



占据锡焊高端市场，铸就行业隐形冠军

快克股份(603203)

占据锡焊高端市场，铸就行业隐形冠军

公司在锡焊技术为核心的电子装联设备行业深耕多年，稳健成长铸就隐形冠军，明年有望在5G换机潮及苹果创新“大年”带动下实现业绩快速增长，当下估值处于较低水平，“买入”评级。

► 围绕核心技术稳健成长，营收不断上台阶。

1) 公司以锡焊技术为核心，在电子装联专用设备行业深耕多年，综合竞争优势显著。2014-2018年公司营业收入持续稳定增长，由2.17亿元增至4.32亿元、年均复合增长率18.8%；同期归母净利润年均复合增速为20.7%，2019年前三季度营收、利润分别增长6.4%、11.1%，在下游行业汽车、3C等行业疲弱的情况下公司收入与利润仍能保持稳定增长，显示出公司较强的产品竞争力。2) 公司客户优质，积累了大量消费电子、汽车电子、锂电池等领域知名客户，如富士康、比亚迪、松下、三星、LG等。

► 占据国内锡焊设备高端市场，铸就行业隐形冠军。

1) 预计电子装联专用设备市场规模在未来几年将维持高速增长，2019年至2021年行业市场规模分别为207亿元、253亿元、304亿元，增长率分别为24%、22%和20%。2) 公司凭借较强的综合竞争力占据高端市场、铸就行业隐形冠军。我们判断明年将迎来5G换机潮与苹果创新“大年”，同时汽车有望触底，将带动行业需求提升，公司将率先受益。

► **投资建议：**2019年公司营收增长稍有放缓，随着5G换机潮的来临、明年消费电子行业将迎创新大年，将显著拉动明年公司业绩，预计2019-2021年公司归母净利润分别为1.75、2.13、2.49亿元，分别同比增长11.5%、21.5%、17.0%。与可比公司相比，公司目前估值处于较低水平，公司作为锡焊高端市场隐形冠军，给予2020年22倍PE，对应目标价29.7元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动加大；公司订单份额不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	361.86	432.41	463.44	561.32	652.76
YoY (%)	26.43%	19.50%	7.18%	21.12%	16.29%
归母净利润(百万元)	131.65	157.10	175.09	212.81	249.01
YoY (%)	27.57%	19.33%	11.45%	21.54%	17.01%
毛利率 (%)	58.15%	55.03%	54.16%	53.80%	53.94%
每股收益(元)	0.84	1.00	1.11	1.35	1.58
ROE	18.23%	18.04%	16.74%	16.91%	16.52%
市盈率	26.90	22.54	20.22	16.64	14.22

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：29.7
最新收盘价：22.5

股票代码：603203
52周最高价/最低价：26.5/19.51
总市值(亿)：35.41
自由流通市值(亿)：35.03
自由流通股数(百万)：155.70



分析师：刘菁

邮箱：liujing2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110001

联系电话：

相关研究

正文目录

1. 围绕核心技术稳健发展，营收不断上台阶.....	3
1.1. 围绕核心技术，从设备到工艺解决方案.....	3
1.2. 保持业绩稳定增长，专用机器人及智能装备成重要新支柱.....	4
2. 占据国内锡焊设备高端市场，铸就行业隐形冠军.....	5
2.1. 电子装联设备市场规模未来 2 年年均增长 20%以上.....	5
2.2. 下游制造自动化升级趋势确定，锡焊机器人将持续渗透.....	7
2.3. 公司占据锡焊装联设备行业高端市场，铸就隐形冠军.....	9
3. 盈利预测与投资建议.....	11
3.1. 盈利预测.....	11
3.2. 投资建议.....	12
4. 风险提示.....	13

图目录

图 1 公司主营业务为以锡焊技术为核心的电子装联专用设备.....	3
图 2 公司抓住行业变革机会，推出多项智能设备和工艺解决方案.....	3
图 3 公司营业收入保持高速增长（左为营收，右为同比增长率）.....	4
图 4 归属母公司股东净利润持续增长（左为归母净利润，右为同比增长率）.....	4
图 5 公司各类产品营业收入逐步增长（万元）.....	4
图 6 锡焊装联类产品营收占比逐步减小（%）.....	4
图 7 国外营收稳中有升，国内营收快速增长（万元）.....	5
图 8 公司各类产品毛利率维持在高位（%）.....	5
图 9 电子信息产业固定资产投资额预计保持高增长（左为电子信息产业固定资产投资额，右为同比增长率）.....	6
图 10 电子装联专用设备市场规模保持高速增长（左为市场规模，右为同比增长率）.....	6
图 11 电子整机装联主要设备.....	7
图 12 全球智能手机出货量遇冷，iPhone 出货量在新机刺激下开始上涨（当季值，千台）.....	8
图 13 国内智能手机出货量降幅收窄，2020 年有望迎来 5G 手机换机潮（左为出货量，万台；右为累计同比，%）.....	8
图 14 全球 PC 出货量连续 7 年下滑，但进入 2019 年前三季度增长 2%，回暖迹象明显（左为 PC 全球出货量，百万台；右为同比增速，%）.....	8
图 15 今年 10 月国内工业机器人产量已转正，我们判断仍处于快速成长期（左为累计产量，台；右为累计同比，%）.....	9
图 16 公司研发支出持续增加（左为研发支出，右为同比增长率）.....	11
图 17 研发支出总额占营业收入比例稍降（%）.....	11

