

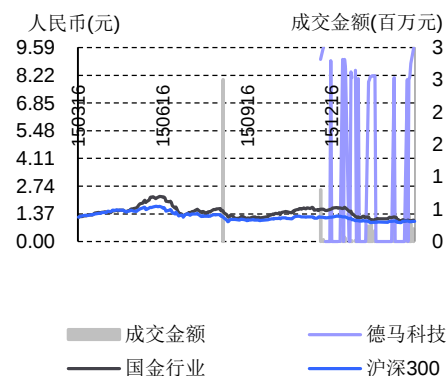
德马科技 (830805.OC) 其它通用设备行业
评级：买入 首次评级
公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.58 元

目标价格 (人民币): 11.50-11.50 元

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	41.38
总市值(百万元)	527.00
年内股价最高最低(元)	9.60/1.21
沪深 300 指数	3074.78


智能物流装备领导者
公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.971	0.590	0.395	0.632	0.984
每股净资产(元)	1.18	2.76	3.58	4.97	7.21
每股经营性现金流(元)	0.18	1.27	1.77	1.12	1.50
市盈率(倍)	N/A	N/A	20.52	12.81	8.23
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	38.23%	51.19%	61.09%	60.17%	55.64%
净资产收益率(%)	41.91%	21.42%	26.56%	30.62%	32.86%
总股本(百万股)	9.18	22.85	55.01	55.01	55.01

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电商智能物流解决方案领导者**：公司是国内领先的电商智能物流解决方案供应商，国内排名前 10，销售过百亿的电商企业都与公司建立了业务关系。在自动化输送分拣系统中高端市场的占有率达到 60%，在国内基本没有同级别的竞争对手。随着产品标准化、智能化和海外布局等战略陆续落地，公司将进一步巩固领先优势。
- **公司业绩保持高增长**：从财务数据来看，公司业绩增长势头迅猛。2012-2014 年营业收入分别为 2.25、3.19 及 3.60 亿元，年复合增长率近 30%，净利润分别为 645、891 及 1348 万元，年复合增长率超过 40%。随着产品结构改善和收入规模扩大，预计未来三年业绩将会有大幅增长。
- **享行业多重利好**：公司所处行业景气度高，电商快递井喷式发展，市场规模千亿可期。提升流通效率，降低物流成本是十三五的重点工作方向之一，多项产业政策对推动物流装备自动化升级起到重要推动。电商、快递、医药、第三方物流等都在加大建设物流基地，跨境电商及快递企业上市将带来新一轮的刺激。物流中心订单从大型订单向小型、微型、多品种、多批次、高频率的方向发展，在物流初级产品增速放缓的情况下，自动化输送分拣和智能化需求更加迫切。
- **中国物流装备企业中第一家将品牌、技术及服务走向国际市场**。公司 2011 年开始在全球布局并初见成效。2015 年推出全球合作伙伴计划，在中国及海外物色 100+30 家密切合作伙伴。截止 15 年底，已经在澳大利亚、美国、韩国、新加坡、东南亚等建立了组装工厂及服务机构。未来将在墨西哥、巴西、俄罗斯等新兴市场开拓业务。

投资建议

- 我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 4.31 亿，5.65 亿，7.69 亿，净利润为 2200 万，3500 万，5400 万。EPS 分别为 0.395，0.632，0.984 元。结合相关上市公司的估值水平及公司成长性，以及新三板的流动性，给予公司 20 倍 PE，目标价 11.50 元，给予公司买入评级。

风险

- 宏观经济低迷，市场竞争加剧，订单需求不稳定，新技术研发不达预期。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
 (8621)60230235
 hegww@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司介绍	4
1.1 公司是最专业的自动化输送分拣供应商	4
1.2 公司在国内自动化输送分拣领域产品品类最完善	4
1.3、公司近年经营情况	7
1.4、公司团队	9
1.5、公司融资情况	10
2、我国将成为全球最大的物流装备市场，自动化、智能化是趋势	11
2.1、 社会物流总额和物流业固定资产投资持续增长	11
2.2、智能化物流应对“高成本时代”	11
2.3、下游需求旺盛，千亿市场爆发在即	13
2.4 、行业多重壁垒，后来者难以突破	15
3、公司是中国电商智能物流解决方案领导者，向全球一流的智能物流系统集成商迈进	15
3.1、 实力出众,竞争优势明显	15
3.2、揽尽顶级电商“物流心脏”的制造	18
3.3、公司未来空间：标准化、智能化和海外布局，向全球一流的智能物流系统集成商迈进	20
4、投资建议及盈利预测	21
5、风险提示	22

图表目录

图表 1：输送分拣核心零部件	4
图表 2：输送分拣设备及系统	5
图表 3：动态仓储产品	7
图表 4：2012-2014 年公司营收及利润	8
图表 5：2012-2014 年公司毛利及净利	8
图表 6：公司三费用控制稳定	8
图表 7：销售收入构成	9
图表 8：公司管理团队	10
图表 9：公司融资状况	10
图表 10：物流装备趋向自动化和智能化	11
图表 11：我国社会物流总额持续增长	11
图表 12：物流固定资产投资持续增长	11
图表 13：我国社会物流总费用与 GDP 比值	12
图表 14：中国输送分拣市场容量	12
图表 15：仓储自动化系统及设备投入规模	12
图表 16：2010-2017 年中国网络购物市场交易规模	13

图表 17: 2010-2017 年中国网络购物市场交易结构	13
图表 18: 2015Q1 中国 B2C 购物网站市场份额	14
图表 19: 2014 年中国市场份额最大的电商物流建设及规划情况	14
图表 20: 全国快递业务规模 (亿件)、同比增长率及预测	14
图表 21: 韵达智能分拣系统	15
图表 22: 物流行业多重壁垒	15
图表 23: 公司技术优势明显	16
图表 24: 公司研发投入持续增长	16
图表 25: 公司服务能力	17
图表 26: 公司与主要竞争对手比较	17
图表 27: 公司主要服务的电商物流客户	18
图表 28: 公司为苏宁易购 5 周年大促保驾护航	18
图表 29: 公司为京东广州物流中心提供双 11 促销保障	19
图表 30: 公司为唯品会华北物流中心提供双 11 促销保障	19
图表 31: 顺丰速运与公司签订 2015 年度传输总包项目框架合作协议	19
图表 32: 公司主要客户行业	20
图表 33: 公司智能物流机器人产品	20
图表 34: 公司全球化布局	21
图表 35: 分产品的销售预测	22

1、公司介绍

1.1 公司是最专业的自动化输送分拣供应商

- 浙江德马成立于一九九七年，是国内知名的物流自动化设备供应商。公司主营业务是物流自动化输送分拣设备核心零部件、产品及整体解决方案，广泛应用于电子商务、医药、服装、快递、工厂制造业等的大型物流中心。2012 年 10 月被授予“国家火炬计划重点高新技术企业”；是科技部最具成长性的科技型中小企业；并入选福布斯中国最具成长中小企业排行榜。

1.2 公司在国内自动化输送分拣领域产品品类最完善

- 公司拥有 100 多项专利技术，已经形成国内自动化输送分拣领域最领先、品类最完善的产品系列，并牵头起草多项物流自动化行业的国家标准。产品主要分为输送分拣核心零部件、输送分拣关键设备及解决方案、其他物流设备（动态仓储）三大类。
- 输送分拣核心零部件是最基本的单元，直接影响整机设备和系统的性能和品质。旗下德马铃木最早在中国生产此类产品，目前年产量 500 万支。

图表 1：输送分拣核心零部件

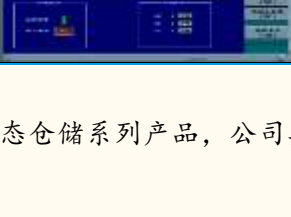
产品名称	产品种类	产品图示	产品特征及应用
输送辊筒系列产品	无动力输送辊筒、动力输送辊筒、机房输送辊筒、转弯输送辊筒		用来制造辊筒输送设备，可用于输送如纸盒、医药、饮料包装箱、塑料箱、轮胎等轻/中型单元物料以及如重型托盘、钢制料箱等重型单元物料
直流 24V 电动辊筒系列产品	料箱输送电动辊筒、托盘输送电动辊筒		可分别运行在 ECO 模式（高速度、较低扭矩）和 BOOST 模式（高扭矩、低速度）两种模式，可以提供以太网的全网络通讯和控制的解决方案
输送用零配件系列产品	万向球、福来轮、可调杯脚、流利条		万向球使其上运行的工作板、物料箱等物体能灵活滑移，减少工人劳动强度；福来轮用于输送系统的弯道或分合流部分，也可用作护栏或导向；可调杯脚用于输送机机械设备的水平调整 and 高度调整；流利条主要用于流利式货架滑轨和输送机护栏和导向

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

- 输送分拣设备是物流自动化系统中最复杂、最关键的设备，直接决定系统的营运效率和可靠性。公司拥有国内规模最大的研发制造基地，提供设计规划、产品研发制造、项目实施管理、售后等服务。

图表 2：输送分拣设备及系统

产品名称	产品种类	产品图示	产品特征及应用
输送设备	托盘链条输送机（双排链）		物流输送设备是按生产工艺要求将物件以特定方式和线路从起始点输送到目的点的自动搬运设备，其功能是使物件按需移动，这种移动可以是连续的，也可以是断续（积放式）的，物流输送设备标准化、系列化、通用化程度高，易于拼装组成不同的生产线，同时不需要特殊的土建基础，广泛运用于仓储和物流配送中心
	托盘辊道输送机		
	托盘拆、码盘机		
	叉车接口地面动力辊道输送机		
	箱式无动力辊子输送机		
	箱式移载机（90°）		
分拣设备	窄带分拣机		分拣设备是在输送功能基础上增加路向转撤而演变成的、具有对物件进行分类或重组功能的一种设备。其主要由输送、供件、分拣主线、物件下线集堆、系统电控和信息处理的部分组成，是一种集
	滑块分拣机		

	转向轮分拣机		光、机、电、信息同步技术与一体的高技术物流装备。分拣设备因具有自动化程度高、适应性强、性价比高等特点，已被广泛应用于仓储和物流配送中心，应用行业主要有医药、烟草、服装、电商、快件、图书、邮政、零售等行业
	交叉带分拣机		
	翻盘式分拣机		
	落袋式分拣机		
自动化控制系统	设备控制模块——以基于逻辑运算控制器的方式对系统内所有包含电气执行器件的机械设备逻辑动作控制功能		作为面向底层设备的软件类产品，本产品运用了模块化编程、面向对象编程以及程序自动生成、参数化编程等先进的结构和编程理念，使得本系统具有严密的逻辑结构、良好的扩展性以及非常高的实施效率。本系统既可以适用于所有以基于电气控制的单台机械设备控制，同时更加适用于相互关联的多台机械设备组成的大型设备系统整体功能控制
	数据处理模块——系统内被处理物料相关生产数据信息的生成、更新及转移		
	接口模块——本系统与其他系统的数据手法、转换、存储及查询等功能		
	显示监控模块——以图形化的方式显示系统运行状态并提供所需的操作功能		

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

- 其他物流设备主要是动态仓储系列产品，公司具备关键零部件研发和生产能力。

图表 3：动态仓储产品

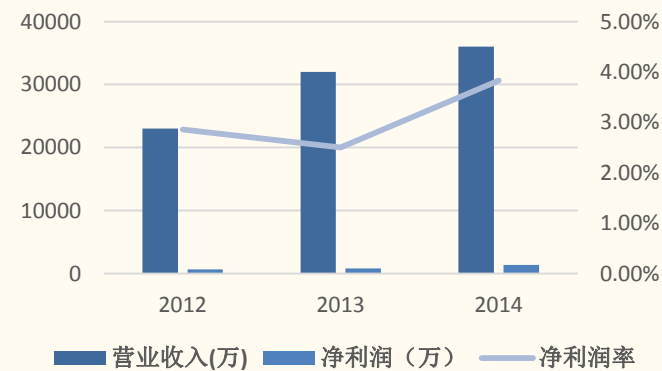
产品名称	产品种类	产品图示	产品特征及应用
重力式辊道仓储系统	重力式辊筒式滑道系统		动态仓储系统是绿色、环保、节能的密集存储方式，相比传统的存储方式，可以提高 60%-100% 的库房空间使用率。动态仓储系统的设计条件决定在货物存储时执行先进先出原则，确保持存物品新鲜。动态仓储系统的密集存储方式，节省了搬运设备的行走距离以及搬运设备的数量，提高工作效率 30%，以此同时，可以减少仓库作业人员。在劳动力日益紧张的情况下，可以选择动态仓储产品作为仓库设计选型时的一个合理方案。一段存放，另一端取货，动态仓储产品把存取通道自然分开，使仓库管理井然有序，避免视觉死角，确保仓库作业人员安全。
重力式交叉辊轮仓储系统（FIFO）	托盘交叉轮式滑道系统		
后推式交叉轮（辊道）仓储系统	辊筒后推式仓储系统		
	交叉轮后推式仓储系统		
	滚筒交叉轮后推式仓储系统		
流利条式流利货架仓储系统	新兴流利条式流利货架		

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

1.3、公司近年经营情况

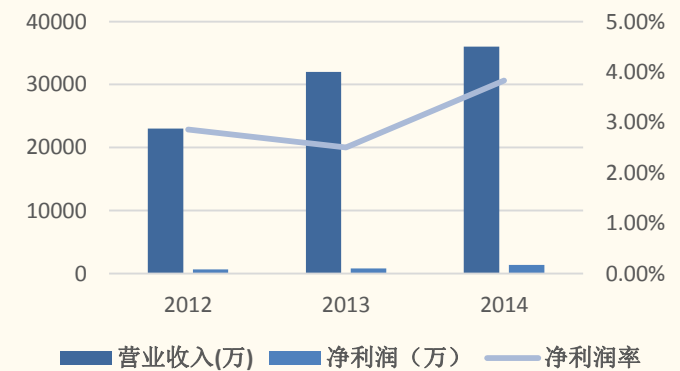
- 公司经营状况良好，业绩增长较快。2012-2014 年主营业务收入分别为 2.3 亿元、3.2 亿元及 3.6 亿元。净利润分别为 645 万，891 万，1348 万，年复合增长率超过 40%。随着业务规模扩大及业务结构改善，预计 2015 年净利润有望大幅增长。

图表 4：2012-2014 年公司营收及利润



来源：wind, 国金证券研究所

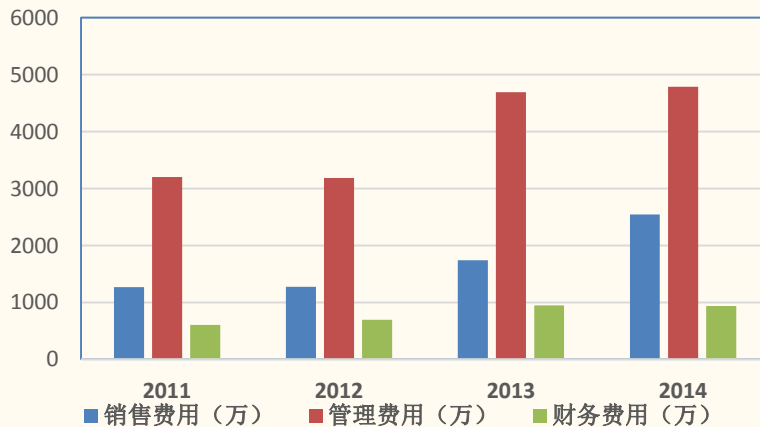
图表 5：2012-2014 年公司毛利及净利



来源：wind, 国金证券研究所

- 公司盈利能力稳定，2012 年开始大力推动产品标准化，投入较大；14 年以后标准化产品开始输出以及利润率较高的核心零部件产品销售占比提高，预计净利润会有较大幅度的提升。
- 公司三费控制比较稳定。

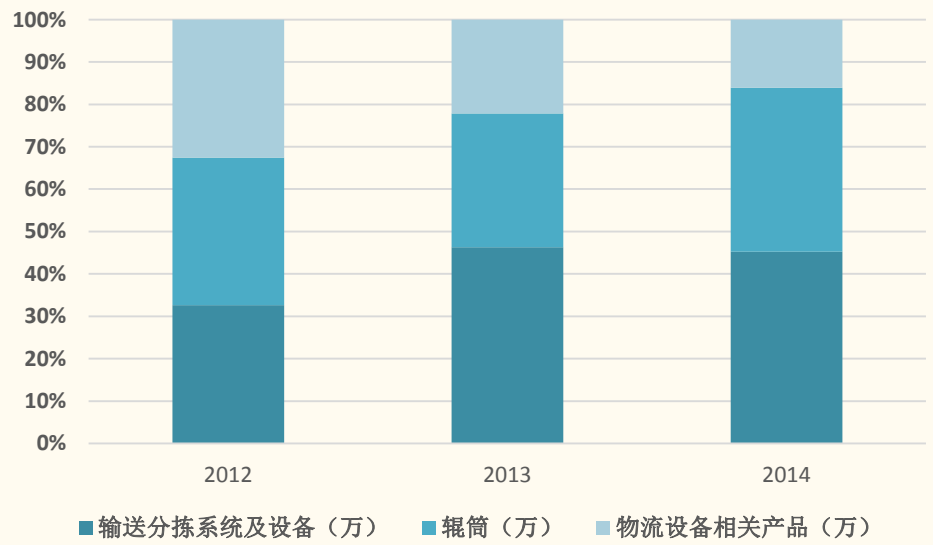
图表 6：公司三费用控制稳定



来源：wind, 国金证券研究所

- 从销售收入构成来看，公司的产品结构在持续改善。利润较高的核心零部件和关键设备稳步上升，利润较低的动态仓储业务占比逐渐下降。

图表 7：销售收入构成



来源：wind, 国金证券研究所

1.4、公司团队

- 公司核心管理团队稳定，具有丰富的企业运营实践经验。

图表 8：公司管理团队

姓名	职务	简历
陈学强	财务负责人	1970年12月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。 2005年4月—2010年5月，任浙江美欣达印染集团股份有限公司财务科长；2010年6月—2013年12月，浙江德马科技股份有限公司财务负责人；2014年1月至今，任浙江德马科技股份有限公司财务负责人。
汤小明	研发部经理	1966年1月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。 1990年10月—1998年7月，历任湖州东风丝织厂纺织机械分厂技术员、工程师、副经理；1998年10月—2001年8月，历任湖州德马机械有限公司设计部工程师、技术经理；2001年8月—2011年2月，历任湖州德马物流系统工程技术有限公司技术研发部部长、系统部技术部长、输送机事业部技术部长、总工程师；2011年2月—2013年12月，任任浙江德马科技股份有限公司研发部经理、总工程师；2014年1月至今，任浙江德马科技股份有限公司研发部经理、总工程师。
马贤祥	物流技术研究院院长	1951年4月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。 1976年9月—2002年12月，历任国家邮政局上海研究所员工、副总工程师；2003年2月—2005年12月，任上海博奕物流技术有限公司总经理；2006年1月—2013年12月，任浙江德马科技股份有限公司物流技术研究院院长；2014年1月至今，任浙江德马科技股份有限公司浙江德马物流有限公司物流技术研究院院长。
卓序	总经理	1960年10月出生，中国国籍，有澳大利亚永久居留权，本科学历。 1988年12月—1997年10月，任浙江双力集团电动滚筒厂经营厂长；1997年11月—2001年4月，任湖州德马机械有限公司总经理；2001年4月—2013年12月，任浙江德马科技股份有限公司总经理；2014年1月至今，任浙江德马科技股份有限公司董事长、总经理，任湖州力固的执行董事兼总经理。
汤小明	总工程师	汤小明先生，1966年1月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1990年10月—1998年7月，历任湖州东风丝织厂纺织机械分厂技术员、工程师、副经理；1998年10月—2001年8月，历任湖州德马机械有限公司设计部工程师、技术经理；2001年8月—2011年2月，历任湖州德马物流系统工程技术有限公司技术研发部部长、系统部技术部长、输送机事业部技术部长、总工程师；2011年2月—2013年12月，任任浙江德马科技股份有限公司研发部经理、总工程师；2014年1月至今，任浙江德马科技股份有限公司研发部经理、总工程师。
于天文	副总经理	1971年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。1996年7月—2000年8月，任吉林油田热电厂工程师；2000年12月—2004年1月，任上海冠恒工业设备有限公司副总经理；2004年4月—2006年1月，任上海力固工业设备有限公司副总经理；2006年4月至今—2012年8月，任上海德马物流技术有限公司总经理；2012年9月—2013年12月，任浙江德马科技股份有限公司副总经理；2014年1月至今，任浙江德马科技股份有限公司董事、副总经理。

来源：公司公告,国金证券研究所

1.5、公司融资情况

图表 9：公司融资状况

方式		日期	发行价 (元)	金额（万）	用途
直接融资	定向增发	2014/11/4	8.5	2422.5	增强主营业务竞争力，扩大产能，提升品牌影响力，补充流动资金
	定向增发	2015/11/24	6.13	1839	补充流动资金，扩大业务规模，支持公司产品研发和市场拓展
累积间接融资 (万元)				15710	

来源: choice, 国金证券研究所

2、我国将成为全球最大的物流装备市场，自动化、智能化是趋势

- 电子商务、快递企业的井喷式发展，土地与劳动力价格持续上涨推动中高端物流装备产品如全自动化物流系统、自动化立体仓库、高速输送分拣系统等市场需求日益增长，我国将成为全球最大的物流系统技术与装备市场。随着“中国制造 2025”和“互联网+”的提出和实施，符合新“智造时代”需求和特征的智能物流技术装备成为大趋势。

图表 10：物流装备趋向自动化和智能化

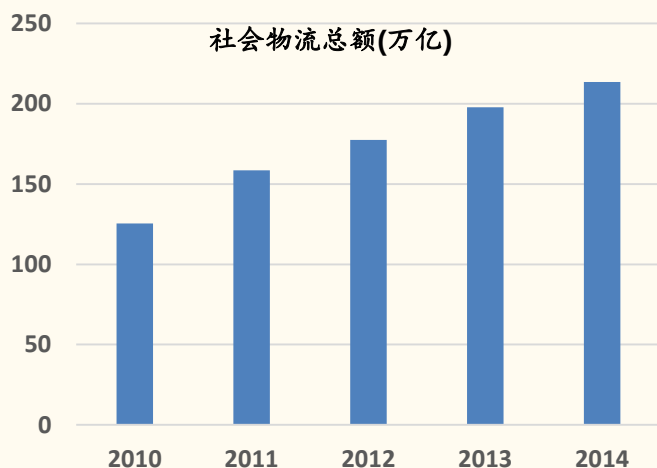


来源: 国金证券研究所

2.1、社会物流总额和物流业固定资产投资持续增长

- 中国物流与采购联合会报告显示，我国物流社会物流总额持续稳定增长。2015 年我国社会物流总额预计可达 220 万亿元，与 5 年前相比增长 70% 左右，5 年年均可比增幅约为 8.7%。
- 物流行业固定资产投资也在持续增长，从 2010 年的 3 万亿元到 2014 年的 6 万亿元，4 年间增长了一倍。

图表 11：我国社会物流总额持续增长



来源: 中国物流采购联合会, 国金证券研究所

图表 12：物流固定资产投资持续增长



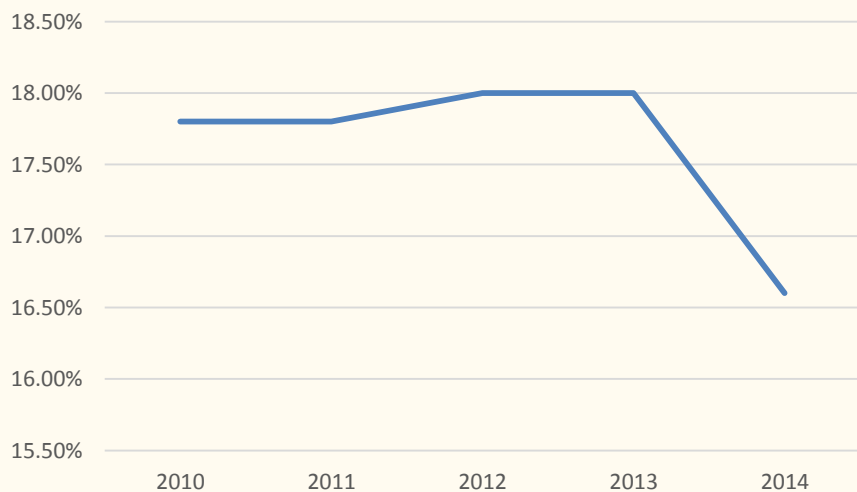
来源: 中物流采购联合会, 国金证券研究所

2.2、智能化物流应对“高成本时代”

- 我国物流成本高企。通常把物流费用占 GDP 的比值作为衡量一个国家物流发展水平的标准，比值越低说明水平越高。2014 年我国的比率为

16.6%，较 1991 年下降 7.2 个百分点，仍高于美国、日本、德国 8 个百分点左右。业内测算如果成本减半，可新增经济效益 5 万多亿元。

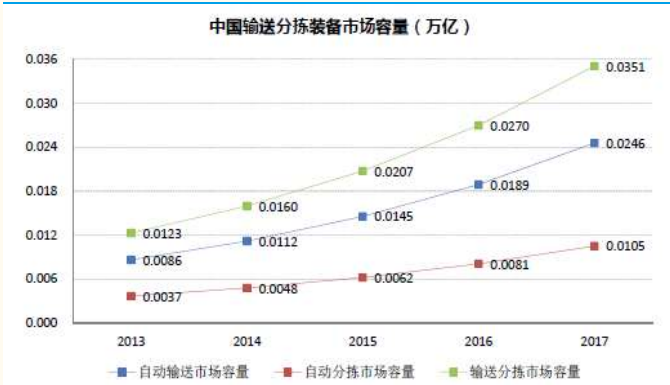
图表 13：我国社会物流总费用与 GDP 比值



来源：中国物流与采购联合会,国金证券研究所

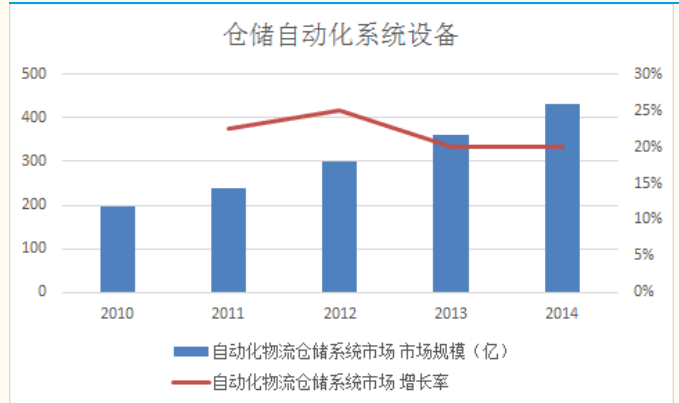
- 2014 年 9 月国务院常务会议通过了《物流业发展中长期规划》，提出到 2020 年基本建立现代物流服务体系，提升物流业标准化、信息化、智能化、集约化水平，提高经济整体运行效率和效益。并提出建设现代物流体系的重点一是着力降低物流成本，二是推动物流企业规模化，三是改善物流基础设施。
- 应对高成本和低效率，智能化物流装备市场前景广阔。
- 以往我国的物流装备基本以手工和半机械化为主，工作效率低。近年来在固定资产投资和技术升级改造的拉动下，物流装备的自动化和智能化水平取得了长足进步。目前初级产品如叉车、托盘等总量需求即将进入饱和期，自动化立体库、智能物流设备、高端物流产品、物流机器人系统、智能分拣系统、识别与感知系统等先进的物流技术与装备进入高速成长期。
- 电子商务、第三方物流、全冷链生鲜配送等新兴物流方式为智能物流仓储系统带来稳定增长的市场需求。据国家统计局统计，2012 年至 2014 年，我国对仓储业固定资产投资保持了 28.58% 的年均复合增长率，2014 年已达到 5158.71 亿元。未来 2-3 年内仍将保持近 30% 的增长，预计到 2017 年每年的市场增量在 57 亿元左右。

图表 14：中国输送分拣市场容量



来源：中国物流与采购联合会,国金证券研究所

图表 15：仓储自动化系统及设备投入规模

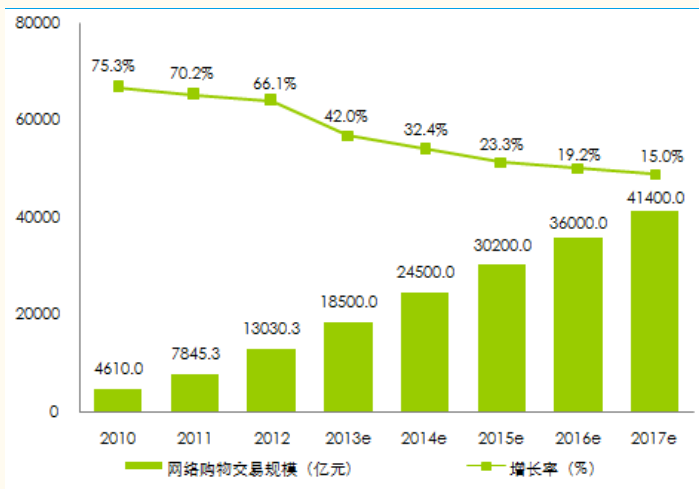


来源：国家统计局,国金证券研究所

2.3、下游需求旺盛，千亿市场爆发在即

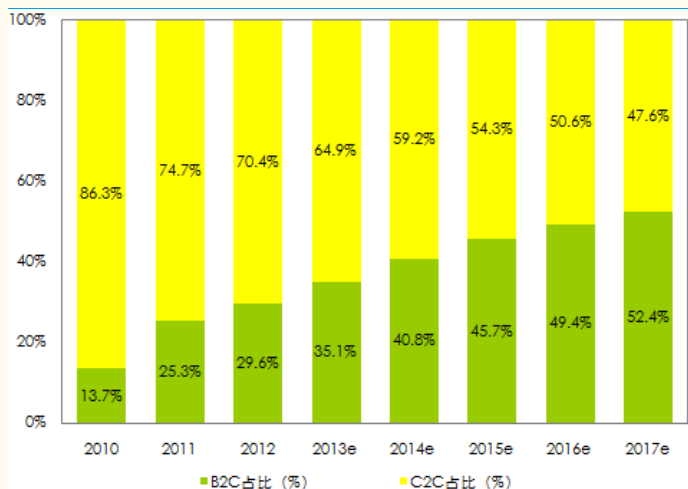
- 电子商务和快递行业的高景气是物流自动化输送分拣设备与系统市场需求快速增长的主要驱动因素。
- 2014 年中国电子商务市场交易规模 12.3 万亿元，同比增长 21.3%，其中网络购物增长 48.7%，在社会消费品零售总额渗透率年度首次突破 10%。随着移动购物飞速发展、典型电商企业向三四线城市和农村市场扩张及国际化战略的布局，未来几年中国网络购物市场仍将保持 27%左右的复合增长率。
- 从结构来看，B2C 将继续成为网络购物行业的主要推动力。2014 年交易规模达到 12636 亿元，在整体网购规模的比重达到 45.8%，市场增速 65.4%，远高于 C2C 市场 35.2%的增速。

图表 16：2010-2017 年中国网络购物市场交易规模



来源：iresearch, 国金证券研究所

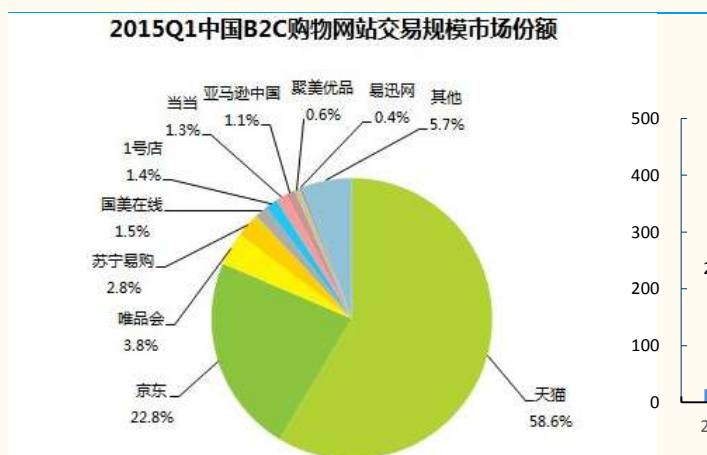
图表 17：2010-2017 年中国网络购物市场交易结构



来源：iresearch, 国金证券研究所

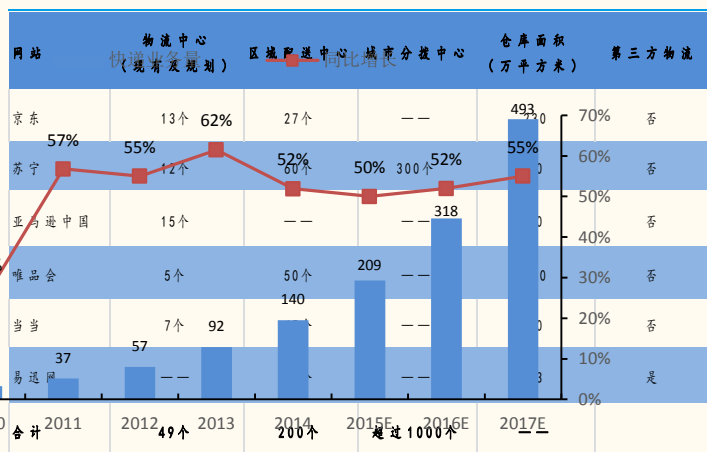
- 配送的时效性是电商核心竞争力之一，也是电商竞争的焦点。顶级电商都在自建大型物流配送和仓储设施。电商物流体系自上而下分为四个层级：物流中心-区域配送中心-城市分拨中心-配送站点，从数量上大致有 1:5 的对应关系。据统计中国市场份额最大的五家电商现有和规划的物流中心 49 个，区域配送中心约 200 个，城市分拨中心超过 1000 个。这五家电商占 30%的市场份额。物流中心对输送分拣设备的投资在 3000-5000 万，区域配送中心 200-300 万，城市分拨中心 100-200 万。

图表 18：2015Q1 中国 B2C 购物网站市场份额



来源：iresearch, 国金证券研究所

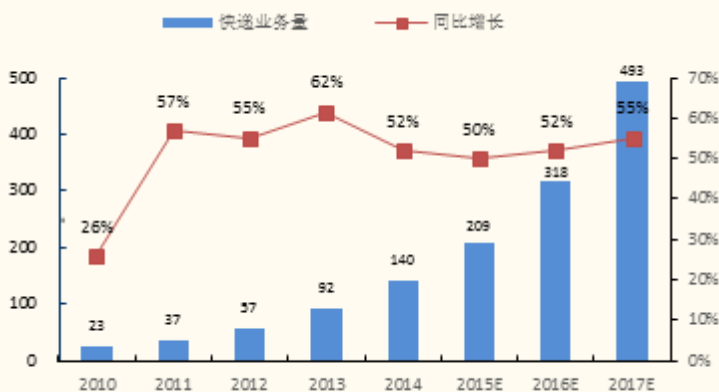
图表 19：2014 年中国市场份额最大的电商物流建设及规划情况



来源：国金证券研究所

- 据此测算，当前情况下电商对输送分拣设备需求接近 200 亿；加上第三方物流代表菜鸟网络 5 年千亿的投资计划，输送分拣设备约占投资额 2.5%；电商物流体系通常按日均 100 万 SKU 来规划，峰值已达到 50 万 SKU，按目前增长速度扩容空间的巨大。千亿市场爆发近在眼前。
- 快递行业 2010 年开始，全国快递业务量均以超过 55% 以上速度迅猛增长，2013 年一度超过 60%。2015 年快递业务量同比增速降到 50% 以下，形势依然比传统行业要乐观。预计 2015 年，我国快递业务量将突破 206 亿件，在国家邮政局安全中心，监控屏幕上来自全国的快递数据量以秒速更新：每秒投递 2911 件、每秒揽收快递 111 件、每秒产生 267 件快递面单。

图表 20：全国快递业务规模（亿件）、同比增长率及预测



来源：国金证券研究所

- 快递业的井喷式发展主要来自网络购物的助推力，但同时也带来服务质量低下的副作用。“管理与服务跟不上快递成长脚步”，快递单量巨大，快件集散场的分拣作业时间紧、易出错，误站，还可能造成货物破损等问题。高效的自动化输送分拣设备是解决问题的有效方式。
- 韵达、顺丰等已经采用智能分拣设备提高效率。智能分拣设备以大转盘模式，将快递流水线 and 分区的建包袋结合，在 800 平方米操作区域大循环，每小时处理 1.2 万件包裹，全过程只需一次扫码，大大缩短了操作时间，人工减少一半。

图表 21：韵达智能分拣系统



来源：国金证券研究所

- **其他驱动因素：**随着经济发展、规模扩大、社会需求变化等因素，连锁超市等大型零售业也在改变依靠人工分拣的现状，逐步引进更高水平的输送分拣设备。航空运输业的发展，民航基础设施投入不断加大，国外货运机场模式在中国的推行必将带来新一轮的装备竞争。医药、服装、烟草、工厂制作业等对物流自动化装备的需求也日益增长。

2.4 、行业多重壁垒，后来者难以突破

- 物流装备行业尤其是自动化输送和分拣领域进入门槛较高，面临技术、市场、人才、资金、品牌等多重壁垒。尤其是基于物流系统的重要性，客户首要注重稳定性和持续性，先发优势一旦确立，后来者难以弯道超车。

图表 22：物流行业多重壁垒

技术	物流自动化输送分拣核心零部件及设备、系统是一种集设计、加工、制造、调试于一体的系统工程，涉及软硬件等多项技术领域，产品结构复杂，技术含量高，实施过程中还需要对客户的个性化需求进行引导。新的进入者短期内难以掌握相关技术并适应客户的个性化需求。
市场	行业特点决定了客户对产品稳定可靠性、完善的售后服务和性价比都非常重视。在相似的品质和技术支持前提下，国际供应商不具有价格和服务优势，国内大部分企业缺乏核心技术和系统集成经验。难以在市场上获得稳定、优质的客户。
人才	物流自动化输送分拣产品在方案啊设计、项目管理、生产制造、安装调试和售后服务的每个过程中，都需要经验丰富、深刻了解需求的专业人才。行业对高端人才的较高需求对新进入者构建了人才壁垒。
资金	国内物流自动化输送分拣产品主要采取定制化生产，满足客户个性化需求，需要较大的研发投入；工程类项目较多需要较大的周转资金。在固定资产投资和人力成本方面也需要大量资金支持。
品牌	国内物流自动化输送分拣投资大、回报期长，对稳定性和及时完善的服务要求高。客户在选择供应商时非常慎重，不仅要求良好的产品性能和项目成功案例，还要求具有较高的品牌知名度。新进入者难以撼动已建立的领先地位。

来源：国金证券研究所

3、公司是中国电商智能物流解决方案领导者，向全球一流的智能物流系统集成商迈进

3.1、实力出众,竞争优势明显

- 公司专注输送分拣设备 18 年,是国内研究开发输送分拣设备历史最长、积淀最多的企业。下属的德马物流技术研究院是经国家认定的智能物

流装备及技术的重点企业研究院，承载着多项智能物流技术研发项目及行业标准的编制。在智能物流及相关领域内，申请专利 146 项，其中已授权 124 项，包括数十项发明专利。

- 2006 年公司“DK 型高速自动立体库系统”获国家火炬计划项目；2009 年“智能型塔式小物品高速分拣机”获国家科技型中小企业技术创新基金重点项目；2011 年“基于物联网的智能物流机器人联合研发”获国家国际科技合作项目；2012 年“无积压积放输送机”获国家科技型中小企业技术创新基金重点项目。

图表 23：公司技术优势明显

拥有国内分拣技术最领先，品类最完善的产品系列

拥有国内自动化输送技术最领先，品类最完善的产品系列

拥有 100 多项专利技术

牵头起草多项物流自动化行业国家标准

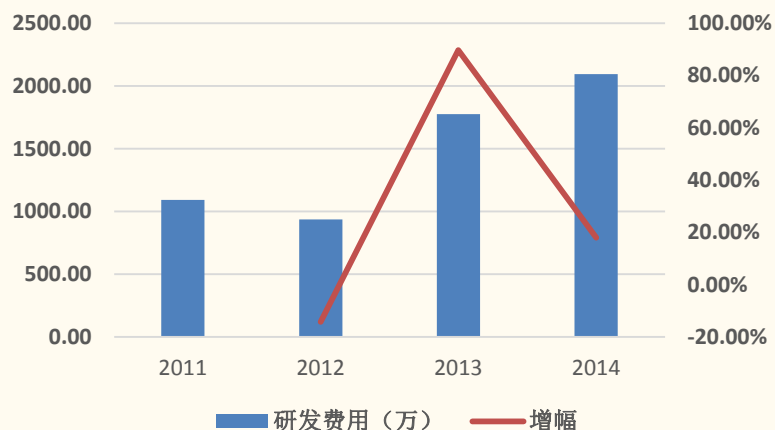
德马物流技术研究院是经浙江省政府认定的重点企业研究院

科技部最具成长性的科技型中小企业；入选福布斯中国最具成长性中小企业排行榜

来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司围绕保持技术领先和持续创新能力打造核心竞争力。2009 年即投资 1200 万与德国弗劳恩霍夫物流研究所合作开发“基于物联网的智能物流机器人”，目前该创新项目已完成并投入使用。“智能激光引导搬运车系统”被列入国家重点火炬计划，今年已完成验收并实现产业化。每年投入的研发费用持续增长。2014 年研发投入达到 2095 万元，较 2012 年增长一倍。

图表 24：公司研发投入持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司具备国内最丰富的电商和快递物流自动化规划和管理、实施经验。与国内企业相比，公司已经转向整体物流系统集成解决方案供应商，具备提供标准化、模块化产品以及承接大型工程项目的能力，是国内少有的可以对客户的整体供应链管理作出规划的企业，领先优势明显。与国际知名物流系统与设备供应商相比，公司更加熟悉国内环境，了解国内客户需求，能够快速反应并提供高性价比的个性化解决方案。

图表 25：公司服务能力

项目咨询 数据分析 系统规划 仿真模拟	工程设计 控制设计 软件设计
7*24 小时支持 培训及维保 零部件及支持 系统优化	项目管理 供应链管理 生产制造 品质管控

来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司在国内同级别竞争对手较少，主要竞争对手是国际知名物流装备企业及其在国内合资公司，如德马泰克、英特诺、TGW、胜菲尔、大福、范德兰德等。与主要竞争对手对比如下：

图表 26：公司与主要竞争对手比较

公司名称	自身定位	主要产品和技术性能	客户对象与应用领域	价格水平与定价能力
胜斐迺 (SHAEFER)	全球最大的整体解决方案供应商和优质产品系统的组件制造商	货架系统和轻型货架系统、运输和仓储周转箱、物流系统、车间设备，为客户提供增值服务和解决方案	汽车制造、制动系统、食品生产以及电气传动等行业	价格水平高、定价能力强
大福 (集团) 公司 (DAIFUKU)	大型的综合物流系统集成商	将仓储、搬运、分拣和管理等多种技术综合为最佳、最理想的物料搬运系统	汽车生产自动化、基础制造业、流通业、半导体、机场行李搬运业以及自动洗车机、保龄球、社会福利及环保设备的制造、销售及相关售后服务行业	价格水平高、定价能力强
范德兰德工业公司 (VanderlandeIndustries)	输送分拣物流系统集成商	仓库自动化、包裹及邮政、行李处理产品	食品、时尚、零售部件制造、汽车、医药、电子商务以及机场等行业	价格水平较高、定价能力强
德马泰克 (DEMATIC)	大型的综合物流系统集成商	主要生产存储与缓存产品、分拣系统、码垛系统、输送系统、拣选系统以及物流软件	服装、电子商务、食品饮料、家居产品、保健品、电子制造以及机械零部件生产行业	价格水平高、定价能力强

TGW 物流集团	输送分拣物流系统集成商	存储和检索系统、纸箱和周转箱输送机系统、托盘输送系统、定制的物流解决方案以及仓库管理软件	服装配送、食品杂货零售、电子商务、食品处理、饮料配送、制造、汽车、图书馆和出版社、制药以及其他行业	价格水平较高、定价能力强
英特诺(INTERROLL)	综合零部件提供商	易于集成的驱动解决方案，如电动辊筒、流动仓储模块和输送机模块	仓储、配送、机场、工业制造、快递、食品及饮料等行业	价格水平较高、定价能力强
德马科技	中型输送分拣系统提供商及辊筒部件提供商	自动化输送分拣核心零部件产品和输送分拣关键设备及其产品解决方案的设计、制造和销售	国内大型电商、医药、服装、快递行业公司及物流系统集成商	产品性价比高、定价能力在国内企业中较强

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

3.2、揽尽顶级电商“物流心脏”的制造

- 公司在大型电商自建物流树立了良好口碑和高端品牌形象，在输送分拣细分领域占有率达到 60%。2009 年，公司即成功握手当当网，首次为顶级电商提供自动化输送分拣系统。截止目前，公司已与京东商城、苏宁云商、亚马逊中国等国内排名前 10、销售额过 100 亿的电商物流中心合作，为电商行业提供了超过 70 座各种级别的物流系统中心自动化建设。

图表 27：公司主要服务的电商物流客户



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 28：公司为苏宁易购 5 周年大促保驾护航



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 29：公司为京东广州物流中心提供双 11 促销保障



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 30：公司为唯品会华北物流中心提供双 11 促销保障



来源：公司官网，国金证券研究所

- 与电商紧密关联的快递行业也是公司重点关注并突破的领域。公司已经为顺丰在全国各地的中转场提供了质量精良、运行稳定的输送和分拣设备及服务。2015 年 5 月顺丰速运与公司签订了年度框架合作协议，公司成为顺丰速运的传输分拣设备总包集成的框架合作伙伴，将为顺丰提供中转场传输分拣设备总包集成工程服务。

图表 31：顺丰速运与公司签订 2015 年度传输总包项目框架合作协议



来源：公司官网，国金证券研究所

- 在保证核心业务发展的同时，公司也在向大型连锁零售商、服装、医药、烟草、工厂制造业等更多的领域拓展，已经为包括美特斯邦威、上海医药、联想、卡特彼勒、徐工等知名企业提输送分拣设备、系统及解决方案。公司积极拓展新的业务领域，如为国内二线城市小型机场提供行李处理系统等。

图表 32：公司主要客户行业



来源：国金证券研究所

3.3、公司未来空间：标准化、智能化和海外布局，向全球一流的智能物流系统集成商迈进

- **公司策略**：“围绕智能物流领域深耕，紧紧抓住电商行业，突破快递行业，努力拓展服装、医药、第三方物流行业”，布局智能物流机器人新蓝海和加速海外业务。
- **通过产品标准化、模块化降低成本，提高利润率**。公司的工程项目交货时间长，成本高，利润率不高。2015 年开始标准化产品开始输出，可与其他物流企业生产的物流装备或控制系统对接，满足客户多样化需求和系统灵活性。不同产品之间的零部件可以互换，缩短项目时间，降低成本，延长系统的生命周期。同时通过标准化产品建立代理商体系，向下覆盖至中低端领域，扩展业务范围。标准化和模块化产品带来规模效应和降低成本，有望推动净利率提升 2-3 个点。
- **布局智能物流机器人新蓝海**。公司组建了由浙江大学、中南大学等多所知名高校的博士、硕士构成的研发团队，布局智能物流机器人。主打产品是移动搬运机器人，在视觉识别导航、AGV 运动控制、全向重载平台、群控调度管理等拥有自主研发的技术优势。已经形成了背负式、自动移栽式、尾部牵引式、潜入牵引式、升降式、台车式、重载平台式、叉车式等 8 大系列，几十种规格的 AGV 产品线。德瑞机器人在杭州、湖州、成都等地建有多处制造基地。公司同时布局电力巡检机器人，并成立战略并购部门在机器人行业寻找更多的机会。

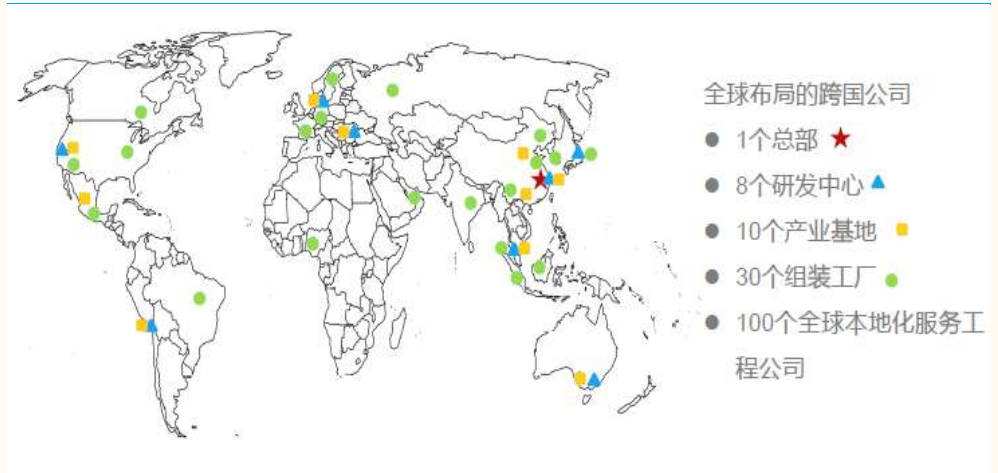
图表 33：公司智能物流机器人产品



来源：公司官网，国金证券研究所

- **加速海外布局，打造全球一流的智能物流系统集成商。**公司 2011 年开始在全球布局。2015 年推出全球合作伙伴计划，在中国及海外物色 100+30 家密切合作伙伴。截止 15 年底，已经在澳大利亚、美国、韩国、新加坡、东南亚等建立了组装工厂及服务机构。未来将在墨西哥、巴西、俄罗斯等新兴市场开拓业务

图表 34：公司全球化布局



来源：公司网站，国金证券研究所

4、投资建议及盈利预测

- 从财务数据来看,公司 1H2015 实现营收 1.76 亿元,净利润 834 万元。在营收基本稳定的前提下,净利润比 2014 年同期大幅增长 88%。主要原因是:一、电商行业物流中心项目建设周期较长,一般下半年进入收入确认期,会比上半年有较快的增长。二、公司主要收入是工程项目,应对客户个性化的需求,成本较高; 2015 年标准化产品开始输出,将显著降低成本,并带动公司业务向中低端覆盖。三、公司产品结构改善,高附加值的智能物流产品放量增长及海外市场逐步打开,带动收入规模和净利率的大幅提升。
- 我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 4.31 亿, 5.65 亿, 7.69 亿,净利润为 2200 万, 3500 万, 5400 万。EPS 分别为 0.395, 0.632, 0.984 元。结合相关上市公司的估值水平及公司成长性,以及新三板的流动性,给予公司 20 倍 PE,目标价 11.50 元,给予公司买入评级。

图表 35：分产品的销售预测

项 目	2015	2016E	2017E
输送分拣系统及设备			
销售收入（百万元）	194.86	272.80	381.92
增长率（YOY）	20.00%	40.00%	40.00%
毛利率	25.41%	30.49%	34.12%
销售成本（百万元）	145.35	189.62	251.61
增长率（YOY）	16.40%	30.46%	32.69%
毛利（百万元）	49.51	83.18	130.31
增长率（YOY）	32.00%	67.99%	56.67%
占总销售额比重	45.19%	48.30%	49.66%
占主营业务利润比重	41.64%	50.80%	56.44%
辊筒			
销售收入（百万元）	187.15	252.65	353.71
增长率（YOY）	35.00%	35.00%	40.00%
毛利率	29.06%	27.61%	26.23%
销售成本（百万元）	132.76	182.89	260.93
增长率（YOY）	35.00%	37.76%	42.67%
毛利（百万元）	54.39	69.76	92.78
增长率（YOY）	35.00%	28.26%	33.00%
占总销售额比重	43.40%	44.73%	45.99%
占主营业务利润比重	45.74%	42.60%	40.18%
物流设备及相关产品			
销售收入（百万元）	49.22	39.37	33.46
增长率（YOY）	-15.00%	-20.01%	-15.01%
毛利率	30.50%	27.45%	23.33%
销售成本（百万元）	34.21	28.56	25.65
增长率（YOY）	-14.98%	-16.50%	-10.19%
毛利（百万元）	15.01	10.81	7.81
增长率（YOY）	-15.02%	-28.01%	-27.77%
占总销售额比重	11.41%	6.97%	4.35%
占主营业务利润比重	12.62%	6.60%	3.38%
销售总收入（百万元）	431.23	564.82	769.09
销售总成本（百万元）	312.32	401.08	538.19
毛利（百万元）	118.91	163.74	230.90
平均毛利率	27.58%	28.99%	30.02%

来源：国金证券研究所

5、风险提示

宏观经济低迷，市场竞争加剧，行业订单需求不稳定，新技术研发不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	226	319	360	431	565	769
增长率		41.4%	12.8%	19.8%	31.0%	36.2%
主营业务成本	-169	-236	-264	-312	-401	-538
%销售收入	74.8%	74.1%	73.3%	72.4%	71.0%	70.0%
毛利	57	83	96	119	164	231
%销售收入	25.2%	25.9%	26.7%	27.6%	29.0%	30.0%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-2	-3	-4
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-13	-17	-25	-34	-45	-54
%销售收入	5.6%	5.5%	7.1%	8.0%	8.0%	7.0%
管理费用	-32	-47	-48	-57	-76	-112
%销售收入	14.1%	14.7%	13.3%	13.3%	13.5%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	11	17	20	25	39	62
%销售收入	4.8%	5.3%	5.7%	5.8%	7.0%	8.0%
财务费用	-7	-9	-9	-4	-2	-1
%销售收入	3.1%	3.0%	2.6%	0.8%	0.4%	0.1%
资产减值损失	0	-3	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.6%	0.3%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	4	5	11	21	37	61
营业利润率	1.7%	1.4%	3.0%	5.0%	6.6%	7.9%
营业外收支	3	6	6	5	5	5
税前利润	7	11	16	26	42	66
利润率	3.1%	3.3%	4.5%	6.1%	7.5%	8.6%
所得税	-1	-2	-3	-5	-7	-12
所得税率	7.9%	15.5%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
净利润	6	9	13	22	35	54
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	6	9	13	22	35	54
净利率	2.9%	2.8%	3.7%	5.0%	6.2%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	6	9	13	22	35	54
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	9	7	6	6	6
非经营收益	6	7	8	-1	-2	-4
营运资金变动	-17	-21	1	14	-13	-23
经营活动现金净流	1	3	29	40	26	34
资本开支	-5	-13	-7	-7	-5	-5
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	-15	0	0	0
投资活动现金净流	-5	-13	-22	-7	-5	-5
股权募资	0	0	28	0	0	0
债权募资	10	18	-24	-28	-15	-25
其他	-1	-13	-14	-4	-6	-4
筹资活动现金净流	9	5	-10	-32	-21	-29
现金净流量	4	-5	-4	2	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	24	27	23	25	25	25
应收款项	54	87	78	98	128	175
存货	56	75	75	86	108	145
其他流动资产	7	11	29	16	20	26
流动资产	142	200	206	224	281	370
%总资产	70.5%	73.9%	74.5%	74.7%	77.8%	81.6%
长期投资	1	1	1	1	1	1
固定资产	40	49	50	44	39	33
%总资产	19.8%	18.2%	17.9%	14.7%	10.7%	7.3%
无形资产	18	19	19	30	39	48
非流动资产	59	71	70	76	80	83
%总资产	29.5%	26.1%	25.5%	25.3%	22.2%	18.4%
资产总计	201	271	276	301	360	453
短期借款	84	101	77	48	33	7
应付款项	93	121	112	141	182	244
其他流动负债	2	8	9	14	16	20
流动负债	179	230	198	203	231	272
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	11	21	16	16	16	16
负债	189	250	213	219	247	288
普通股股东权益	12	21	63	82	114	165
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	201	271	276	301	360	453

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.703	0.971	0.590	0.395	0.632	0.984
每股净资产	1.305	1.182	2.755	3.579	4.971	7.211
每股经营现金净流	0.057	0.184	1.269	1.772	1.123	1.503
每股股利	0.000	0.000	0.109	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	53.89%	41.91%	21.42%	26.56%	30.62%	32.86%
总资产收益率	3.21%	3.29%	4.88%	7.23%	9.65%	11.95%
投入资本收益率	10.42%	11.59%	12.01%	15.80%	22.08%	29.29%
增长率						
主营业务收入增长率	8.30%	41.36%	12.82%	19.75%	30.98%	36.17%
EBIT 增长率	N/A	55.40%	21.35%	22.61%	57.76%	56.30%
净利润增长率	N/A	38.23%	51.19%	61.09%	60.17%	55.64%
总资产增长率	6.90%	34.80%	1.83%	8.76%	19.91%	25.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.9	71.8	75.5	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	113.8	101.1	103.8	100.0	98.0	98.0
应付账款周转天数	110.0	98.4	99.6	99.6	99.6	99.6
固定资产周转天数	54.1	55.7	45.9	33.7	22.2	13.7
偿债能力						
净负债/股东权益	493.72%	346.30%	84.74%	28.64%	7.42%	-10.05%
EBIT 利息保障倍数	1.6	1.8	2.2	6.9	18.2	71.7
资产负债率	94.05%	92.16%	77.22%	72.79%	68.47%	63.65%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD