


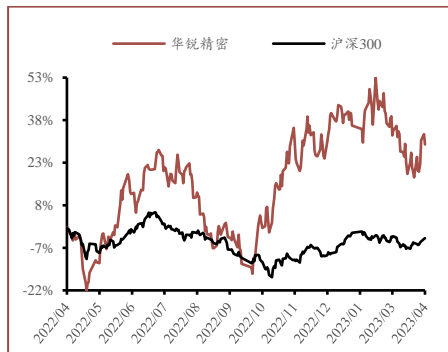
四季度业绩大幅增长，产能将逐步释放

 证券研究报告

投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-04-04
收盘价(元)	148.30
流通股本(亿股)	0.25
每股净资产(元)	22.90
总股本(亿股)	0.44

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002
shewc@ctsec.com

联系人 刘俊奇

liujq@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **事件:** 2023 年 3 月 31 日华锐精密发布《2022 年公司年报》，公司 2022 年实现营业收入 6.02 亿元，同比+23.93%；归母净利润 1.66 亿元，同比+2.2%；扣非归母净利润 1.58 亿元，同比+3.52%。2022 年度毛利率 48.85%，同比-1.45pct；净利率 27.58%，同比-5.86pct。
- ❖ **四季度稳步增长，直销与海外团队持续完善:** 公司 22Q4 实现营收 1.99 亿元，同环比+58.03%/+76.59%；归母净利润 5891 万元，同环比+45.17%/+178.35%；公司毛利率为 50.24%，同比+2.44pct；销售净利率为 29.54%，同比-2.62pct。2022 年，面对制造业景气度较低、行业需求较弱的情况，公司主动作为，有力应对各项困难挑战，通过技术创新、产能投入、渠道建设等多种方式推动公司业务顺利发展。公司目前以内销为主，内销收入占比为 95.15%，外销收入占比为 4.85%；公司目前采取经销为主，直销为辅的销售模式，其中经销收入占比为 91.62%，公司进一步加大了直销团队的建设力度与直销客户的开发力度，进一步增加海外雇员聘用人数，开发海外市场。
- ❖ **国产化替代历史机遇，公司竞争实力较强。** 由于疫情的影响，我国部分进口刀具受阻，我国数控刀具行业迎来了国产化替代的历史机遇，公司作为国内领先的刀具制造商，将长期受益于行业发展。公司拥有基体材料、槽型结构、精密成型和表面涂层四大领域的自主核心技术，开发了车削、铣削、钻削三大系列产品。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，进入了由欧美和日韩刀具企业长期占据的中高端市场，特别是铣削刀片已形成显著竞争优势。公司是国内硬质合金数控刀片行业内少数具备从配料、球磨、喷雾干燥、压制成型、烧结、研磨深加工、涂层和自动包装完整生产工序的企业，同时掌握产品槽型开发和精密模具制备能力，可以实现由粉体原材料到最终硬质合金数控刀片全流程自主可控的生产。
- ❖ **持续融资，奠定后续成长机会:** 2022 年 6 月，公司发行可转债 400 万张，共募集资金人民币 4 亿元，主要用于精密数控刀体生产线建设项目及高效钻削刀具生产线建设项目。同时公司完成了 2022 年限制性股票激励计划的首次授予，确立了公司与员工间利益共享的长效激励机制。
- ❖ **投资建议:** 公司为国内领先的数控刀片制造商，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 8.95/11.16/14.27 亿元，归母净利润 2.53/3.22/4.04 亿元。对应 PE 分别为 26/20/16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 制造业景气度恢复不及预期；行业竞争加剧；公司产能释放低于预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	485	602	895	1116	1427
收入增长率(%)	55.51	23.93	48.72	24.77	27.86
归母净利润(百万元)	162	166	253	322	404
净利润增长率(%)	82.41	2.20	52.27	27.32	25.67
EPS(元/股)	3.85	3.77	5.74	7.31	9.19
PE	41.22	42.71	25.83	20.29	16.14
ROE(%)	18.26	14.89	18.49	19.05	19.32
PB	7.85	6.36	4.78	3.87	3.12

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	485.48	601.64	894.73	1116.37	1427.43	成长性					
减:营业成本	241.28	307.74	470.42	588.27	766.20	营业收入增长率	55.5%	23.9%	48.7%	24.8%	27.9%
营业税费	4.17	2.79	4.47	5.58	7.14	营业利润增长率	73.9%	1.2%	55.0%	27.3%	25.7%
销售费用	13.13	18.31	26.84	31.26	39.97	净利润增长率	82.4%	2.2%	52.3%	27.3%	25.7%
管理费用	26.24	34.56	49.21	61.40	78.51	EBITDA 增长率	53.5%	12.9%	58.9%	22.9%	20.7%
研发费用	24.91	41.56	62.63	72.56	92.78	EBIT 增长率	62.0%	8.5%	51.2%	26.6%	23.7%
财务费用	-0.28	12.79	-2.56	-2.20	-6.96	NOPLAT 增长率	61.7%	11.1%	51.2%	26.6%	23.7%
资产减值损失	-0.34	-2.94	-2.00	-2.00	-2.00	投资资本增长率	88.0%	69.4%	19.2%	17.1%	19.0%
加:公允价值变动收益	0.58	-0.20	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	116.3%	25.3%	22.7%	23.5%	23.9%
投资和汇兑收益	3.65	3.91	2.68	3.35	4.28	利润率					
营业利润	181.02	183.14	283.87	361.43	454.21	毛利率	50.3%	48.8%	47.4%	47.3%	46.3%
加:营业外净收支	5.84	3.35	0.00	0.00	0.00	营业利润率	37.3%	30.4%	31.7%	32.4%	31.8%
利润总额	186.86	186.49	283.87	361.43	454.21	净利润率	33.4%	27.6%	28.2%	28.8%	28.3%
减:所得税	24.51	20.57	31.23	39.76	49.96	EBITDA/营业收入	45.6%	41.5%	44.4%	43.7%	41.2%
净利润	162.35	165.92	252.65	321.67	404.25	EBIT/营业收入	36.5%	31.9%	32.5%	33.0%	31.9%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	157.96	213.62	183.44	580.05	791.18	固定资产周转天数	259	317	347	296	238
交易性金融资产	140.58	230.39	230.39	230.39	230.39	流动营业资本周转天数	157	221	205	143	167
应收账款	79.15	150.45	186.00	230.03	304.71	流动资产周转天数	417	522	418	469	505
应收票据	76.93	80.45	168.09	111.01	245.85	应收帐款周转天数	53	69	69	69	69
预付帐款	4.72	6.22	9.51	11.90	15.49	存货周转天数	108	138	138	138	138
存货	88.43	148.18	211.51	236.79	348.32	总资产周转天数	655	910	832	786	730
其他流动资产	2.63	26.76	26.76	26.76	26.76	投资资本周转天数	678	927	743	697	648
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	18.3%	14.9%	18.5%	19.1%	19.3%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.1%	8.8%	11.3%	12.2%	12.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	17.1%	11.2%	14.2%	15.4%	16.0%
固定资产	344.81	522.21	849.59	906.78	932.11	费用率					
在建工程	144.28	344.59	202.30	126.15	78.07	销售费用率	2.7%	3.0%	3.0%	2.8%	2.8%
无形资产	19.39	23.93	23.93	23.93	23.93	管理费用率	5.4%	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%
其他非流动资产	63.30	107.71	107.71	107.71	107.71	财务费用率	-0.1%	2.1%	-0.3%	-0.2%	-0.5%
资产总额	1149.41	1893.17	2242.24	2633.58	3151.88	三费/营业收入	8.1%	10.9%	8.2%	8.1%	7.8%
短期债务	0.00	74.08	114.08	104.08	104.08	偿债能力					
应付帐款	61.09	96.54	144.41	156.90	235.55	资产负债率	22.6%	41.2%	39.0%	35.9%	33.6%
应付票据	19.58	82.08	73.31	121.00	132.09	负债权益比	29.3%	69.9%	64.1%	56.0%	50.6%
其他流动负债	72.99	64.55	74.55	84.55	94.55	流动比率	2.95	2.42	2.26	2.75	3.10
长期借款	0.00	16.80	16.80	16.80	16.80	速动比率	2.44	1.91	1.72	2.22	2.49
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	114.22	12.75	—	—	—
负债总额	260.21	779.11	875.53	945.20	1059.25	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	1.20	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	44.01	44.01	44.01	44.01	44.01	分红比率					
留存收益	314.36	427.47	680.12	1001.79	1406.04	股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	889.21	1114.06	1366.71	1688.38	2092.63	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	3.85	3.77	5.74	7.31	9.19
净利润	162.35	165.92	252.65	321.67	404.25	BVPS(元)	20.21	25.32	31.06	38.37	47.55
加:折旧和摊销	44.18	57.64	106.26	119.96	133.74	PE(X)	41.2	42.7	25.8	20.3	16.1
资产减值准备	0.74	7.19	7.00	7.00	7.00	PB(X)	7.9	6.4	4.8	3.9	3.1
公允价值变动损失	-0.58	0.20	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	1.71	15.11	0.00	0.00	0.00	P/S	14.4	11.8	7.3	5.8	4.6
投资收益	-3.74	-3.91	-2.68	-3.35	-4.28	EV/EBITDA	30.9	29.2	17.1	13.1	10.5
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-3.97	-117.37	-144.74	58.98	-222.86	PEG	0.5	19.4	0.5	0.7	0.6
经营活动产生现金流量	206.10	145.33	218.48	504.26	317.85	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-341.99	-501.35	-288.66	-97.65	-106.72	REP					
融资活动产生现金流量	248.20	435.69	40.00	-10.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。