

公司研究/首次覆盖

2019年01月03日

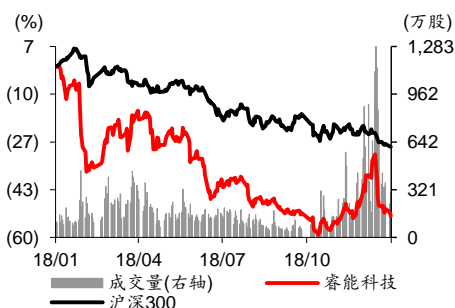
中小市值/中小市值II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 17.75
合理价格区间(元): 19.89~21.08

杨洋 执业证书编号: S0570517100001
研究员 yangyang012312@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

针织横机电控系统稀缺龙头

睿能科技(603933)

传统 IC 分销商崛起为针织横机电控系统龙头

公司以针织横机电控系统研发、生产、销售和 IC 产品分销为主营业务。针织横机电控系统是电脑针织横机的核心电子部件，公司部分产品的主要性能达到国外先进水平。公司针织横机电控系统的销售收入 2013-2017 年年均复合增长率为 51.51%，得益于电脑针织横机市场规模不断扩大以及公司针织横机电控系统市场占有率的持续提升，预计未来业务规模有望继续保持增长。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 为 1.00/1.19/1.41 元，合理价格区间为 19.89-21.08 元。首次覆盖给予“增持”评级。

老牌 IC 分销商底蕴深厚，深耕行业多年

IC 产品分销行业进入壁垒高、分散度高，竞争格局稳定，本土分销商未来有望占据行业主流。根据中国半导体行业协会的数据及预测，2017 年我国集成电路销售额达到 14250.5 亿元，2018-2019 年预计 IC 市场销售额将分别达到 15930.2 亿元、17430.1 亿元，年均增长率为 9.42%。公司技术储备深厚与上下游资源优势明显，具备为下游客户提供多层面技术支持和服务能力；公司上游采购商为细分行业领先企业，公司是其授权经销商，彰显公司实力；下游客户结构分散，双向利好于公司 IC 分销业务。

针织横机电控系统行业龙头，未来三年业绩有望持续上升

目前我国针织横机电控系统行业高度集中，上市公司仅睿能科技一家，公司产品技术稳定性高，代表了国内针织横机电控系统的领先技术水平。公司通过自主研发，掌握多项行业领先的核心技术，获得业界广泛认可。我们预计 2019-2020 年随着行业规模的增长且公司募投产能释放，公司有望保持领先优势，预计 2020 年公司制造业务有望实现 8.4 亿元收入。

三大需求引领针织横机电控系统市场规模快速发展

针织行业市场规模、固定资产投资保持稳定增长，终端产品发展趋势引发对高端电脑针织横机的需求；手摇针织横机生产效率低，有望被电脑针织横机全面替代；我们认为随着市场需求变化加快，未来电脑针织横机更新周期有望缩短至 5-7 年，同时随着电脑针织横机的进口逐年下降，国产针织横机凭借其高性价比比已有替代趋势，未来国产替代率有望进一步提升。

目标价 19.89-21.08 元，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 为 1.00/1.19/1.41 元，根据我们的预测公司 2019 年针织横机电控系统业务的净利润约为 9088.9 万元，IC 分销业务净利润约为 8024.1 万元。公司 IC 分销、针织横机电控系统所在行业 2019 年平均估值分别是 10 倍、16 倍，考虑到公司是国内针织横机电控系统行业龙头，且未来针织横机电控系统行业有较大增长空间，我们认为公司 2019 年 IC 分销业务和针织横机电控系统业务的合理 PE 区间分别为 13-14 倍、20-21 倍，合理价格区间为 19.89-21.08 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：募投项目产能释放不达预期的风险；行业发展不达预期的风险；行业竞争加剧的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	143.74
流通 A 股 (百万股)	35.94
52 周内股价区间 (元)	15.28-52.95
总市值 (百万元)	2,551
总资产 (百万元)	1,632
每股净资产 (元)	7.25

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,559	1,909	2,126	2,503	3,004
+/-%	23.17	22.50	11.36	17.70	20.03
归属母公司净利润 (百万元)	93.42	141.32	143.75	171.13	202.59
+/-%	92.87	51.27	1.72	19.04	18.38
EPS (元, 最新摊薄)	0.65	0.98	1.00	1.19	1.41
PE (倍)	27.31	18.05	17.75	14.91	12.59

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

传统的半导体分销商，崛起的针织横机电控龙头.....	5
IC 产品分销业务和针织横机电控系统制造业务并驾齐驱.....	5
针织横机电控系统是公司盈利的主要来源.....	6
公司股权集中度高，实际控制人深耕行业多年.....	7
实现品牌效应的 IC 产品授权经销商.....	9
IC 设计制造商对 IC 分销业务存在依赖性.....	9
IC 下游产品景气度高，推动 IC 分销市场规模扩大.....	10
技术储备深厚与上下游资源优势构建公司核心竞争力.....	11
针织横机电控系统业务有望引领公司未来业绩持续上升.....	12
针织横机电控系统高科技属性铸就了行业高壁垒.....	12
三大需求拉动电脑针织横机市场规模，行业景气度有所上升.....	13
下游终端产品的需求迅速上升，拉动电脑针织横机需求持续走高.....	14
手摇针织机的替代需求拉动电脑针织横机需求增长.....	15
行业产品更新周期在即，海外市场试水有望开辟新市场.....	16
公司产品技术优势明显，占据市场竞争优势地位.....	17
创新产品性能强，重视花型与外观的设计.....	17
技术研发能力国内领先，部分产品达到国际先进水平.....	18
经销、直销相结合的方式完善了公司销售网络体系.....	19
上游供应商分散性，下游客户粘性为其毛利率上升提供空间.....	20
募投项目的建设为公司长期盈利增长奠定基础.....	21
盈利预测与估值.....	22
盈利预测.....	22
目标价 19.89-21.08 元，首次覆盖给予“增持”评级.....	23
风险提示.....	24
PE/PB - Bands.....	24

图表目录

图表 1: 重大奖项获奖时间及其荣誉.....	5
图表 2: 公司 F4000 plus 针织横机电控系统.....	5
图表 3: 公司 IC 产品分销产品.....	5
图表 4: 2018 年 H1 公司主营业务分布情况.....	6
图表 5: 2013-2018 年 H1 公司两大主营业务占总主营收入变化情况.....	6
图表 6: 2018 年 H1 公司营业收入增速下降.....	6
图表 7: 针织横机电控系统的营收增速大于 IC 产品分销业务.....	6
图表 8: 归母净利润同比增长速度 2017 年后有所回落.....	7
图表 9: 2013—2018H1 综合毛利率逐年增加.....	7
图表 10: 2016 年单位成本同比下降 3.12%，价格同比增加 1.42%.....	7
图表 11: 针织横机电控系统销售数量 2017 年增速同比下降.....	7
图表 12: 公司股权结构.....	8
图表 13: 公司子公司结构布局与对应的业务.....	8
图表 14: IC 产品上下游对 IC 产品分销商形成依赖.....	9
图表 15: IC 产品分销行业进入壁垒.....	9
图表 16: 境外分销和本土分销龙头企业.....	10
图表 17: 我国 IC 市场规模的发展及预测.....	10
图表 18: 智能灯和智能家电市场规模.....	10
图表 19: 以新兴行业为导向的在研项目.....	11
图表 20: 公司 IC 产品分销业务上下游对应的供应商和销售商.....	11
图表 21: 公司分销业务前五大客户销售收入占总收入比例较低.....	11
图表 22: 针织机械的分类以及应用.....	12
图表 23: 针织横机电控系统在电脑针织横机机械上的分布.....	12
图表 24: 针织横机电控系统上下游.....	12
图表 25: 电脑针织横机电控系统进入壁垒.....	13
图表 26: 日本岛津、德国斯托尔情况介绍.....	13
图表 27: 我国针织行业主营业务收入.....	14
图表 28: 我国针织行业固定资产投资额.....	14
图表 29: 我国运动鞋发展速度和规模.....	14
图表 30: 飞织鞋优于普通运动鞋.....	14
图表 31: 我国鞋面横机销售量.....	15
图表 32: 我国电脑针织横机销量及预测.....	15
图表 33: 电控针织横机与传统手摇针织横机比较.....	16
图表 34: 2010-2016 年我国高端横机进口量.....	16
图表 35: 我国电脑针织横机出口量.....	17
图表 36: 亚洲五国纺织机械由中国进口占中国出口比例.....	17
图表 37: 公司 F4000 针织横机电控系统、FS300 横机专用全数字式双轴伺服驱动器.....	18
图表 38: “针织云”横机网络管理系统.....	18
图表 39: 专利技术奖.....	19

图表 40: 2017 年针织横机电控系统的地区营收和毛利.....	19
图表 41: 浙江明德的业务补偿.....	20
图表 42: 公司前五大供应商采购金额占比.....	20
图表 43: 2016 年公司制造业务前五大客户.....	20
图表 44: 公司募投项目.....	21
图表 45: 募投项目产能释放进程.....	21
图表 46: 睿能科技盈利预测.....	23
图表 47: IC 分销业务可比公司估值 (数据截止 2019 年 1 月 3 日).....	23
图表 48: 制造业务可比公司估值 (数据截止 2019 年 1 月 3 日).....	23
图表 49: 睿能科技历史 PE-Bands.....	24
图表 50: 睿能科技历史 PB-Bands.....	24

传统的半导体分销商，崛起的针织横机电控龙头 IC 产品分销业务和针织横机电控系统制造业务并驾齐驱

公司是专业从事针织横机电控系统研发、生产、销售和 IC 产品分销的高新技术企业。公司成立于 2007 年，总部位于福建省福州市，于 2017 年成功登陆上海证券交易所，是 A 股市场上唯一一家以针织横机电控系统为主营业务的企业。2009 年至今，公司获得 10 余项国家级、省级、市级荣誉。截至 2018 年 H1，公司拥有证书的专利 170 余项，其中发明专利 41 项、实用新型专利 53 项、外观专利 11 项。

图表1：重大奖项获奖时间及其荣誉

2012	国家火炬计划重点高新技术产业
2013	福建省创新型企业
2015	福建省知识产权优势企业
2016	福建省科技小巨人领军企业
2017	中国纺织工业联合会科学技术一等奖
2018	荣获“第五届中国十大纺织科技产业推动奖”

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

公司以针织横机电控系统和 IC 产品分销为主营业务。针织横机电控系统是电脑针织横机的核心电子部件，采用自动控制技术、微电脑技术和嵌入式软件对针织机械设备实施智能控制。公司 F4000 plus 针织横机电控系统的主要性能达到国外先进水平，已经通过了中国纺织机械协会的权威认证。

公司分销的 IC 产品主要应用于工业控制、消费电子、汽车电子三大领域，具体的产品为微控制器芯片、功率器件及模组、电源管理及驱动芯片、模拟及混合信号芯片、存储芯片、接口芯片、射频芯片及模组、保护元器件、传感器芯片等。

图表2：公司 F4000 plus 针织横机电控系统



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

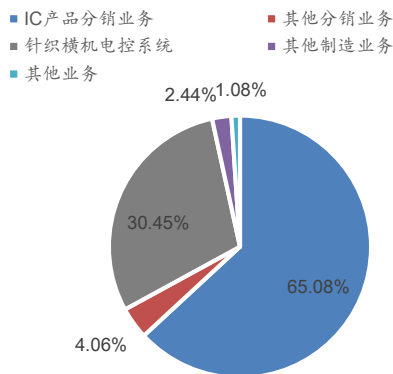
图表3：公司 IC 产品分销产品



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

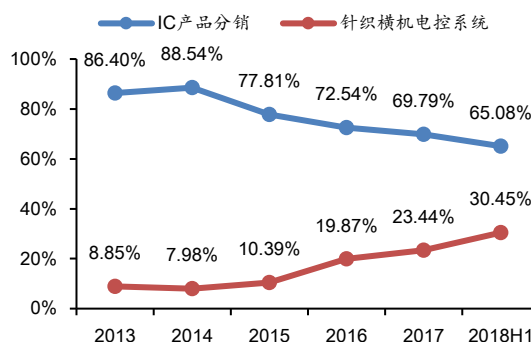
针织横机电控系统收入占比不断上升，形成两大主营业务协同发展的格局。2018 年上半年公司主营业务结构为 IC 产品分销业务占主营收入的 65.08%，针织横机电控系统占比 30.45%。2013-2018 年 H1，针织横机电控系统的营业收入占比由 8.85% 上升到 30.45%。公司对针织横机电控系统业务的重视与日俱增，实施两大业务协同发展的战略。

图表4：2018年H1公司主营业务分布情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：2013-2018年H1公司两大主营业务占总主营收入变化情况



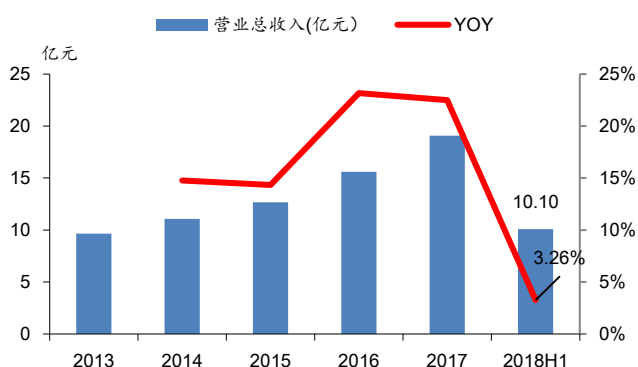
资料来源：Wind、华泰证券研究所

针织横机电控系统是公司盈利的主要来源

公司营业收入持续增长，针织横机电控系统是重要因素。2013-2017年，公司的主营业务收入从9.65亿元增长至19.09亿元，年均复合增长率为18.60%，2018前三季度的主营业务收入达10.10亿元，同比增长3.26%。收入构成中，针织横机电控系统的销售收入由2013年的8541万元上升至2017年的4.48亿元，年均复合增长率为51.51%，是公司主营收入增长的主要原因之一，由于针织横机电控系统远高于IC分销，随着其收入占比的逐渐提升，公司的盈利能力逐渐增强。针织横机电控系统销售收入大幅增长主要得益于电脑针织横机市场规模不断扩大以及公司针织横机电控系统市场占有率的持续提升。

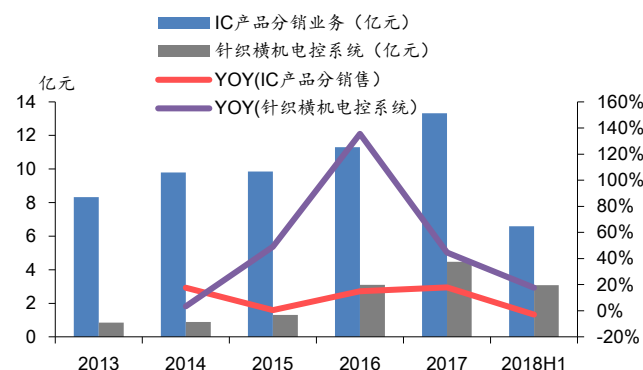
作为老牌的IC分销品牌，公司的经营重心逐步向针织横机电控系统转移。IC分销业务毛利率的下降影响其发展壮大，针织横机电控系统成为公司未来发展布局的重点，公司未来的盈利能力主要落脚点在针织横机电控系统的发展。

图表6：2018年H1公司营业收入增速下降



资料来源：Wind、华泰证券研究所

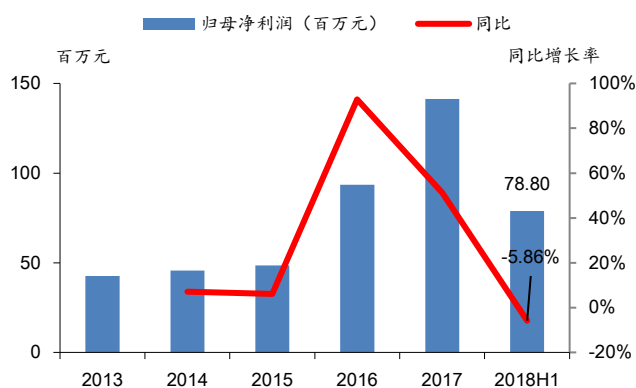
图表7：针织横机电控系统的营收增速大于IC产品分销业务



资料来源：Wind、华泰证券研究所

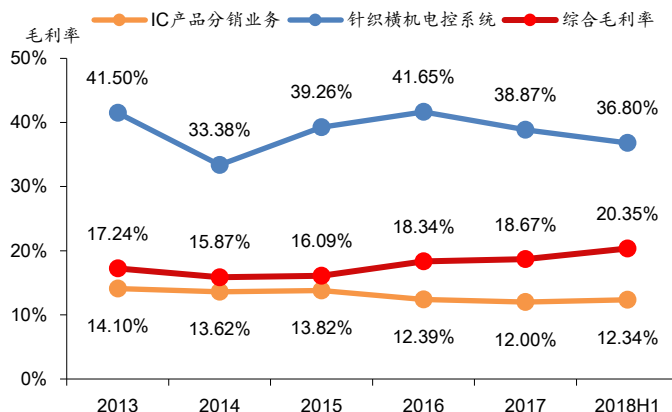
公司净利润2017年后增速有所回落。2013-2017年，归母净利润从4262万元增至1.41亿元，年均复合增长率为34.95%，2018上半年归母净利润达7880万元，同比下降5.86%，主要原因在于公司制造业务产品收入结构变化，导致产品综合毛利率有所下降；同时分销业务市场竞争加剧，导致利润下滑；另一方面公司加大研发投入，研发费用同比增长64.12%。

图表8：归母净利润同比增长速度 2017年后有所回落



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9：2013—2018H1 综合毛利率逐年增加

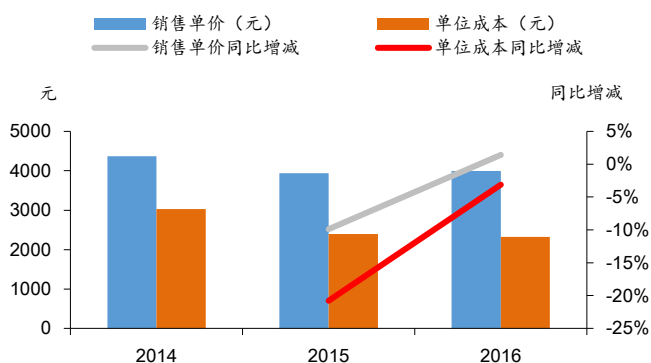


资料来源：Wind、华泰证券研究所

公司毛利率呈上升趋势，费用率维持稳定。2013-2017年公司的毛利率由17.24%上升至18.67%，2018年上半年更是达到了20.35%。针织横机电控系统的毛利率保持在40%左右，随着针织横机电控营收占主营业务比例每年上升，其对公司毛利率的贡献也逐年增加。

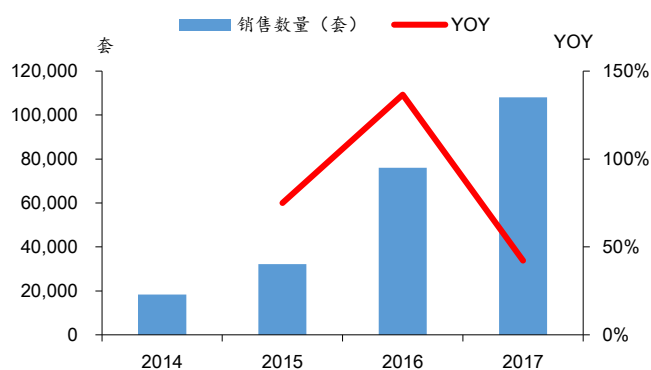
针织横机电控系统毛利率的增长源于新一代针织横机电控系统的投产带来的单位成本下降，并且其下降幅度大于由于竞争导致产品售价的降低；同时由于销量提升摊薄了人工成本和制造费用。根据公司招股说明书披露，2013-2016年，公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率之和保持在11%，体现公司成本管理和运作的成熟。2017年，公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率之和占比10.28%，费用率持续稳定。

图表10：2016年单位成本同比下降3.12%，价格同比增加1.42%



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

图表11：针织横机电控系统销售数量 2017年增速同比下降

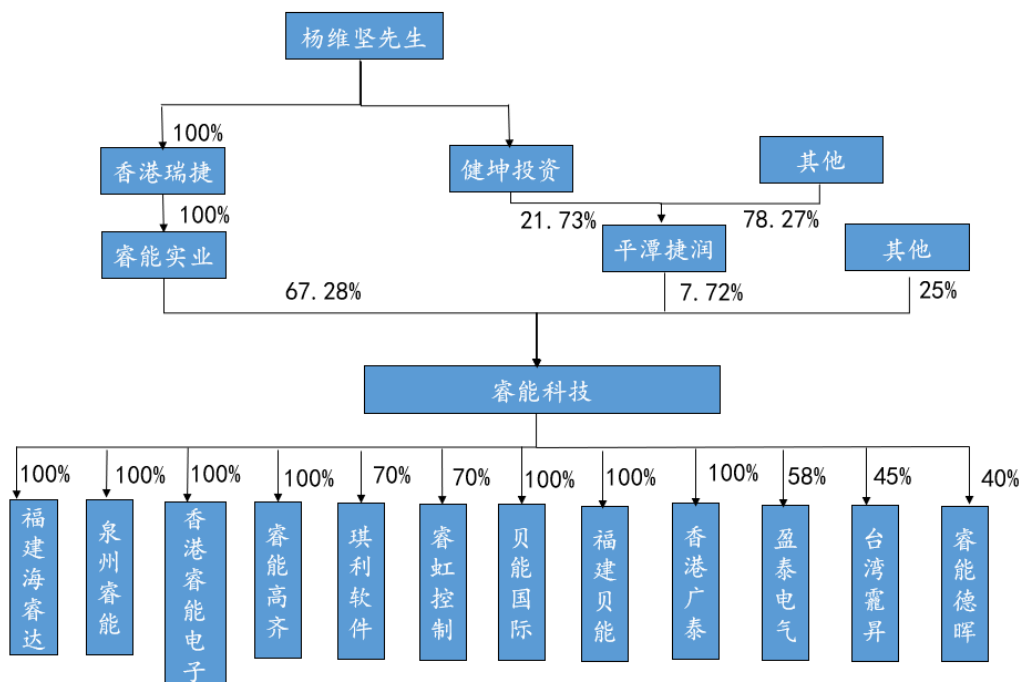


资料来源：招股说明书、公司年报（2017）、华泰证券研究所

公司股权集中度高，实际控制人深耕行业多年

公司股权结构稳固，集中度高。首次公开发行之时，公司股东为睿能实业和平潭捷润，杨维坚先生通过其持股100%的香港瑞捷间接持有睿能实业100%股权，睿能实业持有公司67.28%股权；通过健坤投资间接持有平潭捷润21.73%股份，平潭捷润持有公司7.72%股权。IPO发行2567万股，发行之后实际控制人直接持股67.28%，间接持股1.68%。

图表12: 公司股权结构

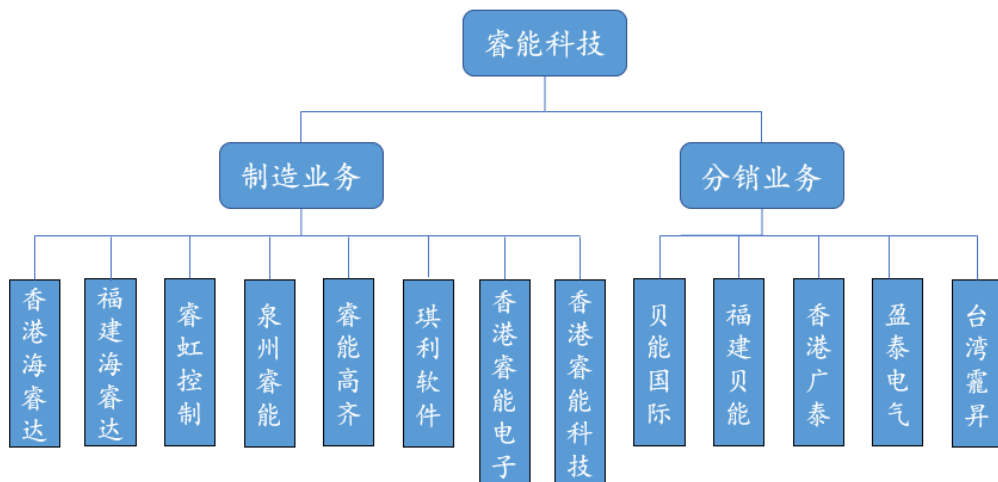


资料来源：公司中报（2018H1）、华泰证券研究所

实际控制人从业经验丰富，为公司的管理和运营提供了有效的支持。杨维坚先生曾任福州天野（顶尖）电子技术有限公司业务员，历任四家电子技术公司的销售经理，还曾任贝能科技总经理、睿能有限董事长、总经理。从基层的电子技术业务人员到管理层，实际控制人在技术领域积累的专业能力和销售经验为公司科技产品的生产销售提供强大的支撑。

收购子公司进一步整合公司的业务运营资源，2012-2017 年，公司通过收购等方式整合了 8 家与公司业务密切相关的企业，整合相关业务资源。目前，公司有 11 家全资子公司（含孙公司），构建成了以针织横机电控系统为主的制造业务和以 IC 产品分销为主的分销业务并行的业务格局。其中，福建海睿达子公司解决了公司生产经营场所不足的困境，琪利软件子公司的整合加强了公司针织软件的研发制造力，贝能国际子公司凭借其强大的 IC 分销网络直接提升了公司 IC 产品分销的收入。

图表13: 公司子公司结构布局与对应的业务



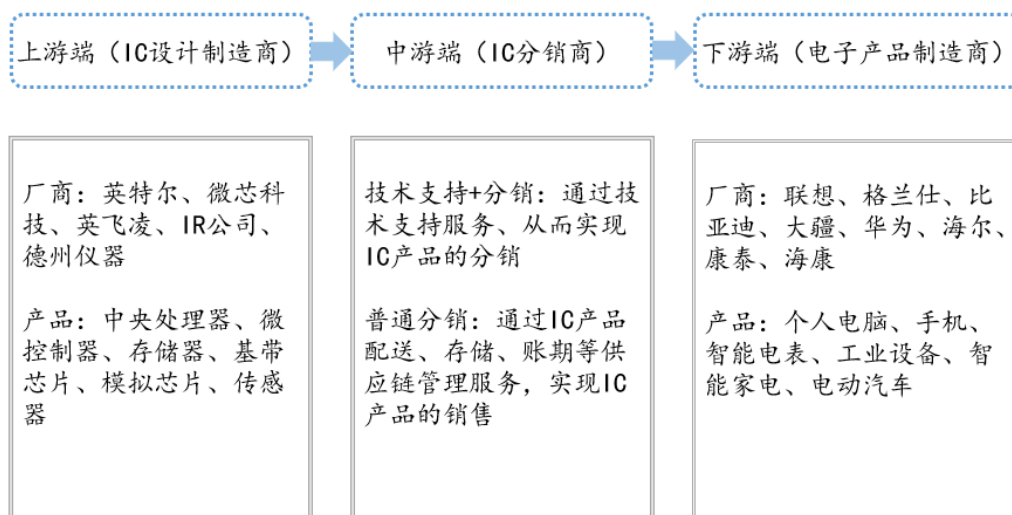
资料来源：公司中报（2018H1）、华泰证券研究所

实现品牌效应的 IC 产品授权经销商

IC 设计制造商对 IC 分销业务存在依赖性

IC 产品分销处于 IC 产品产业链的中游，致力于 IC 产品下游定制化需求的满足。IC 产品分销是连接上游 IC 设计制造商和下游电子产品制造商的桥梁。IC 产业上游专注于技术研发、产品研发、高效生产，为了实现资源经济化和节约运营成本，上游企业无法满足下游企业由于领域分布广泛、产品种类繁多导致的定制化需求。专业的 IC 产品分销商通过“技术支持+分销”的销售模式，既减少上游 IC 产品制造商的技术支出，又可以为下游客户端提供市场需求的信息；以此衍生出上、下游行业对 IC 产品分销中游的依赖性。

图表14： IC 产品上下游对 IC 产品分销商形成依赖



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

行业进入壁垒高、分散度高，竞争格局稳定。IC 产品分销行业的新进入者主要面临四大进入壁垒：技术支持服务能力壁垒、经销权壁垒、品牌和客户资源壁垒和资金壁垒。IC 产品属于技术和资金双密集型行业，授权经销商的资格认证要求较高的技术支持和服务能力、业务规模、市场开拓能力和资金实力，由此对潜在的进入者构成了较高的进入壁垒。IC 产品下游应用领域分布广，产品之间差异大，使得 IC 产品分销商针对不同领域细分，新进入者的高壁垒和行业的高分散使得行业的竞争格局保持稳定。

图表15： IC 产品分销行业进入壁垒

技术支持服务能力壁垒	细分市场领域的专业化程度、现场技术支持能力、IC 应用解决方案设计与提供能力
经销权壁垒	业务规模、市场开拓能力、公司信誉及财务能力要求高
资金壁垒	采购及运营周转资金和研发投入
品牌和客户资源壁垒	IC 产品下游与认可的经销商建立长期合作关系

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

境外分销商和本土分销商凭借各自的优势并存，本土分销商未来机会更大。境外分销商在中国国内市场主要采用供应链服务的销售模式，本土经销商则倾向运用技术支持带动销售的模式，其原因在于中国本土电子产品制造商规模相对较小、需求复杂多样。国外分销商规模大，中小型的本土电子产品制造商难以成为其业务发展的重点，而本土分销商则利用下游市场差异化、定制化的需求开展技术支持与销售服务并行的商业模式，更全面地满足了下游的需求，获得了国内电子制造商的青睐，有望成为未来发展的主流。

境外分销商的龙头代表有安富利、艾睿电子和大联大，根据 Wind 数据显示，这三家公司 2017 年营业收入均在 200 亿美元左右。本土分销商领先企业有科通芯城、润欣科技、力源信息等，营收规模相对较小，其中科通芯城规模最大，2017 年营收 96.16 亿元。

图表16: 境外分销和本土分销龙头企业



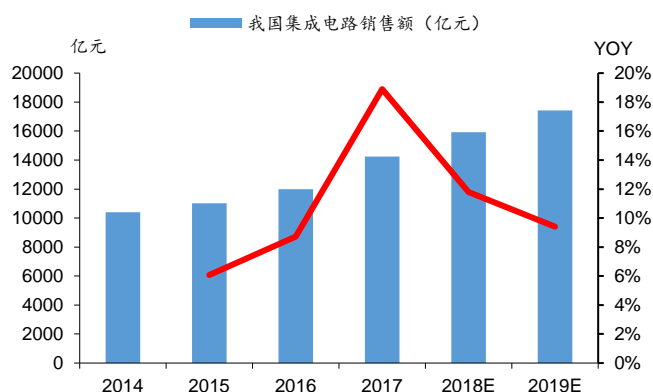
资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

IC 下游产品景气度高, 推动 IC 分销市场规模扩大

IC 产品下游应用广泛, 全球市场规模增长潜力大。IC 产品的应用将持续依托于智能手机、工业控制、汽车电子等传统领域, 不断开拓新能源汽车、节能环保、信息安全、物联网、云计算和大数据等新兴领域。IC 设计制造以下游应用领域的发展为导向, 朝着产品性能优良化、外形细微化、能耗高效化的方向发展。全球性新兴产业的崛起将推动工业控制应用领域 IC 市场规模不断扩大, 消费电子应用领域的 IC 市场在变频家电、智能家电、可穿戴设备等细分产品的发展带动下呈现新增长的态势。根据世界半导体贸易统计协会 (WSTS) 的数据, 2015-2017 年度, 全球 IC 销售额分别为 2745 亿美元、2767 亿美元和 3432 亿美元。

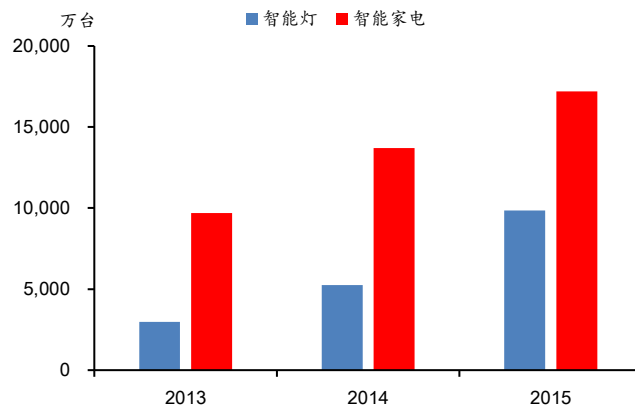
我国 IC 销售额增长稳定, 下游智能家居市场规模发展速度显著。根据中国半导体行业协会的数据及预测, 2017 年我国集成电路销售额达到 14250.5 亿元, 2015-2017 年的复合增长率为 13.69%, 2018-2019 年预计 IC 市场销售额将分别达到 15930.2 亿元、17430.1 亿元, 年均增长率为 9.42%。其中智能家居领域需求旺盛, 智能照明和智能家电最具代表性。根据中国半导体行业协会的数据, 2013-2015 年, 中国智能灯的数量分别为 2972 万台、5250 万台和 9851 万台, 年均复合增长率高达 82.06%; 主要智能家电数量分别达到 0.97 亿台、1.37 亿台、1.72 亿台, 年均复合增长率为 33.16%。

图表17: 我国 IC 市场规模的发展及预测



资料来源: 中国半导体协会发展报告、招股说明书、华泰证券研究所

图表18: 智能灯和智能家电市场规模

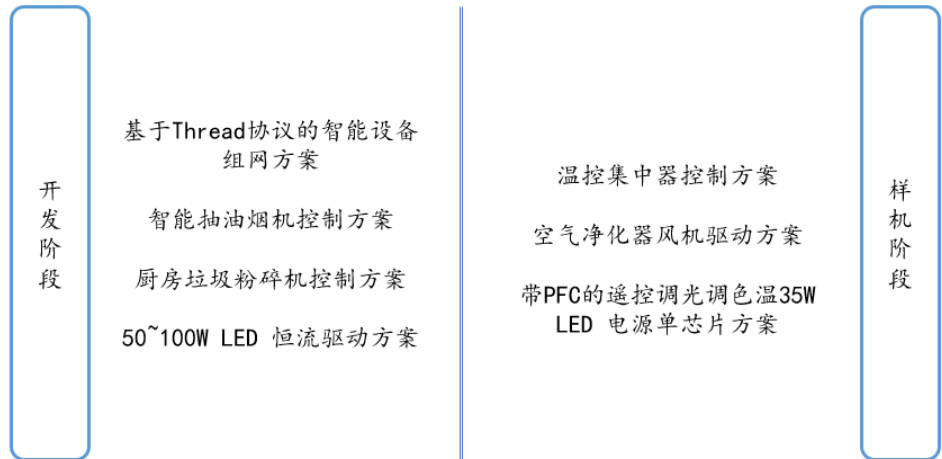


资料来源: Wind、华泰证券研究所

技术储备深厚与上下游资源优势构建公司核心竞争力

截止2018年Q1, 公司掌握23项IC应用技术, 拥有20项在研的技术项目, 具备为下游客户提供多层次技术支持和服务能力。公司18项IC应用技术已经实现大批量生产, 2项试生产和3项小批量生产。公司在研技术延伸智能家居、智能机电和智能照明的应用领域。下游应用领域的旺盛需求辐射至对公司IC在研应用技术和服 务支持的需求, 在研技术成功量产将奠定公司的IC分销业务长期业绩的增长。

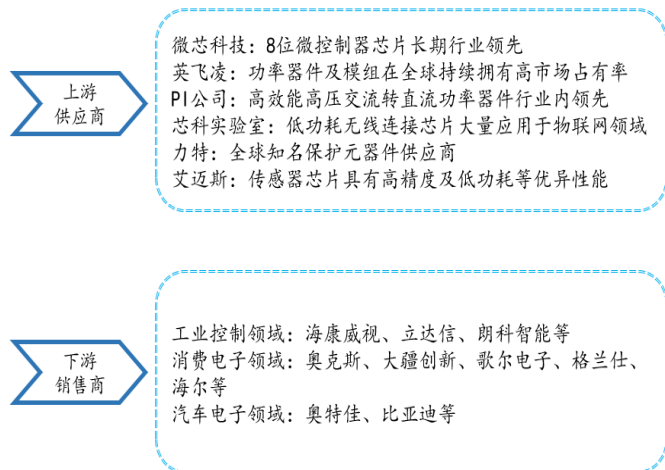
图表19: 以新兴行业为导向的在研项目



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

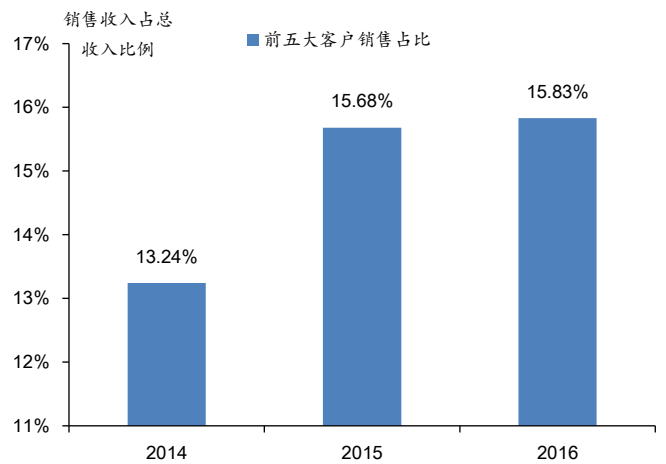
公司上游采购商为细分行业领先企业, 下游客户结构分散, 双向利好于公司IC分销业务。公司上游四大供应商为微芯科技、英飞凌、PI、芯科实验室, 均为国际知名IC设计制造商和当地上市公司, 公司成为第一梯队IC产品设计制造商的授权经销商充分地体现了公司分销业务的竞争力。根据公司招股说明书, 2014-2016年公司分销业务前五大客户销售占比低于16%, 分散的客户群体减少了单一客户的依赖性, 控制了公司销售经营的风险。

图表20: 公司IC产品分销业务上下游对应的供应商和销售商



资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

图表21: 公司分销业务前五大客户销售收入占总收入比例较低



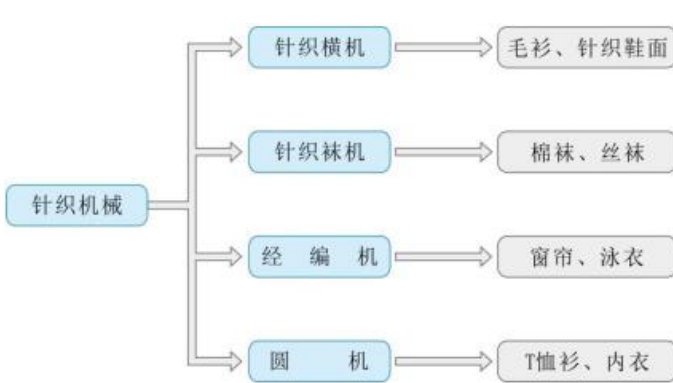
资料来源: 招股说明书、华泰证券研究所

公司与上下游客户合作密切, 品牌效应打造IC产品分销业务的良性循环。公司IC业务分销业务能力获得了上游供应商的充分认可, 2016年获得微芯科技“大中华区第一代理”。公司屡次获得《电子设计技术》、《国际电子商情》两大独立的专业杂志评选的奖项, 公司与其IC产品分销业务销售主要客户签订了稳定合作的框架协议。公司与上下游的良性互动有利于公司IC分销业务长远高效地运营与发展。

针织横机电控系统业务有望引领公司未来业绩持续上升 针织横机电控系统高科技属性铸就了行业高壁垒

针织横机电控系统是电脑针织横机生产组装的核心部件，电脑针织横机主要用于毛衫及针织鞋面的生产。电脑针织横机隶属于纺织机械设备下的针织机械，由手摇针织横机加入电子技术和多种机电一体化应用技术发展而成。其工作概念为根据针织设计 CAD 系统输出的编织花型数据以及工艺要求自动完成编织，鞋面电脑针织横机能够实现针织鞋面的一体无缝成型。针织横机电控系统由操作盒、主控制器、机头控制器、伺服驱动器以及其他零部件共同构成。

图表22： 针织机械的分类及应用



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

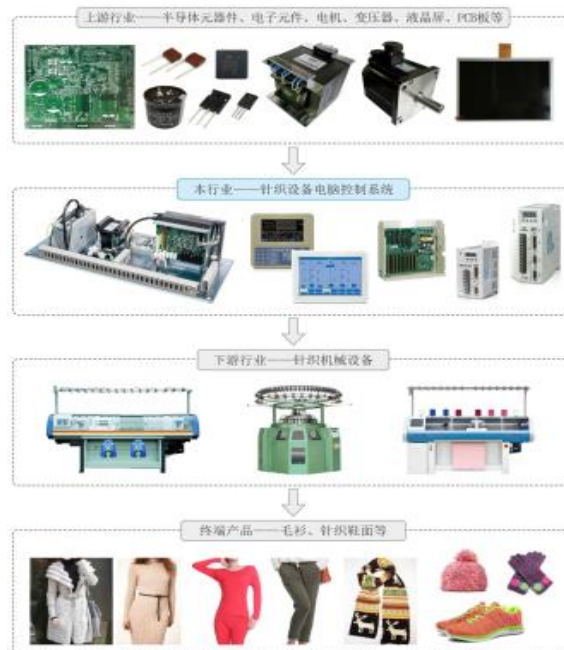
图表23： 针织横机电控系统在电脑针织横机机械上的分布



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

针织横机电控系统处于产业链的中游，主要用于毛衫、针织鞋面的生产，与针织横机的需求相关性强。针织横机电控系统需要采购半导体元器件、电子元件、液晶屏、功率器件、电容、印刷电路板等，上游供应商企业分散，供给充足，市场化程度高，价格的波动对针织横机电控系统影响较小。针织横机电控系统直接下游为针织横机的整机厂商，终端用户为毛衫、针织服饰、鞋袜等生产加工企业。针织横机是典型的机电一体化产品，一台针织横机的需求基本代表一套针织横机电控系统的需求，其终端产品的市场需求对针织横机电控系统的需求起决定作用。

图表24： 针织横机电控系统上下游



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

电控针织横机电控系统横跨众多专业领域，行业壁垒高。针织横机电控系统以针织机械技术参数及编织工艺等行业经验为基础，结合计算机、电子、电气、自动化、机械等领域的专业知识和与之相匹配的高素质团队，使得该行业具有较高的技术、人才壁垒。针织横机编织技术和针织机械技术参数需要长时间的积累，下游客户因机械参数对系统的供应商产生粘性，高研发投入和固定资产投入需要达到一定的生产规模才能摊销固定成本。

图表25： 电脑针织横机电控系统进入壁垒

技术壁垒	产品涉及运动控制技术、电机驱动技术、电源系统设计、嵌入式软件设计、编织工艺技术。技术积累时间长，最主要的壁垒
行业经验壁垒	下游电脑针织横机设备差异化大，其参数指标、系统设计和软件应用程序等皆存在一定差异，需要长时间积累针织机械技术参数及编织工艺等行业经验
人才壁垒	产品的跨学科性使得行业对熟悉自动控制、电机驱动、编织工艺等领域多学科知识的高素质、高技能的专业技术人员需求巨大
品牌与客户资源壁垒	电脑针织设备整机厂商综合考虑电控系统生产企业的技术能力、产品设计能力、质量控制能力、快速反应能力以及性价比等因素，同时，其对电控系统厂商具有较强的粘性
规模壁垒	针织设备电控系统行业属于资金密集型，规模化的生产能摊薄生产的固定成本

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

日德掌握国际领先技术，国产竞争力逐步增强。目前全球范围内日本岛津、德国斯托尔是两家均有百年历史的行业龙头，配备各自自主研发的针织横机电控系统，其全成型织可穿技术和 ADF 支持智能可穿戴技术代表了针织横机世界范围内的领先水平。国产针织横机企业通过不断地自主创新，研制出具备高性价比的电脑针织横机，竞争力正在逐步提升。

图表26： 日本岛津、德国斯托尔情况介绍

斯托尔(德国)	成立于 1873 年，随后几年发明了世界第一台编制双反面组织的手摇针织横机，随着公司的不断发展推出了实地上第一台专业花型设计系统，再到 CMS 系统电脑横机，是世界上一流的针织电脑生产商，主要产品为针织电脑横机一体机
岛津(日本)	于 1962 年手套横编机自动化起步，发展至今成为了综合性机械电子企业，目前电脑横机领域占有率世界第一位，主要开发、生产及销售电脑横机、电脑制版系统、自动剪裁机、手套袜子编制机等产品。

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

公司 2016 年占据国内市场 63.34% 份额，寡头垄断特征明显。目前我国针织横机电控系统行业高度集中，上市公司仅睿能科技一家，另一家规模较大的公司恒强科技 IPO 在 2017 年终止。公司招股说明书披露公司 2016 年的市场份额为 63.34%，我们预计 2016-2018 年行业格局并未发生较大改变，行业的寡头垄断特征明显。恒强科技 2016 年针织横机电控系统营收 2.76 亿元，公司制造业务 2016 年营收为 3.39 亿元，高于恒强科技。

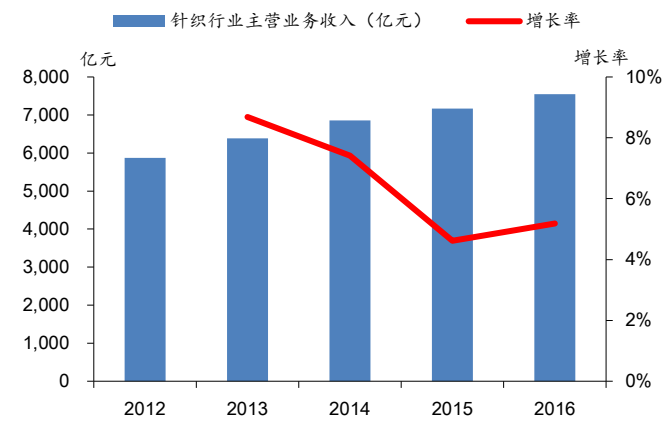
三大需求拉动电脑针织横机市场规模，行业景气度有所上升

针织横机电控系统与电脑针织横机一一匹配，两者需求高度相关。电脑针织横机的运行受针织横机电控系统的驱动和控制，后者是前者一一对应的核心零部件，针织横机电控系统的需求和市场容量基本等价于电脑针织横机的需求。终端产品的需求将带动电脑针织横机的需求，同时陈旧产品的更新换代、海外市场的开拓也将带来新的增量。

下游终端产品的需求迅速上升，拉动电脑针织横机需求持续走高

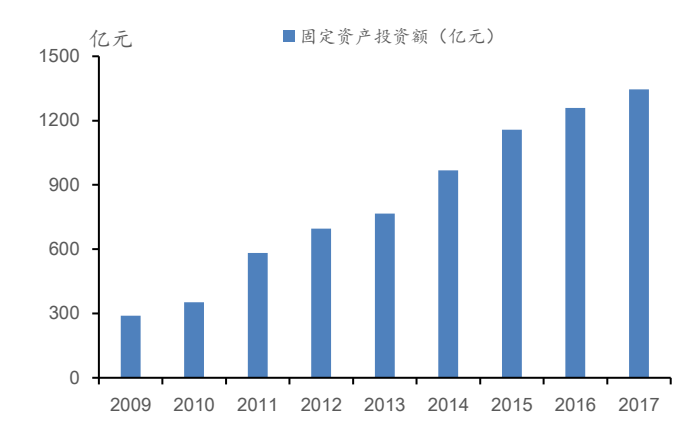
针织行业市场规模、固定资产投资保持稳定增长，终端产品发展趋势引发对高端电脑针织横机的需求。2013-2016年，针织行业规模以上企业的主营业务收入从6383.27亿元上升至7545.15亿元，年均复合增长率为5.73%；2013—2017年，针织行业固定资产投资额从766.47亿元增加至1345.48亿元，年均复合增长率为15.11%，增速明显大于主营业务收入，反映了针织行业对以机器设备为主的固定资产投入的加大。同时消费者对针织产品的需求呈现出高美观、精细化的特点，使得针织产品更加依赖于具有多种嵌花、全成型织可穿等高端功能的电脑针织横机。

图表27：我国针织行业主营业务收入



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

图表28：我国针织行业固定资产投资额

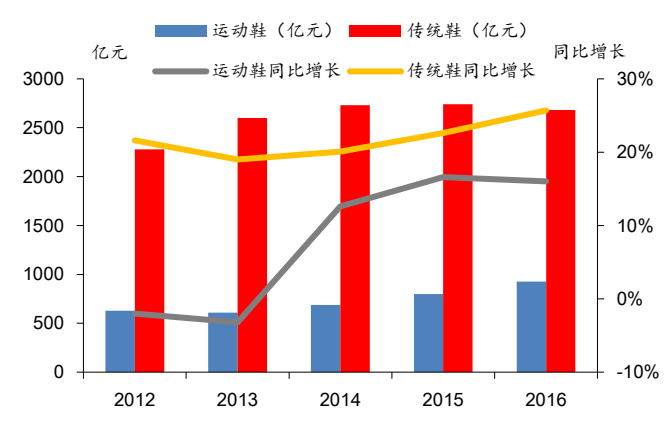


资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

针织鞋面的飞织鞋优于普通运动鞋，是未来运动鞋一大发展趋势。随着我国居民生活方式的运动化、健康化，运动鞋的需求迎来高速增长。2014-2016年，国内运动鞋消费总额从686亿元上升至928亿元，年均复合增长率为16.31%，在鞋类消费品占比从20.1%上升至25.7%。与此同时，消费者对运动鞋的轻便性、透气性、舒适性提出了更高的要求。

知名运动鞋产商为迎合消费者需求，相继推出了融合针织技术和制鞋科技的一体鞋面运动鞋，市场称之为飞织鞋。飞织鞋的产品理念为“让鞋子会呼吸”，重量只相当于一个鸡蛋，在“赤足化”的概念下打造贴合脚面的舒适运动鞋，透气性因飞织技术的一体化达到最高点，因此飞织鞋全方位地满足了下游消费者的需求，成为未来运动鞋发展的一大主流。

图表29：我国运动鞋发展速度和规模



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

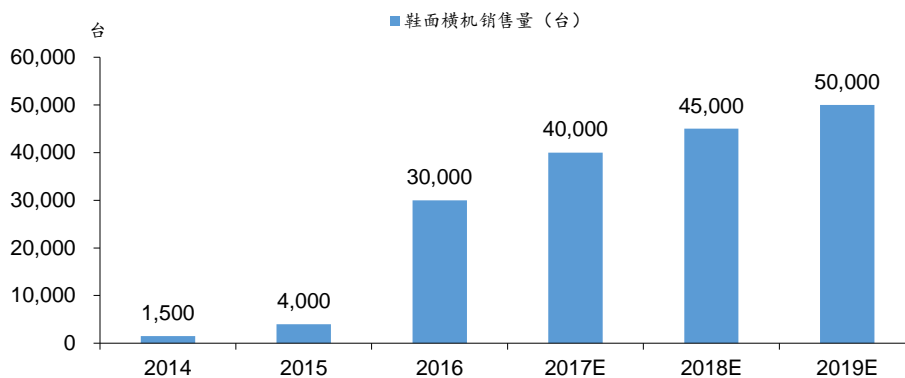
图表30：飞织鞋优于普通运动鞋



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

我国飞织鞋的发展处于起步阶段，未来市场规模有望快速发展。飞织鞋于2014年在中国开始规模化生产，于2016年迎来销售大幅增长，根据公司招股书中的测算，2016年飞织鞋的市场渗透率在10%-18%。随着安踏、361度、特步、鸿星尔克等几大本土运动鞋龙头对飞织鞋的力推，其市场占有率有望迅速提升，从而引发对鞋面针织横机的需求。根据中国纺织机械协会的数据，2014-2016年鞋面针织横机的年均复合增长率为41.42%，预计2017-2019年我国鞋面针织横机的销售量将分别达到4万台、4.5万台、5万台。鞋面电脑针织横机一方面能够实现针织鞋面的一体无缝成型，无需裁剪从而减少原料纱线的浪费及相应的人工支出。

图表31：我国鞋面横机销售量

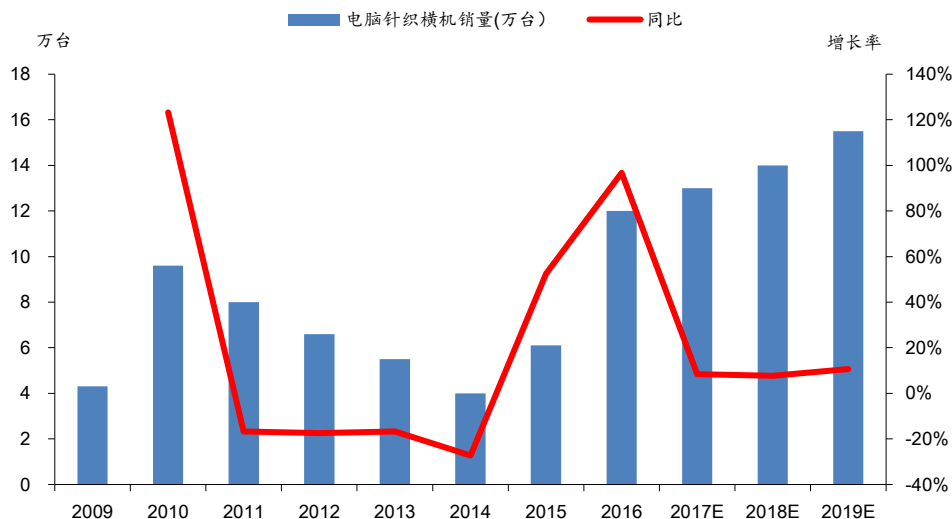


资料来源：中国纺织协会、华泰证券研究所

手摇针织机的替代需求拉动电脑针织横机需求增长

手摇针织横机生产效率低，有望被电脑针织横机全面替代。手摇针织横机生产效率低，一人只能同时操作一台，原材料利用率低，只能制造普通的花型；而电控针织横机能实现高品质、复杂花型毛衫的规模化生产。根据行业协会了解，一台手摇针织横机毛衫日产量为6-7件，而电控针织横机毛衫日产量达到20件，是前者的三倍左右；同时电控针织横机可以减少人力成本和手摇针织横机厂房所占的土地面积。根据中国纺织机械协会2017年报告数据，我国大约有15万台手摇针织横机的存量，根据1:3的电脑针织横机比手摇针织横机效率换算，预计2017-2019年我国大约有5万台电脑针织横机的新增需求。

图表32：我国电脑针织横机销量及预测



资料来源：中国纺织机械协会、华泰证券研究所

图表33： 电控针织横机与传统手摇针织横机比较

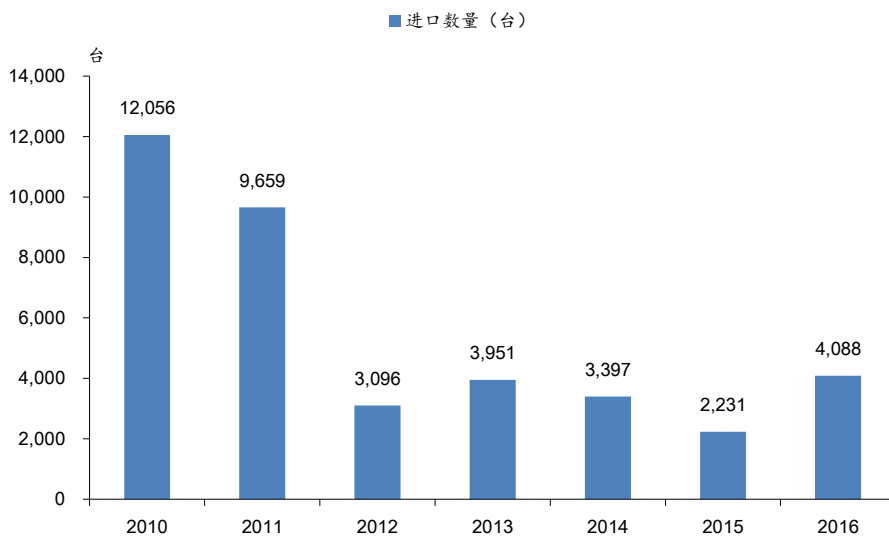
类型	效率(天)	特点	劳动力	未来发展趋势
手摇针织横机	6-7件毛衫	普通花型, 手感差、质量低	人体手动	被电控针织横机替代
电控针织横机	20件毛衫	复杂花型、手感好、质量高	机器自动	集成化、智能化、网络化

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

行业产品更新周期在即，海外市场试水有望开辟新市场

新旧产品更换周期在即。中国纺织机械协会的数据显示，我国2009-2016年销售的电脑针织横机高达56万台，行业经验表明针织横机使用周期在6-8年，我们认为随着市场需求变化加快，未来这一自然更替周期有望进一步缩短至5-7年，我们以此估算2017-2023年我国将有望产生年均10万台左右的更新替换需求。

电脑针织横机的进口逐年下降，国产针织横机凭借高性价比形成替代。根据中国纺织机械协会数据，2010-2016年，我国从德国、日本进口单价3万美元以上的针织横机的数量从12,056台下降至2016年的4,088台，国产电脑针织横机对外资品牌的替代作用显著。从技术的角度，经过国内电脑横机控制系统制造企业多年来的研发投入，国内产品在高精度的速度控制、位移控制、送纱(经)量控制、传感器的精确检测等关键技术取得突破性进展，与国外领先技术之间的差距逐渐缩小。同时国产电脑横机制造商凭借地域优势提供针对性强的售后服务，获得下游客户的认可，也一定程度加强了自身的竞争力。

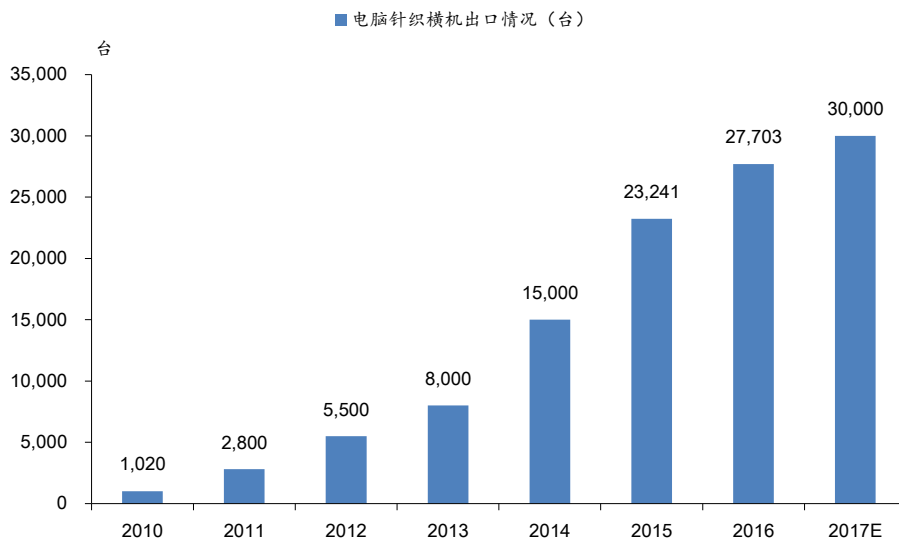
图表34： 2010-2016年我国高端横机进口量

资料来源：中国纺织机械协会、华泰证券研究所

电脑针织横机出口比例不断上升，海外市场孕育着更大的机遇。根据海关统计，2016年我国针织横机行业出口金额为1.92亿美元，同比增长12.94%，2017年前三季度出口金额达1.70亿美元，同比增长11.80%；海外市场日渐成为我国针织横机重要的销售市场，随着手摇针织横机的替换历程的推进，电脑针织横机出口额占总横机出口额的比例有望持续上升。

根据中国纺机协会数据，我国电脑针织横机产品的出口量从2010年的1,020台增长到2015年的23,241台，年均复合增长率达86.87%，远远超于针织横机行业的出口增速，我们预测2018-2020年我国电脑针织横机年均出口量有望达到3万台以上。

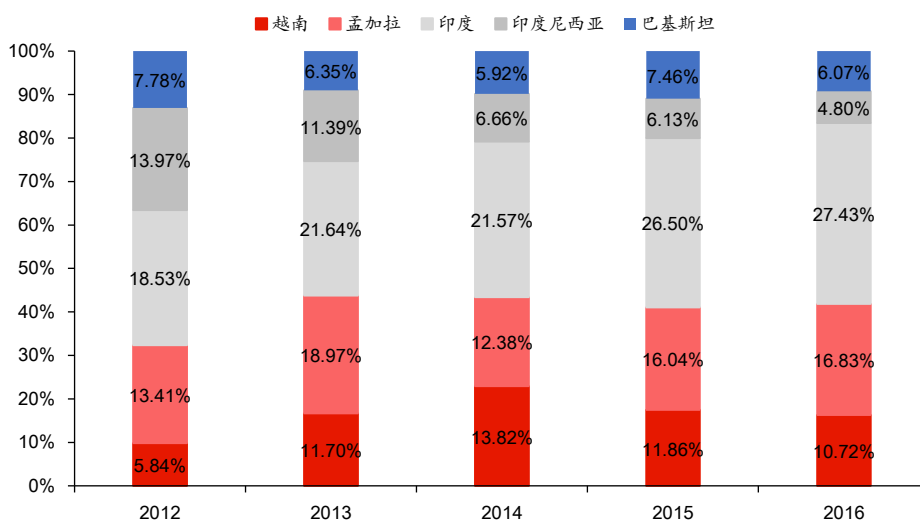
图表35： 我国电脑针织横机出口量



资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

新兴纺织业五国成为我国针织横机海外市场的主阵营。全球产业结构的转移使得以孟加拉国、越南、柬埔寨和印度为代表的东南亚国家针织服装行业迅速崛起，2015年我国向孟加拉国、柬埔寨、印度、越南、土耳其五国出口电脑横机数量为 18,051 台，占我国电脑针织横机全部出口量的 77.7%。由于生产大规模地扩张，电控针织横机系统对其更加具有吸引力，针织横机的出口数量有望维持较高的增长水平。新兴纺织五国手摇针织横机保有量大，根据中国纺织机械协会的分析，截止 2016 年底，孟加拉国、印度、柬埔寨、越南、土耳其手摇针织横机保有量约有 40 万台，其替换需求预示着超过 13 万台左右的电脑针织横机的市场空间。

图表36： 亚洲五国纺织机械由中国进口占中国出口比例



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

公司产品技术优势明显，占据市场竞争优势地位

创新产品性能强，重视花型与外观的设计

以电控系统为主，辅之伺服驱动器和制版系统，公司产品技术稳定性高、软件操作界面友好。公司针织横机电控系统制造业务旗下有五款产品，分别为针织横机电脑控制系统、伺服驱动器、横机制版系统、鞋面横机专业制版系统、工艺设计系统。

公司第三代全数字式针织横机专用伺服控制器，用于控制电脑横机机头往返运动及针床横移，内置美国TI数字信号处理器（DSP）和德国英飞凌新一代智能功率模块，结合先进的伺服算法，使系统运行快速柔和，高效智能。横机制版系统、鞋面横机专业制版系统、工艺设计系统是针对针织产品的花型、外内编织工艺所设计的软件系统，迎合消费者对针织产品美观度、时尚度的高要求。

图表37： 公司 F4000 针织横机电控系统、FS300 横机专用全数字式双轴伺服驱动器



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

公司携两大最新研究成果亮相第十八届上海国际纺织工业博览会，代表了国内针织横机电控系统的顶级技术水平。根据公司官网信息，F4000 Plus 针织横机电脑控制系统通过中国纺织机械协会鉴定，主要性能达到国际先进水平。F4000 Plus 采用全新的主轴伺服运动算法，实现更高的单机编织效率，最高编织速度可达 1.4 米/秒；采用步进电机结合主轴速度精准加减速控制，动态角度变化范围可达 25°/英寸，解决了度目速度及力矩性能双提升的矛盾。公司研发的针织云横机网络管理系统，结合全新的 KDS 针织设计系统，用户可以通过移动终端来访问管理软件，通过网络监控整个横机的运行状态、传送花样，从而摆脱单向传输，变成整体集约化服务的大协同、大联动，迎合了电脑针织横机未来发展趋势。

图表38：“针织云”横机网络管理系统



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

技术研发能力国内领先，部分产品达到国际先进水平

公司通过自主研发，掌握多项行业领先的核心技术，获得业界广泛认可。公司长期专注于针织横机电脑控制系统技术的研发，经过多年不断创新改进，已经掌握了自动控制、电机控制、伺服驱动、变频控制、数字电源系统、嵌入式系统软件、工业以太网、针织设计 CAD 软件等软件开发和硬件设计技术。公司优良的模块组合式集成硬件系统与适应多样

化编织工艺需求的软件系统是基于横机机械部件的性能特点和编织工艺原理研制而成，控制技术、驱动技术与编织工艺技术三者有机融合的研发理念奠定了公司在国内针织横机电控系统行业中强势的竞争地位，其专利技术获得多项奖项。

图表39： 专利技术奖

单系统全电脑横机控制系统	国家火炬计划项目
纺织机械专用伺服控制系统 V2.0	国家科技部评为国家重点新产品
睿能横机制版系统 V1.0	福建省自主创新产品
一种电脑横机控制装置、系统和方法	2016 福州市专利技术优秀奖

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

公司一直专注于电脑针织横机电控系统的研发、生产、销售，积累了丰富的行业经验。除了传统的编织工艺技术的积累，电脑针织横机机电一体化属性使得电控系统开发者需要积累不同机器的特性及技术参数。公司凭借对针织机械特性、执行元件普适性的理解以及针织行业技术发展趋势的把握研制成了四大标准通用硬件模块，具备兼容性、可靠性、一致性高的特性，四大不同模块的灵活组合可以更快更好地满足不同客户的需求。

经销、直销相结合的方式完善了公司销售网络体系

公司借助与浙江明德的合作协议，成功实现了其对浙江纺织密集地区销售的扩张。公司于2014年初与浙江明德签订《技术转让协议》、《经销商协议》，技术协议承接浙江明德的针织横机电控系统的研发技术和专利，经销商协议旨在公司借助浙江明德在江浙一带强大的销售渠道和地方品牌优势地位实现其江浙一带纺织中心的产品销售。此次战略合作成功地提升了针织横机电控系统在浙江省的销售量，浙江地区的销售占比由2014年的59.46%上升到2016年81.53%。

图表40： 2017年针织横机电控系统的地区营收和毛利

分地区	营收(万元)	毛利率(Pct)	营收同比增减(Pct)	毛利率同比增减(Pct)
华东地区	90361.26	25.07	32.78	0.04
华南地区	66071.48	11.86	21.74	-0.74
华中地区	6231.79	14.06	51.71	-1.05
西南地区	4136.41	11.98	21.92	-2.19
华北地区	4084.15	16.69	-22.81	0.29
西北地区	1345.68	10.84	-1.97	0.78
东北地区	840.39	13.71	-24.33	0.52
香港地区	12966.32	10.66	-14.64	0.92
海外地区	3870.77	30.88	44.85	-2.92

资料来源：公司年报(2017)、华泰证券研究所

公司与浙江明德经销商存在相互依赖性，形成了良好的互动合作关系，公司未来有望延续直销和经销并行的销售模式。浙江明德是针织袜机领域的领头羊，在2014年前针织横机电控系统为其业务之一，但业务规模小，利润低。而公司处于行业龙头，产品具有市场竞争力，能给经销商带来创造利润的机会。但是公司地处福建地区，对江浙纺织高度密集区的渗透度不如本地品牌，浙江明德在江浙地区销售网络成熟，本地品牌形象根深蒂固，成为公司在江浙地区强大的销售渠道，与浙江明德的合作有利于公司实现对全国纺织密集区大范围的销售覆盖。

2015-2016年，浙江明德的五大客户转为公司直销客户，为了保障与浙江明德经销商的长久的合作关系，公司与浙江明德旗下的销售子公司杭州睿融德签订了《业务补偿协议》。对客户由经销客户转变为直销客户，公司给予浙江明德一定的业务补偿。

图表41：浙江明德的业务补偿

经销转直销客户名称	支付给杭州睿融德的业务补偿费（万元）
桐乡市强隆机械有限公司	173.73
常州市明达腈纺有限公司/常州市昌华针服机械厂	18.55
泰州市天圣针织机械实业有限公司	9.15
广东磁星电脑横机制造有限公司	6.69
桐乡市巨星针织机械制造有限公司	0
合计	208.12

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

上游供应商分散性，下游客户粘性为其毛利率上升提供空间

上游行业分散，有利于公司对上游供应商的议价能力。根据招股说明书披露，2014-2016年度，公司直接材料占针织横机电控系统业务的成本分别为 84.25%、89.54%和 93.57%，基本保持稳定。其采购的标的物主要为显示屏、伺服电机、传感器、微控制器、步进电机控制、电源芯片等。其显示屏的主要采购商为德为显示科技股份有限公司，伺服电机供应商为杭州米格电机有限公司，微控制器、步进电机控制、电源芯片等的供应商为新晔电子（香港）有限公司，皆为与公司合作已久的供应商。公司前五名供应商格局保持稳定水平，稳定上游合作关系提高了公司的采购效率，有利于采购价格的协商。

图表42：公司前五大供应商采购金额占比

	2014	2015	2016	2017
前五名供应商采购金额占年度采购总额	89.84%	78.12%	75.70%	76.53%

资料来源：公司年报（2017），招股说明书、华泰证券研究所

下游客户合作期长，共同合作研发。公司 2016 年的前五大客户中有三大客户与公司合作均有五年以上的历史，桐乡市巨星针织机械制造有限公司于 2010 年开始与公司合作，桐乡市强隆机械有限公司于 2012 年开始与公司合作，浙江丰帆数控机械有限公司于 2012 年开始与公司合作。

公司与意大利 Logica. S. r. l 公司于 2015 年 10 月签订《合作协议》，合作方为针织横机整机厂商慈星股份的参股公司，其协议的主要内容为双方共同为慈星股份定制一款新的针织横机电控系统。公司负责电控系统的总体开发，Logica. S. r. l 公司负责电控系统的软件、固件开发，公司以每套为单位向 Logica 公司支付一定的软件、固件使用费，慈星股份于 2016 年开始向公司采购该针织横机电控系统及其配件。因此公司对慈星股份的销售额由 2015 年的 13.90 万元增长至 2016 年的 469.54 万元，其 2016 年的销售额以 3,995.56 元每套的销售单价计算等价于 1,175 套左右的销售量，根据慈星股份 2016 年年报中披露的该产品的销售数量，公司对宁波慈溪的销售量占其总销售量的 8.69% 左右。

图表43：2016年公司制造业务前五大客户

客户	销售金额（万元）	占当期制造业务收入比重
杭州睿融德电子科技有限公司	11790.91	34.82%
桐乡市强隆机械有限公司	5853.12	17.29%
桐乡市巨星针织机械制造有限公司	3264.47	9.64%
浙江丰帆数控机械有限公司	2612.78	7.72%
江苏金龙科技股份有限公司	2098.57	6.20%
合计	25619.85	75.67%

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

募投项目的建设为公司长期盈利增长奠定基础

建设年产五万套针织横机电脑控制系统生产建设项目，解决产能瓶颈问题。2016年公司7.6万套针织横机电脑控制系统的销售有4.8万套需要外协加工完成，公司产能极限为2.8万套，产能利用率高达282.17%，产能成为公司发展的一大瓶颈。根据公司招股说明书披露，按募投项目进度规划，项目建设周期为1.5年，预计2018年底建成，建成后第一年达产40%，第二年达产80%，第三年达产100%。公司年产5万套针织横机电脑控制系统生产建设项目达产后，预计可实现年销售收入1.94亿元，净利润4,625.27万元。

图表44：公司募投项目

投资项目	投资总额（万元）	拟使用募集资金净额（万元）	实施周期
制造业务募投项目			
针织横机电脑控制系统生产建设项目	15304.94	15304.94	18个月
针织设备控制系统研发中心项目	3492.14	3492.14	24个月
分销业务募投项目			
电脑控制芯片应用方案开发与推广项目	14718.89	14718.89	36个月
智能家居芯片应用方案开发与推广项目	8732.13	8732.13	36个月
工业互联芯片应用方案开发与推广项目	2277.51	2277.51	36个月
补充公司流动资金			
补充流动资金项目	7300	2594.83	
合计	51825.61	47120.44	

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

公司从资金、技术、人才、销售四层面为项目全方位配置资源，致力于产能的扩充。制造业务募投项目资金的81.42%用于针织横机电脑控制系统生产建设项目，公司计划三年内将研发投入逐步提升到占针织横机电控系统销售收入的10%，并且以每年近30%的速度扩大研发人员规模，为募投项目的顺利进行提供了人才和资金保障。根据招股说明书，募投项目预计在2019-2021年实现新增产能分别为2万套、4万套和5万套。

图表45：募投项目产能释放进程

项目名称（单位：万台/万套）	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
纺织协会预测的电脑针织横机市场需求量	13	14	15.5	-	-
按纺织协会预测数据的年均增长率得出 2020-2021年市场需求量				16.9	18.5
公司现有产量	8	8	8	8	8
公司募投项目产量			2	4	5
公司现有产量和募投产量合计数	8	8	10	12	13
公司现有产量与募投产量合计数占预期市场需求量的比例	61.54%	57.14%	64.52%	71.01%	70.27%

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

截至2018年10月25日，公司已使用上述首发募集资金的金额为5670.29万元，资金使用率12.03%，其中用于制造业务募投项目“针织横机电脑控制系统生产建设项目”的金额为720.61万元，资金使用率4.71%，“针织设备控制系统研发中心项目”的金额为2475.84万元，资金使用率70.90%，用于补充公司流动资金“补充流动资金项目”的金额为2473.84万元，资金使用率95.34%。公司“分销业务募投项目”的主要实施主体为贝能国际，公司对贝能国际的增资属跨境投资，截至2018年6月6日方办理完毕相关审批手续。而今年以来，由于人民币对美元持续贬值、市场竞争进一步加剧、IC产品供货紧张等IC产品分销业务发展的不确定性因素增多，公司董事会经审慎评估宏观经济因素及IC产品分销业务的整体市场环境，认为如继续按原计划实施“分销业务募投项目”，其投资回报存在有较大的不确定性。为更好的保护公司及投资者的利益，公司董事会决定暂缓实施“分销业务募投项目”。

盈利预测与估值

盈利预测

经过我们的分析与论证，公司是 A 股唯一以针织横机电控系统作为主营业务的公司，同时公司深耕 IC 分销，在行业竞争中优势明显。针织横机电控系统随着近年来的需求增长，行业驶入快车道，市场规模存在较大空间，2018-2020 年有望保持高增长。IC 分销业务相对稳定，规模效应明显，未来有望保持稳定增长。2018 年前三季度公司业绩下滑主要原因在于公司制造业务产品收入结构变化，导致产品综合毛利率有所下降；同时分销业务市场竞争加剧，导致利润下滑；公司加大研发投入，研发费用同比增长 64.12%。同时由于 IC 分销业务呈现一定季度性，四季度所占全年比重相对大一些，且针织横机电控系统业务 2017 年前三季度增长较快，导致 2018 年前三季度的比较基数较大，所以 2018 年前三季度公司业绩表现相对疲软，我们预计 2018 年全年公司收入、净利润有望转正。由于公司业务各业务收入、毛利率呈现强相关性，我们对于公司各项业务进行收入、毛利率的假设。

制造业务（针织横机电控系统）：

针织行业市场规模、固定资产投资保持稳定增长，终端产品发展趋势引发对高端电脑针织横机的需求，我们认为随着市场需求变化加快，未来电脑针织横机更新周期有望缩短至 5-7 年，同时随着电脑针织横机的进口逐年下降，未来国产替代率有望进一步提升。

收入方面，根据公司招股说明书，公司募投产能有望在 2019 年部分释放，2018 年公司由于产能受限将加大业务外包力度，有望带来新的收入的增长。我们预计 2018 年制造业务由于产能受限无法保持 2017 年 43.95% 的增长率，但公司通过外协、加班、提升产线效率等方式积极拓展新的增长，2018 年中报制造业务收入 3.32 亿元，2017 年同期 2.85 亿元，同比增长 16.49%。我们预计公司制造业务 2018 年有望保持 15% 左右的增长。根据公司产能释放计划，2019 年有望释放新产能 2 万套，相对于公司现有 8 万套产能增加 25%，所以我们预计公司 2019 年有望保持 25% 以上的增长。根据公司产能释放计划，2020 年有望释放新产能 2 万套，相对于公司 2019 年已有 10 万套产能增加 20%，所以我们预计公司 2020 年有望保持 20% 以上的增长。综上 2018 年我们预计 18-20 年公司收入分别增长 15%、25% 和 20%，对应收入分别为 5.6 亿元、7.01 亿元和 8.41 亿元。

目前我国针织横机电控系统行业高度集中，上市公司仅睿能科技一家，另一家规模较大的公司恒强科技 IPO 在 2017 年终止。公司招股说明书披露公司 2016 年的市场份额为 63.34%，行业的寡头垄断特征明显。恒强科技 2016 年针织横机电控系统营收 2.76 亿元，公司制造业务 2016 年营收为 3.39 亿元，高于恒强科技。我们预计 2017-2018 年行业格局并未发生较大改变，预计公司 2017-2018 年市场占有率依然有望保持在 50% 以上。所以公司在针织横机电控系统的定价上，具有较强的话语权，虽然外协增加有可能导致成本小幅增加，但公司有望通过涨价等方式转嫁成本，维持毛利率水平稳定。2016 年、2017 年该产品的毛利率分别为 40.74%、38.22%，我们预计 18-20 年毛利率不会出现大幅下降，有望继续维持在 38.22% 左右。

IC 分销业务：

根据中国半导体行业协会的数据及预测，2017 年我国集成电路销售额达到 14250.5 亿元，2015-2017 年的复合增长率为 13.69%，2018-2019 年预计 IC 市场销售额将分别达到 15930.2 亿元、17430.1 亿元，年均增长率为 9.42%。公司 IC 分销业务整体规模较大，在我国国内 IC 分销厂商中排名前列。公司主要布局的智能家居领域，特别是智能照明和智能家电的控制类芯片，其需求增速未来有较大可能大于整个行业增速。

公司是我国老牌 IC 分销商，有一定的先发优势，规模方面排名国内厂商前列，所以我们预计公司 2018 年 IC 分销业务的增长率略高于行业平均增速，约为 10%。2019-2020 年随着我国半导体行业快速发展，5G、工业控制等逐渐商用及普及，公司 IC 分销业务增速有望有所提升，我们预计公司 2019-2020 年 IC 分销业务的增长率分别为 15%、20%，2018-2020 年对应收入分别为 15.53 亿元、17.85 亿元和 21.43 亿元。随着分销业务收入规模的扩大，价格可能会出现小幅下降，从而导致毛利率有可能出现下降，2016 年、2017 年该产品的毛利率分别为 12.10%、11.86%，我们预计 18-20 年毛利率分别为 11.60%、11.40% 和 11.20%。

费用率方面我们预计18-20年管理费用率随着公司管理效率的逐步提升和经营范围的扩大总体保持稳定,略有小幅下降;销售费用方面虽然公司制造业务19-20年有部分新产能释放,但根据我们上文的分析与研究下游需求旺盛,且公司市场占有率较高,对市场的影响力比较大,有望快速消耗掉新产能,对销售费用率不会产生较大影响。

图表46: 睿能科技盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
分销业务收入(百万元)	1106.23	1216.07	1411.44	1552.58	1785.47	2142.57
YoY%		9.93%	16.07%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	12.98%	12.10%	11.86%	11.60%	11.40%	11.20%
制造业务(电控系统)(百万元)	157.96	338.58	487.64	560.79	700.98	841.18
YoY%		114.35%	44.03%	15.00%	25.00%	20.00%
毛利率	37.73%	40.74%	38.22%	38.22%	38.22%	38.22%
其他业务(百万元)	1.36	4.07	10.34	12.93	16.16	20.20
YoY%		199.26%	154.05%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	34.59%	17.46%	25.24%	25.24%	25.24%	25.24%
总营业收入(百万元)	1265.55	1558.72	1909.42	2126.30	2502.61	3003.94
YoY%		23.17%	22.50%	11.36%	17.70%	20.03%
毛利率	16.09%	18.33%	18.66%	18.69%	19.00%	18.86%
毛利润(百万元)	203.66	285.79	356.38	397.5	475.54	566.56
YoY%		40.33%	24.70%	11.54%	19.63%	19.14%

资料来源: Wind、华泰证券研究所

目标价 19.89-21.08 元, 首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司2018年至2020年实现收入21.26亿元、25.03亿元30.04亿元,增速分别为11.36%、17.70%和20.03%;预计公司2018年至2020年净利润为1.44亿元、1.71亿元2.03亿元;预计公司2018年至2020年的EPS为1.00/1.19/1.41元。公司IC分销业务和针织横机电控系统业务所在的工业控制类软件行业2019年的平均估值分别是10倍和16倍。根据我们的预测公司2019年针织横机电控系统业务的净利润约为9088.9万元,IC分销业务净利润约为8024.1万元。考虑到公司是国内针织横机电控系统行业龙头,且未来针织横机电控系统行业有较大增长空间,我们认为公司2019年IC分销业务和针织横机电控系统业务的合理PE区间分别为13-14倍、20-21倍,则对应目标市值为28.61亿-30.32亿,合理价格区间为19.89-21.08元,首次覆盖给予“增持”评级。

图表47: IC 分销业务可比公司估值(数据截止2019年1月3日)

代码	名称	总市值 (亿元)	净利润(百万元)			PE		
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
300184.SZ	力源信息	50	324	503	637	15	10	8
300131.SZ	英唐智控	44	177	387	500	25	11	9
000062.SZ	深圳华强	122	412	693	855	30	18	14
	平均值	72	304	528	664	23	13	10
603933.SH	睿能科技	26	141	144	171	18	18	15

资料来源: Wind, 华泰证券研究所(公司未来业绩预测采用的我们估值,其余的采用的Wind一致预测)

图表48: 制造业务可比公司估值(数据截止2019年1月3日)

代码	名称	总市值 (亿元)	净利润(百万元)			PE		
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002766.SZ	索菱股份	22	142	242	310	16	9	7
600718.SH	东软集团	135	1058	466	575	13	29	23
600797.SH	浙大网新	77	303	375	442	25	20	17
	平均值	78	501	361	442	18	20	16
603933.SH	睿能科技	26	141	144	171	18	18	15

资料来源: Wind, 华泰证券研究所(公司未来业绩预测采用的我们估值,其余的采用的Wind一致预测)

风险提示

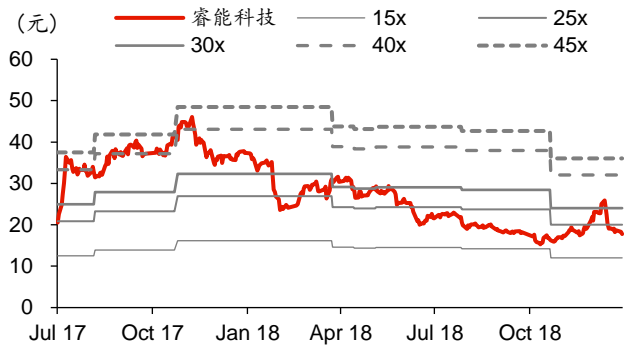
募投项目产能释放不达预期的风险。公司募投项目计划扩产，产能项目建设周期比较长，有可能不能按时达产。

行业发展不达预期的风险。IC分销行业受政策影响较大，如政策推动不达预期可能导致行业发展不达预期。且公司制造业务所处行业尚处于快速发展阶段，变化因素较多，也存在行业发展不达预期的可能。

行业竞争加剧的风险。目前行业整体毛利率比较高，竞争不充分，公司目前制造业务毛利率较高，未来如果行业有新进的厂商进入，有可能导致行业竞争加剧。

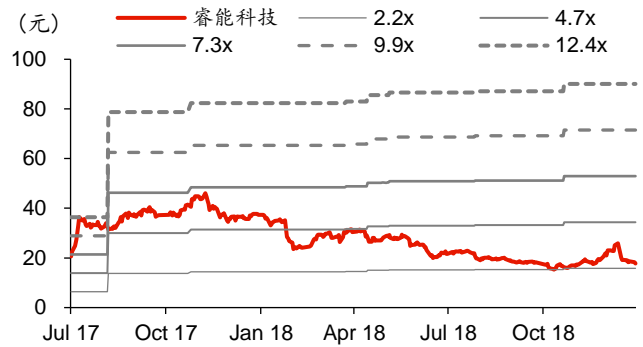
PE/PB - Bands

图表49: 睿能科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表50: 睿能科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	744.56	1,282	1,354	1,515	1,736
现金	179.37	246.31	200.91	317.62	409.47
应收账款	212.01	250.61	284.24	333.50	399.72
其他应收账款	3.49	4.56	4.93	5.90	7.08
预付账款	15.88	9.54	14.24	16.71	19.24
存货	275.06	317.96	353.95	418.89	501.37
其他流动资产	58.76	453.16	496.04	421.96	399.56
非流动资产	56.08	93.94	143.02	189.73	233.37
长期投资	4.27	4.93	4.63	4.67	4.70
固定投资	19.96	56.78	75.66	104.28	135.56
无形资产	5.10	19.84	23.31	27.32	31.83
其他非流动资产	26.75	12.39	39.42	53.46	61.29
资产总计	800.65	1,376	1,497	1,704	1,970
流动负债	412.15	403.55	426.81	462.72	525.68
短期借款	162.66	157.97	146.93	140.88	143.46
应付账款	198.02	186.44	222.71	261.16	318.29
其他流动负债	51.46	59.14	57.17	60.67	63.93
非流动负债	1.15	0.19	0.62	0.57	0.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.15	0.19	0.62	0.57	0.52
负债合计	413.29	403.75	427.43	463.29	526.20
少数股东权益	1.38	1.31	1.31	1.31	1.31
股本	77.00	102.67	143.74	143.74	143.74
资本公积	52.55	498.09	457.02	457.02	457.02
留存公积	248.22	374.14	467.83	638.96	841.54
归属母公司股东权益	385.98	971.03	1,069	1,240	1,442
负债和股东权益	800.65	1,376	1,497	1,704	1,970

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	53.96	1.59	54.64	171.46	137.56
净利润	91.82	141.25	143.75	171.13	202.59
折旧摊销	3.92	5.45	7.65	10.53	14.15
财务费用	13.93	(1.41)	2.13	0.02	(4.43)
投资损失	0.01	(4.22)	(14.00)	(7.00)	(3.50)
营运资金变动	(69.10)	(142.66)	(88.72)	(8.45)	(78.72)
其他经营现金	13.37	3.18	3.82	5.24	7.47
投资活动现金	(2.47)	(383.07)	(40.71)	(48.70)	(52.71)
资本支出	2.37	46.60	50.00	50.00	50.00
长期投资	0.12	340.00	(0.30)	0.04	0.03
其他投资现金	0.03	3.53	8.99	1.34	(2.68)
筹资活动现金	15.30	451.46	(59.34)	(6.06)	7.00
短期借款	43.74	(4.69)	(11.04)	(6.04)	2.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	25.67	41.07	0.00	0.00
资本公积增加	(0.41)	445.53	(41.07)	0.00	0.00
其他筹资现金	(28.03)	(15.06)	(48.30)	(0.02)	4.42
现金净增加额	68.71	65.13	(45.41)	116.71	91.85

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,559	1,909	2,126	2,503	3,004
营业成本	1,273	1,553	1,729	2,027	2,437
营业税金及附加	5.09	6.68	7.44	8.76	10.51
营业费用	83.31	99.86	112.39	132.07	158.37
管理费用	75.17	97.77	107.39	126.03	151.85
财务费用	13.93	(1.41)	2.13	0.02	(4.43)
资产减值损失	9.38	10.32	9.61	9.81	9.83
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.01)	4.22	14.00	7.00	3.50
营业利润	98.89	170.99	172.72	205.85	243.93
营业外收入	11.98	0.36	1.50	1.50	1.50
营业外支出	0.08	0.47	0.31	0.33	0.35
利润总额	110.79	170.89	173.91	207.03	245.08
所得税	18.97	29.63	30.16	35.90	42.50
净利润	91.82	141.25	143.75	171.13	202.59
少数股东损益	(1.60)	(0.07)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	93.42	141.32	143.75	171.13	202.59
EBITDA	116.74	175.03	182.51	216.40	253.64
EPS (元, 基本)	1.21	1.38	1.00	1.19	1.41

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	23.17	22.50	11.36	17.70	20.03
营业利润	108.42	72.91	1.01	19.18	18.50
归属母公司净利润	92.87	51.27	1.72	19.04	18.38
获利能力 (%)					
毛利率	18.34	18.67	18.70	19.00	18.86
净利率	5.99	7.40	6.76	6.84	6.74
ROE	24.20	14.55	13.45	13.80	14.05
ROIC	27.36	16.04	14.35	16.10	16.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.62	29.34	28.55	27.18	26.71
净负债比率 (%)	39.36	39.13	34.37	30.41	27.26
流动比率	1.81	3.18	3.17	3.27	3.30
速动比率	1.11	2.36	2.31	2.33	2.31
营运能力					
总资产周转率	2.23	1.75	1.48	1.56	1.64
应收账款周转率	7.65	7.77	7.48	7.63	7.71
应付账款周转率	7.83	8.08	8.45	8.38	8.41
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.98	1.00	1.19	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.01	0.38	1.19	0.96
每股净资产(最新摊薄)	2.69	6.76	7.43	8.62	10.03
估值比率					
PE (倍)	27.31	18.05	17.75	14.91	12.59
PB (倍)	6.61	2.63	2.39	2.06	1.77
EV_EBITDA (倍)	21.07	14.05	13.48	11.37	9.70

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com