

新锐股份 (688257.SH) 具备全球竞争力的矿用工具龙头, 硬质合金一体化先行者

2022年12月26日

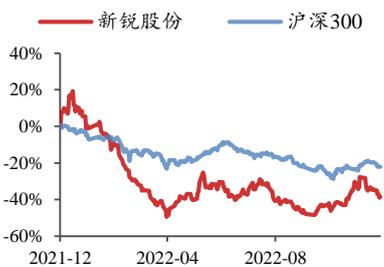
投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

日期	2022/12/23
当前股价(元)	36.54
一年最高最低(元)	73.21/29.00
总市值(亿元)	33.91
流通市值(亿元)	20.28
总股本(亿股)	0.93
流通股本(亿股)	0.56
近3个月换手率(%)	115.09

孟鹏飞 (分析师)	熊亚威 (分析师)
mengpengfei@kysec.cn	xiongyawei@kysec.cn
证书编号: S0790522060001	证书编号: S0790522080004

股价走势图



数据来源: 聚源

● 刀具遗珠, 迎来业绩估值双重修复

公司是国内少有的深度布局硬质合金材料和工具一体化企业。硬质合金应用于矿用、耐磨、切削等领域。工具业务包括凿岩工具、数控刀片、整体硬质刀具等。产品定位高端对标外资, 已走向海外参与全球竞争。增长驱动力来自: 海外市场开拓下的份额提升、国内需求复苏、原材料成本修复及产能放量。我们预计, 公司2022-2024年营业收入为11.67/15.72/19.63亿元, 对应归母净利润为1.58/2.38/2.96亿元; 当前股价对应PE 21.3/14.2/11.4倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 拳头产品牙轮钻头, 海外客户资源丰富, 技术领先

凿岩工具(拳头产品矿用牙轮钻头)下游铁矿铜矿金矿油气等开采, 市场份额国内第一、澳洲南美前三, 产品对标海外巨头山特维克。截至2021年年末, 公司牙轮钻头产能约为3.1万套/年, 预计IPO募投项目完成后将新增产能2万套/年, 苏州牙轮钻头厂区改扩建完成后产能将进一步提升, 同时实现由凿岩工具向矿山耗材综合解决方案供应商延伸。

● 硬质合金剑指中高端市场, 为国产替代主力

目前国内部分硬质合金品类产品仍以中低档为主, 国产替代空间大。高档硬质合金数控刀片等高附加值产品仍需从国外进口。公司硬质合金定位中高端, 目前产能1600吨, 预计2023年到1800吨。下一代刀具材料金属陶瓷材料研发取得重要进展, 已开发出金属陶瓷棒材, 是国内少有的具备金属陶瓷量产能力的企业。

● 入局数控刀具, 整硬+非标双重发力

切削刀具中硬质合金材质应用广泛, 我国数控刀具市场规模增长可观。公司收购锦玛工具, 布局整硬刀具; 2022年1月收购株洲韦凯66%股权, 布局非标刀具, 产品定位高端, 预计2023年新增产能2000万片; 未来空间可期。

● 风险提示: 公司产能释放不及预期、原材料价格反弹风险、下游需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	730	894	1,167	1,572	1,963
YOY(%)	5.1	22.6	30.5	34.7	24.9
归母净利润(百万元)	114	136	158	238	296
YOY(%)	49.2	19.7	15.8	50.8	24.2
毛利率(%)	39.1	36.8	30.9	33.1	33.1
净利率(%)	17.1	16.8	15.4	17.2	17.1
ROE(%)	22.6	7.4	8.3	11.1	12.2
EPS(摊薄/元)	1.23	1.47	1.70	2.56	3.18
P/E(倍)	29.6	24.7	21.3	14.2	11.4
P/B(倍)	6.5	1.7	1.6	1.4	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 中高端硬质合金厂商，延伸刀具领域业务协同.....	4
1.1、 聚焦硬质合金中高端应用领域，下游产业链延展.....	4
1.2、 营收增长稳定，业绩迎来修复.....	5
1.3、 管理层经验丰富，股权架构稳定.....	7
2、 拳头产品牙轮钻头，海外客户资源丰富，技术领先.....	7
2.1、 牙轮钻头技术壁垒高企，公司产品国际领先.....	7
2.2、 客户资源丰富，以海外矿山企业为主.....	9
3、 硬质合金剑指中高端市场，产能前十国产替代主力.....	10
3.1、 中国是硬质合金产量最大的国家，中高端硬质合金国产化需求急切.....	10
3.2、 公司硬质合金产品剑指中高端市场，为国产替代主力军.....	11
4、 入局数控刀具，整硬+非标双重发力.....	12
4.1、 切削刀具中硬质合金材质应用广泛.....	13
4.2、 我国数控刀具市场规模增长空间可观，公司有望受益.....	14
5、 盈利预测.....	15
5.1、 关键假设与财务预测.....	15
5.2、 估值水平与投资建议.....	16
6、 风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1： 公司专注于硬质合金领域的技术开发.....	4
图 2： 公司拥有丰富的硬质合金柱齿牌号体系.....	4
图 3： 公司产品包括矿用三牙轮钻头.....	4
图 4： 公司产品涵盖硬质合金中下游及终端应用领域.....	5
图 5： 2021 年公司营收主要来源为凿岩工具、硬质合金等.....	5
图 6： 公司营收稳定增长，2019-2021 年 CAGR13.5%.....	6
图 7： 2019 年以来公司净利持续增长.....	6
图 8： 2020 年碳化钨原材料占比约 60%.....	6
图 9： 2020 年原材料总成本占比约 76.7%.....	6
图 10： 2022 年 Q4 以来碳化钨粉价格回落（单位：元/公斤）.....	7
图 11： 公司毛利率、净利率水平受原材料成本影响大.....	7
图 12： 公司股权架构稳定（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	7
图 13： 公司凿岩工具领域产品包括牙轮钻头、冲击器、顶锤式钻具等.....	8
图 14： 牙轮钻头为公司拳头产品.....	8
图 15： 矿用三牙轮钻头产品型号种类多样.....	8
图 16： 2015 年以来全球铁矿石产量稳步提升.....	8
图 17： 全球铜矿产量周期性增长.....	8
图 18： 全球原油产量稳步提升.....	9
图 19： 全球煤炭产量高位震荡.....	9
图 20： 公司矿用牙轮钻头具有领先行业的先进性.....	9
图 21： 牙轮钻头产品主要用于矿山开采.....	10
图 22： 公司产品已获得入网资格认证.....	10

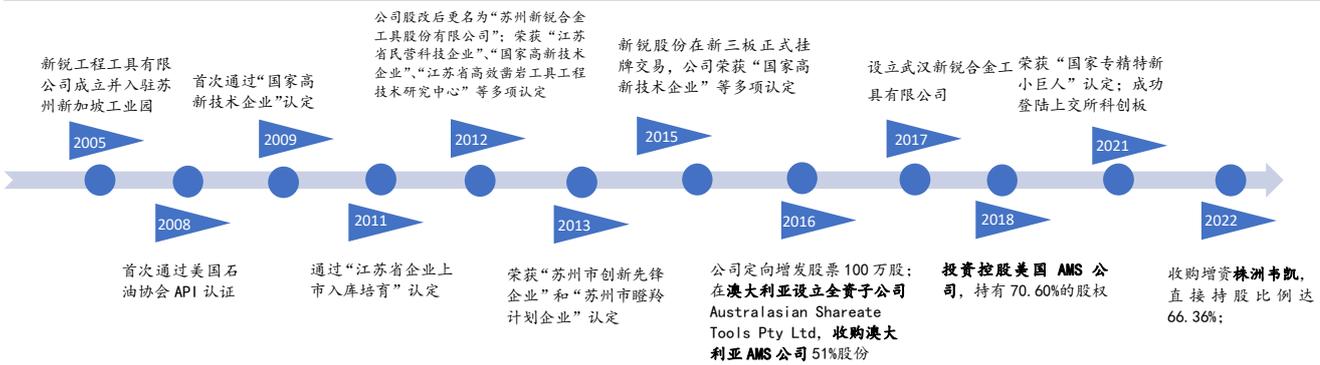
图 23: 我国是硬质合金产量整体呈上升趋势.....	11
图 24: 我国进口硬质合金工具均价约为出口的 6-8 倍	11
图 25: 我国硬质合金产能主要分布在川湘及东南沿海地区.....	11
图 26: 2021 年公司硬质合金产量 1081 吨	12
图 27: 公司硬质合金产品的多项性能指标可对标国外知名厂商.....	12
图 28: 公司业务布局涵盖硬质合金产业链中下游.....	13
图 29: 我国刀具市场规模不断走强	13
图 30: 国内切削刀具中, 约有 53%为硬质合金材质	14
图 31: 世界切削刀具中, 约有 63%为硬质合金材质	14
图 32: 我国金属切削机床数控率上升	14
图 33: 我国刀具消费规模占比上升	15
图 34: 我国刀具国产替代速度加快	15
图 35: 刀具产业链代表性企业区域分布图.....	15
表 1: 公司盈利能力受原材料价格变动影响.....	6
表 2: 我们预计, 公司 2022/2023/2024 年营收将达 11.67/15.72/19.63 亿.....	16
表 3: 可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 25.40/17.79/13.61 倍.....	17

1、中高端硬质合金厂商，延伸刀具领域业务协同

1.1、聚焦硬质合金中高端应用领域，下游产业链延展

苏州新锐合金工具股份有限公司，专注于硬质合金领域的技术开发，逐步掌握了矿用、切削及耐磨等应用领域的硬质合金核心技术。成立于2005年8月，主要从事硬质合金及矿用凿岩工具的研发、生产和销售，拥有武汉和苏州两大制造基地。2020年，公司凭借硬质合金、牙轮钻头等产品，被江苏省工业和信息化厅认定为江苏省制造业小巨人。2021年7月，公司被工信部列入第三批专精特新“小巨人”企业公示名单。

图1：公司专注于硬质合金领域的技术开发



资料来源：新锐股份官网、开源证券研究所

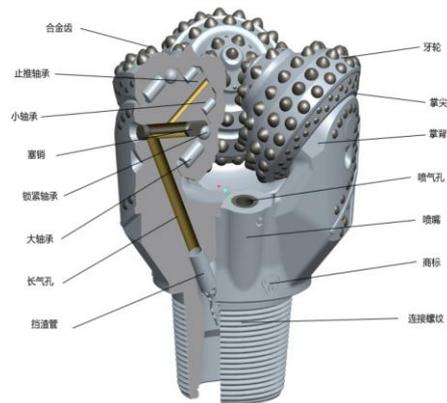
公司产品涵盖硬质合金中下游及终端应用领域，打造产业一体化平台。公司产业链中游主要产品包括矿用工具合金、耐磨工具合金以及切削工具合金等。其中中游硬质合金产品定位中高端；下游牙轮钻头拳头产品已具备与山特维克、阿特拉斯等跨国公司在牙轮钻头等产品用硬质合金工具细分领域竞争的能力，此外，公司积极布局数控刀具，于2022年1月收购株洲韦凯66%股权。

图2：公司拥有丰富的硬质合金柱齿牌号体系



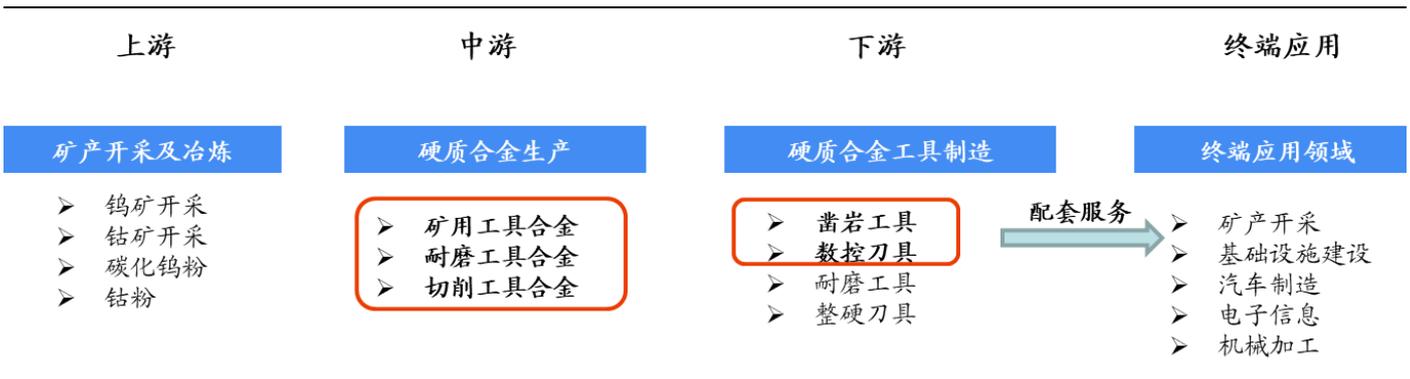
资料来源：新锐股份公告

图3：公司产品包括矿用三牙轮钻头



资料来源：新锐股份公告

图4：公司产品涵盖硬质合金中下游及终端应用领域



资料来源：新锐股份公告、开源证券研究所

公司以硬质合金和矿用硬质合金工具为主导，涵盖硬质合金制品、硬质合金工具和配套服务：

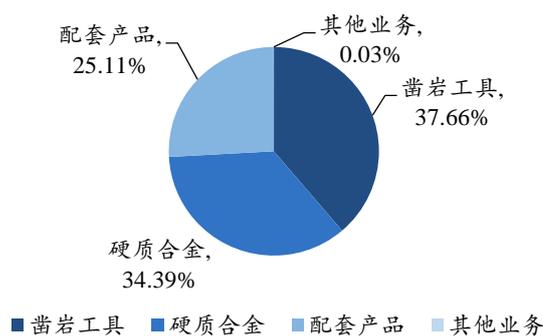
➤ **硬质合金**：定位中高端应用领域，具体包括矿用硬质合金、切削硬质合金与耐磨硬质合金等，主要应用于矿山采掘、石油钻井、工程机械、金属切削机床、汽车制造、电子信息和航天军工等行业领域。

➤ **凿岩工具**：产品包括牙轮钻头、冲击器等，主要应用于矿山开采、石油钻采、煤炭开采和基建四大领域。公司拳头产品矿用牙轮钻头市占率国内第一，澳洲、南美市场第三，技术水平已与海外巨头山特维克、阿特拉斯等相媲美。

➤ **配套产品**：主要包括金刚石取芯钻头、钻杆等。公司依靠牙轮钻头，为客户提供配套产品及一揽子综合解决方案，为矿山客户提供耗材选型咨询、耗材供应商选择和供应链管理服务等。

➤ **数控刀片**：主要产品包括车削刀片、钻削刀片、铣削刀片等，应用于航空航天及汽车制造领域，公司数控刀片产品已具备与欧科亿、华锐相竞争的能力。

图5：2021年公司营收主要来源为凿岩工具、硬质合金等

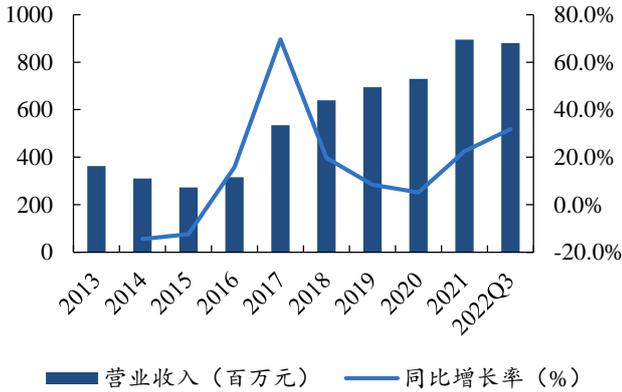


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、营收增长稳定，业绩迎来修复

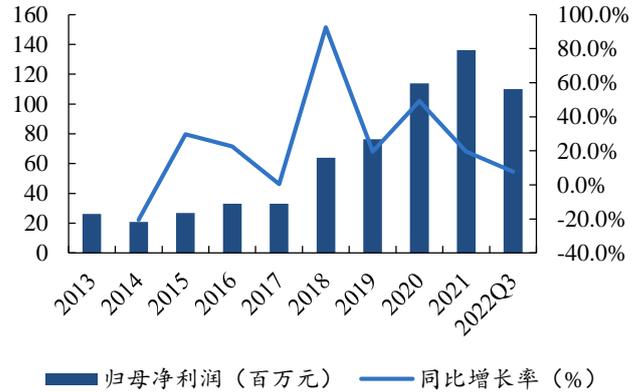
公司发展迅速，业绩逐年增长。2019年以来，公司营收稳定增长，2019-2021年CAGR约为13.5%；归母净利润涨幅较为明显，2019-2021年CAGR约为33.6%。公司营收较快增长主要系核心产品牙轮钻头销售保持良好势头。

图6：公司营收稳定增长，2019-2021年CAGR13.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

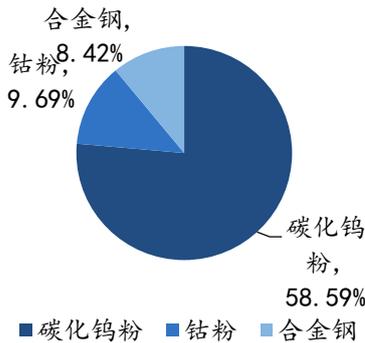
图7：2019年以来公司净利持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

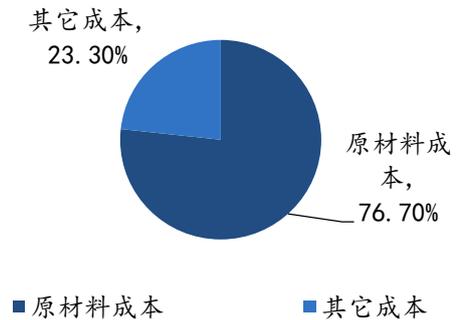
成本受原材料价格影响大，碳化钨为主要构成。公司主要产品硬质合金及硬质合金工具的原材料主要为碳化钨粉、钴粉及合金钢等，其中原材料成本占硬质合金生产成本的70%左右，占硬质合金工具生产成本的50%左右。碳化钨在原材料成本中占比约60%。

图8：2020年碳化钨原材料占比约60%



数据来源：新锐股份公告、开源证券研究所

图9：2020年原材料总成本占比约76.7%



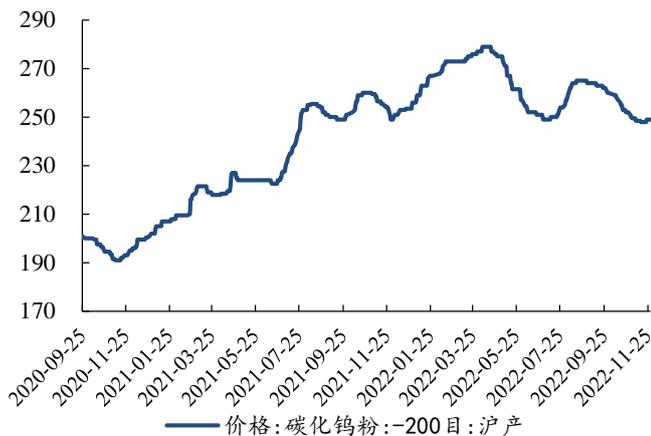
数据来源：新锐股份公告、开源证券研究所

表1：公司盈利能力受原材料价格变动影响

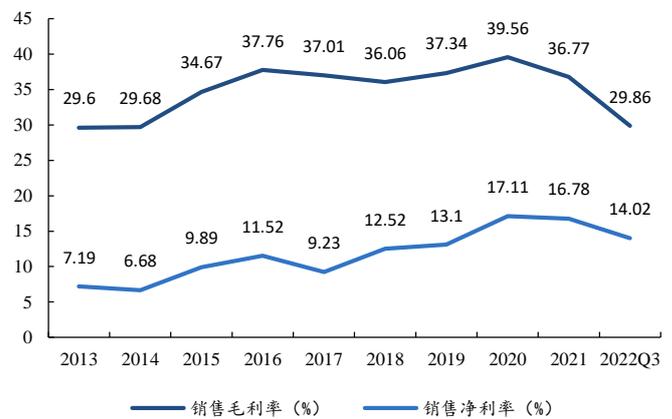
项目	原材料价格上涨幅度			
	5%	10%	15%	20%
测算的营业成本增加额	940.78	1,881.56	2,822.34	3,763.12
毛利率降幅	1.29%	2.58%	3.87%	5.16%
净利润降幅	6.41%	12.81%	19.22%	25.62%

数据来源：新锐股份公告、开源证券研究所

2022年4月以来碳化钨粉价格回落，公司业绩有望修复。2020年以来，公司毛利率、净利率表现略有下降，主要系2020年以来碳化钨粉价格持续上行所致。2022年前三季度，碳化钨粉价格较2021年同期有较大幅度上升。2022Q4以来，钨粉价格逐渐回落，2022年11月25日全国钨粉均价为249元/公斤，为2021年7月以来的低点。材料端成本对公司业绩影响存在滞后性，公司毛利率、净利率水平有望回升。

图10: 2022年Q4以来碳化钨粉价格回落(单位:元/公斤)


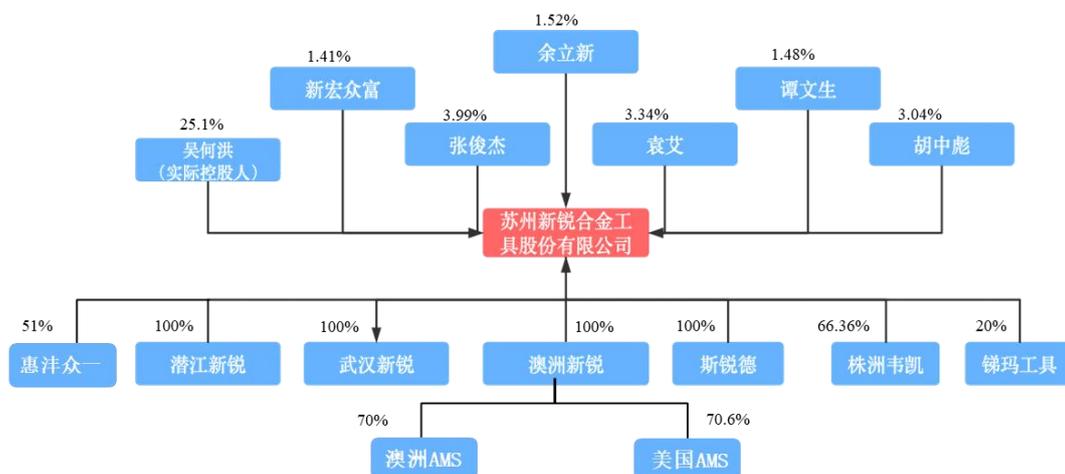
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 公司毛利率、净利率水平受原材料成本影响大


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、管理层经验丰富, 股权架构稳定

截至2022年9月30日, 公司控股股东、实际控制人为吴何洪, 直接持有公司 25.1% 的股权, 前十大股东中, 吴何洪、张俊杰、袁艾、余立新、谭文生均为公司高管或核心技术人员。公司管理层深耕硬质合金领域多年, 技术理论与实践功底深厚, 在把握行业发展趋势及提升产品竞争力方面优势明显。

图12: 公司股权架构稳定(截至2022年9月30日)


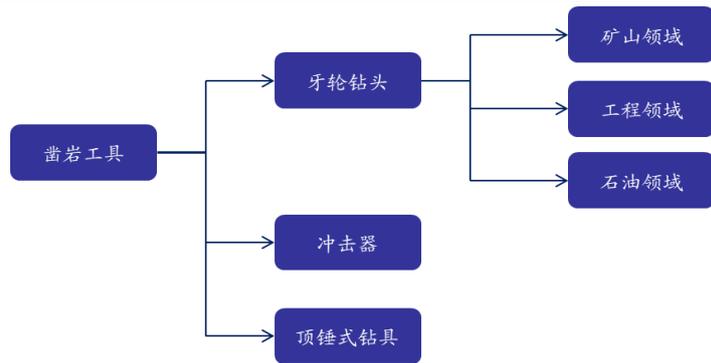
资料来源: Wind、新锐股份公告、开源证券研究所

2、拳头产品牙轮钻头, 海外客户资源丰富, 技术领先

2.1、牙轮钻头技术壁垒高企, 公司产品国际领先

公司凿岩工具领域产品包括牙轮钻头、冲击器、顶锤式钻具等。产品主要用于矿山及基建领域。

图13: 公司凿岩工具领域产品包括牙轮钻头、冲击器、顶锤式钻具等



资料来源: 开源证券研究所

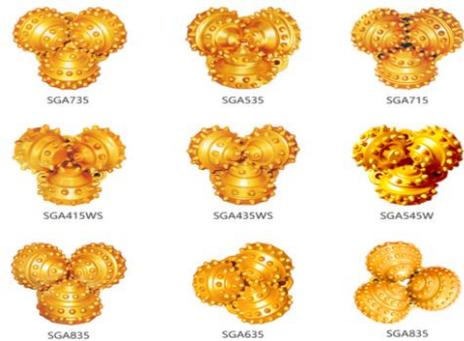
牙轮钻头为公司拳头产品, 包括矿用三牙轮钻头、旋挖牙轮钻头、非开挖牙轮钻头、水井牙轮钻头、潜孔钻具和配套产品等。主要应用于大型露天矿的爆破孔穿孔, 配套牙轮钻机使用。凿岩过程中, 通过钻机对钻杆施加压力, 带动钻头转动, 实现钻头对岩石进行碾压、冲击和切削的复合作用, 对岩石进行破碎, 再通过压缩空气将破碎的岩屑吹到地面, 从而形成爆破孔。

图14: 牙轮钻头为公司拳头产品



资料来源: 新锐股份公告

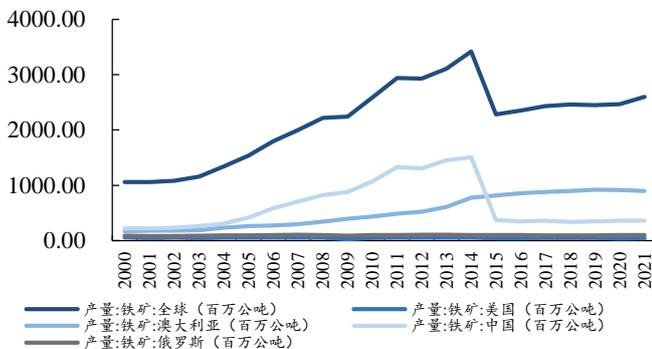
图15: 矿用三牙轮钻头产品型号种类多样



资料来源: 新锐股份官网

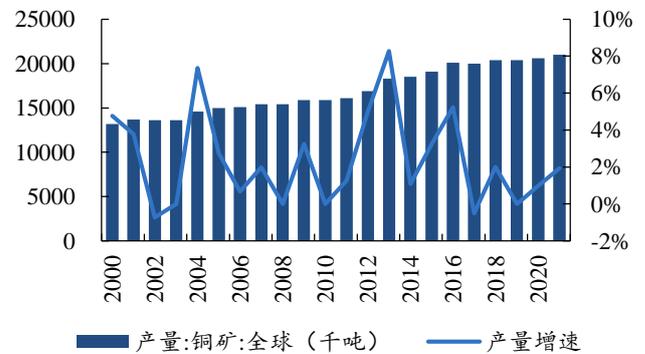
牙轮钻头的终端应用主要分布在矿山开采、能源开采及基础建设领域, 下游需求稳定增长, 应用前景广阔。

图16: 2015 年以来全球铁矿石产量稳步提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 全球铜矿产量周期性增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18：全球原油产量稳步提升

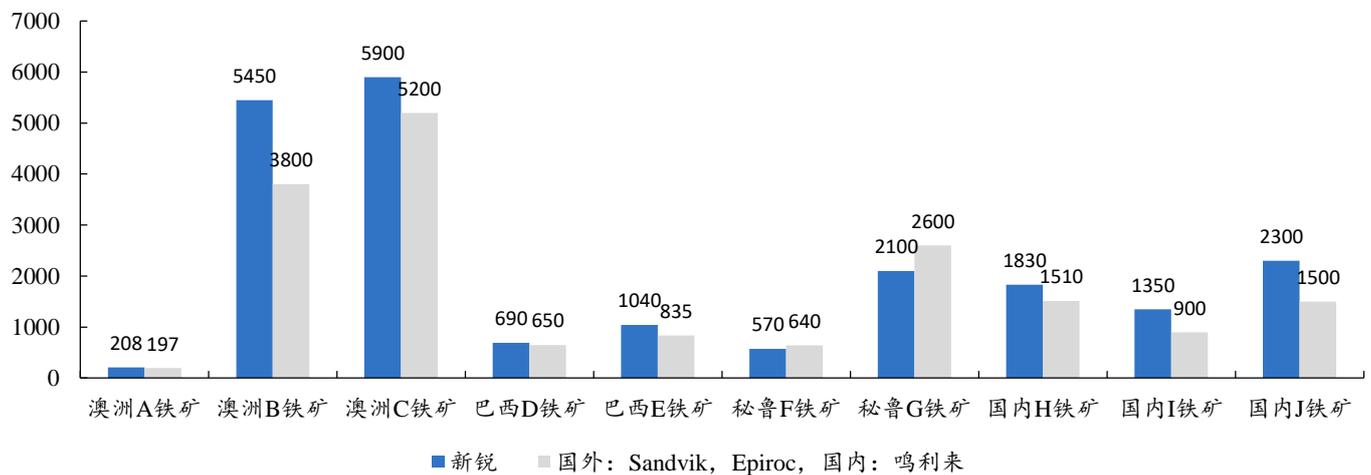

资料来源：新锐股份公告

图19：全球煤炭产量高位震荡


资料来源：新锐股份公告

牙轮钻头结构复杂，为高技术壁垒耗材。其牙轮钻头应用于恶劣、复杂、多变的工作环境，对性能及稳定性要求非常高，需要在产品技术沉淀与不断更新中成就高品质、高稳定性。其核心技术包括旋挖齿制备技术、密封材料及设计技术、切削结构设计技术、轴承设计技术、热处理技术以及抽真空检测和注油技术等。

公司的矿用牙轮钻头产品技术处于国际领先水平，国内市场占有率第一。根据中国钢结构协会钎钢钎具分会数据，公司矿用牙轮钻头的国内市场占有率第一，在澳洲及南美洲等地区的市场占有率前三。牙轮钻头性能和使用寿命的核心指标为单支牙轮钻头钻进米道数。公司牙轮钻头米道数与国际厂商各有千秋、总体差异较小。此外，公司矿用牙轮钻头在全球最大的铁矿石生产商巴西淡水河谷的某矿山开采中，创下单个牙轮钻头米道数 12814 米的历史最好成绩，超越了山特维克保持的记录。

图20：公司矿用牙轮钻头具有领先行业的先进性


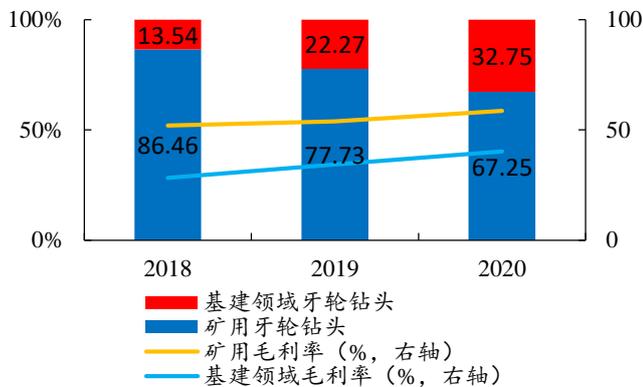
数据来源：新锐股份招股说明书、开源证券研究所

2.2、客户资源丰富，以海外矿山企业为主

公司的牙轮钻头产品主要用于矿山开采和基建领域。矿用牙轮钻头客户以海外矿山企业为主，基建领域牙轮钻头主要用于国内基础设施建设领域，客户主要国内工程领域一系列直销客户。海外矿山企业对产品性能和稳定性要求较高，同时产品定价和毛利率较高，基建领域牙轮钻头的性能要求低于矿用牙轮钻头，且基建领域

对成本更加敏感，因此单价和毛利率低于矿用牙轮钻头。公司已与重大客户均签订长期框架协议，产品取得入网资格认证。

图21：牙轮钻头产品主要用于矿山开采



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：公司产品已获得入网资格认证



资料来源：新锐股份公告、开源证券研究所

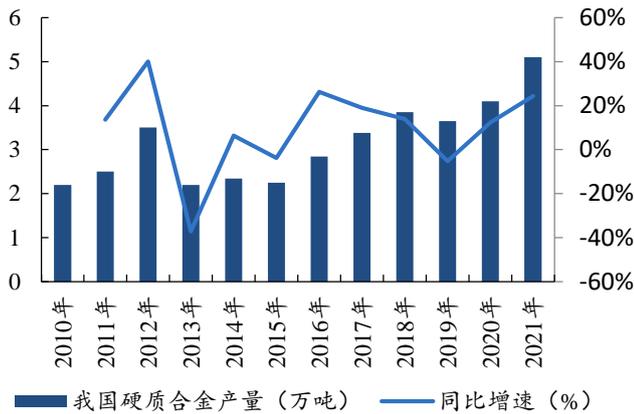
立足牙轮钻头，积极转型矿山耗材综合解决方案供应商。公司利用积累的经验技术和产品，进入油用和水井市场，同时进军欧洲、加拿大、非洲、印度等国际市场，提高国际知名度和市场份额，新应用领域亟待拓展；目前海外客户需要耗材综合解决方案提供商，且行业龙头山特维克、阿特拉斯等跨国公司已明确重点发展矿山客户服务，公司以牙轮钻头为拳头产品，从产品输出向服务输出转变，子公司澳洲 AMS 和美国 AMS 不断提供矿用耗材综合解决方案，提升综合竞争力。

3、硬质合金剑指中高端市场，产能前十国产替代主力

3.1、中国是硬质合金产量最大的国家，中高端硬质合金国产化需求急切

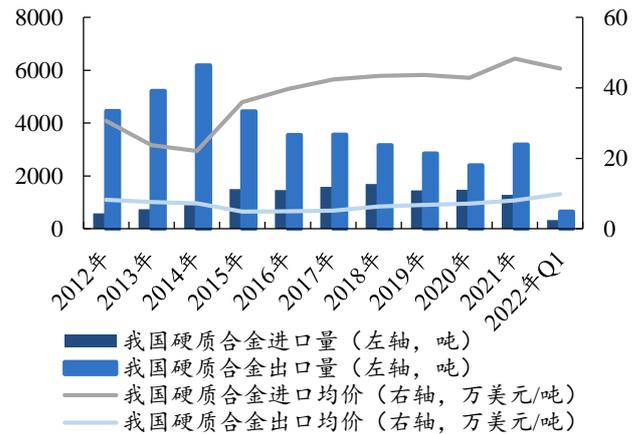
中国是硬质合金产量最大的国家，产量整体呈上升趋势。2020 年，国内硬质合金产量为 4.1 万吨，约占全球产量的 40%；2021 年，国内硬质合金产量达到 4.48 万吨。目前国内部分硬质合金品类产品仍以中低档为主，国产替代空间较大。高档硬质合金数控刀片等高技术含量、高附加值的硬质合金产品仍需从国外进口。我国进口的“其他硬质合金制的金工机械用刀及片”的平均单价约为出口价格的 6-8 倍，国内企业深加工程度亟待提升。

图23：我国是硬质合金产量整体呈上升趋势



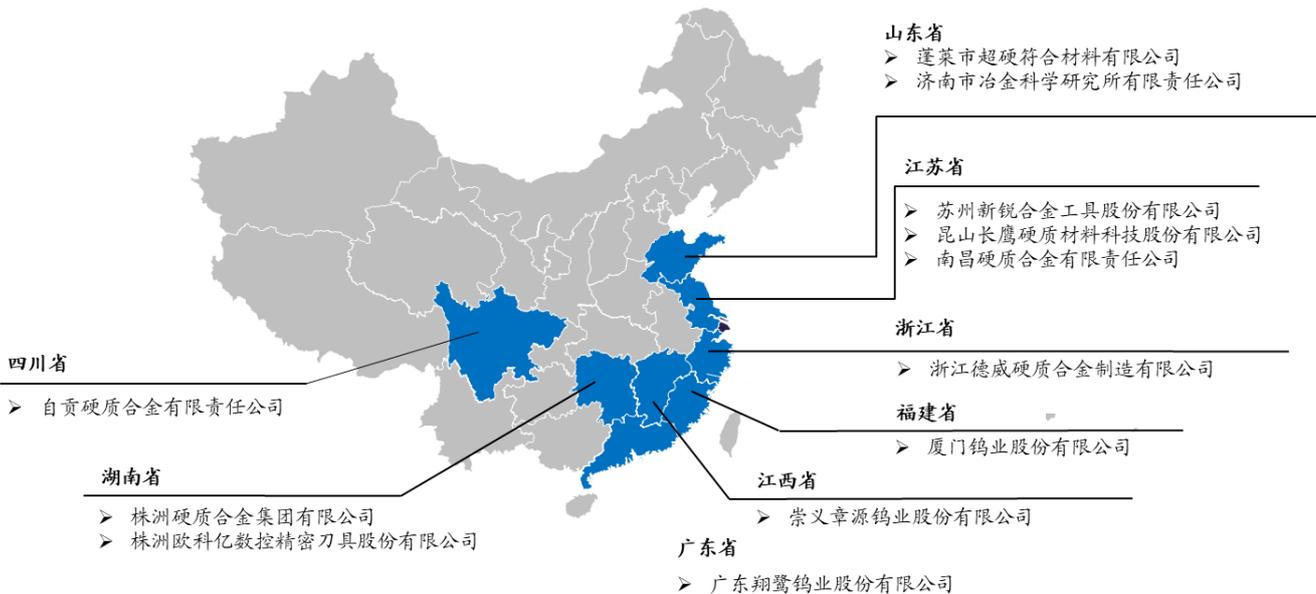
数据来源：中国钨业协会硬质合金分会、开源证券研究所

图24：我国进口硬质合金工具均价约为出口的 6-8 倍



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图25：我国硬质合金产能主要分布在川湘及东南沿海地区

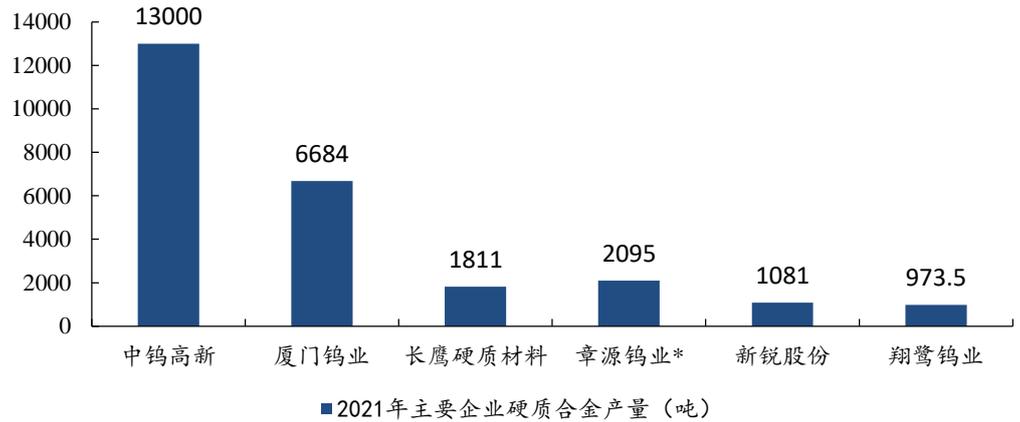


资料来源：产业信息网、开源证券研究所

3.2、公司硬质合金产品剑指中高端市场，为国产替代主力军

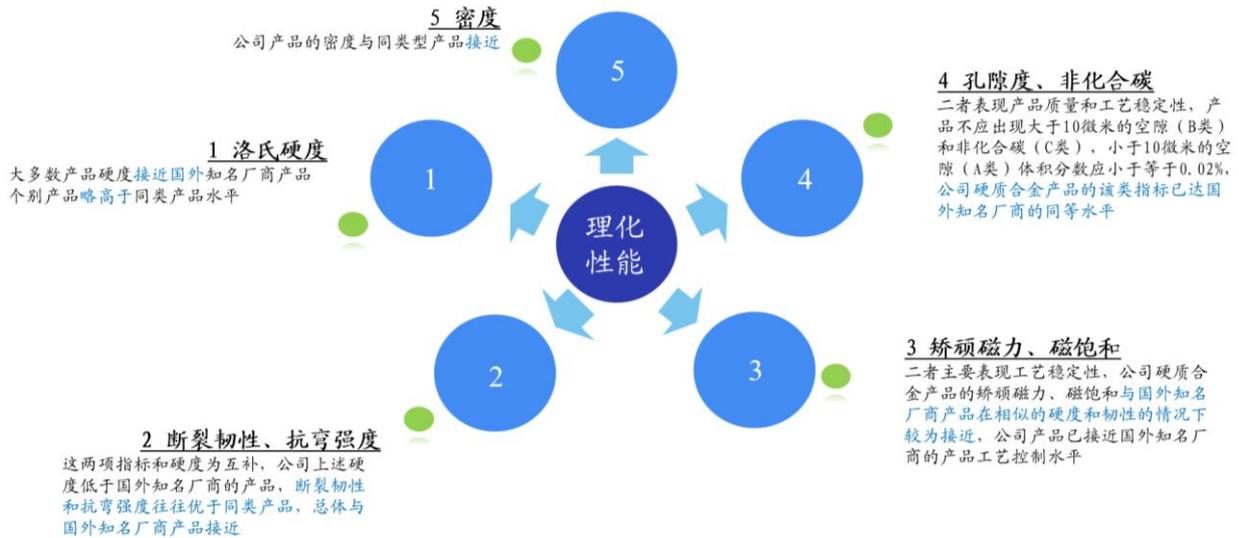
公司生产的硬质合金产品包括矿用工具合金、耐磨工具合金、切削工具合金。公司生产的硬质合金定位中高端，产能国内前十，在多个下游行业国内头部客户的采购份额中位列第一，是国产替代的主力军之一。硬质合金当前产能 1600 吨，武汉厂房产能爬坡中，预计 2023 年可达 1800 吨。此外，公司旋转齿、油用金刚石复合片基体市场占有率位居国内前列。下一代刀具材料金属陶瓷材料方面，公司已开发出金属陶瓷棒材、数控刀片、轴承刀片等多种产品。

图26：2021年公司硬质合金产量1081吨



数据来源：智研咨询、开源证券研究所 注：章源钨业为销量数据

图27：公司硬质合金产品的多项性能指标可对标国外知名厂商

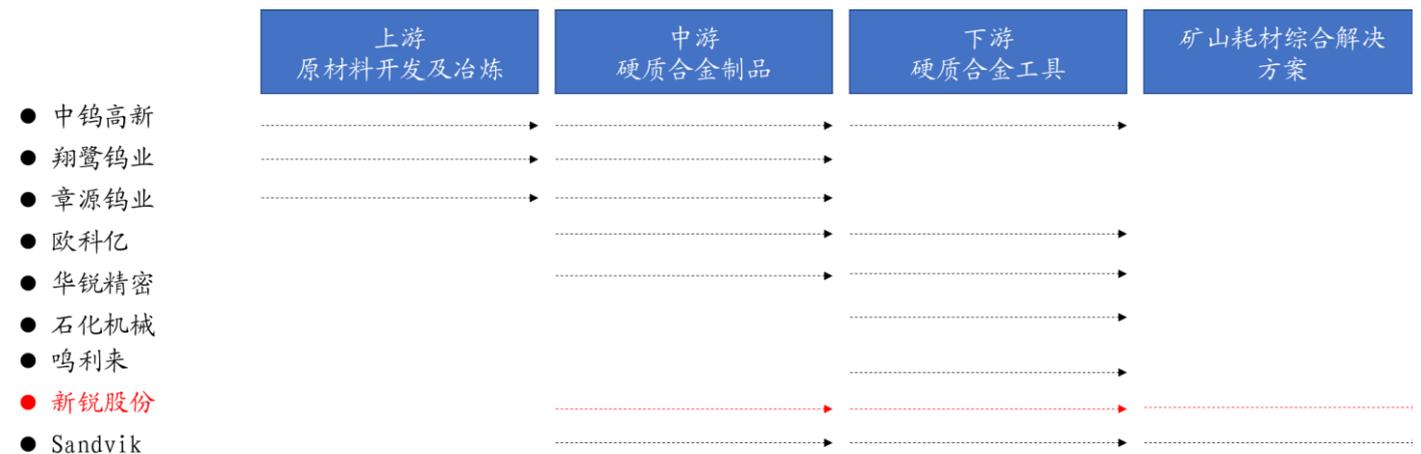


资料来源：新锐股份公告、开源证券研究所 注：性能对标公司：Sandvik、阿特拉斯、株硬集团、株洲肯特

4、入局数控刀具，整硬+非标双重发力

公司增资锑玛、收购韦凯，延展整硬刀具及数控刀片业务。新锐股份参股锑玛工具进军整硬刀具非标产品；2022年1月，新锐股份发布公告拟使用超募资金收购株洲韦凯，进军数控刀具行业，下游主要为航天航空及汽车制造领域。公司业务布局涵盖硬质合金产业链中下游，享业务协同优势。

图28：公司业务布局涵盖硬质合金产业链中下游



资料来源：新锐股份公告、开源证券研究所

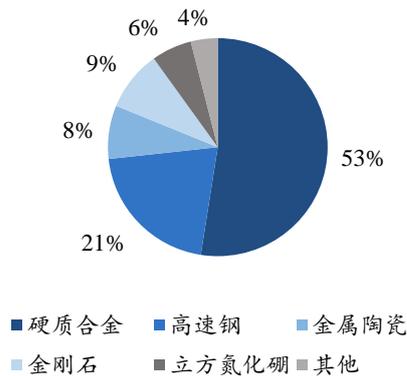
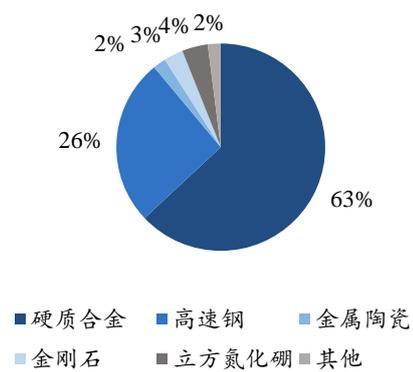
4.1、切削刀具中硬质合金材质应用广泛

我国刀具销售逐年走强。刀具行业市场规模呈现周期性。根据观研天下数据，我国刀具市场规模不断扩张，2011/2018/2021年波峰分别达400/421/477亿元。切削刀具中硬质合金材质应用广泛。目前主要的刀具材料包括硬质合金、高速钢、陶瓷和超硬材料（PCD、CBN）等。其中硬质合金硬度高（86-93HRA）、耐磨、耐热、耐腐蚀，强度韧性较好被广泛应用于机床切削刀具领域。

图29：我国刀具市场规模不断走强



数据来源：观研天下、开源证券研究所

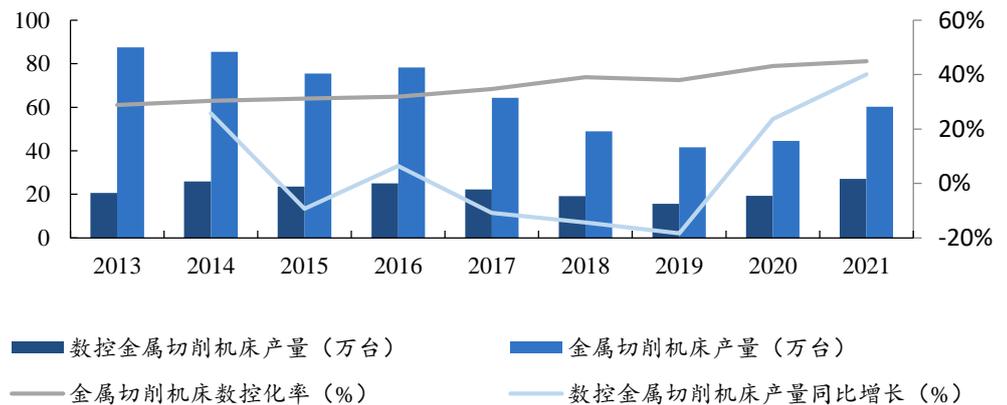
图30：国内切削刀具中，约有 53%为硬质合金材质

图31：世界切削刀具中，约有 63%为硬质合金材质


数据来源：第四届切削刀具用户调查分析报告（韩景春等 2019 年）、开源证券研究所

数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

4.2、我国数控刀具市场规模增长空间可观，公司有望受益

我们认为，未来数控刀具规模增长引擎有三：（1）国内金属切削机床数控率上升。2021 年，我国金属切削机床数控化率达 44.9%，相较 2013 年的 28.8% 大幅提升。

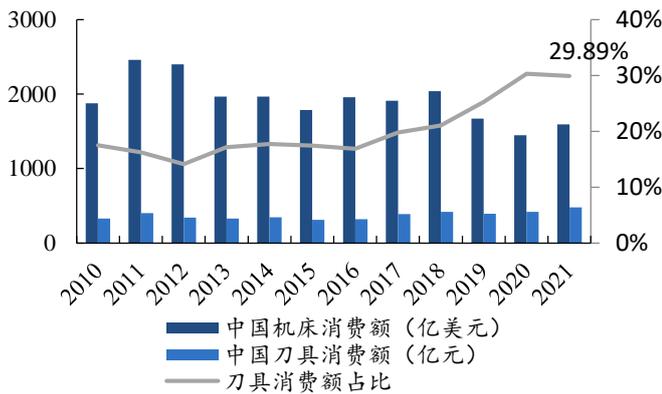
图32：我国金属切削机床数控率上升


数据来源：国家统计局、中国机床工具工业协会、中国机床行业协会、智研咨询、开源证券研究所

（2）**刀具消费规模占比上升**。德美日等发达国家每年刀具消费规模为机床消费的 1/2 左右，我国刀具消费规模逐年上升，2021 年约为 30%，但距离德美日等发达国家仍有差距。

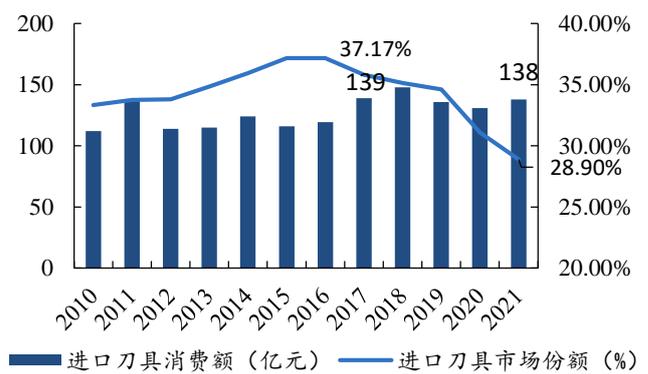
（3）**国产替代进度加快**。2016 年以来，我国刀具市场进口市场份额不断下降。2021 年，我国进口刀具消费额 138 亿元，进口刀具市场份额由 2016 年的 37.2% 大幅下降到 28.9%，进口份额的下降，一定程度上说明我国供应能力加强，国产替代速度加快。

图33：我国刀具消费规模占比上升



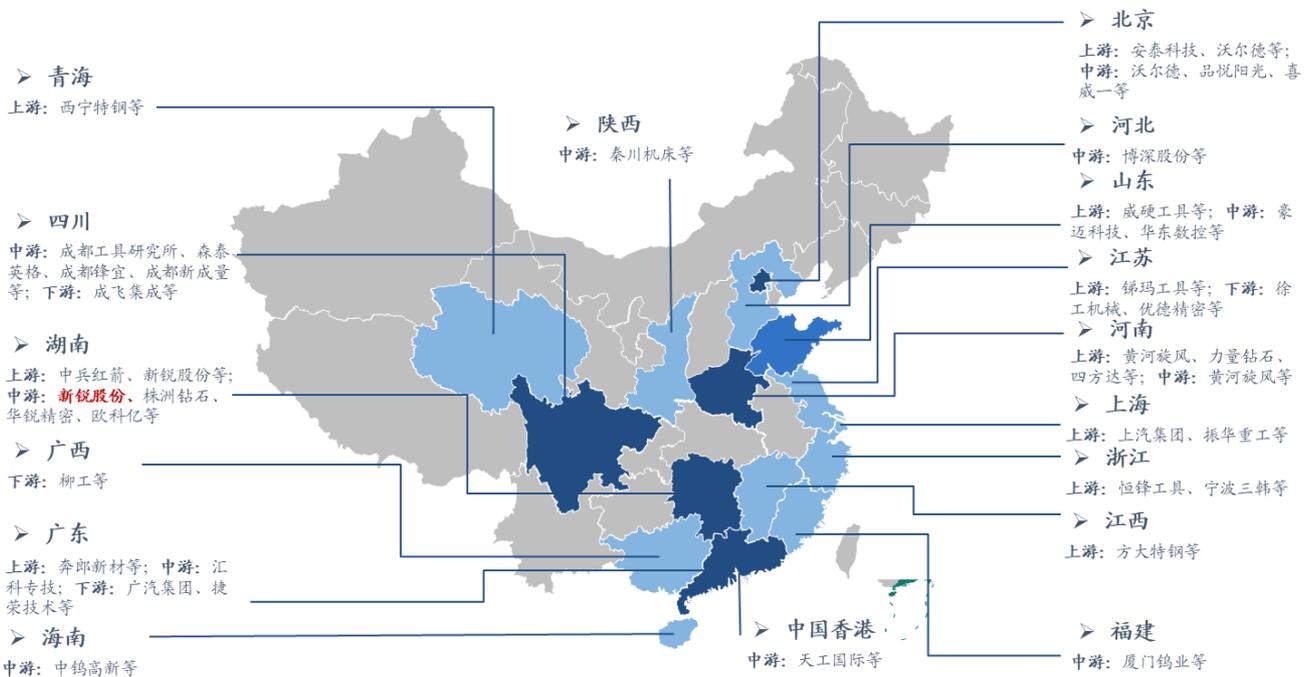
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：我国刀具国产替代速度加快



数据来源：中国机床工具工业协会、开源证券研究所

图35：刀具产业链代表性企业区域分布图



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

5、盈利预测

5.1、关键假设与财务预测

我们预计，公司未来业绩将随产能释放及原材料成本回落大幅修复。

产能释放上，**凿岩工具方面**，公司产能受限较严重。截至2021年年末，公司牙轮钻头产能约为3.1万套/年，预计IPO募投项目完成后将新增产能2万套/年，苏州牙轮钻头厂区改扩建完成后产能将进一步提升。**合金制品领域**，硬质合金制品项目已建设完成，目前已陆续完成搬迁，产能1600吨，未来搬迁完成后产能可达1800

吨。**数控刀片方面**，公司收购株洲韦凯，根据株洲新区政府门户网站信息，预计到2023年12月，刀片产能将达2000万片。

毛利率及原材料成本上，2022年Q4以来公司主要原材料碳化钨粉价格回落，原料价格下降影响将逐步传导至公司业绩层面，预计2023年公司毛利率、净利率将较2022年修复回升。**单价上**，假设硬质合金及刀具相关产品价格变动趋于平稳。

根据上述信息，我们预计，公司2022/2023/2024年营收将达11.67/15.72/19.63亿元，对应归母净利1.58/2.38/2.96亿元。

表2：我们预计，公司2022/2023/2024年营收将达11.67/15.72/19.63亿

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	729.76	894.41	1167.50	1572.35	1963.43
YoY	5.15%	22.56%	30.53%	34.68%	24.87%
综合毛利率	39.05%	36.77%	30.92%	33.15%	33.10%
硬质合金					
营业收入(百万元)	238.08	307.55	402.19	517.10	586.91
YoY	-16.99%	29.18%	30.77%	28.57%	13.50%
毛利率	31.53%	30.15%	24.00%	25.50%	25.50%
硬质合金工具					
营业收入(百万元)	304.18	336.84	466.91	676.98	892.07
YoY	28.48%	10.74%	38.62%	44.99%	31.77%
毛利率	51.38%	46.97%	40.00%	42.00%	41.50%
配套产品					
营业收入(百万元)	172.68	224.54	264.59	334.63	428.01
YoY	9.76%	30.04%	17.83%	26.47%	27.91%
毛利率	32.30%	33.50%	28.00%	30.00%	29.00%
劳务收入					
营业收入(百万元)	1.10	0.25	1.00	1.00	1.00
YoY	-10.04%	-77.64%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	16.04%	14.68%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务					
营业总收入(百万元)	13.72	25.24	32.81	42.65	55.45
YoY	15.13%	83.88%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	10.31%	10.76%	10.50%	10.50%	10.50%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值水平与投资建议

公司是国内少有的深度布局硬质合金材料和工具一体化企业，产品定位高端，直接对标外资，已走向海外参与全球竞争。Q4 将迎来拐点，增长驱动力来自：海外新市场开拓带来份额提升，国内需求复苏，自身产能放量。我们预计，公司 2022-2024 年营业收入分别为 11.67/15.72/19.63 亿元，对应归母净利润为 1.58/2.38/2.96 亿元；对应 EPS 1.70/2.56/3.18 元，当前股价对应 PE 21.3/14.2/11.4 倍。我们选取了硬质合金及刀具行业的部分代表性企业作为可比公司，可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 25.40/17.79/13.61 倍，公司估值水平低于行业平均水平。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 25.40/17.79/13.61 倍

公司代码	公司名称	EPS			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688308.SH	欧科亿	2.38	3.21	4.14	29.75	22.06	17.12
688059.SH	华锐精密	4.05	6.00	8.42	35.14	23.73	16.91
600549.SH	厦门钨业	1.24	1.71	2.13	15.41	11.19	8.99
					25.40	17.79	13.61
688257.SH	新锐股份	1.70	2.56	3.18	21.3	14.2	11.4

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：表中新锐股份盈利预测来源为开源证券研究所，其余各公司盈利预测来源为 Wind 一致预测，最新收盘日 2022 年 12 月 23 日

6、风险提示

公司产能释放不及预期；

原材料价格反弹风险；

下游需求不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	688	2160	1892	2092	2360
现金	110	465	527	582	749
应收票据及应收账款	372	415	0	0	0
其他应收款	1	9	3	13	8
预付账款	5	14	10	22	18
存货	192	312	406	530	640
其他流动资产	9	945	945	945	945
非流动资产	313	499	526	589	636
长期投资	38	39	43	59	71
固定资产	70	284	300	333	361
无形资产	34	37	42	48	49
其他非流动资产	172	138	142	149	155
资产总计	1001	2659	2418	2681	2996
流动负债	377	550	181	189	186
短期借款	60	80	50	50	50
应付票据及应付账款	217	338	0	0	0
其他流动负债	101	132	131	139	136
非流动负债	72	71	67	63	59
长期借款	35	31	26	23	19
其他非流动负债	37	40	40	40	40
负债合计	449	621	248	252	245
少数股东权益	38	41	63	95	135
股本	70	93	93	93	93
资本公积	121	1453	1453	1453	1453
留存收益	323	462	588	777	1012
归属母公司股东权益	514	1997	2108	2334	2615
负债和股东权益	1001	2659	2418	2681	2996

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	92	74	196	150	264
净利润	125	150	179	270	336
折旧摊销	14	17	34	40	48
财务费用	9	5	-0	-2	-1
投资损失	-3	-6	-6	-19	-14
营运资金变动	-50	-80	-9	-135	-98
其他经营现金流	-2	-12	-2	-4	-6
投资活动现金流	-64	-1034	-56	-83	-80
资本支出	30	93	57	86	83
长期投资	-36	-942	-3	-16	-11
其他投资现金流	2	2	5	20	14
筹资活动现金流	-47	1351	-79	-12	-17
短期借款	-78	20	-30	0	0
长期借款	1	-4	-5	-3	-4
普通股增加	4	23	0	0	0
资本公积增加	54	1332	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-21	-44	-9	-13
现金净增加额	-19	386	62	55	167

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	730	894	1167	1572	1963
营业成本	445	566	807	1051	1313
营业税金及附加	4	4	5	7	9
营业费用	25	35	41	52	61
管理费用	62	78	88	115	137
研发费用	39	43	49	57	67
财务费用	9	5	-0	-2	-1
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
其他收益	4	5	30	10	10
公允价值变动收益	0	1	-1	1	0
投资净收益	3	6	6	19	14
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	153	177	211	318	395
营业外收入	0	1	1	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	152	177	211	318	395
所得税	27	27	32	48	59
净利润	125	150	179	270	336
少数股东损益	11	14	22	32	40
归属母公司净利润	114	136	158	238	296
EBITDA	169	187	239	349	430
EPS(元)	1.23	1.47	1.70	2.56	3.18

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	22.6	30.5	34.7	24.9
营业利润(%)	37.5	15.2	19.5	50.8	24.2
归属于母公司净利润(%)	49.2	19.7	15.8	50.8	24.2
获利能力					
毛利率(%)	39.1	36.8	30.9	33.1	33.1
净利率(%)	17.1	16.8	15.4	17.2	17.1
ROE(%)	22.6	7.4	8.3	11.1	12.2
ROIC(%)	28.7	12.3	14.7	19.6	22.6
偿债能力					
资产负债率(%)	44.8	23.4	10.2	9.4	8.2
净负债比率(%)	1.7	-16.2	-19.5	-19.8	-23.7
流动比率	1.8	3.9	10.5	11.1	12.7
速动比率	1.3	2.4	5.2	5.4	6.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.5	3.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.9	4.5	10.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.23	1.47	1.70	2.56	3.18
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.79	2.11	1.62	2.85
每股净资产(最新摊薄)	5.54	21.51	22.71	25.15	28.18
估值比率					
P/E	29.6	24.7	21.3	14.2	11.4
P/B	6.5	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	20.2	14.3	10.9	7.3	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn