具收入由 2017 年的 0.57 亿元增至 2022 年的 1.78 亿元，近五年 CAGR 达 25.72%，22 年收入占比接近 30%。

3) 钻削系列：公司钻削产品主要用于被加工材料的浅孔钻加工，销量基数较小。近年来公司压制及涂层工艺水平优化，加工难度较高的小单重钻削刀片的稳定性不断提升，市场竞争力有所提高，带动钻削刀片收入由 2017 年的 0.02 亿元增长至 2022 年的 0.15 亿元，近五年 CAGR 达 47.82%。

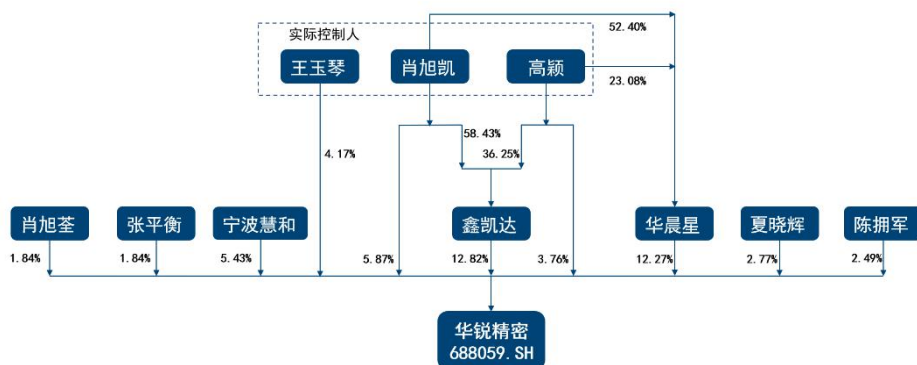
表 1：公司主要产品为车削、铣削和钻削刀具

系列	主要产品	产品图示	主要用途	应用场景举例	2022 年收入（亿元）/占比	2022 年毛利率
车削系列	普通车削刀片		钢（P）、不锈钢（M）、铸铁（K）等被加工材料的外圆、内圆、端面等车削加工	通用机械零部件车削；汽车传动系统、发动机车削；轨道交通轮毂轮轴等车削加工	3.99/66.28%	48.74%
	切断切槽刀片		钢（P）、不锈钢（M）类被加工材料的轴类、环类等零件的切槽、仿形或切断加工	精密轴承内外圈切槽切断；压缩机活塞切槽切断；电梯曳引轮切槽等加工		
	螺纹刀片		不锈钢（M）类被加工材料紧固连接件的螺纹加工	卫浴、管道、阀门等螺纹加工		
铣削系列	铣削刀片		钢（P）、淬硬钢（H）等被加工材料的型面、平面、方肩、仿形、凹槽等铣削加工	家电、汽车模具；水轮机、汽轮机叶片等铣削加工	1.78/29.57%	51.28%
钻削系列	钻削刀片		钢（P）、不锈钢（M）类被加工材料的机械加工中孔钻加工	工程机械回转支撑、链轨节钻削；风电齿轮、轮毂等钻削加工	0.15/2.50%	77.26%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司股权结构稳定，实际控制人合计持股 35.20%。公司实际控制人为肖旭凯、高颖、王玉琴，其中：高颖为肖旭凯配偶，王玉琴为高颖母亲。截至 2022 年底，三位实控人合计持股 35.20%。实控人、公司董事长肖总曾任株洲钻石切削刀具股份有限公司销售部大区经理，深耕行业 30 余年，从业经验丰富。

图 9：华锐精密股权结构图



资料来源：WIND, 国信证券经济研究所整理

公司高管多技术背景出身，通过持股与公司利益深度绑定。公司高管中多为技术背景出身，在相关领域长期工作，实操经验丰富。多位技术人员曾在株洲硬质合金厂担任重要职位，且部分人员参与国内第一条硬质合金数控刀片产线的引进工作，具备丰富的先进技术和工艺知识储备。为实现核心技术人才自身利益和公司长期发展的良好绑定，公司成立鑫凯达、华晨星员工持股平台，截至 2022 年末共持有公司总股本的 25.09%，高管及核心技术人才股权激励到位，有利于提升公司经营稳定性和员工个人工作积极性。

表 2：华锐精密高管及核心技术人员履历

姓名	职务	个人履历
肖旭凯	董事长、总经理	1995 年-1997 年：任株洲硬质合金集团有限公司一分厂职工； 1997 年-2001 年：任株洲硬质合金集团有限公司销售部区域经理； 2001 年-2006 年：任株洲钻石切削刀具股份有限公司销售部大区经理； 2007 年至今：历任公司执行董事，董事长兼总经理。
高江雄	董事、副总经理	2005 年-2012 年：任株洲钻石切削刀具股份有限公司研发工程师； 2012 年-2015 年：任公司设计部部长； 2015 年至今：任公司副总经理，目前主管公司研发工作。
高荣根	总工程师	1968 年-2003 年：历任株洲硬质合金厂（现株洲硬质合金集团有限公司）助理工程师、工程师、研究所副所长、分厂厂长，技术中心主任，副总工程师，1986 年赴瑞典山特维克培训学习； 1988 年：负责从瑞典山特维克引进国内第一条硬质合金数控刀片生产线，并担任株洲硬质合金厂三分厂（数控刀片分厂）第一任厂长； 1988 年：担任株洲硬质合金厂三分厂（数控刀片分厂）第一任厂长； 2003 年-2007 年：返聘到株洲钻石切削刀具股份有限公司任技术顾问； 2007 年至今：历任公司技术顾问，总工程师。
林孝良	监事会主席、材质部部长	1994 年-2000 年：任广州市黄埔东粤镀膜玻璃厂副厂长； 2000 年-2012 年：任圣维可福斯（广州）电子科技有限公司工程技术经理； 2013 年-2017 年：任佛山市钜万光学科技有限公司生产技术经理； 2017 年至今：任公司材质部部长，兼涂层中心主任； 2021 年 5 月至今：任公司材质部部长； 2018 年至今：任公司监事会主席。
易兵	总工艺师	1968 年-1996 年：先后任株洲硬质合金厂（现株洲硬质合金集团有限公司）三车间压制班长、助理工程师、工程师、三分厂技术科长，1986 年赴瑞典山特维克培训学习； 1988 年：参与从瑞典山特维克引进国内第一条硬质合金数控刀片生产线，并担任株洲硬质合金厂三分厂技术科长； 1996 年-2000 年：调株洲硬质合金厂技术中心任中国钨协硬质合金分会秘书长； 2003 年-2007 年：退休后任湘潭天捷硬质材料有限公司技术顾问； 2007 年-2010 年：任公司副总经理； 2010 年至今：任公司总工艺师。

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

2022 年发布限制性股票激励计划，彰显长期发展信心。2022 年 9 月 14 日，公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），公司此次股权激励共覆盖员工 49 人，约占截至 2022 年 6 月 30 日公司员工总数的 7.44%。从激励对象结构看，本次激励涵盖公司高级管理人员、核心技术人员，覆盖范围广泛。激励计划有利于公司吸引、留住更多优秀人才，使公司在行业竞争中获得人才优势，同时充分调动授予对象积极性、实现核心人员的深度绑定、促进公司长期发展。

表 3：华锐精密 2022 年股权激励计划首次授予的限制性股票的归属期限和归属安排

归属安排	归属时间	占授予权益总量比
首次授予限制性股票第一个归属期	自相应授予之日起 12 个月后的首个交易日起至相应授予之日起 24 个月内最后一个交易日止	30%
首次授予限制性股票第二个归属期	自相应授予之日起 24 个月后的首个交易日起至相应授予之日起 36 个月内最后一个交易日止	30%
首次授予限制性股票第三个归属期	自相应授予之日起 36 个月后的首个交易日起至相应授予之日起 48 个月内最后一个交易日止	40%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4：华锐精密 2022 年股权激励计划首次授予部分的股权支付费用摊销情况

预计摊销的总费用(万元)	2022 年(万元)	2023 年(万元)	2024 年(万元)	2025 年(万元)
4314.21	414.54	2278.49	1127.59	493.59

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

滚动式募投积极扩产，产能逐步释放奠定快速发展基础。公司分别于 2021 年、2022 年通过 IPO 以及发行可转债募投项目以提升高端刀具产能，强化综合金属切削服务能力。最新公告显示，公司 IPO 募投项目将于 23H1 投产，新增 500 万片金属陶瓷数控刀片、200 万支硬质合金整体刀具产能。伴随前期募投项目陆续投产，公司传统优势项目刀具业务年产能提升至 1 亿片以上。2022 年 3 月 30 日，公司董事会第十九次会议审议通过提请股东大会授权发行不超过 3 亿元股票用于主业发展的议案，公司产能有望进一步提升。

表 1：华锐精密 IPO 及发行可转债募投项目情况

募投方式	发行时间	项目名称	拟投资金额 (万元)	项目概况	项目达产后情况
IPO	2021 年 1 月	精密数控刀具数字化生产线建设项目	44986.31	通过建设生产厂房及配套设施、购买设备等方式提升项目建成后，公司将新增硬质合金数控刀片的生产能力，加快新产品产业化的进程，以刀片 3000 万片、金属陶瓷数控刀片 500 万片、硬质合金整体刀具 200 万支。应对市场对于高端硬质合金刀具迅速增长的需求。	新建研发中心将建立刀具硬质材料研究、槽型结构设计及综合使用测试评估平台。
		研发中心项目	5000	研发场地建设、采购先进研发设备和引进优秀研发人才。	-
		补充公司流动资金项目	10000	补充公司流动资金，主要用于增加营运流动资金、偿还银行借款和日常周转等主营业务相关支出。	-
发行可转债	2022 年 6 月	精密数控刀具生产线建设项目	19857.82	建设精密数控刀具生产线，用于生产刀盘、刀杆等项目达产后，可实现年新增精密数控刀具产品 50 万件的生产能力。	-
		高效钻削刀具生产线建设项目	15277.49	建设高效钻削刀具生产线，用于生产高效钻削刀具。	项目建成达产后，可实现年新增各类高效钻削刀具 140 万支的生产能力。
		补充流动资金	12000	满足公司现有业务扩张对流动资金的需求。	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

数控刀具行业规模持续增长，国产替代加速

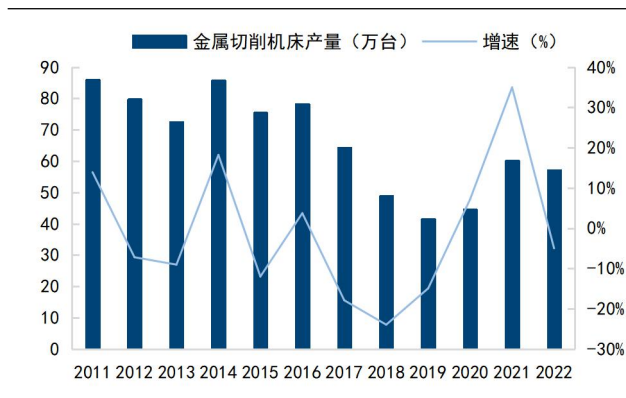
刀具需求有望受益于下游机床行业复苏及数控化率提升。刀具在使用时安装在数控金属切削机床上，作为工业消耗品，更换频率从一小时到一天不等。下游需求看，2014年起我国金属切削机床产量明显回落，由2014年的85.80万台降至2022年的57.20万台，其中数控金属切削机床由2016年的23.52万台降至2019年的15.63万台，2020年触底回升至19.30万台。趋势看，我国金属切削机床数控化率稳定提升，由2015年的31.15%增至2020年的43.27%，机床工具工业协会重点联系企业数据显示，2021、2022年金属切削机床数控率持续提升。硬质合金数控刀片作为耗材，有望受益于下游金属切削机床需求回暖以及数控化率提高趋势。

图10：2015-2020年数控金属切削机床产量情况



资料来源：中国机床工具工业协会，国信证券经济研究所整理

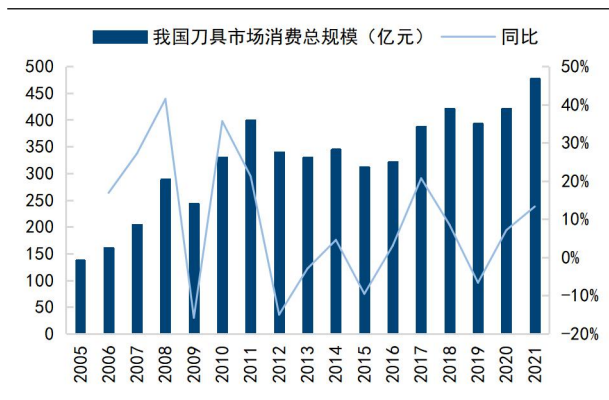
图11：2023-2027年金属切削机床更新需求约376万台



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

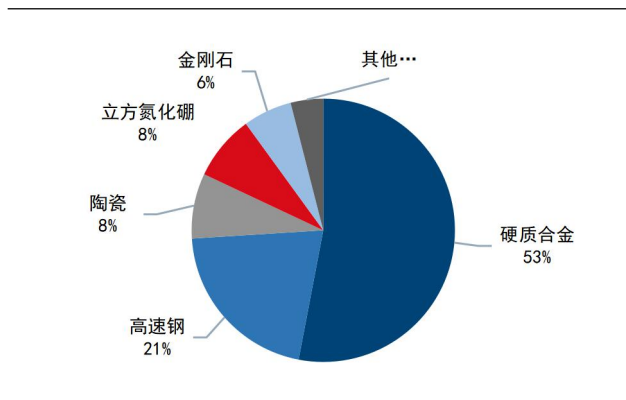
中国刀具市场消费额稳健增长，硬质合金约占全部刀具的60%。根据中国机床工具工业协会数据，2021年中国刀具市场消费额达477亿元，同比增长13.30%，2005-2021年CAGR为8.09%，预计2030年中国刀具市场消费额有望达631亿元。从材料角度，刀具可分为硬质合金、高速钢、陶瓷、立方氮化硼、金刚石等。《第四届切削刀具用户调查数据分析报告》统计显示，截至2018年底，我国机械加工行业使用硬质合金切削刀具占比达53%，低于全球63%的水平。由于硬质合金刀具高硬度、耐磨、耐热、耐腐蚀等性能优点显著，占比有望进一步提升。

图12：2005-2021年我国刀具市场消费总规模变化



资料来源：中国机床工具工业协会，国信证券经济研究所整理

图13：2018年硬质合金刀具占比达53%

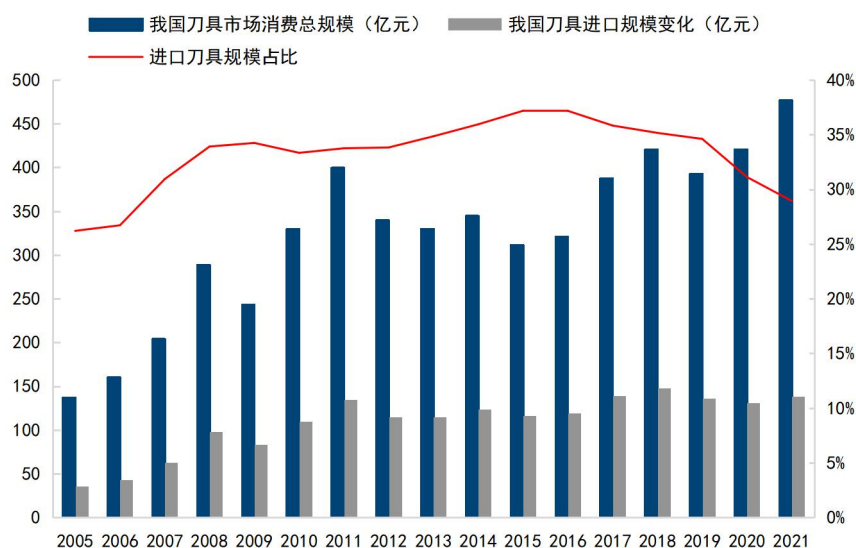


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

中高端产品仍依赖进口，国产替代加速。国际刀具市场竞争格局可根据产品策略不同划分为三个梯队。1) 欧美刀具企业：凭借研发优势定位于为客户提供完整的

刀具解决方案，产品体系不断推陈出新，主打高端定制化刀具，呈寡头竞争格局；
2) **日韩刀具企业**：主打通用性高、稳定性好和极具性价比的产品，高端非定制化刀具；
3) **中国刀具企业**：通过差异化产品策略和价格优势抢占中低端市场。根据中国机床工具工业协会数据，我国进口刀具规模占比由 2015 年的 37.18% 下降至 2021 年的 28.93%，体现产品结构调整取得进展，实现了部分领域进口替代的成果。现阶段，我国制造业向高质量发展转型，对刀具的质量、品牌提出更高要求；同时，早日摆脱高端数控刀具依赖进口对保障国家经济和国防安全意义重大，国内刀具企业向高端化突破、实现高端产品国产替代的趋势确定。

图 14：2015-2021 年我国刀具进口规模及占比变化



资料来源：中国机床工具工业协会，国信证券经济研究所整理

盈利预测假设基础及结果

按假设前提,我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 2.26/3.14/4.10 亿元,同比增长 36.2%/38.5%/30.6%,对应 PE29/21/16 倍。

我们对盈利预测模型做出如下假设:

数控刀具业务: 公司是国内领先的硬质合金数控刀片制造商,产品竞争力强,硬质合金数控刀片产量连续多年位居国内企业前三。公司数控刀片生产线为通用生产线,通过在压制成型工序更换模具类型生产对应的车削、铣削和钻削刀片产品。2023 年上半年公司 IPO “精密数控刀具数字化生产线建设项目”和“研发中心项目”计划投产,受益于数控刀片市场规模增长、中高端产品进口替代趋势明确,公司有望加速成长。预计公司 2023-25 年数控刀具业务收入分别为 6.62/8.22/9.10 亿元,同比增长 11.93%/24.09%/10.71%。

整体刀具: 公司 IPO 募投项目新增硬质合金整体刀具年产能 200 万支将于 2023 年上半年投产,公司综合金属切削服务能力将大幅提升。预计 2023-25 年整体刀具收入分别为 0.95/1.43/1.90 亿元,2024-25 年分别同比增长 100.00%/33.33%。

数控刀体: 公司可转债募投项目新增精密数控刀体产能 50 万件有望于 2023 年内逐步投产,新增刀杆、刀盘等数控刀体产能,公司产品布局进一步完善,与现有产品形成互补。预计 2023-25 年数控刀体收入分别为 0.58/0.96/1.92 亿元,2024-25 年分别同比增长 66.67%/100.00%。

表 2: 华锐精密业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1. 数控刀片业务					
收入	481.40	591.78	662.40	822.00	910.00
增速	55.80%	22.93%	11.93%	24.09%	10.71%
成本	237.36	294.61	326.48	403.50	445.79
毛利	244.04	297.17	335.91	418.49	464.21
毛利率(%)	50.69%	50.22%	50.71%	50.91%	51.01%
2. 整体刀具					
收入			95.20	142.80	190.40
增速			2280.00%	50.00%	33.33%
成本			61.88	81.40	91.39
毛利			33.32	61.40	99.01
毛利率(%)			35.00%	43.00%	52.00%
3. 数控刀体					
收入			57.60	96.00	192.00
增速				66.67%	100.00%
成本			34.56	48.00	96.00
毛利			23.04	48.00	96.00
毛利率(%)			40.00%	50.00%	50.00%
4. 其他业务					
收入	4.08	5.86	7.18	8.62	10.34
增速	27.50%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	3.92	5.63	4.31	5.17	6.21
毛利	0.16	0.23	2.87	3.45	4.14
毛利率(%)	3.87%	3.87%	40.00%	40.00%	40.00%
合计					
总营收(百万元)	485.48	601.64	822.38	1,069.42	1,302.74
增速	55.51%	23.93%	36.66%	30.04%	21.82%
营业成本(百万元)	241.28	307.67	427.23	538.07	639.39
毛利率	50.30%	48.86%	48.05%	49.69%	50.92%
毛利(百万元)	244.20	293.97	395.15	531.35	663.35
增速		20.38%	34.36%	34.47%	24.84%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

根据上述假设,我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 8.22 /10.69 /13.03 亿元,同比增长 36.66%/30.04%/21.82%,毛利率分别为 48.05%/49.69%/50.92%,毛利 3.95/5.31/6.63 亿元,同比增长 34.36%/34.47%/24.84%。

未来 3 年业绩预测

表 3：未来 3 年盈利预测表（亿元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	602	822	1069	1302
营业成本	308	427	555	655
销售费用	18	29	41	46
管理费用	35	53	61	70
研发费用	42	57	74	90
财务费用	13	6	0	(5)
营业利润	183	256	353	461
利润总额	186	258	357	464
归属于母公司净利润	166	226	313	409

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2023–2025 年的营业收入分别为 8.22 /10.69 /13.03 亿元，同比增长 36.66%/30.04%/21.82%，归母净利润分别为 2.26/3.13/4.09 亿元，同比增长 36.2%/38.5%/30.6%。

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：143.79–180.78 元

公司深耕硬质合金数控刀片领域多年，核心产品在加工精度、加工效率和使用寿命等切削性能方面已处于国内先进水平，产品竞争力强，硬质合金数控刀片产量连续多年位居国内企业前三，部分产品在国际市场上拥有较强竞争力。我们预计公司未来收入业绩端保持稳定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表4：FCFF 估值中公司经营活动主要假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	55.5%	23.9%	36.7%	30.0%	21.8%	15.0%	14.5%	14.0%	13.5%	13.0%	12.5%	10.0%
营业成本/销售收入	49.7%	51.2%	52.0%	52.0%	50.3%	50.1%	49.9%	49.7%	49.5%	49.3%	49.1%	48.9%
管理费用/销售收入	5.3%	5.5%	6.3%	5.6%	5.3%	5.1%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
研发费用/销售收入	5.1%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	6.8%	6.6%	6.4%	6.2%	6.1%	5.9%
销售费用/销售收入	2.7%	3.0%	3.5%	3.8%	3.5%	3.2%	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%
营业税及附加/营业收入	0.9%	0.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	13.1%	11.0%	12.6%	12.2%	11.9%	12.2%	12.1%	12.1%	12.2%	12.1%	12.1%	12.1%
股利分配比率	28.2%	32.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

表5：绝对估值法假设条件

无杠杆 Beta	0.93	T	12.56%
无风险利率	2.86%	Ka	10.08%
股票风险溢价	7.77%	有杠杆 Beta	0.97
公司股价（元）	150	Ke	10.42%
发行在外股数（百万股）	44	E/(D+E)	94.80%
股票市值(E)（百万元）	6600	D/(D+E)	5.20%
债务总额(D)（百万元）	362	WACC	10.03%
Kd	3.20%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表6：FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	250.0	330.5	432.7	507.4	593.4	692.4	796.9	913.3	1,038.8	1,155.2	
所得税税率(%)	12.56%	12.23%	11.94%	12.24%	12.14%	12.11%	12.16%	12.14%	12.14%	12.15%	
EBIT*(1-所得税税率)	218.6	290.1	381.0	445.3	521.4	608.6	699.9	802.4	912.8	1,014.9	
折旧与摊销	62.3	77.1	87.9	97.4	106.4	115.9	126.5	138.3	151.6	166.5	
营运资金净变动	(5.6)	11.9	(57.8)	14.5	(5.4)	(25.6)	(11.9)	(26.9)	(36.4)	(26.4)	
资本性投资	(83.2)	(107.9)	(131.2)	(120.8)	(138.2)	(157.4)	(178.5)	(201.6)	(226.7)	(249.2)	
FCFF	192.1	271.1	280.0	436.3	484.1	541.5	636.0	712.3	801.3	905.7	11,510.9
PV(FCFF)	174.6	224.0	210.2	297.7	300.3	305.2	325.8	331.7	339.1	348.4	4,427.6
核心企业价值	7,284.5										
减：净债务	242.7										
股票价值	7,041.9										
每股价值	160.04										

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法得出公司价格区间为 143.79–180.78 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.6%	9.8%	10.03%	10.2%	10.4%
永续 增长 率变 化	2.6%	180.78	174.62	168.81	163.32	158.12
	2.4%	177.23	171.32	165.74	160.45	155.43
	2.2%	173.88	168.19	162.82	157.72	152.88
	2.0%	170.70	165.23	160.04	155.12	150.45
	1.8%	167.68	162.41	157.40	152.65	148.13
	1.6%	164.81	159.72	154.89	150.29	145.91
	1.4%	162.09	157.17	152.49	148.04	143.79

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：143.79-169.47 元

华锐精密为我国领先的硬质合金切削刀具制造商，主要产品为硬质合金数控刀片。选取主营产品、业务结构、经营模式、营收规模及行业上下游产业与公司相同或相近的中钨高新（000657.SZ）、欧科亿（688308.SH）作为同行业可比上市公司，可比公司 2023 年 PE 均值为 20 倍，由于公司盈利能力更优，给予公司 2023 年 PE 28-33 倍，合理目标价格区间为 143.79-169.47 元。

表8：可比公司估值表

公司	投资评级	股价（元） 20230331	市值（亿 元）	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
中钨高新	未评级	13.40	144.12	0.35	0.57	0.80	1.01	38	23	17	13
欧科亿	未评级	69.35	78.10	2.22	2.16	3.09	4.00	31	35	22	17
							平均值	35	29	20	15
华锐精密	增持	150.00	66.01	0.35	3.77	5.14	7.11	429	40	29	21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系 WIND 一致预期

投资建议

公司是国内领先的硬质合金数控刀片制造商，产品竞争力强，硬质合金数控刀片产量连续多年位居国内企业前三。2023 年公司 IPO 及可转债募投项目部分产能陆续投产，受益于数控刀片需求复苏、中高端产品国产替代进程推进、海外市场加快拓展，公司有望加速成长。我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 2.26/3.13/4.09 亿元，对应 PE29/21/16 倍。公司合理目标价格区间为 143.79-180.78 元（对应 2023 年 PE28-35 倍），给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的 2022 年合理估值在 28-33 倍之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险：

可能由于对公司显性期和半显性期营业收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.78%、风险溢价 7.77%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的中钨高新（000657.SZ）、欧科亿（688308.SH）的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，最终给予公司 23 年 28-33 倍 PE 估值，可能存在可比公司可参考性不足、未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设，其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性，可能和实际结果有所偏差，导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

1、行业竞争加剧的风险

我国硬质合金行业集中度较低，中低端硬质合金产品竞争激烈，随着国内主要硬质合金刀具制造商积极扩大产能，并加快推出各种新牌号、新槽型的产品，欧美和日韩等知名刀具企业不断加大中国市场的开拓力度，公司将面临进一步加剧的市场竞争风险。如果公司不能保持并强化自身的竞争优势和核心竞争力，公司产品市场份额及价格可能会因市场竞争加剧而下降。

2、下游需求复苏不及预期

公司的数控刀具产品主要应用于模具、通用机械和汽车行业等领域。其中，模具和通用机械行业作为我国的基础工业，其下游涵盖制造业的众多细分领域，与国内制造业发展息息相关；如果未来宏观经济不景气或产业政策发生重大调整或居民消费习惯发生重大变化导致下游需求复苏不及预期，将有可能减少对上游刀具行业的需求，公司可能面临产能利用率下降、产品销售下滑的不利影响。

3、国产化替代进程不及预期

目前，国内数控刀具中高端产品仍依赖进口，高端定制化产品市场基本呈欧美刀具企业寡头竞争格局，日韩刀具企业在高端非定制化刀具领域表现强势，公司通过差异化产品策略和价格优势抢占中低端市场，并伴随国产化替代进程向中高端市场加速渗透。如果未来数控刀具技术壁垒提升或国外企业加速行业垄断导致国产化替代进程不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	158	214	432	705	923	营业收入	485	602	822	1069	1302
应收款项	159	233	237	338	409	营业成本	241	308	427	555	655
存货净额	88	148	184	245	303	营业税金及附加	4	3	6	7	8
其他流动资产	8	34	95	67	102	销售费用	13	18	29	41	46
流动资产合计	554	860	1072	1478	1862	管理费用	26	35	53	61	70
固定资产	489	867	896	936	986	研发费用	25	42	57	74	90
无形资产及其他	19	24	24	24	24	财务费用	(0)	13	6	0	(5)
投资性房地产	87	142	142	142	142	投资收益	4	4	3	13	17
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	3	10	9	7
资产总计	1149	1893	2134	2580	3014	其他收入	(24)	(49)	(57)	(74)	(90)
短期借款及交易性金融负债	1	82	50	100	100	营业利润	181	183	256	353	461
应付款项	81	179	156	232	282	营业外净收支	6	3	2	4	3
其他流动负债	106	95	187	228	256	利润总额	187	186	258	357	464
流动负债合计	188	356	392	560	638	所得税费用	25	21	32	44	55
长期借款及应付债券	0	317	317	317	317	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	73	106	130	158	186	归属于母公司净利润	162	166	226	313	409
长期负债合计	73	423	447	475	503	现金流量表（百万元）					
负债合计	260	779	839	1035	1141	净利润	162	166	226	313	409
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	3	1	1	0
股东权益	889	1114	1295	1545	1873	折旧摊销	44	56	62	77	88
负债和股东权益总计	1149	1893	2134	2580	3014	公允价值变动损失	(1)	(3)	(10)	(9)	(7)
关键财务与估值指标						财务费用	(0)	13	6	0	(5)
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(6)	(93)	(6)	12	(58)
每股收益	3.69	3.77	5.14	7.12	9.29	其它	2	(3)	(1)	(1)	(0)
每股红利	1.04	1.23	1.03	1.42	1.86	经营活动现金流	199	126	273	393	432
每股净资产	20.21	25.32	29.43	35.12	42.56	资本开支	0	(437)	(83)	(108)	(131)
ROIC	28%	21%	19%	24%	31%	其它投资现金流	(140)	(90)	107	0	0
ROE	18%	15%	17%	20%	22%	投资活动现金流	(140)	(527)	23	(108)	(131)
毛利率	50%	49%	48%	48%	50%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	36%	33%	30%	31%	33%	负债净变化	(9)	17	0	0	0
EBITDA Margin	45%	42%	38%	38%	40%	支付股利、利息	(46)	(54)	(45)	(63)	(82)
收入增长	56%	24%	37%	30%	22%	其它融资现金流	183	532	(33)	50	0
净利润增长率	82%	2%	36%	39%	31%	融资活动现金流	74	457	(78)	(12)	(82)
资产负债率	23%	41%	39%	40%	38%	现金净变动	133	56	218	272	219
息率	0.7%	0.8%	0.7%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	25	158	214	432	705
P/E	40.7	39.8	29.2	21.1	16.1	货币资金的期末余额	158	214	432	705	923
P/B	7.4	5.9	5.1	4.3	3.5	企业自由现金流	0	(300)	192	271	280
EV/EBITDA	31.2	29.3	23.8	18.7	14.9	权益自由现金流	0	249	154	321	284

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032