

汽车电子自动化龙头，业绩大幅增长

投资要件

- **业绩总结：**2019年一季度，公司实现营业收入1.6亿元，同比增长70.6%；归母净利润2405.1万元，同比增长62.0%；毛利率30.1%，同比-4.6pp，净利率17.3%，同比-0.8pp。
- **汽车电子自动化龙头，业绩大幅增长，盈利质量提升。**公司是柔性自动化装备与工业机器人系统应用供应商。2012-2018年，公司营业收入从8258.6万元增至5.8亿元，归母净利润从2249.7万元增至6514.8万元。2019Q1，公司营业收入1.6亿元(+70.6%)；归母净利润2405.1万元(+62.0%)，公司业绩大幅增长。受益公司控费能力提升，2019Q1三费率降至11.5%(-2.4pp)，其中管理费用率降至10.1%，同比减少3.2pp。随着公司收入规模的持续扩大，在国五升国六的背景下，众源盈利能力有望提升，从而带动公司综合盈利水平提升。
- **深度绑定博世，在手订单充足，内生增长稳健。**经过多年努力，公司已经和博世深度合作，2016年，博世系客户订单约占全部在手订单的60%左右。2018年，公司柔性自动化装备与工业机器人系统新签订单约4.8亿元，同比增长31.7%，加上未完成的部分订单，公司在手订单充足。考虑到公司在博世业务占比较低，双方合作较好，未来增长空间较大。
- **外延并购众源，客户+产品齐拓展。**2018年，公司收购上海众源，业务从汽车零部件自动化设备提供商拓展到了汽车零部件生产商。上海众源主要销售汽车燃油分配器、燃油管及冷却水硬管，主要给大众汽车的发动机工厂供货，未来的产品保持与大众汽车的同步研发。2017-2018年，众源实现扣非净利润2082.5万、2425.1万，超额完成业绩承诺。未来，通过上海众源与大众汽车的渠道资源，克来机电将充分发挥在汽车行业的自动化装备服务的优势，有望给公司的业务拓展打开市场窗口。
- **盈利预测与评级。**预计2019-2021年归母净利润1.0/1.3/1.7亿，对应EPS分别为0.58/0.76/0.97元，对应估值46倍、35倍、28倍。公司客户优质，是国内汽车电子自动化的稀缺龙头，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**订单交付或低于预期，新业务拓展或不达预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	583.22	850.00	1065.00	1336.50
增长率	131.51%	45.74%	25.29%	25.49%
归属母公司净利润(百万元)	65.15	102.80	134.14	170.99
增长率	32.31%	57.79%	30.49%	27.47%
每股收益EPS(元)	0.37	0.58	0.76	0.97
净资产收益率ROE	13.46%	16.86%	18.46%	19.54%
PE	73	46	35	28
PB	9.67	7.64	6.45	5.39

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：梁美美
执业证号：S1250518100003
电话：021-58351937
邮箱：lmm@swsc.com.cn
联系人：丁逸朦
电话：021-58352138
邮箱：dym@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.76
流通A股(亿股)	0.67
52周内股价区间(元)	23.67-40.9
总市值(亿元)	47.28
总资产(亿元)	9.44
每股净资产(元)	3.79

相关研究

目 录

1 汽车电子自动化龙头，业绩大幅增长，盈利环比提升	1
2 深度绑定博世，在手订单充足，内生增长稳健.....	4
3 外延并购众源，客户+产品齐拓展	6
4 盈利预测与估值.....	6
5 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司产品.....	1
图 2: 公司股权结构（截至 2018 年报）.....	1
图 3: 公司 2018 年收入结构.....	2
图 4: 公司 2018 年毛利结构.....	2
图 5: 公司 2012-2018 年营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2012-2018 年净利润及增速.....	2
图 7: 公司单季度营收及增速.....	3
图 8: 公司单季度净利润及增速.....	3
图 9: 公司毛利率及净利率.....	3
图 10: 公司三费率.....	3
图 11: 公司单季度毛利率及净利率.....	4
图 12: 公司单季度三费率.....	4
图 13: 公司所处产业链位置.....	4
图 14: 公司具体产品.....	5
图 15: 历年订单（2014-16 为在手订单，2017-18 新签订单）.....	6
图 16: 人均产值.....	6

表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率.....	7
表 2: 可比公司估值情况（2019/4/25）.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

1 汽车电子自动化龙头，业绩大幅增长，盈利环比提升

克来机电是柔性自动化装备与工业机器人系统应用供应商，致力于非标智能装备、工业机器人系统集成研究、开发和制造。公司产品可分为柔性自动化生产线与工业机器人系统应用两大类，主要应用在汽车电子、汽车内饰等领域；从设备功能上看，产品涵盖装配线、检测线、焊接线、喷涂线、折弯线等各类非标智能装备。博世系是公司目前最主要的客户，对公司收入贡献约70%。

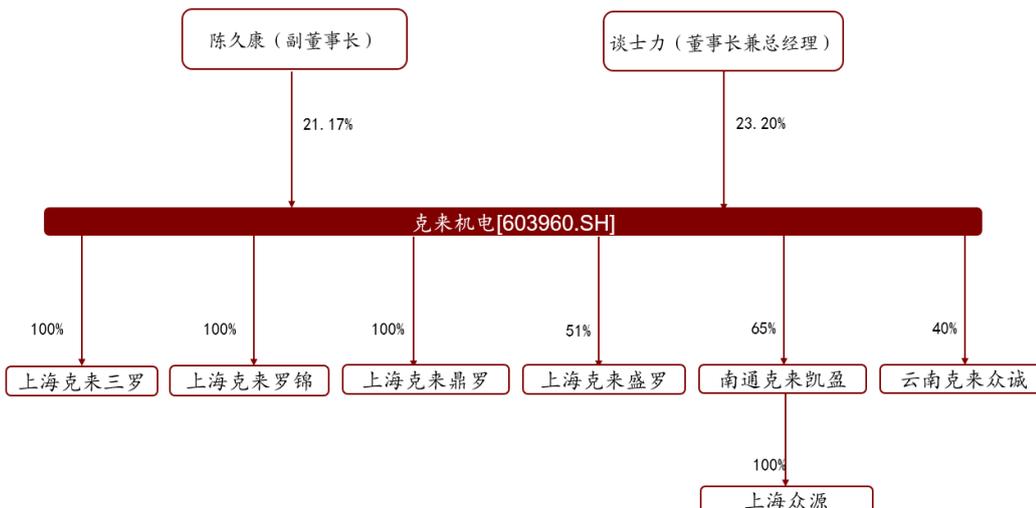
图 1：公司产品



数据来源：西南证券整理

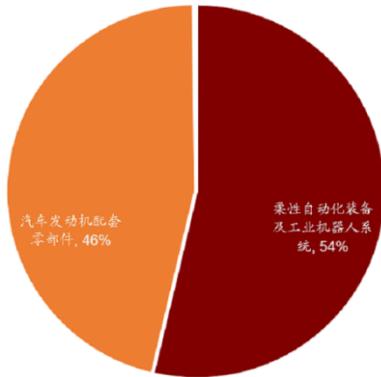
公司控股股东、实际控制人为董事长谈士力和副董事长陈久康，合计持股 44.4%，管理层在机器人应用工程、柔性自动化系统和先进工艺装备等领域有深厚的理论功底和研究经验。

图 2：公司股权结构（截至 2018 年报）

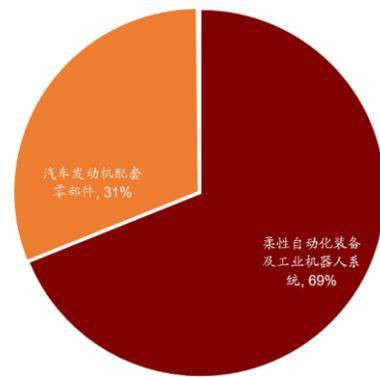


数据来源：西南证券整理

在收购上海众源 65%股份之前，公司的主要收入来源于柔性自动化装备与工业机器人系统。2018 年 3 月起，上海众源并表，公司新增汽车发动机配套零部件业务，收入占比 46%，毛利润占比 31%。

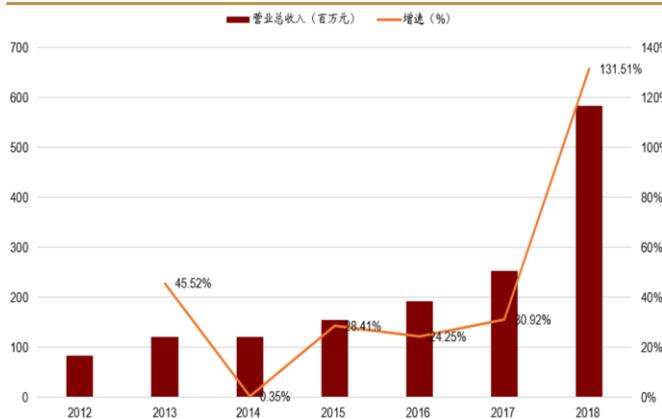
图 3：公司 2018 年收入结构


数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司 2018 年毛利结构


数据来源：wind，西南证券整理

业绩快速增长。2012-2018 年，公司营业收入从 8258.6 万元增至 5.8 亿元，归母净利润从 2249.7 万元增至 6514.8 万元，2013 年和 2018 年增速大幅提升的原因在于收购鼎御五金和上海众源股权之后并表增厚业绩。

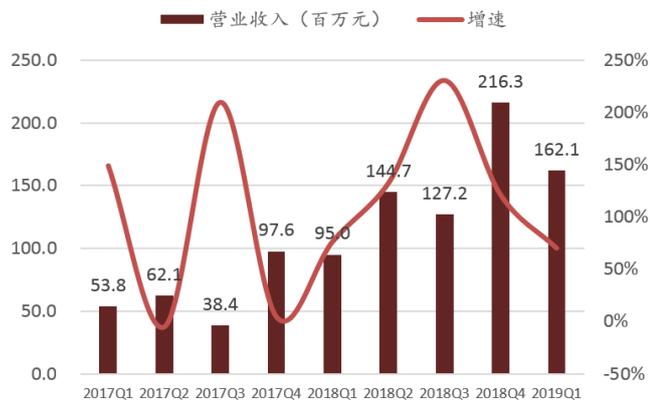
图 5：公司 2012-2018 年营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

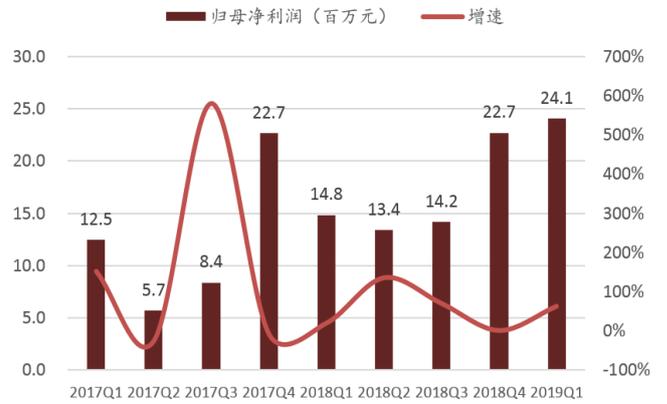
图 6：公司 2012-2018 年净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2019Q1，公司实现营业收入 1.6 亿元，同比增长 70.6%；归母净利润 2405.1 万元，同比增长 62.0%，毛利率 30.1%，净利率 17.3%。

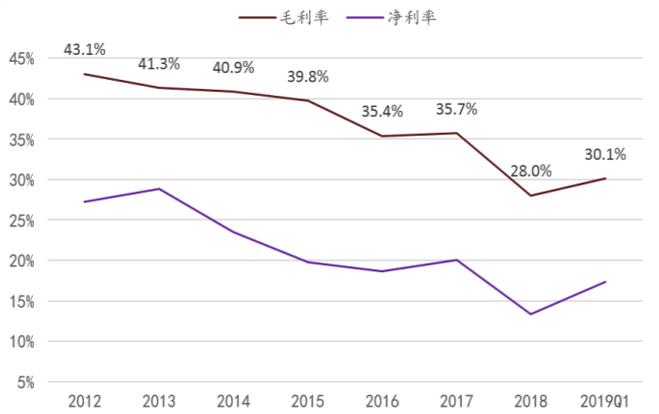
图 7：公司单季度营收及增速


数据来源：wind，西南证券整理

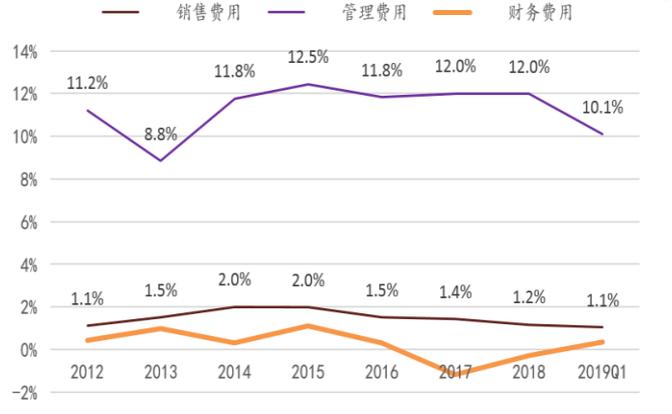
图 8：公司单季度净利润及增速


数据来源：wind，西南证券整理

2012-2018 年，公司毛利率有一定下滑，主要是因为公司所涉及的产品均为非标产品，需要根据客户的个性化需求进行设计和生产，公司在定制首条自动化生产线时通常会发生较高的技术研发投入和生产投入，成本往往较高；公司业务还在快速发展的阶段，为了开拓新的产品下游应用领域、切入新客户的供应商名录，公司也会在首套设备的合同定价等方面作让利。2018 年，上海众源并表，其主要产品汽车发动机配套零部件毛利率较柔性自动化装备与工业机器人系统应用的毛利低，拉低了整体毛利率。

图 9：公司毛利率及净利率


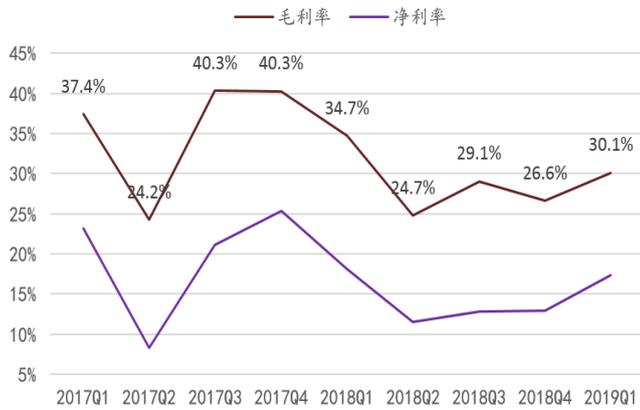
数据来源：wind，西南证券整理

图 10：公司三费率


数据来源：wind，西南证券整理

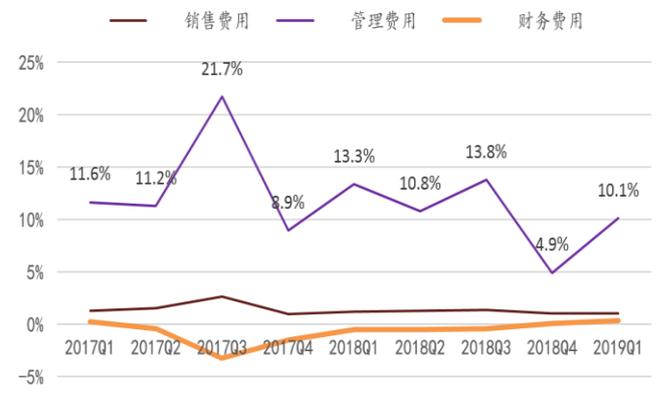
费用管控见效，盈利质量提升。2019Q1，公司毛利率 30.1%，环比提升 3.5pp，净利率 17.3%，环比提升 4.4pp。受益于公司控费能力提升，2019 年一季度三费率 11.5%，同比下降 2.4pp，其中管理费用率从 13.3% 降至 10.1%，同比减少 3.2pp。随着公司收入规模的持续扩大，在国五升国六背景下，众源盈利能力有望提升，从而带动公司综合盈利水平提升。

图 11：公司单季度毛利率及净利率



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：公司单季度三费率

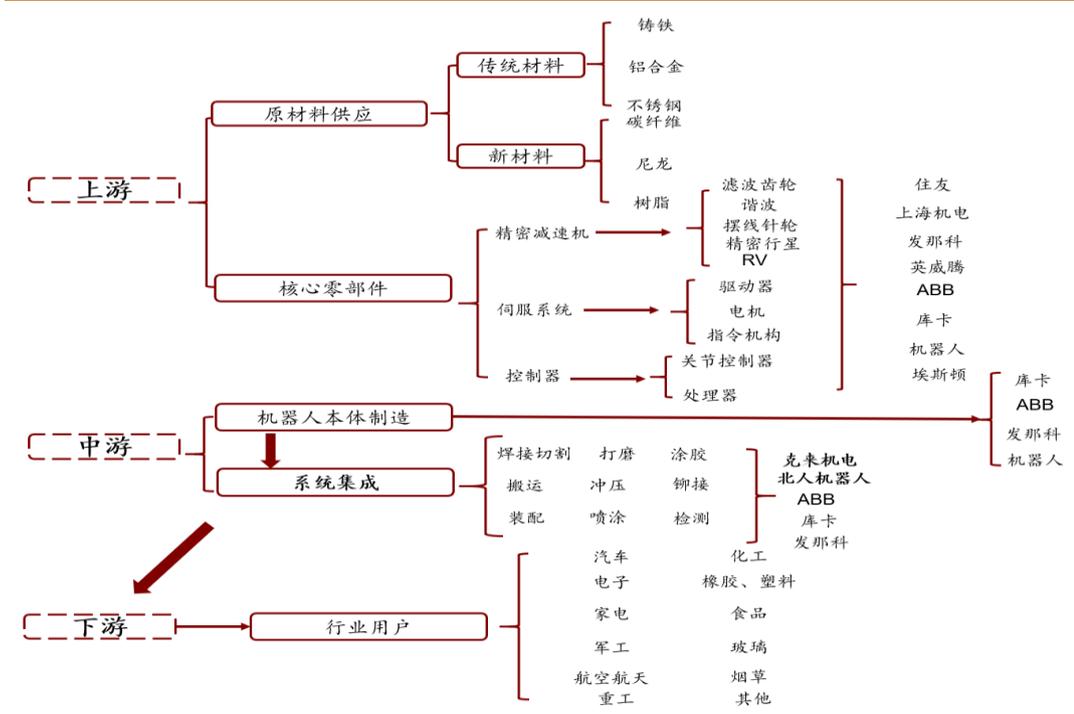


数据来源：wind，西南证券整理

2 深度绑定博世，在手订单充足，内生增长稳健

公司主营自动化产线，在产业链中处于下游系统集成环节。公司以汽车及零配件业自动化生产需求为契机，聚焦汽车电子、汽车内饰零配件自动化生产、检测设备领域，通过不断的研发和较好的客户服务，突破了联合电子、德国博世、联创电子等国内外多家大型汽车零部件生产企业。汽车行业正处在智能化和电动化快速发展的阶段，公司有望在汽车电子化的进程中，获得更好的业务发展。

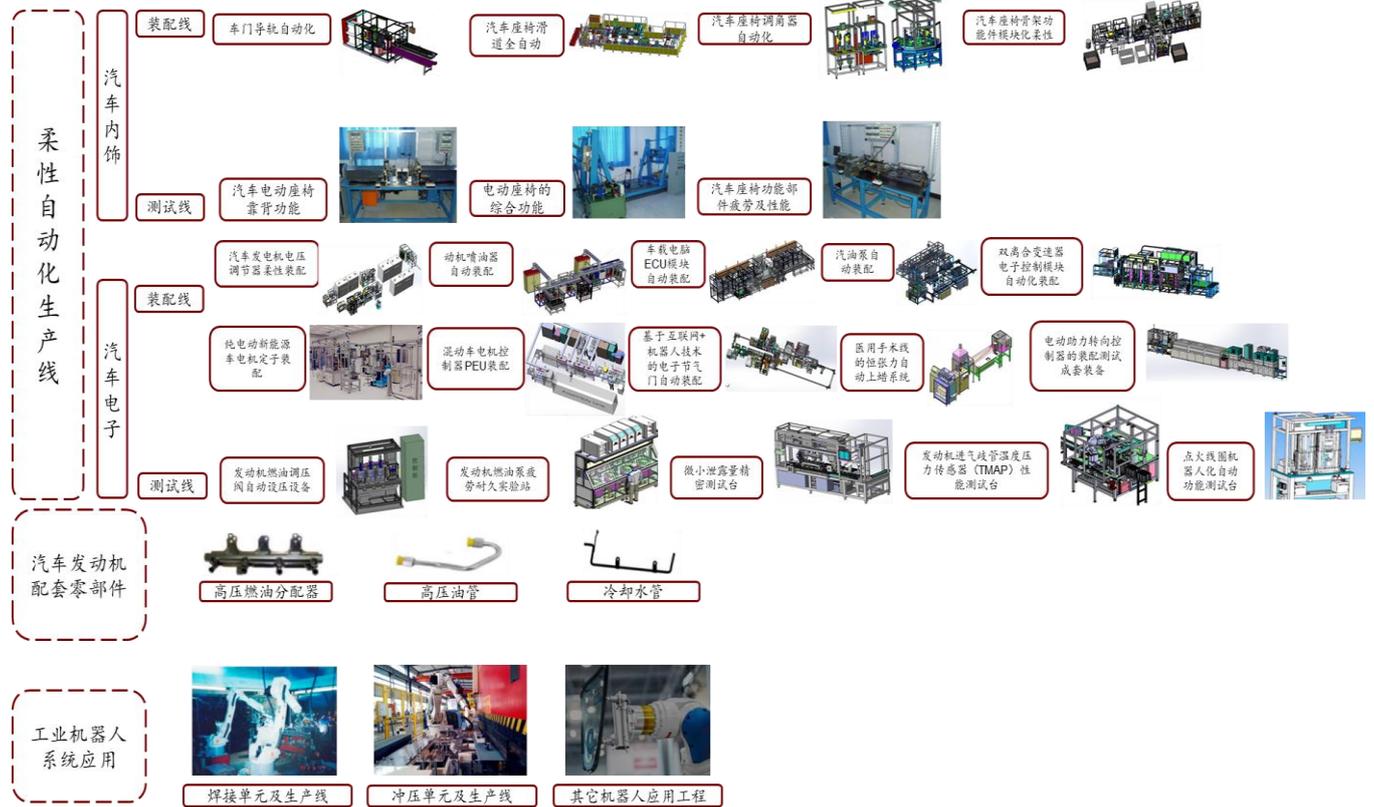
图 13：公司所处产业链位置



数据来源：西南证券整理

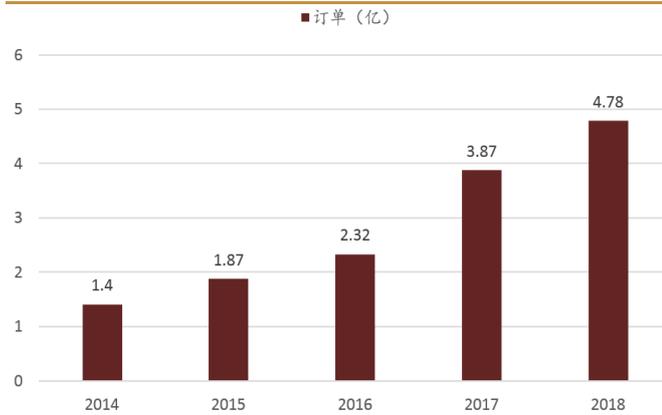
公司的产品可分为柔性自动化生产线与工业机器人系统应用两大类，主要应用在汽车电子、汽车内饰等领域，产品涵盖装配线、检测线、焊接线、喷涂线、折弯线等各类非标智能装备。公司先后与联合电子、德国博世、联创电子、延锋江森等国内外多家大型汽车零部件生产厂商建立战略合作伙伴关系。

图 14：公司具体产品

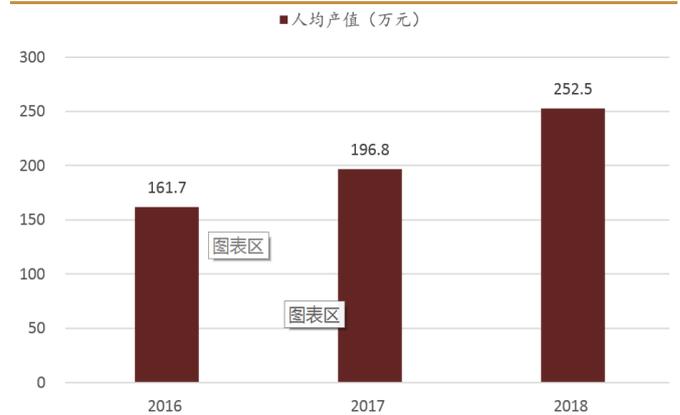


数据来源：西南证券整理

经过多年努力，公司已经和博世深度合作，2016 年，博世系客户订单约占全部在手订单的 60%左右。2018 年，公司柔性自动化装备与工业机器人系统新签订单约 4.8 亿元，较 2017 年增加约 1.2 亿元，增长 31.7%。（2017 年约 3.9 亿订单为所有订单）。加上未完成的部分订单，公司在手订单充足，且大部分订单有望今年确认收入，2019 年业绩高增长确定性较强。考虑到公司在博世业务占比较低，双方合作较好，未来增长空间较大。

图 15：历年订单（2014-16 为在手订单，2017-18 新签订单）


数据来源：wind，西南证券整理

图 16：人均产值


数据来源：wind，西南证券整理

3 外延并购众源，客户+产品齐拓展

2018 年，公司完成对上海众源的收购，业务从汽车零部件自动化设备提供商拓展到了汽车零部件生产商。上海众源主要销售汽车燃油分配器、燃油管及冷却水硬管，是大众汽车旗下发动机零配件的主要供应商之一，主要给大众汽车（主要为上汽大众、一汽大众、德国大众）的发动机工厂供货，成为大众汽车发动机管路的主要供应商之一，进入门槛较高，未来的产品保持与大众汽车的同步研发。2014-2016 年，众源针对汽车行业的营业收入分别为 1.2 亿元、1.5 亿元、1.8 亿元，承诺 2017-2019 年，公司扣非净利润分别不低于 1800 万元、2200 万元和 2500 万元。2017-2018 年，公司实际实现扣非利润 2082.5 万、2425.1 万，超额完成业绩承诺。通过上海众源与大众汽车的渠道资源，克来机电将充分发挥在汽车行业的自动化装备服务的优势，有望给公司的业务拓展打开市场窗口。

4 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 柔性自动化装备与工业机器人系统：公司 2018 年新增订单约 4.8 亿，加上未完成订单，在手订单充足，且预计大部分 2019 年能确认收入。假设 2019 年，90% 以上订单能确认收入，公司和博世等核心客户深度合作，且在核心客户占比不足 1%，业绩空间较大，假设 2020-2021，公司新签订单增速为 30%/30%。
- 2) 汽车发动机配套零部件：2019 年国六标准逐步推行，上海众源深度受益，公司国六产品已通过大众认证，公司将进入业绩释放期，假设 2019~2021 年，销量增速分别为 49%/20%/20%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
柔性自动化装备 与工业机器人系统	收入	313.38	450	585	760.5
	增速	58.10%	43.60%	30.00%	30.00%
	毛利率	35.72%	36.00%	36.20%	36.40%
汽车发动机 配套零部件	收入	268.68	400	480	576
	增速		48.88%	20.00%	20.00%
	毛利率	18.71%	19.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	583.22	850	1065	1336.5
	增速	131.52%	45.74%	25.29%	25.49%
	毛利率	28.01%	28.00%	28.90%	29.33%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司选取了目前 A 股的自动化集成及相关机器人公司。截至 2019 年 4 月 25 日，可比公司对应 2019 年 PE 为 43 倍。我们认为相比于可比公司，公司客户优质，是国内汽车电子自动化的稀缺龙头，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况（2019/4/25）

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
000584.SZ	哈工智能	0.2	0.28	0.36	32	29	22
300024.SZ	机器人	0.29	0.37	0.47	46	48	39
002747.SZ	埃斯顿	0.12	0.19	0.27	70	53	37
平均值					49	43	33
603960.SH	克来机电	0.37	0.57	0.72	73	46	35

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

订单交付或低于预期，新业务拓展或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	583.22	850.00	1065.00	1336.50	净利润	78.01	123.10	160.63	204.75
营业成本	419.85	612.00	757.23	944.48	折旧与摊销	20.63	20.08	20.08	20.08
营业税金及附加	4.27	6.12	7.67	9.62	财务费用	-1.70	0.13	0.16	0.20
销售费用	6.87	10.01	12.54	15.74	资产减值损失	2.00	2.00	2.00	2.00
管理费用	38.93	85.00	106.50	133.65	经营营运资本变动	-45.68	-61.76	-35.80	-51.71
财务费用	-1.70	0.13	0.16	0.20	其他	-42.70	-2.11	-0.11	-3.11
资产减值损失	2.00	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	10.57	81.43	146.96	172.21
投资收益	0.11	0.11	0.11	0.11	资本支出	-194.82	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	37.30	0.11	0.11	0.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-157.52	-99.89	-99.89	-99.89
营业利润	86.25	134.86	179.02	230.93	短期借款	29.88	-59.88	0.00	0.00
其他非经营损益	4.92	9.96	9.96	9.96	长期借款	0.00	100.00	100.00	100.00
利润总额	91.17	144.82	188.98	240.89	股权融资	0.00	40.56	0.00	0.00
所得税	13.16	21.72	28.35	36.13	支付股利	-14.87	-13.03	-20.56	-26.83
净利润	78.01	123.10	160.63	204.75	其他	7.53	-0.13	-0.16	-0.20
少数股东损益	12.86	20.30	26.49	33.76	筹资活动现金流净额	22.53	67.53	79.28	72.97
归属母公司股东净利润	65.15	102.80	134.14	170.99	现金流量净额	-124.43	49.07	126.35	145.29
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	171.34	220.41	346.76	492.05	成长能力				
应收和预付款项	181.47	270.62	336.09	422.57	销售收入增长率	131.51%	45.74%	25.29%	25.49%
存货	202.20	294.74	362.69	453.87	营业利润增长率	55.74%	56.36%	32.74%	29.00%
其他流动资产	10.74	15.65	19.61	24.61	净利润增长率	54.51%	57.79%	30.49%	27.47%
长期股权投资	0.70	0.70	0.70	0.70	EBITDA 增长率	74.93%	47.42%	28.50%	26.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	167.71	257.66	347.61	437.57	毛利率	28.01%	28.00%	28.90%	29.33%
无形资产和开发支出	204.18	194.19	184.21	174.22	三费率	7.56%	11.19%	11.19%	11.19%
其他非流动资产	2.29	2.24	2.20	2.16	净利率	13.38%	14.48%	15.08%	15.32%
资产总计	940.63	1256.23	1599.87	2007.74	ROE	13.46%	16.86%	18.46%	19.54%
短期借款	59.88	0.00	0.00	0.00	ROA	8.29%	9.80%	10.04%	10.20%
应付和预收款项	225.26	320.33	401.40	502.33	ROIC	19.41%	18.87%	20.04%	21.65%
长期借款	0.00	100.00	200.00	300.00	EBITDA/销售收入	18.03%	18.24%	18.71%	18.80%
其他负债	75.98	105.75	128.26	157.27	营运能力				
负债合计	361.12	526.08	729.66	959.60	总资产周转率	0.72	0.77	0.75	0.74
股本	135.20	175.76	175.76	175.76	固定资产周转率	4.60	5.51	7.39	9.97
资本公积	155.16	155.16	155.16	155.16	应收账款周转率	5.13	4.57	4.28	4.29
留存收益	198.40	288.17	401.75	545.92	存货周转率	2.69	2.46	2.30	2.30
归属母公司股东权益	488.76	619.08	732.67	876.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.17%	—	—	—
少数股东权益	90.76	111.06	137.55	171.31	资本结构				
股东权益合计	579.52	730.15	870.21	1048.14	资产负债率	38.39%	41.88%	45.61%	47.80%
负债和股东权益合计	940.63	1256.23	1599.87	2007.74	带息债务/总负债	16.58%	19.01%	27.41%	31.26%
					流动比率	1.62	1.93	2.05	2.15
					速动比率	1.04	1.22	1.35	1.45
					股利支付率	22.83%	12.67%	15.33%	15.69%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.58	0.76	0.97
					每股净资产	2.78	3.52	4.17	4.99
					每股经营现金	0.06	0.46	0.84	0.98
					每股股利	0.04	0.07	0.12	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	105.18	155.06	199.25	251.20					
PE	72.57	45.99	35.25	27.65					
PB	9.67	7.64	6.45	5.39					
PS	8.11	5.56	4.44	3.54					
EV/EBITDA	33.50	29.70	22.98	18.05					
股息率	0.15%	0.28%	0.43%	0.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn