

华锐精密（688059）：数控刀具突围先锋，格局重塑率先受益

2022 年 5 月 6 日

推荐/首次

华锐精密

公司报告

聚焦数控刀具业务。华锐精密是国内先进的硬质合金切削刀具制造商，主要从事硬质合金数控刀具的研发、生产和销售业务，目前公司产品主要包括车削刀片、铣削刀片和钻削刀片。公司连续多年硬质合金刀具销量位居国产品牌前三。

国产刀具性能突破驱动格局重塑，机床数控化率提升利好数控刀具发展。我们在机床刀具行业系列报告之一中提到，**国产刀具性能提升是驱动行业格局重塑的核心驱动力**。国内部分涂层刀片在基体硬度和韧性、涂层硬度和膜基结合力等方面的综合性能已经达到欧美日韩等国际头部刀具企业的产品水平且价格优势明显，加速向上突围。对标海外刀具消费占机床消费 50% 的比重，我国这一比重仍然较低，国内刀具消费额仍有很大提升空间；从全球发达国家机床发展趋势上看，相较发达国家普遍超过 70% 机床数控化率，我国 2021 年这一数字仅为 41.11%，数控化率趋势将进一步延续，持续利好数控刀具发展。

华锐精密进军中高端市场的实力。产品性能方面，公司产品性能优异，在切削性能衡量指标的切削力、耐磨性和工件表面质量等方面均已看齐日韩产品。研发投入方面，公司近年研发支出持续增加且稳定维持 5% 以上，并在 PVD 和 CVD 涂层技术方面获得突破，获得多项专利，技术优势逐渐显现。在品牌和渠道方面，公司拥有完善的经销网络，当前正大力推进直销团队和“华锐”品牌的打造，提升高端定制化产品获客能力。在品类和产能方面，公司通过 IPO 和可转债项目大力布局未来 3 年品类和产能扩张，新品类的面世将拉高产品单价，新建产能投产将持续兑现销量，双轮之下实现公司量价齐升。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 2.04、2.85 和 3.47 亿元，对应 EPS 分别为 4.64、6.47 和 7.89 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 22、16 和 13 倍。看好公司在行业格局变革中率先受益，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济下行、数控机床发展不及预期、产能扩张不及预期、市场竞争加剧、增材制造对减材制造的替代。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	312.19	485.48	585.82	840.78	1,018.92
增长率（%）	20.57%	55.51%	20.67%	43.52%	21.19%
归母净利润（百万元）	89.00	162.35	204.20	284.56	347.27
增长率（%）	23.94%	82.41%	25.78%	39.35%	22.04%
净资产收益率（%）	21.65%	18.26%	19.59%	22.66%	22.90%
每股收益（元）	2.70	3.85	4.64	6.47	7.89
PE	37.81	26.52	22.00	15.79	12.94

公司简介：

华锐精密是国内先进的硬质合金切削刀具制造商，主要从事硬质合金数控刀具的研发、生产和销售业务，目前公司产品主要包括车削刀片、铣削刀片和钻削刀片。公司连续多年硬质合金刀具销量位居国产品牌前三。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

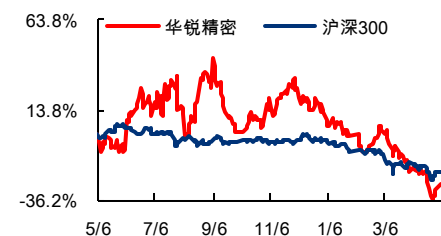
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	200.17-89.72
总市值（亿元）	44.93
流通市值（亿元）	25.24
总股本/流通 A 股（万股）	4,401/4,401
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	2.9

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：李金锦

010-66554142

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

研究助理：祁岩

010-66554018

qiy an-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121090016

PB	8.20	5.05	4.31	3.58	2.96
----	------	------	------	------	------

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 聚焦数控刀具的领先企业	4
2. 性能突破驱动格局重塑，机床数控化率提升利好数控刀具发展	7
2.1 国产刀具性能加速突破，中游国内刀具企业向上突围	7
2.2 刀具市场规模稳步增长，数控刀具尤其受益	10
3. 华锐精密进军中高端刀具市场的实力	12
3.1 公司产品性能优异，看齐中高端日韩产品	12
3.2 研发持续高投入，技术优势渐显	14
3.3 定位中高端市场，渠道与品牌建设加速推进	14
3.4 新品和产能逐步释放，业绩有望持续兑现	15
4. 投资建议与盈利预测	16
5. 风险提示	16
相关报告汇总	19

插图目录

图 1： 公司实控人为肖旭凯、高颖和王玉琴	5
图 2： 华锐精密营业收入持续快速增长	6
图 3： 华锐精密车削刀片贡献占比持续提升	6
图 4： 华锐精密期间费用率持续下降	7
图 5： 华锐精密盈利能力维持高位	7
图 6： 刀具行业产业链图谱	7
图 7： 欧美日韩占据中高端市场，国内企业加速追赶	8
图 8： 2018 年国内刀具市场竞争格局分散	8
图 9： 切削力对比：三菱 VS 欧科亿	9
图 10： 刀片磨损对比：山特维克 VS 三菱 VS 欧科亿	9
图 11： 工件表面粗糙度：山特维克 VS 三菱 VS 欧科亿	9
图 12： 工件表面粗糙度：泰珂洛 VS 华锐精密	9
图 13： 我国进口刀具市场占有率常年维持在 30% 以上，进口替代空间在百亿以上	10
图 14： 2020 年全球切削刀具市场规模达到 370 亿美元	10
图 15： 近五年国内切削刀具市场规模增速中枢为 7.8%	10
图 16： 截止 2019 年中国切削刀具消费占机床消费总额比重不足 30%	11
图 17： 我国机床数控化率占比持续提升，2021 年已突破 40%	11
图 18： 华锐精密车削刀片切削力与泰珂洛产品基本持平	12
图 19： 车削刀片耐磨性接近泰珂洛产品	13
图 20： 车削刀片加工后工件表面粗糙度与泰珂洛平分秋色	13
图 21： 小切削条件下华锐略大于三菱，大切削条件下则相反	13
图 22： 铣削刀片 AP11 耐磨性优于三菱产品	13
图 23： 铣削刀片 AP16 耐磨性优于三菱产品	13

图 24： 铣削刀片加工后工件表面粗糙度接近三菱产品	13
图 25： 华锐精密研发投入保持 5%以上	14
图 26： 华锐精密近年专利授权获取情况	14
图 27： 华锐精密经营模式演变情况	14
图 28： 华锐精密目前以经销方式为主	15
图 29： 华锐精密品牌专卖店开拓情况	15
图 30： 打造“华锐”品牌，进军高端市场	15

表格目录

表 1： 华锐精密车削、铣削及钻削系列产品	4
表 2： 公司技术人员从业经验丰富	5
表 3： 国内外刀具材料性能检测结果对比	8
表 4： 硬质合金刀具市场规模测算	12
表 5： 华锐精密现有产能及规划情况	15
表 6： 华锐精密收入预测	16

1. 聚焦数控刀具的领先企业

公司成立于 2007 年，地处“硬质合金之都”湖南省株洲市，并于 2021 年 2 月登陆上交所科创板。公司是国内先进的硬质合金切削刀具制造商，主要从事硬质合金数控刀具的研发、生产和销售业务。目前公司产品主要包括车削刀片、铣削刀片和钻削刀片。公司连续多年硬质合金刀具销量位居国产品牌前三。

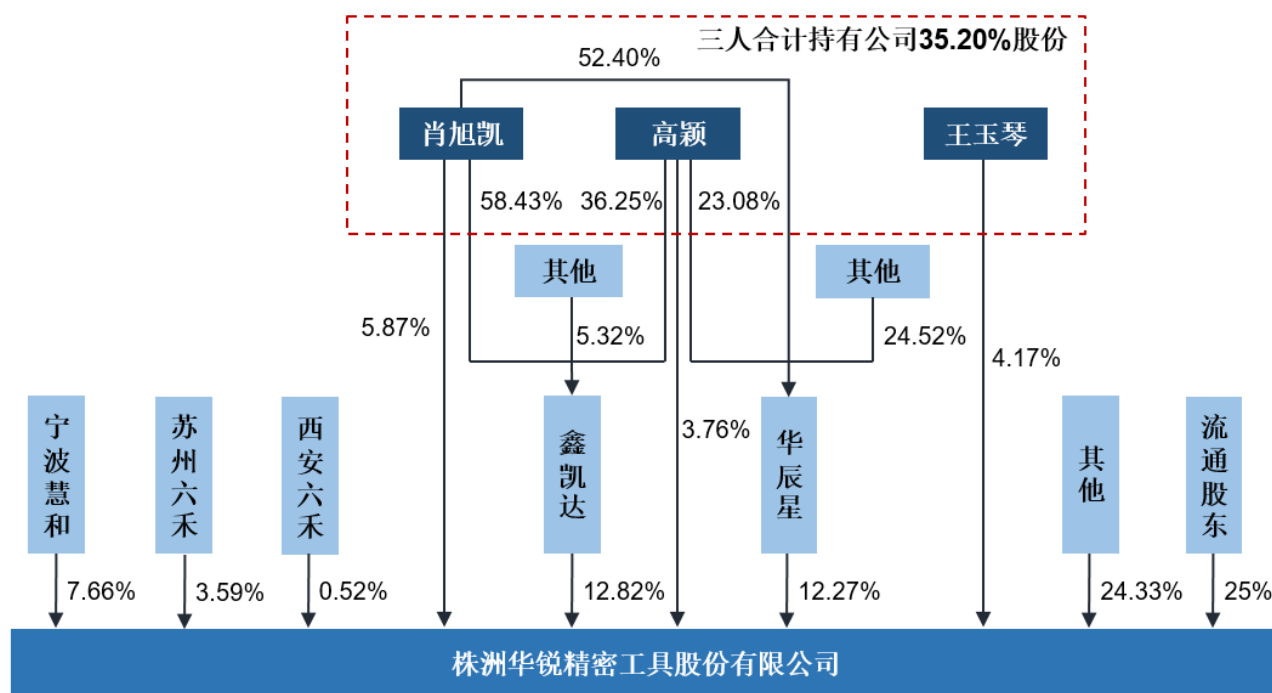
表1：华锐精密车削、铣削及钻削系列产品

产品系列	刀片品类	用途	产品示例
车削系列	普通切削刀片	通用机械、汽车、轨道交通等	 普通车削刀片 普通车削刀杆
	切断切槽刀片	精密轴承、通用机械等	 切断切槽刀片 槽刀刀杆
	螺纹刀片	高端卫浴、石油化工等	 螺纹刀片 螺纹刀杆
铣削系列	铣削刀片	精密模具、能源装备等	 铣削刀片 铣刀刀盘
钻削系列	钻削刀片	工程机械、新能源等	 钻削刀片 钻削刀杆

资料来源：华锐精密招股说明书，东兴证券研究所

公司实控人为肖旭凯、高颖和王玉琴，三人合计持股 35.2%。肖旭凯为公司董事长兼总经理，高颖为肖旭凯配偶，王玉琴为高颖母亲。截至目前，实控人合计持有公司 35.2% 的股份。鑫凯达和华辰星为公司员工间接持股平台，将公司高管及核心技术人员与公司发展进行深度绑定。

图1：公司实控人为肖旭凯、高颖和王玉琴



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司技术人员从业经验丰富。公司多位技术人员曾在 601 厂担任重要职位，且部分人员曾赴瑞典山特维克培训学习，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。

表2：公司技术人员从业经验丰富

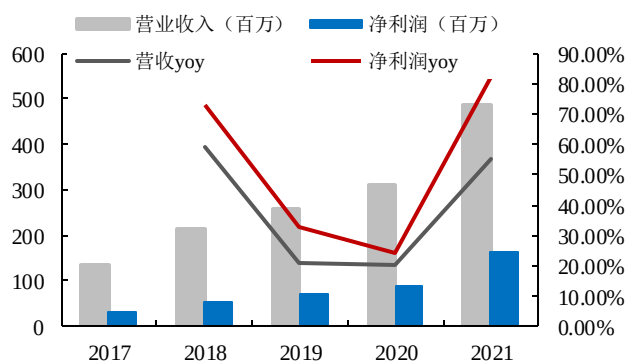
姓名	职务	学历	工作经历
高荣根	总工程师	北京科技大学本科 粉末冶金专业 研究员级高级工程师	历任 601 厂助理工程师、工程师、研究所副所长、分厂厂长、技术中心主任、副总工程师，曾于 1986 赴瑞典山特维克培训学习，1988 年负责从瑞典山特维克引进国内第一条硬质合金数控刀片生产线，并担任三分厂（数控刀片分厂）第一任厂长；退休后 2003 年至 2007 年返聘到株洲钻石切削刀具股份有限公司的技术顾问；2007 年协助肖旭凯、高颖成立公司前身株洲华锐硬质合金工具有限责任公司。2007 年至今，历任公司技术顾问、总工程师。
易兵	总工艺师	湖南工业大学大专 粉末冶金专业	先后担任 601 厂三车间压制班长、助理工程师、工程师、三分厂技术科长，曾于 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，并担任三分厂技术科长；1996 年至 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 年至 2007 年，退休后任湘潭天捷硬质材料有限公司技术顾问；2007 年至 2010 年任公司副总经理；2010 年至今，任公司总工艺师。

高江雄	副总经理 (主管研发)	西安理工大学本科 机械设计制造专业	2005 年至 2012 年, 任株洲钻石研发工程师; 2012 年至 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。
杨雄	材质部研发工程师	中南大学博士 材料科学与工程专业	2018 年至今, 任公司材质部研发工程师, 主要从事材料的基础研究。
陈胜男	设计部部长	哈尔滨理工大学本科 机械专业	2006 年至 2012 年任株洲钻石设计工程师; 2012 年至今, 历任公司设计部副部长、部长, 主管产品的研发工作。
刘安虎	工艺部部长	重庆大学硕士 机械制造及自动化专业	2008 年至 2013 年, 任株洲钻石工装部数控刀具新品开发主管; 2013 年至 2015 年, 任公司品质部部长; 2015 年至今, 任公司工艺部部长, 主管工艺的研发工作。
林孝良	材质部部长兼涂层中心主任	东北大学本科 真空技术与设备专业	1994 年至 2000 年, 任广州市黄埔东粤镀膜玻璃厂副厂长; 2000 年至 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 年至 2017 年, 任佛山市依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, 主要负责基体和涂层的研发工作。
王栋	材质部主任工程师	东北大学硕士 流体机械及工程专业	2014 年至 2017 年, 任新加坡爱普生电镀厂工程师; 2017 年至今, 任公司材质部主任工程师, 主要从事涂层的研发工作。

资料来源: 华锐精密招股说明书、东兴证券研究所

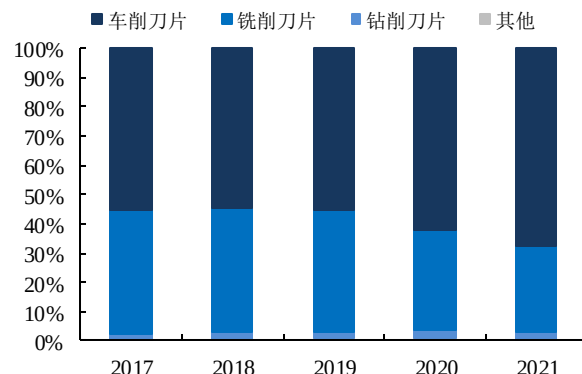
业绩持续高速增长, 车削和铣削刀片贡献占比最大。公司近年来营业收入和净利润持续保持高速增长, 营业收入从 2017 年的 1.34 亿元增长至 2021 年的 4.85 亿元, 四年 CAGR37.93%, 归母净利润从 0.31 亿元增长至 1.62 亿元, 四年 CAGR51.20%。分项来看, 车削和铣削刀片贡献占比最大。

图2: 华锐精密营业收入持续快速增长



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

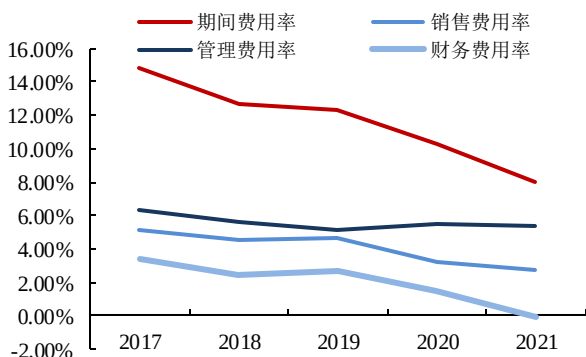
图3: 华锐精密车削刀片贡献占比持续提升



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

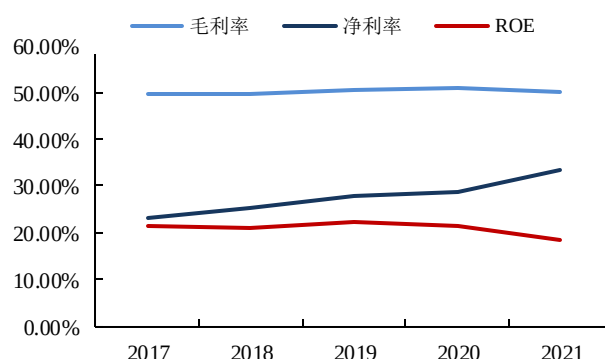
期间费用管控持续向好, 各盈利指标稳定维持高位。费用管控方面, 公司近年期间费用率持续下降, 2021 年期间费用率为 8.05%, 较 2017 年下降 6.75pct; 盈利能力方面, 公司产品毛利率稳定维持在 50%左右, 净利率持续走高, 较 2017 年上升 10.13pct, ROE 因 2021 年上市募资权益乘数降低略有回调, 后续随着产能释放, ROE 将逐步恢复至 20%以上高位。

图4：华锐精密期间费用率持续下降



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图5：华锐精密盈利能力维持高位



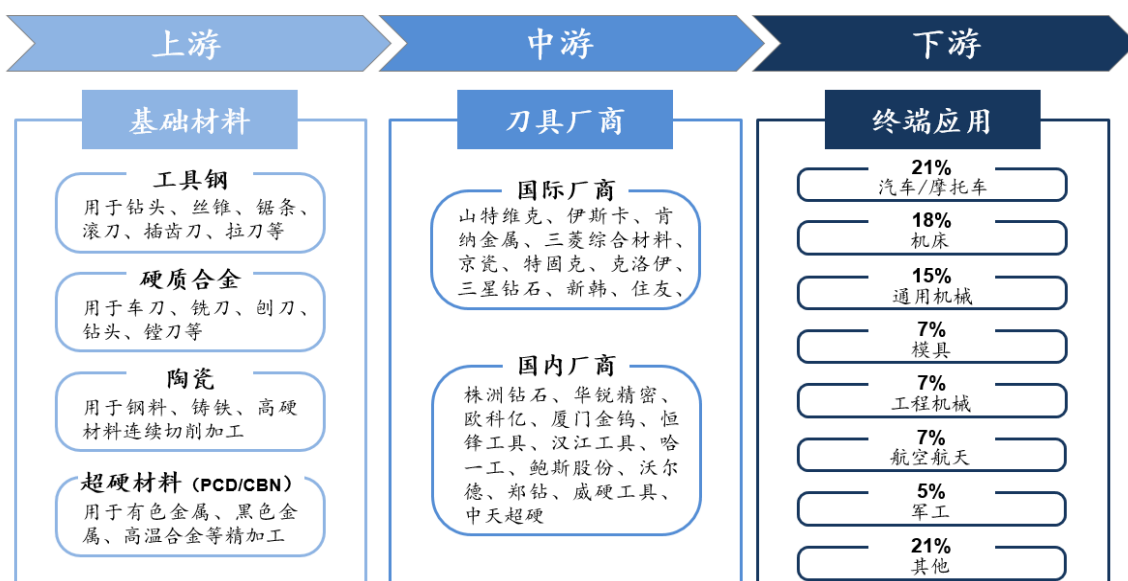
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 性能突破驱动格局重塑，机床数控化率提升利好数控刀具发展

2.1 国产刀具性能加速突破，中游国内刀具企业向上突围

刀具产业链结构清晰。刀具行业产业链主要可以分为上游基础材料生产，中游刀具制造和下游终端应用，其中中游是核心环节。上游基础材料主要有工具钢、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），中游刀具制造主要分为国际厂商和国内厂商，下游终端应用分布广泛，各制造业细分领域均有所涉及。

图6：刀具行业产业链图谱

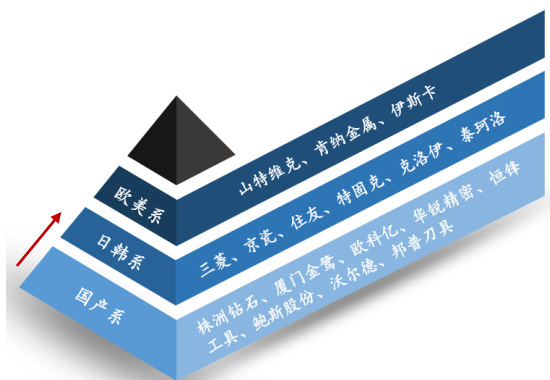


资料来源：头豹研究院，华锐精密招股说明书，沃尔德招股说明书，新锐股份招股说明书，东兴证券研究所

国内中游刀具行业格局相对分散，但从发达国家刀具行业发展路径来看，由于刀具行业壁垒较高，最终将形成高行业集中度的格局。目前刀具市场第一梯队有山特维克、伊斯卡和肯纳金属，第二梯队有三菱综合材料、

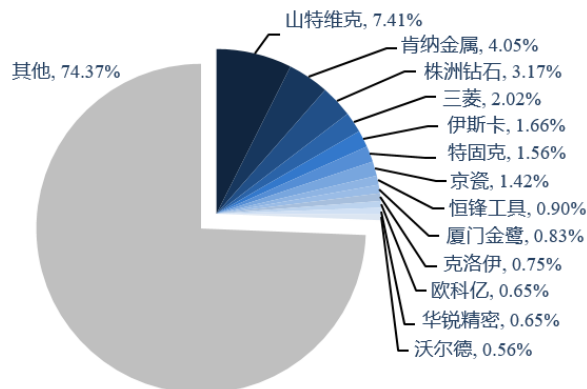
京瓷等、第三梯队有株洲钻石、厦门金鹭、欧科亿、华锐精密等国产品牌，这是受制于我国机床生产主要还停留在中低端的技术水平。在自主可控和产业升级的大背景下，刀具行业整体逐渐迈向高端化与集中化：一方面，技术方面追赶较快，尤其在中端产品上，部分产品性价比已超越原有主导的日韩企业，国产替代进程加速；另一方面，高端化发展也将带来行业壁垒的进一步提升，出现少数业内龙头。

图7：欧美日韩占据中高端市场，国内企业加速追赶



资料来源：欧科亿招股说明书，华锐精密招股说明书，沃尔德招股说明书，东兴证券研究所

图8：2018年国内刀具市场竞争格局分散



资料来源：华锐精密招股说明书，东兴证券研究所

部分国产刀具材料性能可与日韩相当紧追欧美。我们在机床刀具行业系列报告之一中提到，刀具性能提升是驱动行业格局重塑的核心驱动力。根据欧科亿和华锐精密上市问询函回复公告披露，部分涂层刀片在基体硬度和韧性、涂层硬度和膜基结合力等方面的综合性能已经达到欧美日韩等国际头部刀具企业的产品水平。

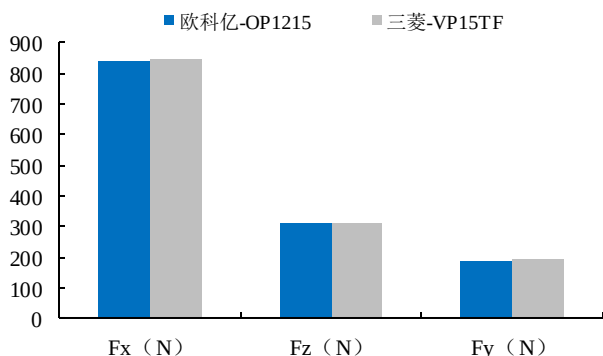
表3：国内外刀具材料性能检测结果对比

类型	品牌	牌号	维氏硬度	断裂韧性	纳米压痕	大载荷划痕
PVD 涂层	特固克	TT9030	1600	9.89	33.6	114.5
		TT9080	1640	9.94	33.4	113
	三菱	VP15TF	1590（1620）	11.03（10.73）	31.2（37.1）	115.7（98）
	欧科亿	OP1215	1590	9.9	38.8	96
	华锐精密	WS7125	1570	11.22	33.6	104.1
		WS5130	1550	10.68	31.2	104.3
CVD 涂层	山特维克	GC4225	1460	10.95	25.4	131.4
	泰珂洛	T9125	1470（1500）	12.15（11.25）	25.5（27.7）	127.8（115）
	欧科亿	OC2115	1590	9.35	29.6	108
	华锐精密	HS8225	1470	11.90	26.5	129.8

资料来源：欧科亿科创板上市问询函回复公告，华锐精密科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

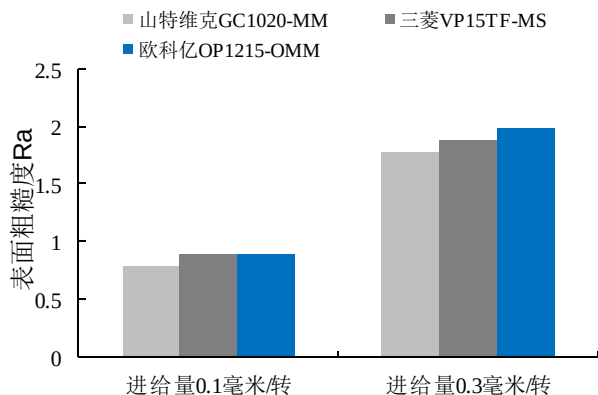
切削性能方面虽与欧美仍有差距，但可与日韩并驾齐驱。根据欧科亿和华锐精密上市问询函回复公告披露，切削性能可以从切削力、切削效果、磨损性能和工件表面质量四个维度进行衡量，根据测试实验对比，部分国产刀具性能可与日韩企业持平，紧追欧美龙头企业。

图9：切削力对比：三菱 VS 欧科亿



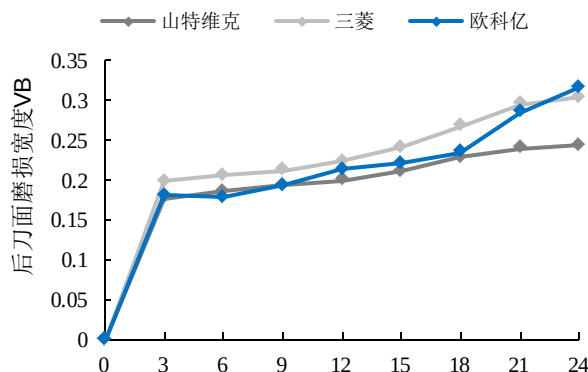
资料来源：欧科亿科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

图11：工件表面粗糙度：山特维克 VS 三菱 VS 欧科亿



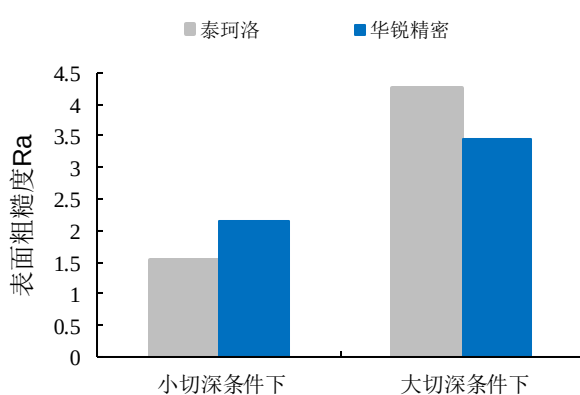
资料来源：欧科亿科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

图10：刀片磨损对比：山特维克 VS 三菱 VS 欧科亿



资料来源：欧科亿科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

图12：工件表面粗糙度：泰珂洛 VS 华锐精密

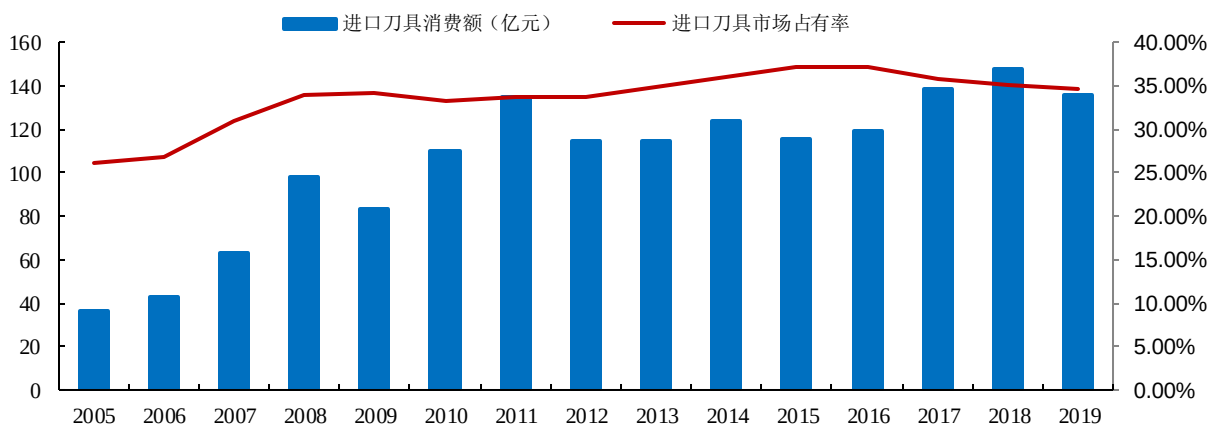


资料来源：华锐精密科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

在同等条件下，国产刀具性能不输进口日韩刀具，且价格优势明显，因此下游客户有采用国产刀具替代进口日韩的刀具的需求，中端刀具市场国产品牌渗透率有望进一步提高。

高端刀具进口依赖性强，国产刀具开始抢占进口份额。根据中国机床工具工业协会统计数据显示，我国现代制造业所急需的高端刀具依然对进口产品有很强的依赖性，近年来进口刀具市场占有率常年维持在30%以上，具体消费额也常年维持在110亿元以上。不过从数据上可以看出，2015-2019年进口刀具市占率从37.18%的高点已经降至34.61%，一定程度上也反映出国产刀具正在逐步抢占进口刀具市场。

图13：我国进口刀具市场占有率常年维持在 30%以上，进口替代空间在百亿以上

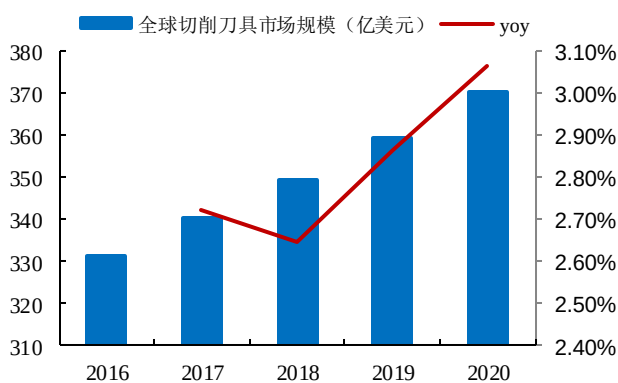


资料来源：中国机床工具工业协会，东兴证券研究所

2.2 刀具市场规模稳步增长，数控刀具尤其受益

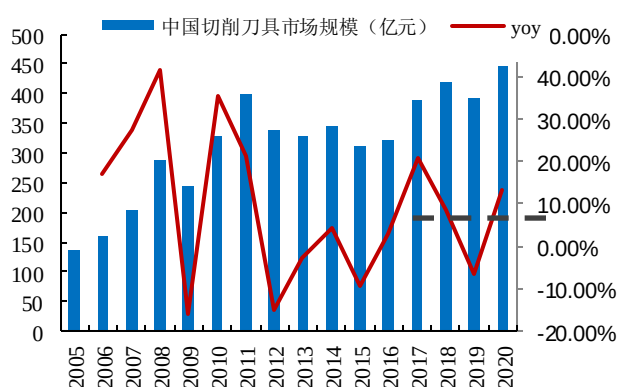
全球切削刀具市场稳步增长，国内市场相对表现更佳。根据华锐精密招股说明书披露，全球刀具消费市场主要集中在中、美、德、韩、日等国家。2010 年以来，以中国为代表的亚洲刀具市场增长率位居全球刀具规模增长首位，是全球增长率的 2.5 倍。2016-2020 年，全球切削刀具市场规模从 331 亿美元增长至 370 亿美元，CAGR 为 2.82%；同期中国切削刀具市场规模从 321.5 亿元增长至 446 亿元，CAGR 为 8.53%，增速中枢为 7.8%，远远优于全球市场表现。

图14：2020 年全球切削刀具市场规模达到 370 亿美元



资料来源：QY Research，前瞻产业研究院，东兴证券研究所

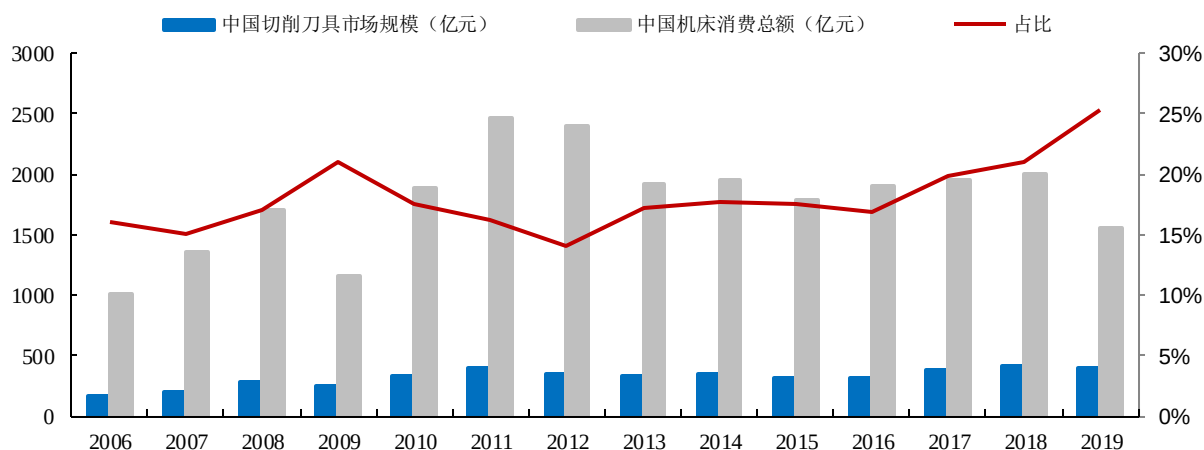
图15：近五年国内切削刀具市场规模增速中枢为 7.8%



资料来源：中国机床工具工业协会，东兴证券研究所

我国机床消费总量稳居全球第一，对标海外刀具消费占比仍有很大提升空间。根据欧科亿招股说明书披露，我国机床消费量已多年连续位居全球第一，截止 2019 年我国刀具消费额 393 亿元占机床消费比重为 25%，相较发达国家每年 50%左右的比例，我国的刀具消费比例还有很大的提升空间。

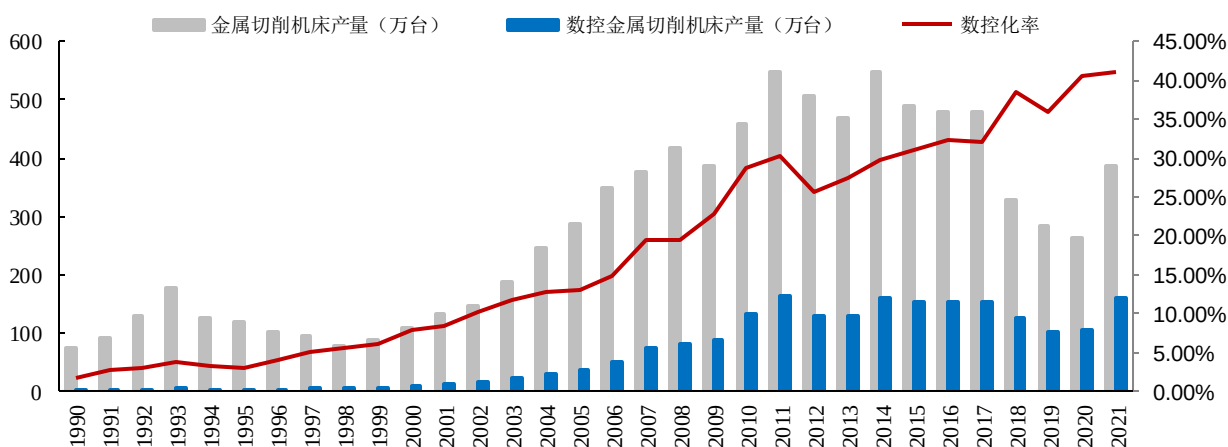
图16：截止 2019 年中国切削刀具消费占机床消费总额比重不足 30%



资料来源：中国机床工具工业协会，东兴证券研究所

对标发达国家，我国机床数控化率较低。相较于传统金属切削机床，高档数控金属切削机床主要应用于航空航天用涡轮叶片、汽车发动机零部件和船舶用螺旋桨等核心零部件的深加工。从全球发达国家机床发展趋势上看，日本机床数控化率超过 90%，德国机床数控化率超过 75%，美国机床数控化率超过 80%。相比之下，近年我国机床数控化率持续提升，从 2000 年的 7.79% 提升至 2021 年的 41.11%，但较发达国家的高数控化率仍有很大提升空间。

图17：我国机床数控化率占比持续提升，2021 年已突破 40%



资料来源：国家统计局，Wind，东兴证券研究所

随着我国产业结构转型升级，数控金属切削机床占比持续提升，未来空间广阔，数控刀具作为数控机床的牙齿将直接受益。

我们认为受益刀具性能和机床数控化率双提升，硬质合金刀具“十四五”期间市场规模 CAGR 为 9.07%。

关键假设：

(1) “十四五”期间是高端制造转型关键之年，假设刀具消费仍将维持 7% 以上的复合增速。

(2) 对标发达国家 60% 以上的市场份额，假设硬质合金刀具年渗透率增速保持 1%。

表4：硬质合金刀具市场规模测算

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
我国刀具消费额 (亿元)	421	393	446	477	511	546	585	626
增速	8.51%	-6.65%	13.49%	7%	7%	7%	7%	7%
硬质合金刀具占比	44.25%	47.27%	50%	51%	52%	53%	54%	55%
硬质合金刀具市场 (亿元)	186	186	223	243	266	289	316	344
增速	19.85%	-0.28%	20.04%	9.09%	9.23%	8.90%	9.16%	8.99%

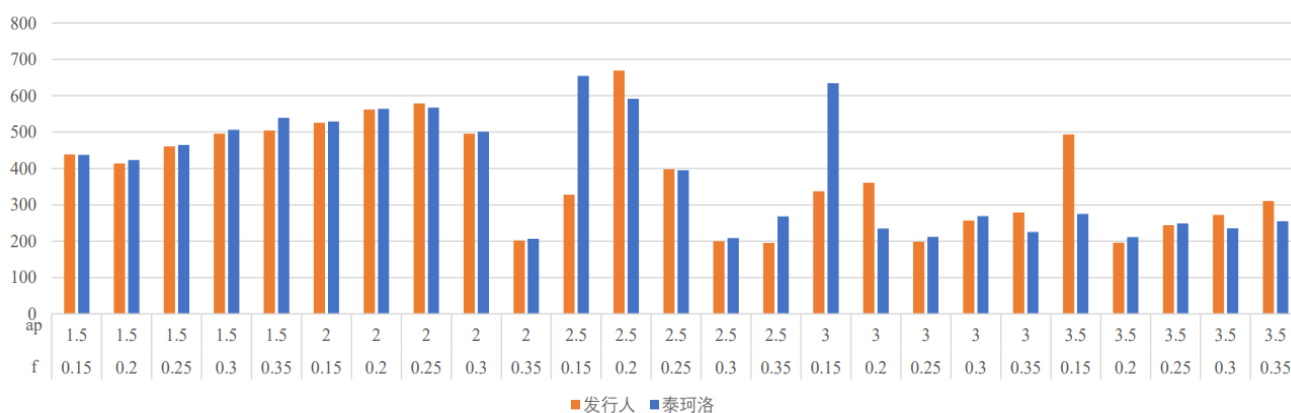
资料来源：中国机床工具工业协会，东兴证券研究所测算

3. 华锐精密进军中高端刀具市场的实力

3.1 公司产品性能优异，看齐中高端日韩产品

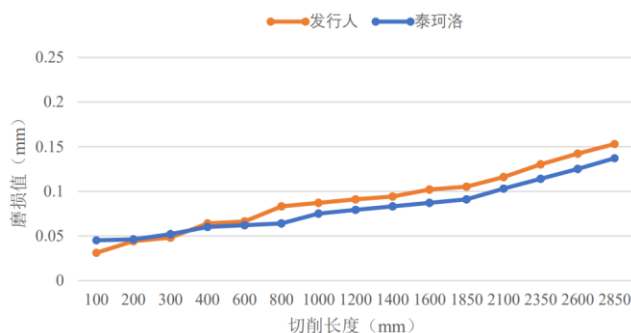
公司产品性能优异，看齐日韩产品。刀具产品的核心卖点在切削性能，公司车削刀片和铣削刀片产品性能均已看齐日韩产品。根据华锐精密回复公告称，华东理工大学对公司刀片与日韩产品性能进行了对比实验。从实验报告结果可以看出，公司车削刀片与泰珂洛产品切削力相差不大：小切深时，华锐略小，大切深时则相反；磨损曲线与泰珂洛产品接近，在加工到 600mm 后磨损程度略差于泰珂洛；加工工件表面粗糙度：在大切深条件下华锐更优，小切深条件下则相反。公司铣削刀片与三菱产品切削力各有长短：小切削条件下华锐略大，大切削条件下则相反；华锐铣削产品耐磨性优于三菱；华锐铣削刀片加工工件表面粗糙度略逊于三菱产品，但差距不大。

图18：华锐精密车削刀片切削力与泰珂洛产品基本持平



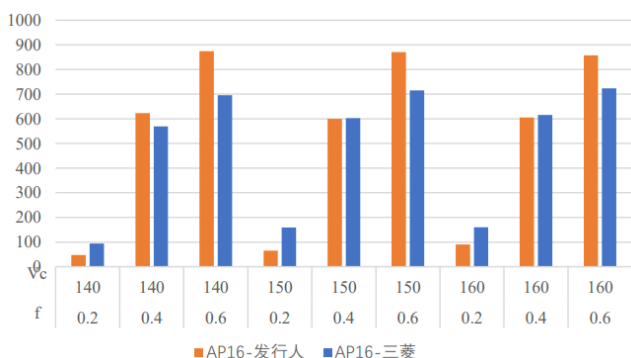
资料来源：华锐精密科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

图19：车削刀片耐磨性接近泰珂洛产品



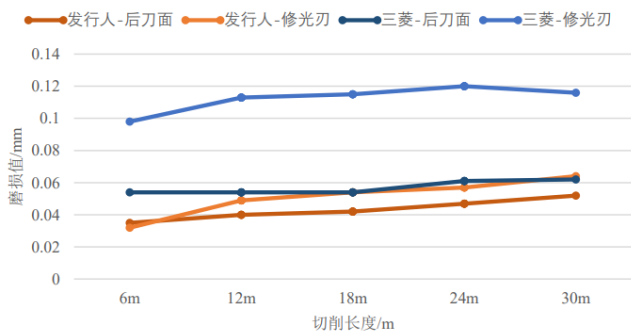
资料来源：华锐精密科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

图21：小切削条件下华锐略大于三菱，大切削条件下则相反



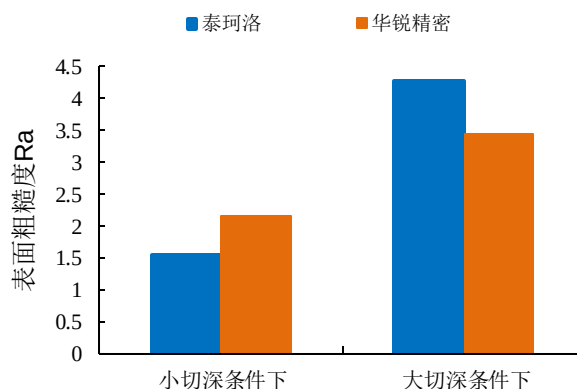
资料来源：华锐精密科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

图23：铣削刀片 AP16 耐磨性优于三菱产品



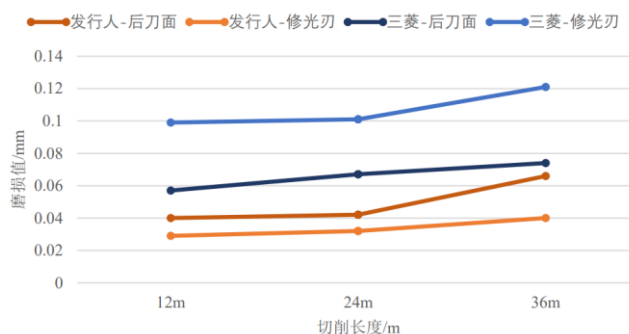
资料来源：华锐精密科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

图20：车削刀片加工后工件表面粗糙度与泰珂洛平分秋色



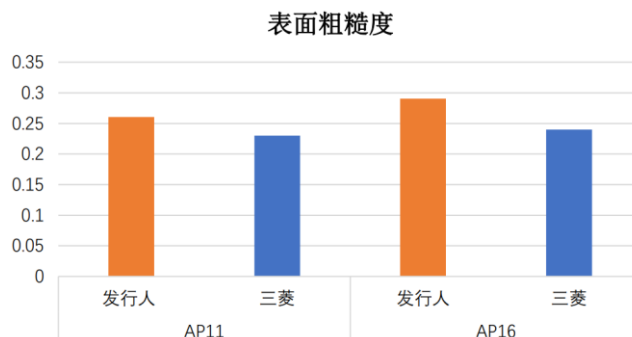
资料来源：华锐精密科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

图22：铣削刀片 AP11 耐磨性优于三菱产品



资料来源：华锐精密科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

图24：铣削刀片加工后工件表面粗糙度接近三菱产品

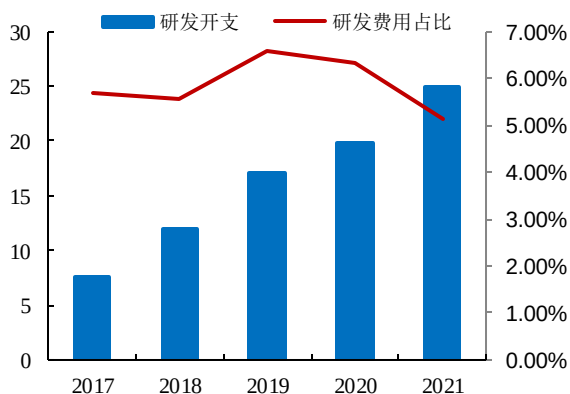


资料来源：华锐精密科创板上市问询函回复公告，东兴证券研究所

3.2 研发持续高投入，技术优势渐显

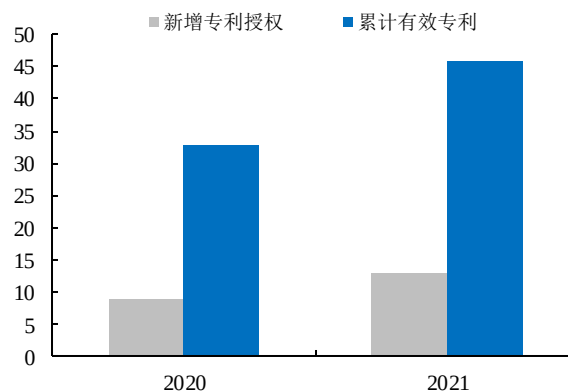
研发投入维持高水平，专利数量持续增长。中高端刀具市场突围主要依靠技术驱动，因此研发投入和专利获取量是驱动公司成长的主要途径。研发投入方面，公司近年研发支出持续增加，占营收比重维持在 5% 以上，高于国际巨头山特维克 4% 的研发投入；专利获取方面，截止 2021 年底，公司累计获得有效专利授权 46 项，较 2020 年新增 13 项。

图25：华锐精密研发投入保持 5% 以上



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图26：华锐精密近年专利授权获取情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 定位中高端市场，渠道与品牌建设加速推进

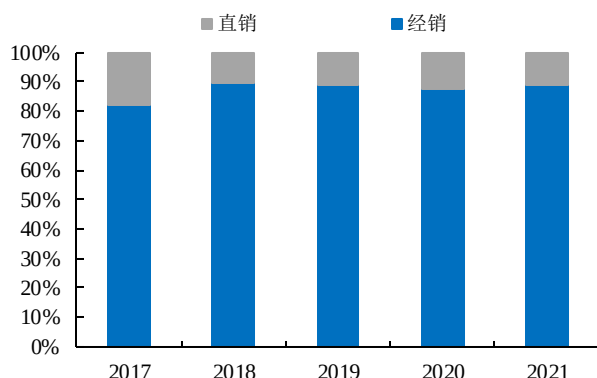
完善经销网络建设，打造品牌专卖店提升知名度。公司经营模式跟随对市场和服务的理解不断加深，产品与销售模式共历经了三个发展阶段：（1）提供非标定制化的硬质合金刀具，以直销模式为主；（2）从“非标定制化产品”转型“切削共性需求的标准产品”，转向经销为主；（3）打造“硕石”和“哈德斯通”系列产品，完善经销网络的同时开设品牌专卖店，提升品牌知名度的同时更好地收集终端客户的需求反馈，为转型整体刀具解决方案供应商打下坚实基础。

图27：华锐精密经营模式演变情况



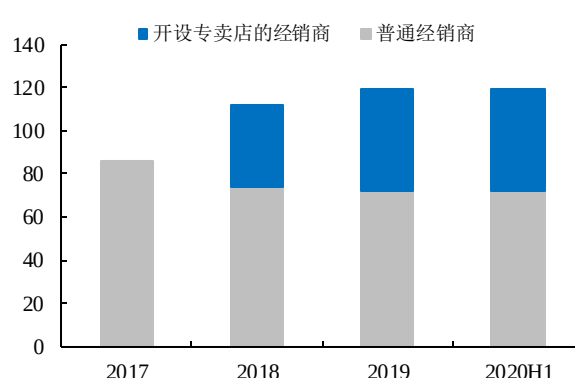
资料来源：华锐精密招股说明书，东兴证券研究所

图28：华锐精密目前以经销方式为主



资料来源：华锐精密招股说明书，公司年度报告，东兴证券研究所

图29：华锐精密品牌专卖店开拓情况



资料来源：华锐精密招股说明书，东兴证券研究所

打造“华锐”品牌，进军高端刀具市场。当前公司已经通过经销网络在中端市场享有一定的知名度，为了进一步打开高端市场，公司于2022年初调整战略方向，打造“华锐”和“哈德斯通”双品牌战略，其中华锐品牌定位于服务高端客户的非标定制类产品，哈德斯通定位于现有经销模式的通用流通产品，公司在高端与中端市场实行双品牌协同推进，将有益于加快产品品质和市占率持续提升。

图30：打造“华锐”品牌，进军高端市场



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.4 新品和产能逐步释放，业绩有望持续兑现

资金投入持续加码，产品品类与产能持续扩张。公司目前拥有刀片品类4000余种，整体刀具品类800余种，后续随着新产线投产，公司品类和产能将进一步得到扩张，新品类刀具将在性能上更具优势，定价较现有品类也将有大幅提升。根据公司披露，2021年数控刀片产能6400万片，实际产量近8000万片。我们预计2022年公司刀具产能将接近1亿片，后续随着资金持续投入和产能逐渐释放，2023年数控刀片产能有望突破1.2亿片。

表5：华锐精密现有产能及规划情况

现有产能	新增规划
------	------

2021 年数控刀片产能 6400 万片，实际产量 7958.6 万片，产能利用率 124.35%。

IPO 募投项目：新增硬质合金数控刀片产能 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。

可转债募投项目：新增数控刀体产能 50 万件、整体硬质合金钻削刀具 140 万支。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4. 投资建议与盈利预测

随着公司新刀具品类的开发与投产，公司刀具业务将持续保持量价齐升态势。

表6：华锐精密收入预测

产品	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
车削刀片	收入（百万）	141.85	192.96	324.97	409.46	611.53	741.17
	yoy	21.93%	36.03%	68.41%	26.00%	49.35%	21.20%
	毛利率	43.99%	45.41%	47.31%	49.00%	50.00%	51.00%
铣削刀片	收入（百万）	107.11	107.45	143.99	154.21	186.90	226.53
	yoy	19.91%	0.31%	34.01%	7.10%	21.20%	21.20%
	毛利率	57.70%	58.64%	55.86%	54.00%	53.00%	52.00%
钻削刀片	收入（百万）	6.46	8.58	12.44	16.50	33.32	40.39
	yoy	17.14%	32.86%	44.94%	32.60%	102.00%	21.20%
	毛利率	75.85%	78.51%	79.31%	80.00%	80.00%	80.00%
其他主营业务	收入（百万）	1.74	2.20	1.74	2.61	5.22	6.27
	yoy	217.45%	26.23%	-20.79%	50.00%	100.00%	20.00%
	毛利率	23.14%	30.37%	-39.61%	30.00%	35.00%	35.00%
其他业务	收入（百万）	1.77	1.00	2.34	3.04	3.80	4.56
	yoy	-7.44%	-43.43%	134.21%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	65.01%	86.97%	36.66%	50.00%	50.00%	50.00%
收入合计		25892.90	31218.59	48547.73	58582.02	84077.92	101891.61
收入 yoy		21.20%	20.57%	55.51%	20.67%	43.52%	21.19%

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 2.04、2.85 和 3.47 亿元，对应 EPS 分别为 4.64、6.47 和 7.89 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 22、16 和 13 倍。看好公司在行业格局变革中率先受益，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

宏观经济下行的风险。机床刀具具有工业耗材的属性，其需求量通常会受到制造业景气度的影响。如果制造业固定资产投资相对疲软，将影响工业母机的使用频率，进而对刀具需求产生冲击。

数控机床发展不及预期的风险。数控刀具是数控机床的牙齿，如果机床数控化率不及预期，将会影响数控刀具的市场需求。

产能扩张不及预期的风险。由于刀具的成本占机加工成本的比例较低，因此客户在公司刀具产能不足时，可能会转向购买其他品牌刀具。

市场竞争加剧的风险。鉴于刀具发展对工业母机的发展意义重大，世界各主要工业国家和跨国巨头公司都投入大量精力和资源进行相关产品的研究与开发。国际巨头凭借底蕴积累已经在很多核心技术领域享有知识产权保护，深度参与国际行业标准的制定，形成强大的市场影响力和品牌知名度，可能针对行业追赶者制定更加激进的竞争政策，公司在发展过程中可能面临国际巨头更大的竞争压力。

增材制造对减材制造的替代风险。增材制造采用与减材制造（含金属切削）完全相反的逐层叠加材料的加工方式，将复杂的工件结构或零部件结构离散为简单的二维平面加工。目前，增材制造已从技术研究逐步走向实际工业应用，成为高端制造领域直接制造及修复再制造的重要技术手段。随着增材制造技术的逐渐成熟和生产成本的不断降低，部分硬质合金刀具应用领域如航空航天、医疗器械等高、精、尖行业的部分精密零部件开始采用增材制造，将会对金属切削加工方式产生冲击，进而影响硬质合金刀具的市场规模。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	235	554	515	734	891	营业收入	312	485	586	841	1019
货币资金	25	158	176	252	306	营业成本	153	241	286	406	486
应收账款	64	79	96	138	167	营业税金及附加	3	4	5	8	9
其他应收款	3	3	4	6	7	营业费用	10	13	17	24	30
预付款项	2	5	8	12	16	管理费用	17	26	31	45	54
存货	57	88	105	149	179	财务费用	5	0	1	10	11
其他流动资产	5	3	5	10	13	研发费用	20	25	35	46	56
非流动资产合计	384	595	782	1001	999	资产减值损失	1.36	0.34	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.58	0.00	0.00	0.00
固定资产	317	345	688	701	844	投资净收益	0.00	3.65	3.00	1.00	2.00
无形资产	20	19	19	18	17	加:其他收益	2.76	2.10	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	2	63	1	1	1	营业利润	104	181	232	323	394
资产总计	618	1149	1297	1735	1890	营业外收入	0.01	6.60	0.50	0.50	0.50
流动负债合计	152	188	231	456	351	营业外支出	1.87	0.76	0.20	0.20	0.20
短期借款	44	0	103	289	157	利润总额	102	187	232	323	395
应付账款	20	61	71	100	120	所得税	13	25	28	39	47
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	89	162	204	285	347
一年内到期的非流动负债	16	1	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	55	73	11	11	11	归属母公司净利润	89	162	204	285	347
长期借款	9	0	0	0	0	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	207	260	243	468	362	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	20.57%	55.51%	20.67%	43.52%	21.19%
实收资本(或股本)	33	44	44	44	44	营业利润增长	29.47%	73.91%	28.02%	39.40%	22.06%
资本公积	182	531	531	531	531	归属于母公司净利润增长	23.94%	82.41%	25.78%	39.35%	22.04%
未分配利润	180	292	417	590	802	获利能力					
归属母公司股东权益合计	411	889	1042	1256	1516	毛利率(%)	50.90%	50.30%	51.11%	51.76%	52.27%
负债和所有者权益	618	1149	1285	1723	1878	净利率(%)	28.51%	33.44%	34.86%	33.84%	34.08%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	14.39%	14.12%	15.74%	16.40%	18.37%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	21.65%	18.26%	19.59%	22.66%	22.90%
经营活动现金流	101	206	125	283	395	偿债能力					
净利润	89	162	204	285	347	资产负债率(%)	34%	23%	19%	27%	19%
折旧摊销	34.83	44.18	57.70	88.01	109.31	流动比率	1.54	2.95	2.22	1.61	2.54
财务费用	5	0	1	10	11	速动比率	1.17	2.48	1.77	1.28	2.03
应收帐款减少	-16	-15	-17	-42	-29	营运能力					
预收帐款增加	-2	0	0	0	0	总资产周转率	0.54	0.55	0.48	0.56	0.57
投资活动现金流	-100	-342	-129	-312	-112	应收账款周转率	6	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	应付账款周转率	14.63	12.03	8.90	9.86	9.27
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	4	3	1	2	每股收益(最新摊薄)	2.70	3.85	4.64	6.47	7.89
筹资活动现金流	-35	248	22	105	-230	每股净现金流(最新摊薄)	-1.03	2.55	0.40	1.74	1.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	12.46	20.21	23.69	28.54	34.45
长期借款增加	-41	-9	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	11	0	0	0	P/E	37.81	26.52	22.00	15.79	12.94
资本公积增加	0	349	0	0	0	P/B	8.20	5.05	4.31	3.58	2.96
现金净增加额	-34	112	18	76	53	EV/EBITDA	23.77	19.28	15.21	10.78	8.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	机床刀具行业系列报告之二：以山特维克为鉴，寻国内刀具企业晋级高端之道	2022-04-08
行业深度报告	机床刀具行业系列报告之一：工业母机之利齿，国内企业向上突围	2022-03-31

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士, 多年汽车及零部件研究经验, 2009 年至今曾就职于国家信息中心, 长城证券, 方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所, 负责汽车及零部件行业研究。

研究助理简介

祁岩

北京理工大学硕士, 2 年汽车实业经验, 2 年证券从业经验。2021 年加入东兴证券研究所, 负责机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526