表目录

表 1 电子整体装联组装方式.....	8
表 2 锡焊装联设备行业竞争状况呈两极分化格局案.....	11
表 3 A 股市场电子装联锡焊专用设备主要为快克股份和劲拓股份.....	11
表 4 公司收入拆分表（百万元，%）.....	13
表 5 可比公司估值表.....	13

1. 围绕核心技术稳健发展，营收不断上台阶

1.1. 围绕核心技术，从设备到工艺解决方案

公司前身常州快克锡焊股份有限公司创立于1993年，经过27年行业深耕，快克产品形成从桌面型专用设备、智能自动化设备及智能柔性装联生产线等系列化，实现产品制造与应用服务的融合，获得国内外电子企业的普遍认可，致力于成为技术国内领先、国际一流，中国最专业、最具规模的电子装联综合解决方案提供商。

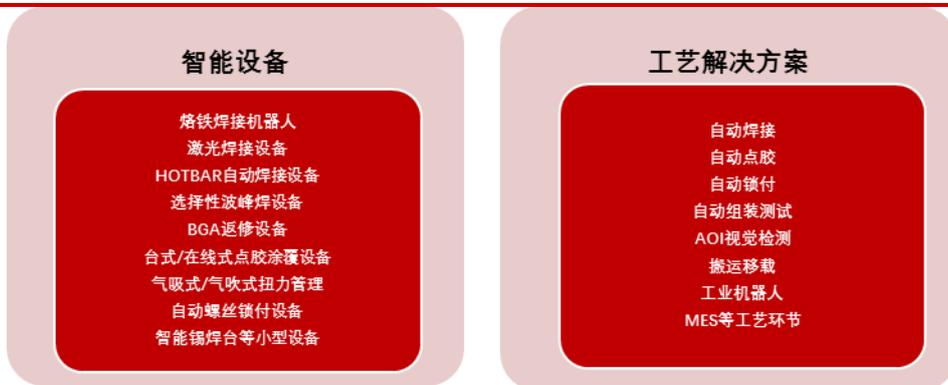
目前公司主营业务为以锡焊技术为核心的电子装联专用设备的研发、生产和销售，提供的产品和服务包括锡焊工具和机器人、装联作业的关联性设备以及柔性自动化生产线。其中，锡焊装联类产品包括各种智能锡焊工具、设备及锡焊机器人以及对各类不合格焊点进行解焊返修的智能工具及设备。装联作业的关联性设备类主要包含电子装联过程中使用的点胶机器人、锁付机器人、烟雾过滤设备、静电防护设备等。

图1 公司主营业务为以锡焊技术为核心的电子装联专用设备



资料来源：公司官网资料整理，华西证券研究所

图2 公司抓住行业变革机会，推出多项智能设备和工艺解决方案



资料来源：公司官网资料整理，华西证券研究所

1.2. 保持业绩稳定增长，专用机器人及智能装备成重要新支柱

公司 2014 年至 2018 年营业收入从 2.17 亿元增长至 4.32 亿元，保持持续增长，年均复合增长率为 18.8%，2019 年前三季度累计营业收入为 3.37 亿元，同比增长 6.40%；归母净利润方面，2014 年至 2018 年从 0.74 亿元增长至 1.57 亿元，年均复合增速为 20.7%，增长快速，2019 年前三季度为 1.25 亿元，同比增长 11.1%。2019 年在下游行业汽车、3C 等疲弱的情况下公司收入与利润仍能保持一定增长，显示出公司较强的产品竞争力。

图 3 公司营业收入保持高速增长（左为营收，右为同比增长率）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 归属母公司股东净利润持续增长（左为归母净利润，右为同比增长率）



资料来源：wind，华西证券研究所

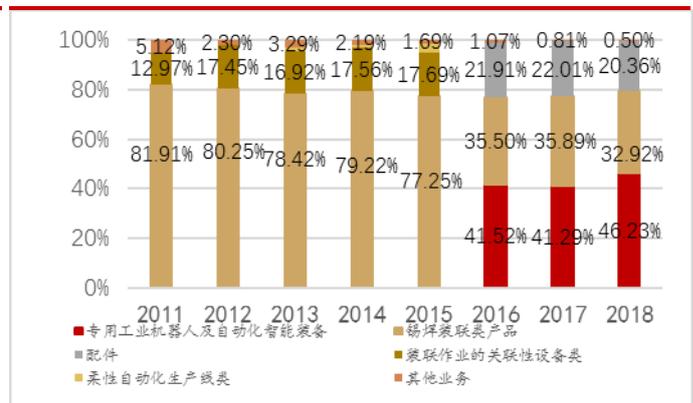
公司主要营收来源从锡焊装联类产品逐步转为专用工业机器人及自动化智能装备。2011 年至 2015 年锡焊装联类产品营收逐年递增，从 1.31 亿元增长至 1.78 亿元。2016 年开始专用工业机器人及自动化智能装备成为公司主要营收来源，2016 年该业务营收 1.19 亿元，占总营收比例 41.52%。从 2016 年至 2018 年锡焊装联类产品营收逐步回升，从 1.02 亿元升至 1.42 亿元，占总营收比例逐年递减，从 35.50% 降至 32.92%；专用工业机器人及自动化智能装备营收逐年攀升，从 1.19 亿元增长至 2 亿元，占总营收比例亦持续增长，从 41.52% 升至 46.23%。

图 5 公司各类产品营业收入逐步增长（万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 6 锡焊装联类产品营收占比逐步减小（%）

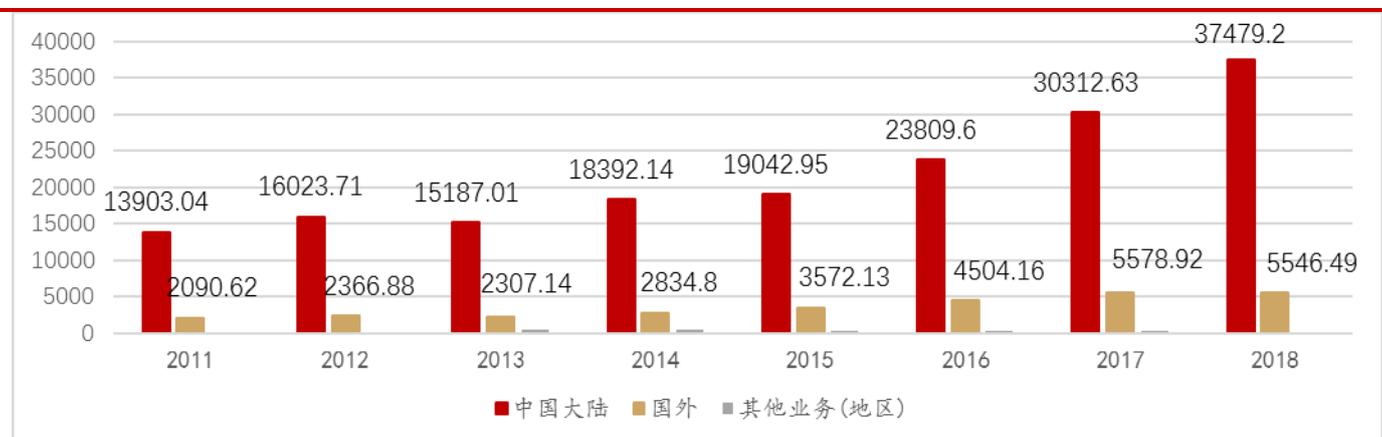


资料来源：wind，华西证券研究所

公司立足国内市场，面向全球提供产品和服务。随着公司在全国营销网点的铺设，国内营收迅速增长，从 2011 年的 1.39 亿元一跃增长至 2018 年的 3.75 亿元。国

外出口地区主要包括马来西亚、境内出口加工区、美国、印度、俄罗斯、中国台湾等。相较国内，增长较慢，从2011年的0.21亿元增长至2018年的0.56亿元。

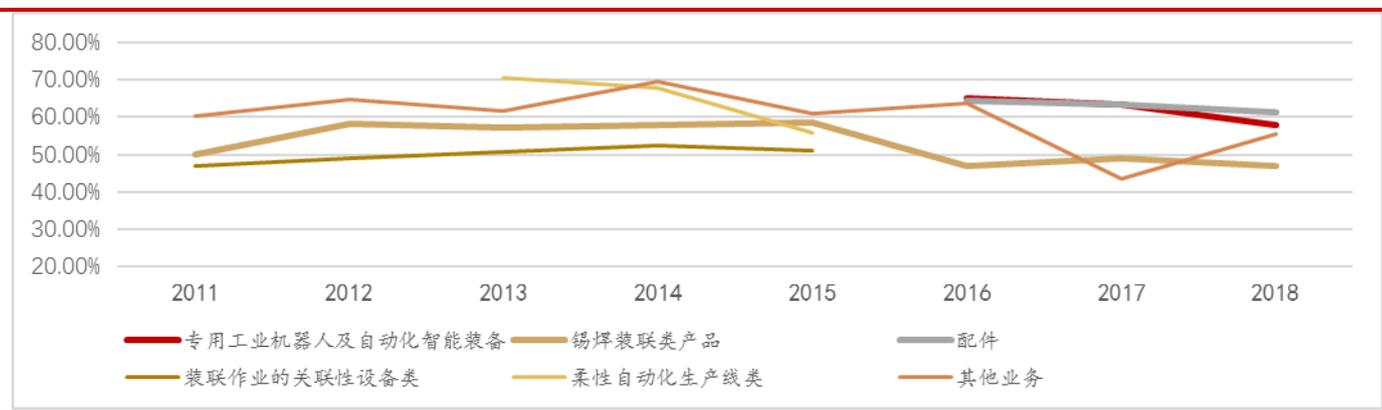
图7 国外营收稳中有升，国内营收快速增长（万元）



资料来源: wind, 华西证券研究所

公司各类产品毛利率稳中有降、但仍维持在较高水平。公司装联作业的关联性设备的毛利率在2011年至2015年期间稳定在47%至51%之间，锡焊装联类产品的毛利率在2011年至2015年期间稳定在50%至59%之间，2016年开始逐步下降，至2018年其毛利率下降至46.89%。专用工业机器人及自动化智能装备的毛利率稳中有降，从2016年的65.15%降至2018年的57.99%。柔性制造自动化生产线类的毛利率逐年下降，从2013年的67.97%下降至2015年的55.72%。

图8 公司各类产品毛利率维持在高位 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

2. 占据国内锡焊设备高端市场，铸就行业隐形冠军

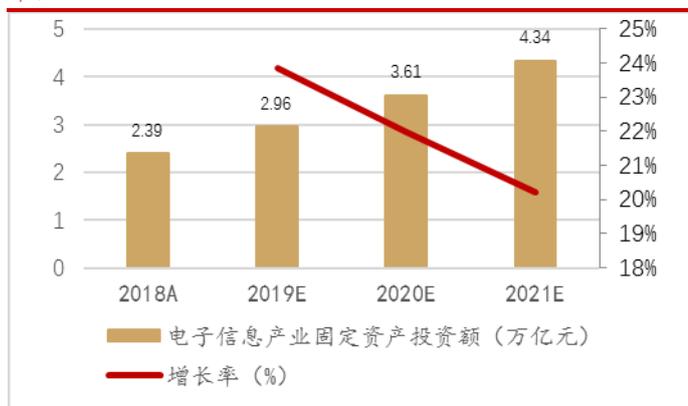
2.1. 电子装联设备市场规模未来2年年均增长20%以上

电子整体装联设备的下游行业包括3C制造业、汽车电子、通信设备、航空航天等等，电子整机装联设备是这些下游制造行业的必需设备和基础设施，我国PCB下游应用中通信、汽车电子、消费电子分别占比35%、16%、15%。下游行业各企业新建生

产线和更新原有生产线都会对电子装联行业产生很大的需求。目前我国已经成为世界电子产品制造中心，在未来数年内我国与电子相关的制造业仍将保持良好的发展趋势，为电子整机装联设备行业的发展提供了良好的市场基础。

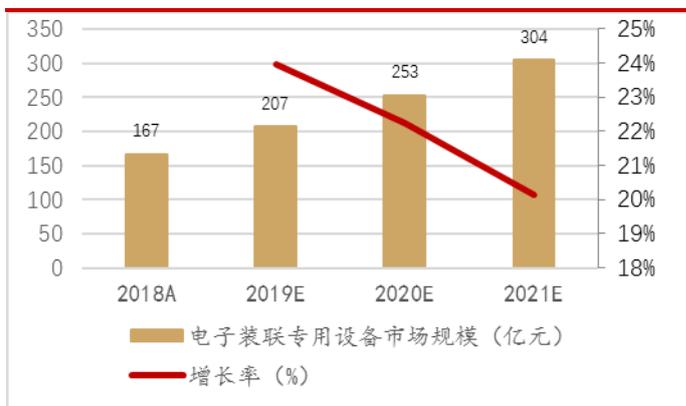
受益于汽车电子市场规模增长和 5G 相关通信设备制造业固定资产投资增长，电子信息产业固定投资未来将保持高速增长，中国产业信息网预计 2019 年至 2021 年，电子信息产业固定资产投资额分别为 2.96 万亿元、3.61 万亿元、4.34 万亿元，增长率分别为 24%、22%和 20%。电子信息产业固定资产投资额的快速增长将带动电子装联专用设备行业市场规模的持续扩大。根据中国产业信息网数据，预计电子装联专用设备市场规模在未来几年将维持高速增长，2019 年至 2021 年，行业市场规模分别为 207 亿元、253 亿元、304 亿元，增长率分别为 24%、22%和 20%。

图 9 电子信息产业固定资产投资额预计保持高增长
(左为电子信息产业固定资产投资额，右为同比增长率)



资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

图 10 电子装联专用设备市场规模将保持高速增长
(左为市场规模，右为同比增长率)



资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

根据电子整机装联技术的发展历程，可分成以下两大类技术：

(1) THT 技术 (Through Hole Technology)，即穿孔技术，属于传统的电子装联技术。这种技术是指需要对焊盘进行钻插装孔，再将电子元器件的引线插入印制板的焊盘孔内并加以焊接，最终与导电图进行电气连接的电子装联技术。主要适用于大功率器件的组装工艺，如雷达、汽车电子、UPS、驱动器、功率放大器、开关电源等；

(2) SMT 技术 (Surface Mounting Technology)，即表面贴装技术，SMT 技术是一种无须对焊盘进行钻插装孔，直接将表面贴装元器件平贴并焊接于印制板的焊盘表面，最终与导电图形成电气连接的电子装联技术。该技术适用于高密度、高集成化的微器件焊接组装工艺，如通讯设备、嵌入式控制器、程控交换机等。

从组装工艺技术的角度分析，SMT 技术和 THT 技术的根本区别是“贴”和“插”。两者的差别还体现在基板、元器件、组件形态、焊点形态和组装工艺各个方面，SMT 技术具有组装密度高、可靠性高、抗振能力强、焊点缺陷率低等优点。但由于其涉及多学科领域，使其在发展初期较为缓慢。近年来随着各学科领域的协调发展，SMT 得到了迅速的发展和普及，目前已成为主流的电子装联技术。

以主流的 SMT 组装方式为例，SMT 的组装方式及其工艺流程主要取决于表面组装器件 (SMA) 的类型、使用的元器件种类和组装设备条件。大体上可将 SMA 分成单面组装、双面组装和全表面组装 3 种类型共 6 种组装方式。

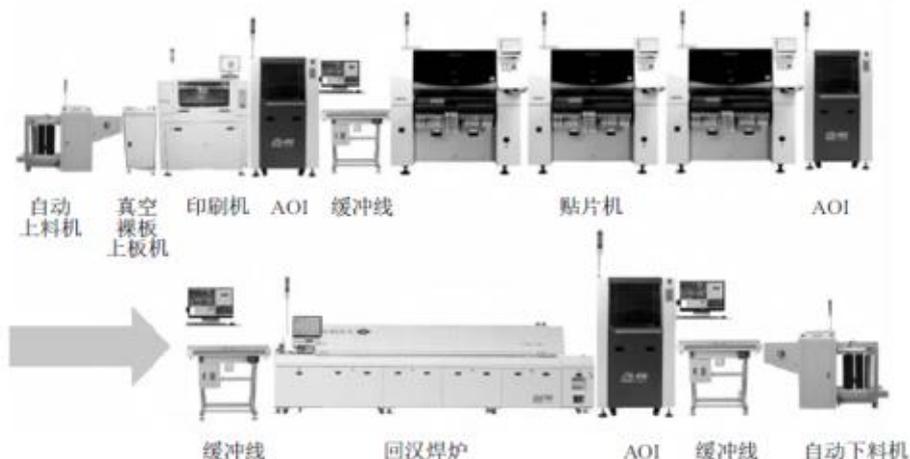
表 1 电子整体装联组装方式

组装方式		示意图	电路基板	焊接方式	特征
全表面 组装	单面表面组装		单面 PCB 陶瓷基板	单面回流焊	工艺简单, 适用于小 型、薄型简单电路
	双面表面组装		双面 PCB 陶瓷基板	双面回流焊	高密度组装、薄型化
单面 混装	SMD 和 THC 都在 A 面		双面 PCB	先 A 面回流焊, 后 B 面波峰焊	一般采用先贴后插, 工艺简单
	THC 在 A 面, SMD 在 B 面		单面 PCB	B 面波峰焊	PCB 成本低, 工艺简 单, 先贴后插。
双面 混装	THC 在 A 面, A、B 两面都有 SMD		双面 PCB	先 A 面回流焊, 后 B 面波峰焊	适合高密度组装
	A、B 两面都有 SMD 和 THC		双面 PCB	先 A 面回流焊, 后 B 面波峰焊, B 面插件件后附	工艺复杂, 很少采用

资料来源: EPE, 华西证券研究所

电子整机装联设备是指电子产品整体装配过程中零部件准备工序用的专用设备, 这些设备包括: 表面贴装印刷设备、插件(片)机、贴片机、波峰焊设备、回流焊设备、AOI 检测设备、编带设备、屏蔽设备等。公司焊接设备主要适用于波峰焊和回流焊无法焊接的部件。

图 11 电子整机装联主要设备



资料来源: EPE, 华西证券研究所

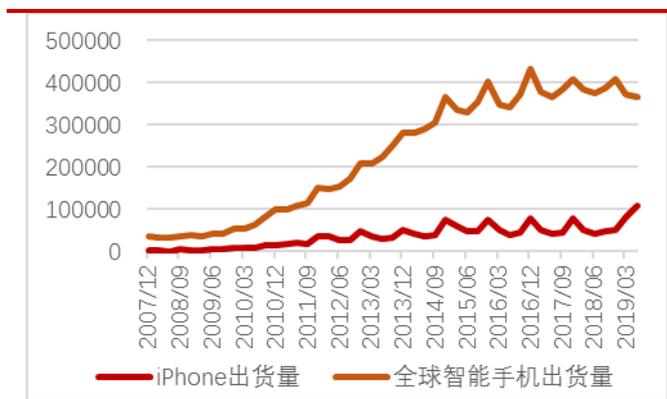
2.2. 下游制造自动化升级趋势确定, 锡焊机器人将持续渗透

电子整体装联设备的下游行业包括 3C 制造业、汽车电子、通信设备、航空航天等等, 电子整机装联设备是这些下游制造行业的必需设备和基础设施, 我国 PCB 下游应用中通信、汽车电子、消费电子分别占比 35%、16%、15%。作为各类制造业的支撑性行业, 电子装联专用设备行业的技术趋势与下游应用需求趋势密不可分, 技术变革方向总体与可预期的需求变化方向一致, 具体包括自动化、智能化、精密化、高速化、柔性化, 从具体产品角度, 电子装联机器人和柔性自动化生产线将是行业技术趋势。

全球智能手机市场近年遇冷，根据 IDC 报告，2018 年全球智能手机出货量为 14.05 亿台，同比下滑 4.1%；而 2019 年上半年出货量约为 6.4 亿台，比 2018 年同期再次下滑约 5%。国内方面，根据工信部数据，2017、2018 年国内智能手机出货量分别为 4.61 亿台、3.9 亿台，分别同比下滑 11.6%、15.5%，2019 年 1-9 月销量为 2.75 亿台，同比下滑 4.2%，可见国内智能手机增速虽仍在下滑，但幅度已大幅减小。

我们认为近年智能手机市场的低迷与购机者等待 5G 手机、智能手机缺乏创新等因素直接相关，而 2019 年被认为是中国 5G 商用元年，今年 6 月 6 日，工信部向中国移动、中国联通、中国电信、中国广电发放 5G 商用牌照，随后三大运营商向消费者推出了 5G 免费体验套餐，并开放了商用套餐预约。我们认为随着 5G 基站大量建设及通信运营商 5G 套餐的不断丰富，2020 年开始有望迎来换机高峰。

图 12 全球智能手机出货量遇冷，iPhone 出货量在新机刺激下开始上涨（当季值，千台）



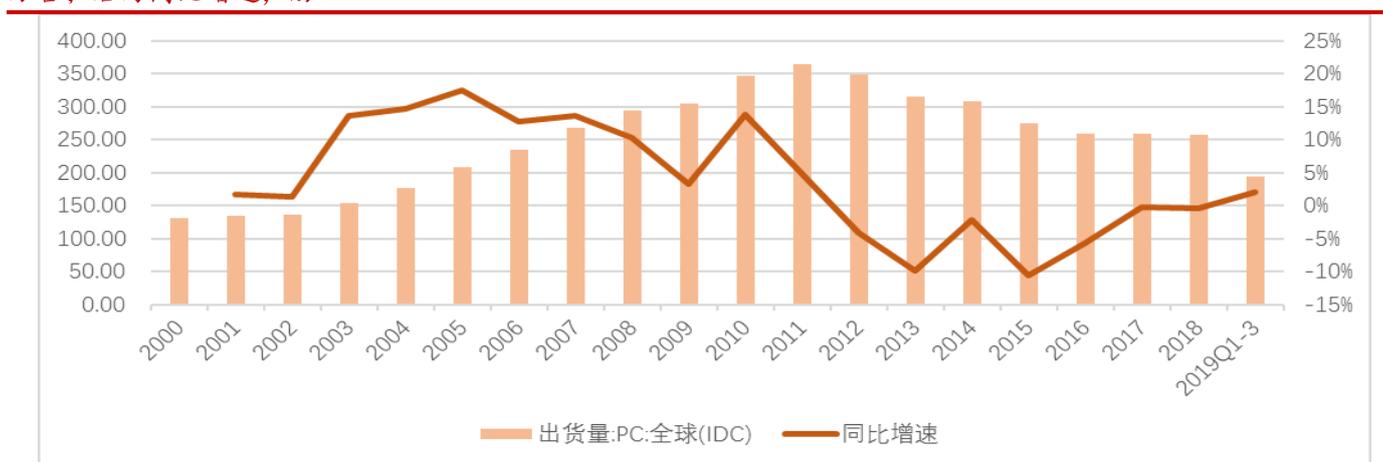
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 13 国内智能手机出货量降幅收窄，2020 年有望迎来 5G 手机换机潮（左为出货量，万台；右为累计同比，%）



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 14 全球 PC 出货量连续 7 年下滑，但进入 2019 年前三季度增长 2%，回暖迹象明显（左为 PC 全球出货量，百万台；右为同比增速，%）



资料来源: Wind, 华西证券研究所

PC 市场方面，根据 IDC 数据，2017、2018 年全球 PC 出货量分别为 2.60、2.59 亿台，分别同比下滑 0.3%、0.4%，连续七年下滑，但回落速度已显著放缓；进入

2019 年，1-9 月份达到出货量 1.94 亿台，二、三季度均实现正增长，分别为 4.2%、4.5%，前三季度同比增长 2%，回暖迹象明显。

图 15 今年 10 月国内工业机器人产量已转正，我们判断仍处于快速成长期（左为累计产量，台；右为累计同比，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

汽车、3C 等行业生产制造自动化不断升级，在“机器换人”浪潮推动下，中国已经连续蝉联全球最大工业机器人市场。根据 IFR 数据，我国工业机器人交货量 2011-2018 年复合增长 32%，远高于全球复合增速。可以说我国工业机器人行业正处于快速成长期。根据中国机器人产业联盟网数据，我国工业机器人应用领域中，焊接是除了搬运和上下料以外的第二大应用领域，2015-2017 年，销量分别为约 2.1 万、2.3 万和 3.5 万多台，2017 年增速达到 57%，占有工业机器人销量的 26%左右，基本保持稳定。

随着下游应用行业劳动力成本上升、劳动力流动性增加、应用需求的标准性提高，对高度自动化的机器人产品需求将明显增加，电子装联专用设备制造商也会相应开发提高产品自动化程度的机器人，推动行业完成结构升级。行业本身趋势方面，随着下游应用的多样化和复杂程度增加，越来越需要能自适应环境的智能程度更高的机器人产品，因此智能化是电子装联专用设备行业技术趋势之一，产品需要能感知外部环境变化，并根据环境在工艺方案数据库中选择合适方案响应。此外，下游 PCB 向高密度、高集成、封装化、细微化和多层化的方向发展，对高层板和 HDI 的需求日益提升，采用高精度运动轨迹控制技术、兼具多种细微装联能力的精密机器人是未来技术趋势之一。

2.3. 公司占据锡焊装联设备行业高端市场，铸就隐形冠军

国内电子锡焊装联设备行业竞争状况呈现两级分化格局：一是数量众多的低端设备生产商，企业规模较小，生产部分低档次、低价格产品，主要参与低端市场的竞争，竞争激烈；二是生产中、高端产品的企业，部分产品性能接近或达到了国际先进水平，主要参与中高端市场的竞争，市场竞争者相对较少。公司属于电子锡焊装联设备的中高端市场，通过丰富现有产品线，切入到精密电子组装智能化生产线领域，有望成为行业未来潜在的隐形冠军。

表 2 锡焊装联设备行业竞争状况呈两极分化格局

产品档次	竞争格局	竞争领域
高端市场	以装联机器人等自动化精密产品为主，市场主要参与者为国际领先企业，少数国内领先企业也占有少量份额	竞争主要集中在技术创新，精度、速度、稳定性等运行性能，装联综合解决方案，客户需求响应能力等多个方面
中端市场	以智能控制的装联工具及设备为主，市场主要参与者为多家国际工具生产企业及国内具备自主品牌的装联专用设备生产企业	竞争主要集中在产品质量稳定性和价格等方面
低端市场	以简单的装联工具为主，市场主要参与者为小型国内加工制造企业，一般无自主品牌	竞争集中在价格方面

资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

目前 A 股市场电子装联锡焊专用设备主要为快克股份和劲拓股份这两家公司。快克股份已从传统锡焊设备逐步转型为智能锡焊工具、设备，目前自动化产品占营收比例超过 40%。

表 3 A 股市场电子装联锡焊专用设备主要为快克股份和劲拓股份

公司名称	主要产品	竞争对手	重要客户
快克股份	自动锡焊、自动点胶、自动螺丝锁付、视觉检测、组装测试、搬运移栽等专用工业机器人和集成多功能、多工站的自动化智能装备及解决方案	国外厂商有 HAKKO、OKI、WELLER 等；国内知名厂商有安泰信、广州黄花等	伟创力、富士康、泰科、松下、安费诺、瑞声科技、歌尔股份、台达、舜宇、欧菲光、立讯精密、金龙机电、京东方、法雷奥、麦格纳、德赛电池等
劲拓股份	电子整机装联设备、光电平板（TP/LCD/OLED）显示模组生产专用设备以及航空专用制造设备	国外厂商有 BTU、HELLER、VIRTRONIC 等；国内有日东电子、科隆威等	富士康、伟创力、蓝思科技、欧菲光等

资料来源：澄泓财经，华西证券研究所

锡焊机器人在 2010 年以前绝大部分市场为国外厂商占据，由于进口机器人产品价格较高，后续维护时国外厂商响应时间相对较长，应用市场规模相对有限。随着以快克为首的生产商推出成本较低的国产机器人替代品，同时受劳动力成本上升和新兴电子行业装联要求提升的影响，越来越多的下游电子产品制造商开始采购锡焊机器人替代部分人工。中国市面上公开报价的焊锡机器人品牌多达 40 个，规模较小的焊锡机器人企业竞争能力不强，只能围绕低端小客户竞争，进入国内市场的 TSUTSUMI、UNIX、APOLLO 的焊锡机器人产品面对高端市场，国内本土企业目前只有快克股份能在企业规模和研究实力上与国外企业抗衡。

公司秉持“卓越创新”的理念，一直进行先进技术的前瞻性研究与关键核心部件的持续开发，相继研发了烙铁焊接、微风焊接、激光焊接、微点焊接、高频焊接、超声波焊接、红外焊接、选择性波峰焊、HOTBAR 焊接等多种加热方式的系列智能焊接技术，点胶涂覆、螺丝锁付等自动化装联技术，以及机器视觉、MES、工艺专家系统、运动控制等软件系统，实现了先进的运动控制、视觉定位、视觉检测、传感检测、人机互联、智能辅助决策。公司所组建的锡焊自动化工程技术研究中心已被江苏省科学技术厅和江苏省财政厅联合授予“江苏省锡焊自动化工程技术研究中心”称号，承担行业内重大技术问题攻关任务，在自主创新和引进的基础上，持续不断地创造新成果，开发新技术，并进行工程化研究，为产业化提供成熟、配套的技术、工艺、装备和新产品。

图 16 公司研发支出持续增加（左为研发支出，右为同比增长率）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 17 研发支出总额占营业收入比例稍降 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

随着公司业务的扩展和公司规模的扩大，公司技术人员稳步增加，截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有技术人员 249 人，占总员工人数的 35.57%，研发团队总共 106 人，本公司和子公司共拥有 129 项专利权，其中发明专利 17 项，实用新型专利 97 项，外观设计专利 15 项，正在申请中的专利权 20 项。公司研发支出不断提高，2014 年至 2018 年研发支出从 1.08 千万元增长至 2.60 千万元，年均复合增长率为 17.67%。2019 年前三季度累计研发支出为 2.66 千万元，同比增长 34.09%。随着公司业务的扩展和规模的扩大，研发支出占营业收入比例也随之增长，2014 年至 2018 年从 4.99% 增长至 6.01%。

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

2019 年由于中美贸易摩擦和消费电子行业汽车等行业疲弱的影响，公司营收增长稍有放缓。随着 5G 换机潮的来临、明年消费电子行业将迎创新大年，将显著拉动明年公司业绩，预计 2019-2021 年公司收入分别为 4.63、5.61、6.53 亿元，同比增长 7.2%、21.1%、16.3%，归母净利润分别为 1.75、2.13、2.49 亿元，分别同比增长 11.5%、21.5%、17.0%，EPS 分别为 1.11、1.35、1.58 元。

表 4 公司收入拆分表 (百万元, %)

	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	432.41	463.44	561.32	652.76
同比增速 (%)	19.5%	7.2%	21.1%	16.3%
毛利率 (%)	55.0%	54.2%	53.8%	53.9%
毛利润	237.94	251.02	301.99	352.10
其中：				
专用工业机器人及自动化智能装备	199.89	221.50	270.32	320.67
同比增速 (%)	33.8%	10.8%	22.0%	18.6%
毛利率 (%)	58.0%	56.8%	56.0%	56.1%
毛利润	115.92	125.81	151.38	179.90
锡焊装联类产品	142.33	146.53	176.11	198.56
同比增速 (%)	9.6%	3.0%	20.2%	12.7%
毛利率 (%)	46.9%	46.40%	46.50%	46.60%
毛利润	66.73	67.99	81.89	92.53
配件	88.04	92.41	110.89	127.53
同比增速 (%)	10.5%	5.0%	20.0%	15.0%
毛利率 (%)	61.4%	60.3%	60.0%	60.0%
毛利润	54.08	55.72	66.53	76.52
其他	2.15	3.00	4.00	6.00
同比增速 (%)	-26.9%	39.5%	33.3%	50.0%
毛利率 (%)	55.6%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利润	1.20	1.50	2.50	4.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 投资建议

与可比公司相比，公司目前估值处于较低水平，公司作为锡焊高端市场隐形冠军，综合竞争优势显著、与优质大客户关系紧密，在明年业绩将迎来弹性的情况下，给予公司 2020 年 22 倍 PE，对应目标价 29.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5 可比公司估值表

	代码	收盘价	总市值	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
埃斯顿	002747	9.56	79.82	0.48	0.13	0.19	0.24	19.92	72.92	51.26	39.24
克来机电	603960	29.25	51.41	0.12	0.63	0.88	1.17	243.75	46.22	33.05	24.97
平均				0.30	0.38	0.54	0.71	131.83	59.57	42.16	32.11
快克股份	603203	22.50	35.41	1.00	1.11	1.35	1.58	22.54	20.22	16.64	14.22

资料来源：Wind，华西证券研究所。注：埃斯顿、克来机电 EPS 为 wind 一致预期

4.风险提示

1) 宏观经济波动加大：公司下游较为分散，与宏观经济息息相关，如宏观经济下行压力加大，会影响公司收入水平。

2) 公司订单份额不及预期：我们判断 2020 年将是 5G 换机潮与苹果创新大年、汽车行业有望触底，公司客户优质但同样面临竞争，如果公司订单份额不及预期，同样将影响公司在重要下游中的收入增长。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	432.41	463.44	561.32	652.76	净利润	157.10	175.09	212.81	249.01
YoY(%)	19.50%	7.18%	21.12%	16.29%	折旧和摊销	11.53	11.20	13.20	16.80
营业成本	194.47	212.42	259.33	300.66	营运资金变动	-5.67	23.79	-1.91	5.50
营业税金及附加	6.45	6.40	7.95	9.17	经营活动现金流	137.13	179.53	183.35	220.37
销售费用	33.88	32.44	40.85	46.90	资本开支	-18.75	-11.57	-10.64	-10.68
管理费用	23.68	23.17	28.96	33.33	投资	-49.30	0.00	0.00	0.00
财务费用	-11.06	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	11.05	18.43	29.36	39.32
资产减值损失	2.21	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	21.90	30.00	40.00	50.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	183.90	202.57	246.79	288.45	筹资活动现金流	-40.54	-0.07	0.00	0.00
营业外收支	-0.18	0.55	0.75	0.95	现金净流量	107.65	197.89	212.72	259.69
利润总额	183.72	203.12	247.54	289.40	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	26.63	28.03	34.73	40.38	成长能力 (%)				
净利润	157.10	175.09	212.81	249.01	营业收入增长率	19.50%	7.18%	21.12%	16.29%
归属于母公司净利润	157.10	175.09	212.81	249.01	净利润增长率	19.33%	11.45%	21.54%	17.01%
YoY(%)	19.33%	11.45%	21.54%	17.01%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.00	1.11	1.35	1.58	毛利率	55.03%	54.16%	53.80%	53.94%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	36.33%	37.78%	37.91%	38.15%
货币资金	220.71	418.61	631.32	891.01	总资产收益率 ROA	15.11%	14.22%	14.42%	14.16%
预付款项	0.68	1.15	1.23	1.49	净资产收益率 ROE	18.04%	16.74%	16.91%	16.52%
存货	74.50	77.82	95.41	110.46	偿债能力 (%)				
其他流动资产	588.49	577.39	593.38	606.99	流动比率	5.72	6.28	6.51	6.78
流动资产合计	884.38	1074.96	1321.35	1609.96	速动比率	5.23	5.82	6.04	6.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.43	2.45	3.11	3.75
固定资产	88.92	77.72	64.52	47.72	资产负债率	16.24%	15.05%	14.71%	14.30%
无形资产	14.76	14.76	14.76	14.76	经营效率 (%)				
非流动资产合计	155.07	155.99	154.18	149.01	总资产周转率	0.45	0.41	0.41	0.40
资产合计	1039.46	1230.95	1475.52	1758.96	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.00	1.11	1.35	1.58
应付账款及票据	65.01	57.73	71.74	82.69	每股净资产	5.53	6.64	8.00	9.58
其他流动负债	89.65	113.41	131.16	154.64	每股经营现金流	0.87	1.14	1.17	1.40
流动负债合计	154.66	171.14	202.90	237.33	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	14.14	14.14	14.14	14.14	PE	22.54	20.22	16.64	14.22
非流动负债合计	14.14	14.14	14.14	14.14	PB	3.54	3.39	2.81	2.35
负债合计	168.81	185.29	217.05	251.47					
股本	158.32	158.32	158.32	158.32					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	870.65	1045.67	1258.48	1507.49					
负债和股东权益合计	1039.46	1230.95	1475.52	1758.96					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘菁：八年实业工作经验，其中两年年研发，三年销售，三年管理，涉足新能源汽车、光伏及机器人行业。五年券商工作经验，其中2015年新财富评选中小盘第一名核心成员，2016年水晶球评选机械行业第一名，2017年水晶球评选30金股第一名。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。