

2019 年 07 月 07 日

证券研究报告·新股分析报告

瀚川智能 (688022) 机械设备

合理价格区间

21.6-24.9 元



智能制造装备领先企业，聚焦汽车电子

投资要点

- 公司根据第一项标准上市。
- 国内智能制造装备领先企业，聚焦汽车电子。公司是专业的智能制造装备整体解决方案供应商，2012 年 11 月成立。公司客户群体覆盖汽车电子行业、医疗行业等，现阶段业务聚焦汽车电子领域，收入贡献 90% 以上。2018 年，公司营业收入 4.4 亿 (+78.8%)，归母净利润 7026 万 (+118.2%)
- 行业下游应用广，发展空间大。据《“十二五”智能制造装备产业发展规划》，到 2020 年，智能制造装备产业销售收入有望超过 3 万亿元。智能制造装备下游应用包括汽车电子、医疗健康、新能源电池等。据盖世汽车研究院预测，未来五年，全球汽车电子年增速 6%，国内年增速将超过 10%。目前，国际知名厂商聚焦高端应用领域，进入门槛较高。海外企业具备先发优势。国内竞争者技术参差不齐，部分企业起步晚、规模小、研发能力薄弱、项目实施经验不足，业务集中在搬运等中低端应用领域。随着多年投入和积累，部分国内企业实力也有较大提升。
- 业绩快速增长，技术水平领先。(1) 业绩增长快。2016-2018，公司营业收入从 1.5 亿增至 4.4 亿，复合增速 71.3%，归母净利润从 217 万元增至 7026 万，复合增速 469.1%。(2) 产品实力强。公司产品实力强，能和海外一线企业竞争。汽车电子领域是现阶段公司业务核心。2018 年公司新增新能源业务收入 3600 万元，医疗领域客户也不断增加。(3) 深度合作泰科电子。截至 2018 年，公司前五大客户收入贡献 75.1%，泰科电子是公司的重要大客户，单一客户收入贡献近 36%。受益于和客户的良好合作关系，公司未来对其销售收入仍有较大的提升空间。(4) 持续高研发投入，技术水平不断提升。2018 年公司研发费用率 4.5%，现有研发与技术人员占比 51.9%。公司核心技术超高速精密曲面共轭凸轮技术等，大部分为公司原始创新，部分技术水平行业领先，能打破海外企业垄断。
- 盈利预测与估值。预计公司 2019-2021 年营业收入复合增速为 28.7%。公司业务相对成熟，有可对标上市公司，可选 PE 估值对公司进行估值。可比公司 2019 年平均估值 26 倍和最高估值 43 倍，结合公司未来三年归母净利润复合增速 26.6%，公司合理 PE 对应 2019 年在 26-30 倍之间，假设公司发行后股本数量为 1.08 亿股，对应价格下限为 21.6 元/股、上限为 24.9 元/股，对应市值下限 23.3 亿、上限为 26.7 亿元。我们认为瀚川智能的合理定价范围区间为 21.6~24.9 元/股，合理市值空间为 23.3 亿元~26.7 亿元。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	436.02	584.18	748.54	929.94
增长率	78.81%	33.98%	28.14%	24.23%
归属母公司净利润 (百万元)	70.26	89.97	116.24	142.39
增长率	118.21%	28.07%	29.20%	22.49%
每股收益 EPS (元)	0.87	0.83	1.08	1.32
净资产收益率 ROE	37.99%	29.81%	27.81%	25.41%

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

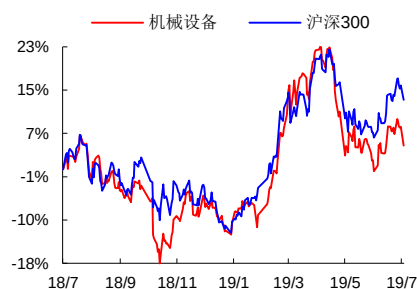
邮箱: lmm@swsc.com.cn

联系人: 丁逸朦

电话: 021-58352138

邮箱: dym@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	8,100
本次发行(万股)	2,700
发行后总股本(万股)	10,800
2018 年每股收益(摊薄后) (元)	0.6505
2018 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后) (元)	0.6577

主要指标 (2018)

每股净资产(元)	2.26
毛利率(%)	35.61
流动比率	1.32
速动比率	0.78
应收账款周转率	5.4
资产负债率(%)	61.58
净资产收益率(%)	37.99

相关研究

投资要件

关键假设

(1) 智能制造装备: 1) 汽车电子智能制造装备: 根据盖世汽车预测, 2019-2021 年, 国内汽车电子市场规模为 7200 亿/8085 亿/8894 亿元。公司智能制造装备主要由汽车电子领域贡献, 2017-2018 年, 该业务收入在国内汽车领域市占率分别为 0.04%/0.06%, 公司客户还在持续拓展中, 市占率持续提升, 假设 2019-2021 年, 公司按收入口径的市占率分别为 0.07%/0.08%/0.09%, 毛利率能维持 38.0%的水平; 2) 新能源智能制造装备: 新能源是公司新增业务, 下游行业快速发展, 过去三年锂电池出货量增速约 39%, 行业自动化率低, 智能装备需求强, 公司刚开始合作企业, 未来有望快速增长, 假设 2019-2021 年增速为 30%。随着业务规模扩大, 项目经验增加, 毛利率有望提升, 假设未来三年分别为 20%/21%/22%; 3) 医疗健康智能制造装备: 2010-2017 年, 国内医疗市场规模从 1260 亿增至 4450 亿元, 复合增速为 19.8%。公司医疗业务体量尚小, 且不断开拓新客户, 假设 2019-2021 年增速为 30%, 毛利率维持 31%; 4) 其他智能制造装备: 2019-2021 年增速假设为 20%, 毛利率维持 20.5%。

(2) 零部件: 2019-2021 年增速假设为 5%。

(3) 其他业务: 2019-2021 年增速假设为 5%。

公司亮点

公司是国内领先的智能制造装备领先产品企业, 聚焦汽车电子, 深度合作泰科电子。和海外龙头比, 公司部分产品性能领先, 能实现进口替代。和国内企业比, 公司业务规模及收入更大。随着公司自身业务范围扩张及行业规模增长, 业绩有望快速增长, 发展空间可期。

股价上涨的催化因素

(1) 新开拓客户; (2) 原有客户配套产品种类增加; (3) 下游客户销售增速加快等。

估值和目标价格

我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 5.8 亿元、7.5 亿元和 9.3 亿元, 同比增速分别为 34.0%、28.1%和 24.2%, 毛利率分别为 35.9%、36.0%和 36.0%; 归母净利润分别为 0.9 亿元、1.2 亿元和 1.4 亿元, 同比增速分别为 28.1%、29.2%和 22.5%。公司业务已经相对成熟, 也有可对标的上市公司, 可以选择 PE 估值方式来对公司进行估值。可比公司 2019 年平均估值 26 倍和最高估值 43 倍, 结合公司未来三年归母净利润复合增速 26.6%, 公司合理 PE 对应 2019 年在 26~30 倍之间, 公司 2019 年 EPS 为 0.83 元, 对应价格下限为 21.6 元/股、上限为 24.9 元/股, 对应市值下限 23.3 亿、上限为 26.7 亿元。我们认为瀚川智能的合理定价范围区间为 21.6~24.9 元/股, 合理市值空间为 23.3 亿元~26.7 亿元。考虑到科创板初设, 短期股价可能超过目标区间。

投资风险

1) 客户集中度高的风险; 2) 募投项目扩张不达预期风险; 3) 技术研发的风险。

目 录

1 国内智能制造装备领先企业，聚焦汽车电子	1
1.1 国内智能制造装备领先企业	1
1.2 业绩快速增长，盈利水平持续提升	1
1.3 募集资金主要用于产能扩建及研发投入	3
2 智能制造装备下游应用广，行业发展空间大	3
2.1 智能制造助力企业提效降本，市场需求高	3
2.2 下游应用广泛，发展空间大	3
2.3 行业处于成长阶段，高端市场进入门槛高	5
3 业绩快速增长，技术水平领先	6
3.1 业绩快速增长，新业务拓展扰动盈利	6
3.2 产品实力强，下游领域不断拓宽	7
3.3 下游客户集中，深度合作泰科电子	11
4 持续高研发投入，技术水平不断提升	13
5 盈利预测与估值	15
5.1 盈利预测	15
5.2 估值	16
6 风险提示	17

图 目 录

图 1: 发行前公司股权结构	1
图 2: 公司营业收入及增速	2
图 3: 公司归母净利及增速	2
图 4: 2018 年营收结构	2
图 5: 2016-2018 年汽车电子智能制造装备销售额 (亿元) 情况	2
图 6: 公司历年毛利率、净利率	2
图 7: 公司历年三费率	2
图 8: 各车型中汽车电子成本占比	4
图 9: 汽车电子核心应用领域增长情况	4
图 10: 中国新能源汽车销量 (辆)	4
图 11: 中国锂电池出货量	4
图 12: 汽车电子在汽车成本占比变化	5
图 13: 汽车电子市场规模 (亿元) 预测	5
图 14: 全球医疗器械市场规模 (单位: 亿美元)	5
图 15: 国内医疗器械市场规模 (单位: 亿元)	5
图 16: 公司营业收入及增速	6
图 17: 公司归母净利及增速	6
图 18: 公司季度营业收入及增速	6
图 19: 公司季度归母净利	6
图 20: 公司历年毛利率、净利率	7
图 21: 公司分业务毛利率	7
图 22: 汽车电子智能制造解决方案	8
图 23: 公司医疗健康案例	8
图 24: 新能源电池制造	8
图 25: 测试解决方案	8
图 26: 公司业务收入结构	8
图 27: 智能制造装备收入结构	8
图 28: 汽车电子智能制造装备收入 (亿元)	9
图 29: 汽车电子智能制造装备单价 (万元)	9
图 30: 医疗健康智能制造装备收入(亿元)	9
图 31: 医疗健康智能制造装备单价(万元)	9
图 32: 和竞争对手毛利率对比	11
图 33: 和竞争对手研发费用率对比	11
图 34: 公司主要客户	11
图 35: 研发费用及占营收比重	13
图 36: 2018 年公司员工学历构成	13

表 目 录

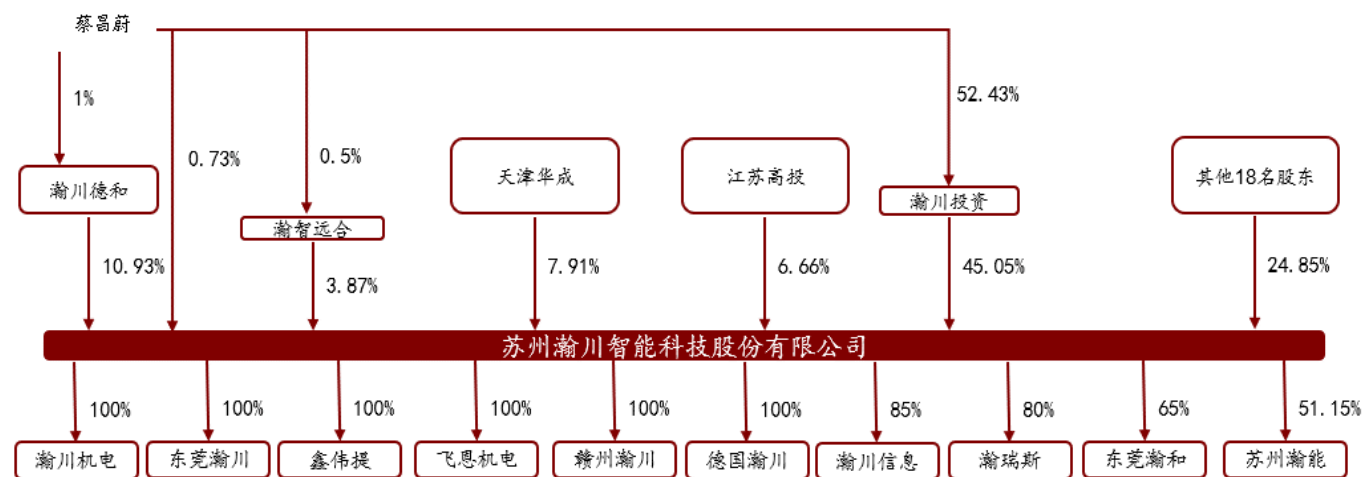
表 1: 核心技术人员简介	1
表 2: 公司募投项目概况	3
表 3: 各国智能制造国家战略	3
表 4: 公司主要产品	7
表 5: 国内外竞争对手概况	10
表 6: 前五大客户	12
表 7: 客户合作历史	12
表 8: 核心技术的技术来源及先进性	13
表 9: 核心技术典型应用情况	14
表 10: 在研项目	15
表 11: 公司各业务收入预测	15
表 12: 可比公司估值情况 (PE) (20190705)	17
附表: 财务预测与估值	18

1 国内智能制造装备领先企业，聚焦汽车电子

1.1 国内智能制造装备领先企业

公司是专业的智能制造装备整体解决方案供应商，主要从事汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业智能制造装备的研发、设计、生产、销售及服务，2012年11月成立，公司产品为涵盖装配、检测、校准、包装等单项或者一体化的柔性化、个性化的智能生产线。

图 1：发行前公司股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司高管同时也是公司的核心技术人员，专业背景深厚，经验丰富。

表 1：核心技术人员简介

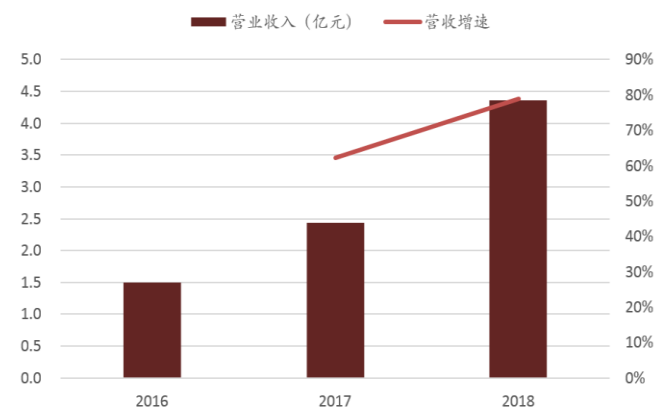
成员	职位	背景简介
蔡昌蔚	董事长、总经理	毕业于合肥工业大学计算机应用专业，本科学历
陈雄斌	董事、副总经理、研发负责人	机械设计制造及其自动化专业，本科学历
宋晓	装备研发部总监	工业工程专业，本科学历
钟惟渊	系统研发部总监	毕业于北京大学计算机及其应用专业，本科学历。
王丽国	ICT&FCT 解决方案部总监	毕业于中国科学院半导体研究所微电子与固体电子学专业，博士研究生学历
陈堃	高级软件工程师	毕业于南京师范大学地图学与地理信息系统专业，硕士研究生学历

数据来源：公司官网，招股说明书，西南证券整理

1.2 业绩快速增长，盈利水平持续提升

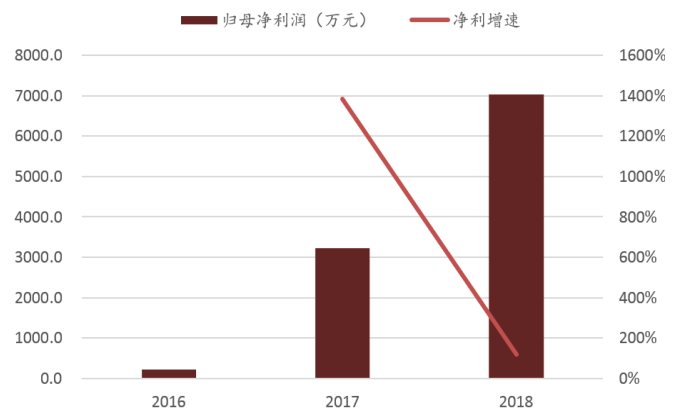
2016-2018，公司营业收入从 1.5 亿增至 4.4 亿，复合增速 71.3%，归母净利润从 217 万元增至 7026 万，复合增速 469.1%。公司核心业务为智能制造装备，且以汽车电子智能制造装备为主。2018 年，汽车电子智能制造装备实现销售 3.7 亿，同比增长 71.7%，此外，公司 2018 年新增新能源电池智能制造装备收入约 3600 万元。

图 2：公司营业收入及增速



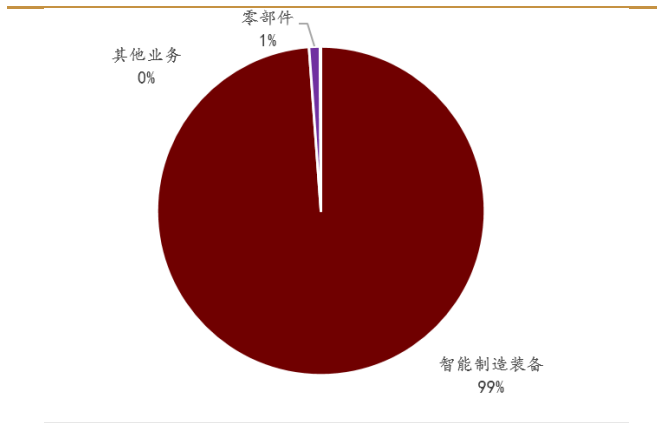
数据来源: wind, 西南证券整理

图 3：公司归母净利润及增速



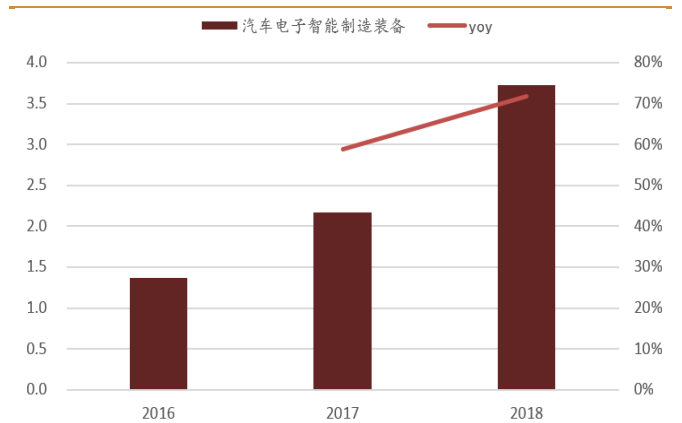
数据来源: wind, 西南证券整理

图 4：2018 年营收结构



数据来源: wind, 西南证券整理

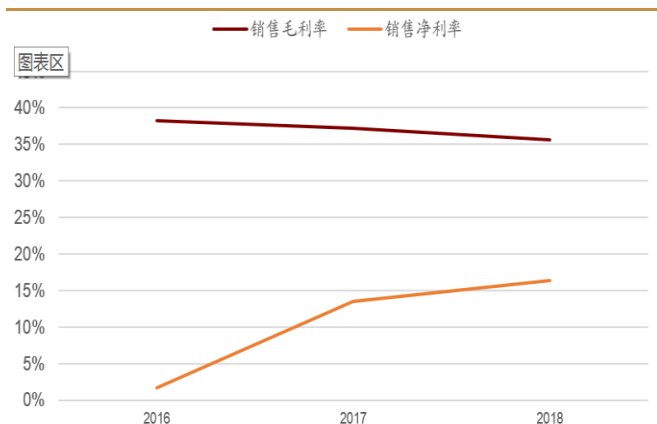
图 5：2016-2018 年汽车电子智能制造装备销售额（亿元）情况



数据来源: wind, 西南证券整理

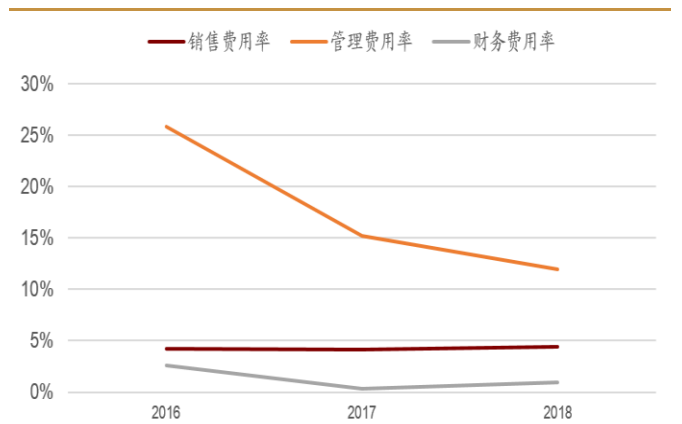
公司毛利率保持较高水平，近几年由于新业务扩张，进入新的产品领域，带来更多投入，毛利率水平略受影响。

图 6：公司历年毛利率、净利率



数据来源: wind, 西南证券整理

图 7：公司历年三费率



数据来源: wind, 西南证券整理

1.3 募集资金主要用于产能扩建及研发投入

公司本次拟发行股票数量不超过 2700 万股，占公司发行后总股本的比例不低于 25%，本次计划募集资金 4.7 亿元，拟用于智能制造系统及高端装备的新建项目，建设期 2 年，达产后将新增年产智能制造定制装备与专用装备、智能制造系统合计 1550 套/台的生产能力。

表 2：公司募投项目概况

序号	项目名称	总投资（万元）	拟用本次募集资金金额（万元）
1	智能制造系统及高端装备的新建项目	46,758.00	46,758.00
	合计	46,758.00	46,758.00

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2 智能制造装备下游应用广，行业发展空间大

2.1 智能制造助力企业提效降本，市场需求高

智能制造装备旨在解决企业劳动力短缺带来的人力成本上升，实现高效、柔性、精确、智能化功能，大幅提高企业生产效率，达到企业降本增效的目的。各国都出台制订了相关的战略规划，希望能促进和推动制造业智能制造的发展。我国作为制造业大国，企业对于智能制造装备的日益增强，市场潜力大，相关供应商发展时机好。根据《“十二五”智能制造装备产业规划》，到 2020 年，智能制造装备产业销售收入有望超过 3 万亿元。

表 3：各国智能制造国家战略

颁布时间	战略名称	相关内容	战略目标
2012 年	美国先进制造业国家战略计划	围绕中小企业、劳动力、伙伴关系、联邦投资以及研发投资等提出五大目标和具体建议	促进美国先进制造业的发展。
2013 年	德国工业 4.0 战略实施建议	建设一个网络：信息物理系统网络；研究两大主题：智能工厂和智能生产；实现三项集成：横向集成、纵向集成与端对端的集成；实施八项保障计划	通过信息网络与物理生产系统的融合来改变当前的工业生产与服务；使德国成为先进智能制造技术的创造者和供应者。
2013 年	法国“新工业法国”战略	解决能源、数字革命和经济生活三大问题，确定 34 个优先发展的工业项目，如新一代高速列车、电动费、节能建筑、智能纺织等	通过创新重塑工业实力，使法国处于全球工业竞争力第一梯队。
2014 年	日本制造业白皮书	重点发展机器人、下一代清洁能源汽车、再生医疗以及 3D 打印	重振国内制造业，复苏日本经济。
2015 年	英国制造业 2050	推进服务+再制造（以生产为中心的价值链）；致力于更快速、更敏锐地响应消费者需求，把握新的市场机遇，可持续发展，加大力度培养高素质劳动力	重振英国制造业，提升国际竞争力。

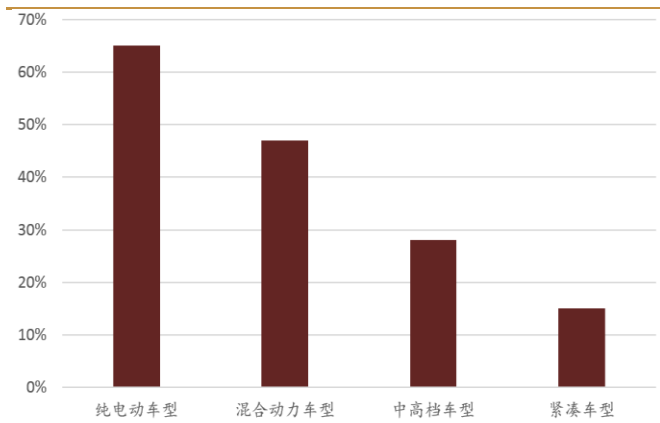
数据来源：招股书，西南证券整理

2.2 下游应用广泛，发展空间大

智能制造装备下游应用广，包括汽车电子、汽车零部件、医疗健康、新能源电池、消费电子等行业。瀚川智能的产品和服务的下游领域聚焦在汽车电子、医疗健康及新能源电池。

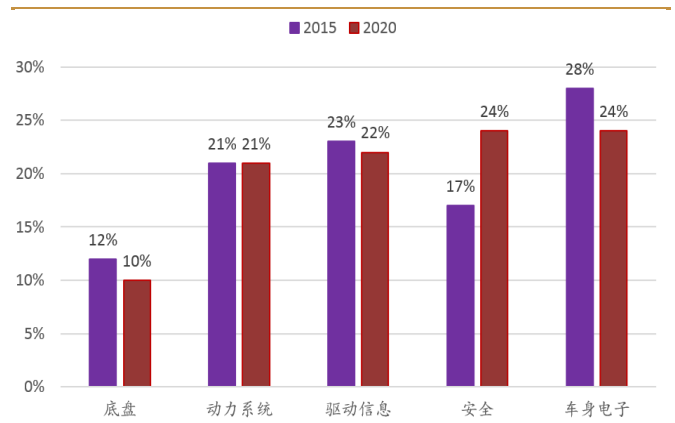
汽车智能化及电动化，催生智能制造需求。汽车行业正在经历电动化、智能化和网络化的变革。智能驾驶技术通过传感器感知车辆自身及周边环境，及时向驾驶员反馈环境感知结果或通过人工智能算法自行进行决策控制，提高行车安全、缓解城市拥堵。更多的汽车开始搭载无线通信模块，利用网联技术与外部网络互通，实现智能出行。汽车电子零部件占比不断提升，产业快速增长。目前纯电动车中汽车电子成本占比已达 65%。

图 8：各车型中汽车电子成本占比



数据来源：盖世汽车研究院、麦肯锡、招股书，西南证券整理

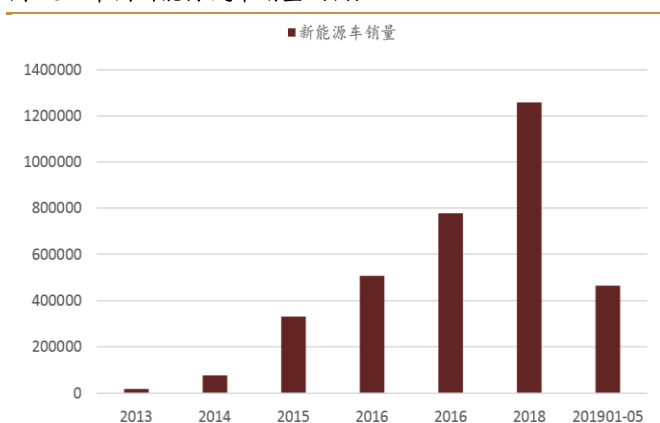
图 9：汽车电子核心应用领域增长情况



数据来源：盖世汽车研究院、麦肯锡、招股书，西南证券整理

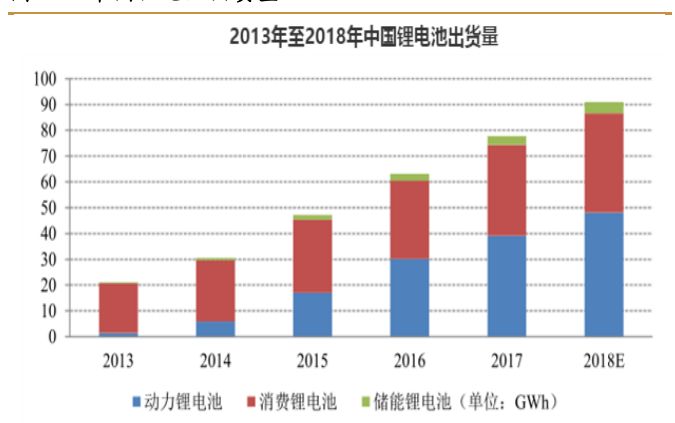
随着汽车智能化程度提升、新能源汽车的销量增加，汽车电子在整车成本的占比有望持续提升。据中投顾问产业研究中心预测，到 2020 年，汽车电子在所有类型整车中的成本占比有望达 50%。据盖世汽车研究院《2017 年中国汽车电子行业白皮书》预测，未来五年，全球汽车电子年增速 6%，中国汽车电子市场年增速将超过 10%。根据前瞻产业研究院的数据，2013-2017 年，中国锂电池出货量从 21.0GWh 增至 77.8GWh，复合增速达 38.7%。目前新能源电池行业的自动化、智能化程度较低，生产效率低、良品率低和运营效率互联互通效率低。智能制造有望在一定程度上解决效率问题，提高新能源电池性能、降低成本。新能源电池需求的快速增长、新能源电池生产待升级的需求打开了智能制造装备的发展空间。

图 10：中国新能源汽车销量（辆）



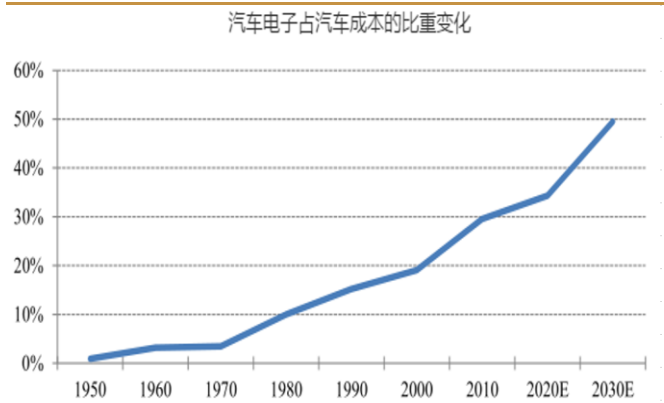
数据来源：中汽协、招股书，西南证券整理

图 11：中国锂电池出货量



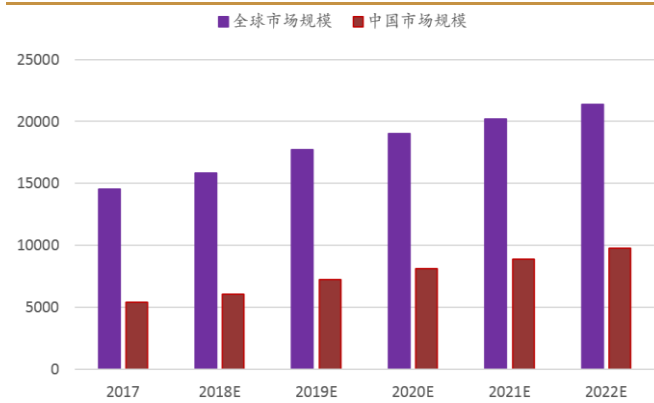
数据来源：前瞻产业研究院、招股书，西南证券整理

图 12：汽车电子在汽车成本占比变化



数据来源：产业信息网、招股书，西南证券整理

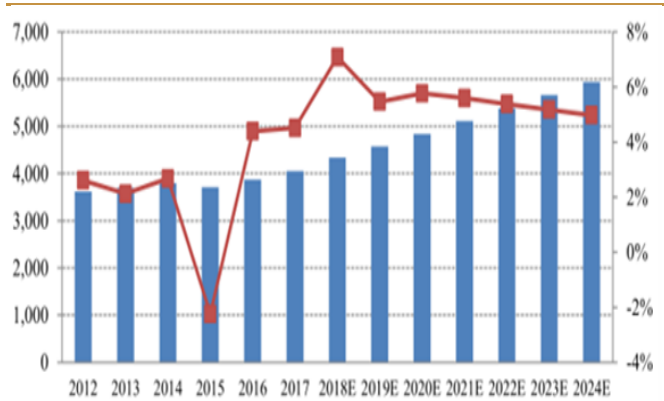
图 13：汽车电子市场规模（亿元）预测



数据来源：盖世汽车、招股书，西南证券整理

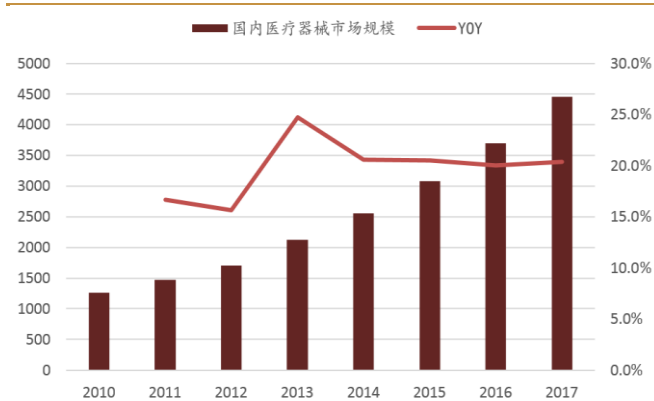
国内医疗健康行业蓬勃发展，设备需求随之提升。随着全球人口增长，人口老龄化程度提高，医疗健康行业蓬勃发展。2012-2017 年，全球医疗器械行业市场规模从 3621 亿美元增至 4050 亿美元，复合增速为 2.3%。2010-2017 年，国内医疗市场规模从 1260 亿增至 4450 亿元，复合增速为 19.8%。根据 EvaluateMedTech 预测到 2024 年全球医疗器械行业规模达 5945 亿美元，复合增速为 5.6%。瀚川智能制造装备主要用于吻合器、口罩、输液袋、胶手套等医疗器械智能制造装备及全自动细胞超低温存储等装备。

图 14：全球医疗器械市场规模（单位：亿美元）



数据来源：EvaluateMedTech、招股书，西南证券整理

图 15：国内医疗器械市场规模（单位：亿元）



数据来源：中国医药物资协会、招股书，西南证券整理

2.3 行业处于成长阶段，高端市场进入门槛高

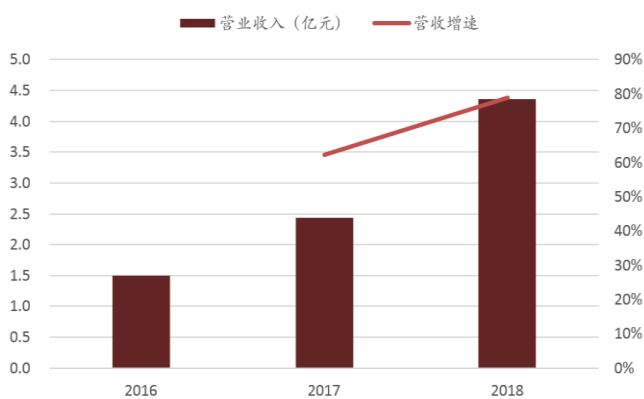
我国智能制造装备行业处于成长阶段，部分领域有成熟案例。智能制造装备供应商结合企业智能制造需求，提供多样化的解决方案。实现车间生产数据实时采集、提升车间操作自动化、生产管理精细化、装备应用智能化是目前智能制造解决方案供应商的主要业务，市场接受度高。但在生产制造关键环节仍有诸多复杂需求暂时无法提供对应的解决方案。目前，国际知名厂商的核心工艺聚焦高端应用领域，工艺复杂、定制化及智能化要求高，进入门槛较高。海外企业具备先发优势。国内竞争者技术参差不齐，部分企业起步晚、规模小、研发能力薄弱、缺乏核心技术、项目实施经验不足，业务集中在搬运、码垛等中低端应用领域。但随着经过持续的研发投入和技术积累，部分国内企业也开始涉及全球知名企业关键生产环节，实现进口替代。

3 业绩快速增长，技术水平领先

3.1 业绩快速增长，新业务拓展扰动盈利

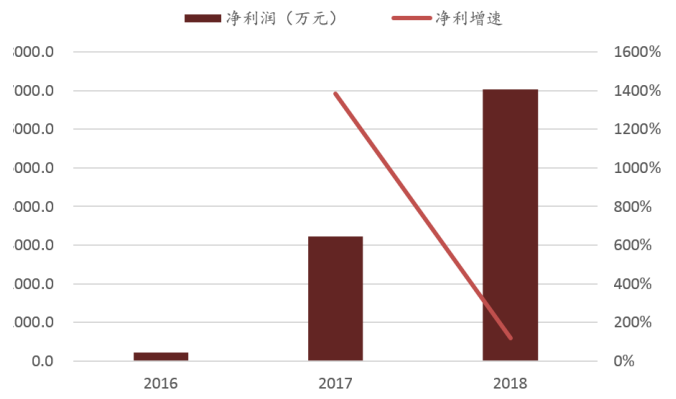
2016-2018，公司营业收入从 1.5 亿增至 4.4 亿，复合增速 71.3%，归母净利润从 217 万元增至 7026 万，复合增速 469.1%。公司核心业务为智能制造装备，且以汽车电子智能制造装备为主。2018 年，汽车电子智能制造装备实现销售 3.7 亿，同比增长 71.7%，此外，公司 2018 年新增新能源电池智能制造装备收入约 3600 万元。公司近年收入快速增长的原因主要有：(1) 泰科电子系、力特集团、莫仕集团等老客户稳定快速增长；(2) 公司在汽车电子智能制造装备领域新增了法雷奥系、欧姆龙（广州）汽车电子有限公司、诺马连接技术（无锡）有限公司等客户；(3) 公司的产品质量和产品技术获客户认可，采购主体扩大；(4) 公司在医疗健康、新能源电池等领域，实现了增长和重大突破。

图 16：公司营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

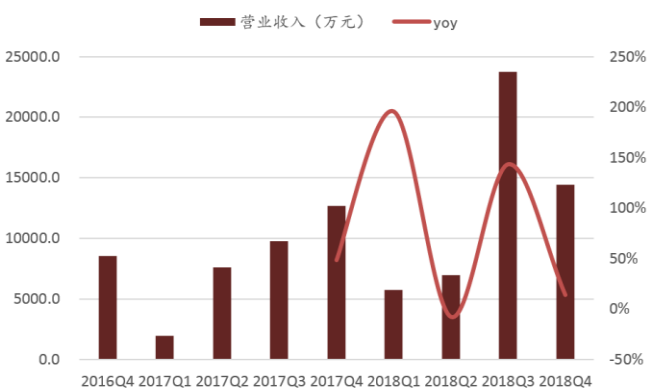
图 17：公司归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

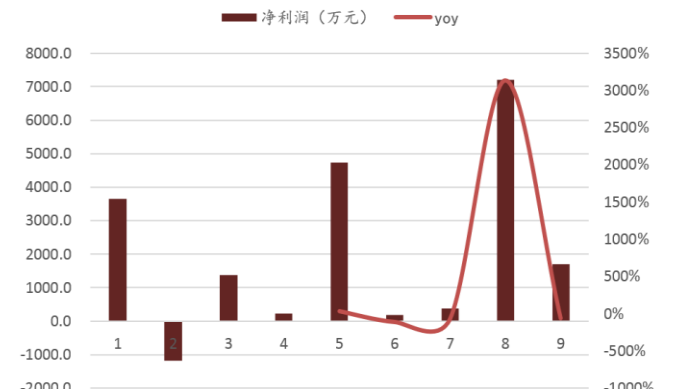
公司营业收入呈现显著的季节性特征。公司的智能制造装备具备非标定制化属性，从项目获得到最终交付确认周期较长，下游行业和客户集中，公司目前的主要客户为欧美跨国的汽车电子制造企业，订单多集中在下半年完成产品中验收，下半年收入确认金额较大。随着公司营业收入规模扩大，下游应用领域逐渐拓展至医疗健康、新能源电池等行业，公司的收入的季节性波动有望平缓。

图 18：公司季度营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

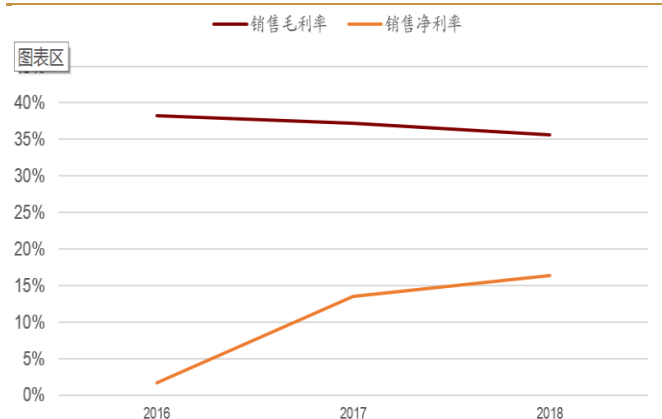
图 19：公司季度归母净利润



数据来源：wind，西南证券整理

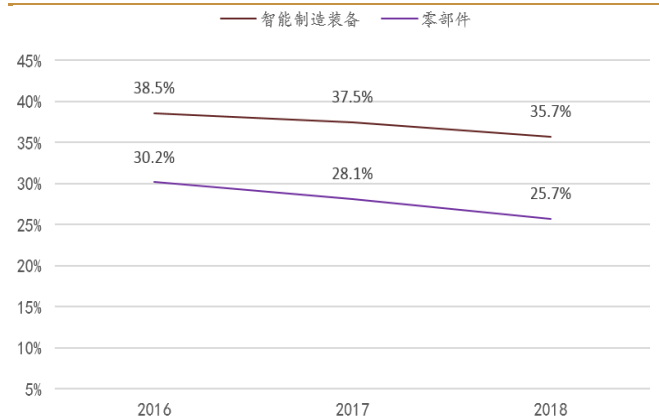
2016-2018 年，公司主营业务毛利率保持在较高水平。由于公司近年来加强了对医疗健康 and 新能源电池客户的开发，研发和人工成本投入增加，此外，由于新行业相关项目经验不足，产品毛利率相对较低，两方面因素造成公司毛利率微降，随着未来业务规模扩大，项目经验增加，公司盈利水平有望提升。

图 20：公司历年毛利率、净利率



数据来源：wind，西南证券整理

图 21：公司分业务毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

3.2 产品实力强，下游领域不断拓宽

公司是一家专业的智能制造装备整体解决方案供应商，主要从事汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业智能制造装备的研发、设计、生产、销售及服务。其中汽车电子领域的智能制造装备是现阶段公司业务的核心。公司还在积极扩展其他下游领域的应用，打开业务增长空间。

表 4：公司主要产品

公司	主要产品
汽车电子智能制造装备	电连接制造领域:ABS Housing 生产线、板端连接器生产线、安全气囊线束生产线等；传感器制造领域:霍尔式曲轴位置传感器生产线、IBS 智能电池传感器生产线等；执行器制造领域:ABS 9.0 Coil 生产线；控制器制造领域:超高速 PCB 插针机、汽车娱乐系统控制模块生产线等
医疗健康智能制造装备	全自动细胞超低温存储、吻合器、口罩、输液袋、胶手套、呼吸机阀等
新能源电池智能制造装备	圆柱锂电池生产线等
他行业智能制造装备	手机天线检测平台、微型开关等

数据来源：招股书，西南证券整理

图 22: 汽车电子智能制造解决方案



数据来源: wind, 西南证券整理

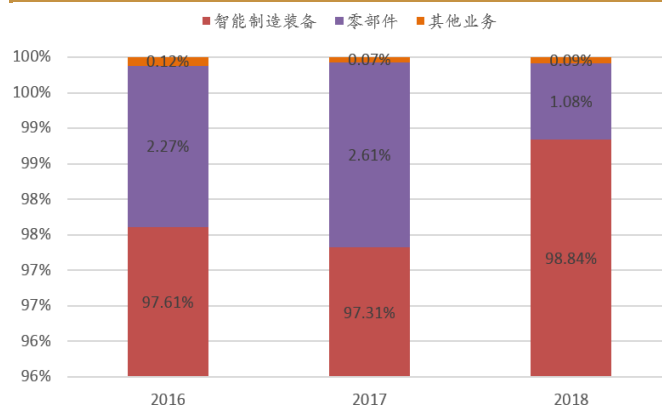
图 24: 新能源电池制造



数据来源: wind, 西南证券整理

2018 年, 公司智能制造装备、零部件和其他业务分别贡献收入比例为 98.8%、1.1%和 0.1%。智能制造装备包含汽车电子智能制造装备、新能源电池智能制造装备、医疗健康智能制造装备及其他, 其中新能源业务是 2018 年公司的新增业务, 收入贡献约 3600 万元。

图 26: 公司业务收入结构



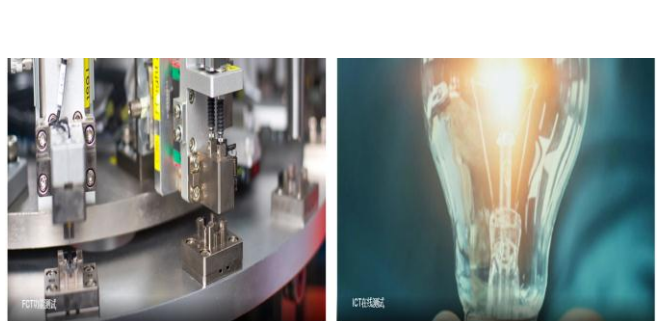
数据来源: 招股书及财报, 西南证券整理

图 23: 公司医疗健康案例



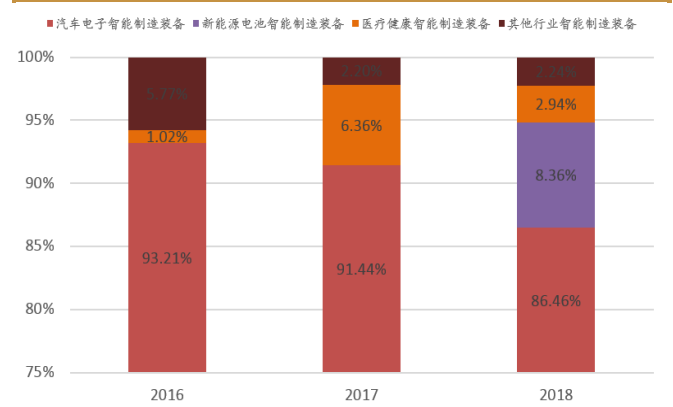
数据来源: wind, 西南证券整理

图 25: 测试解决方案



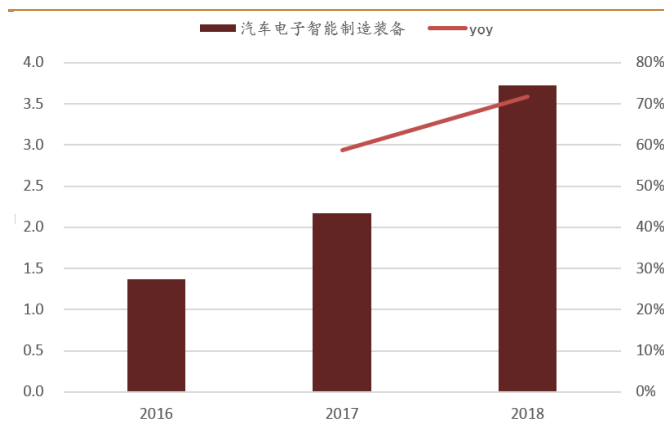
数据来源: wind, 西南证券整理

图 27: 智能制造装备收入结构

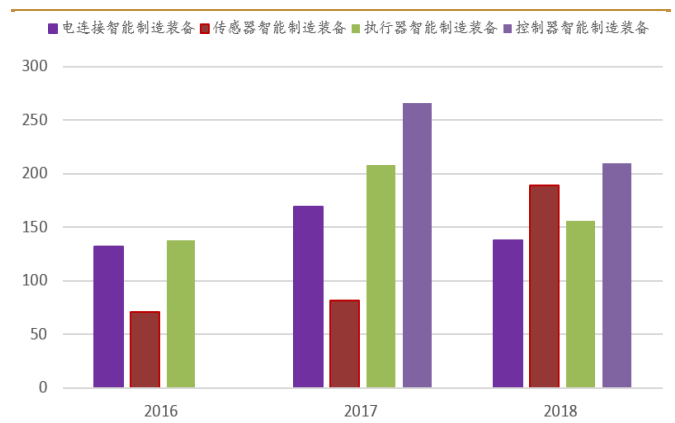


数据来源: 招股书及财报, 西南证券整理

汽车电子智能制造装备-业务成熟、经验丰富。公司长期服务于汽车电子全球领先企业，擅长电连接、传感器、控制器、执行器的装配和测试自动化、智能化解决方案，技术水平高。经过多年的技术积累和项目经验沉淀，能够较好的把握项目成本预算和投标报价，业务成熟、毛利率较为稳定。2016-2018 年，收入从 1.4 亿元增至 3.7 亿元，复合增速 62.6%。博世、电装、麦格纳、大陆集团、爱信精机、李尔及法雷奥等都是公司的合作客户。大陆集团对公司轮速传感器生产线认可度较高，持续增加设备采购，公司同大陆集团的合作范围也不断扩大，从上海大陆、连云港大陆扩大到长春大陆、常熟大陆、印度大陆墨西哥大陆、菲律宾大陆等。大陆集团的增长贡献了公司收入增长金额的 45.5%。

图 28：汽车电子智能制造装备收入（亿元）


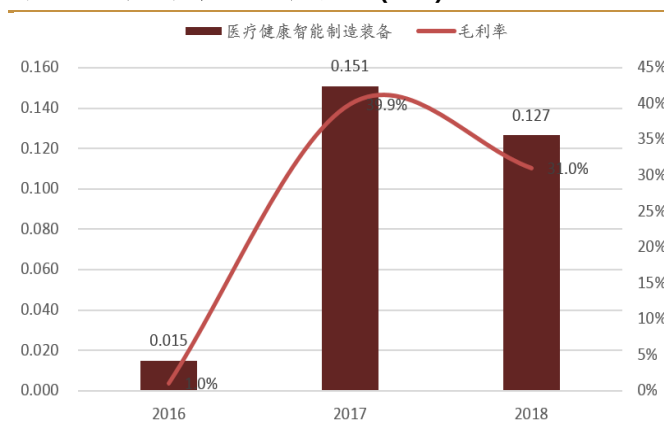
数据来源：招股书及财报，西南证券整理

图 29：汽车电子智能制造装备单价（万元）


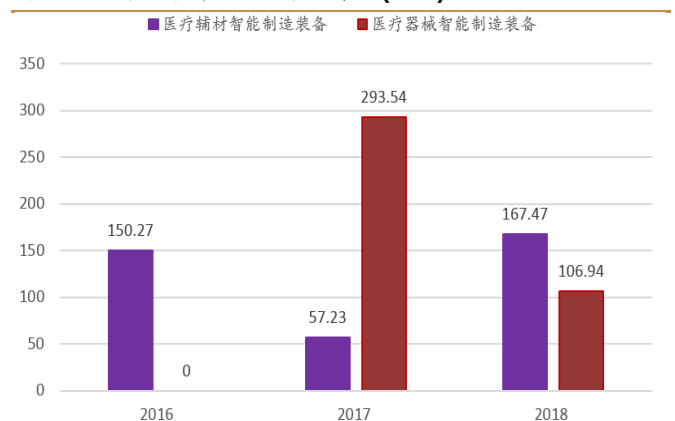
数据来源：招股书及财报，西南证券整理

新能源电池智能装备-新增业务。2018 年，公司新进入新能源电池智能制造装备领域，销售收入主要为两条新能源锂电池全自动组装生产线，由于新行业下产品前期的研发、设计、调试成本较高，人工成本和制造费用成本占比较高，毛利率相对较低，目前仅 19.2%。合作客户亿纬锂能。

医疗健康智能制造装备。2016 年，公司刚进入医疗健康行业，项目前期研发、设计、调试成本较高，初期毛利率较低，仅为 0.96%；随着公司的技术不断积累，到 2018 年，公司在医疗领域的毛利率已趋于稳定。医疗辅材智能制造装备和医疗器械智能制造装备数量较少，产品定制性强，单价波动较大。公司现已合作山东新华医疗器械股份有限公司、美敦力系、3M 中国有限公司等，产品包括吻合器自动生产线、肝癌消融器自动生产线等项目。

图 30：医疗健康智能制造装备收入(亿元)


数据来源：招股书及财报，西南证券整理

图 31：医疗健康智能制造装备单价(万元)


数据来源：招股书及财报，西南证券整理

技术实力领先，具备国际竞争力。公司是国内智能制造装备行业少数业务布局海外，与国外一线同行竞争的企业。目前，公司在德国、美国、法国、匈牙利、罗马尼亚、印度、墨西哥等国家的全球知名企业中均有智能制造装备项目落地，在德国、菲律宾设立了业务网点。

在智能制造装备行业上，国外同行业公司发展久，业务规模大，收入在几十亿的数量级；国内可比公司智云股份、迈为股份等收入规模在 7-10 亿元之间。公司 2018 年营业收入 4.4 亿元，在智能制造装备大行业的上市公司中处于中下游。**在汽车电子领域，**Komax、ATS 和德国帝目等起步早，规模大。公司作为市场的后进入者，逐步得到泰科电子、大陆集团等知名企业认可，市场份额逐渐扩大，通过近几年快速增长，业务规模达到德国赛能水平。与国内企业比，公司业务规模及收入更大，是国内汽车电子智能制造装备的领先企业。**在技术实力及应用方面，**公司技术应用在全球知名企业的核心生产线，与国外一线同行竞标项目。

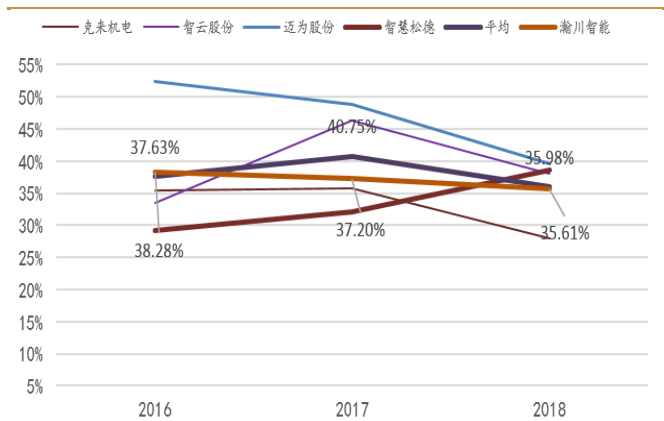
表 5：国内外竞争对手概况

公司	业务	业绩规模	国际化水平
Komax	为客户提供标准化和定制化的质量监测模块、测试系统及智能互联解决方案。产品主要用于汽车电子、航空航天、电信通讯和工业电器，专注线束加工自动化设备的研发和生产。	2018 年营收 32.3 亿人民币，汽车电子板块占比 85%，净利润人民币 3.5 亿元。	全球化公司，在欧洲、北美、南美、亚洲和非洲设有生产基地。
ATS	自动化解决方案提供商，产品应用于医疗健康、交通运输、能源、消费电子等，为客户提供一站式自动化解决方案服务。	2018 年，收入 56.9 亿元人民币，其中交运行业 15.3 亿人民币。	全球化公司，在北美、欧洲、东南亚和中东有 20 个生产基地和 50 个办事处。
德国帝目	创新生产技术和先进装备和功能测试系统的国际市场领导者，主要面向骑行带脑子、汽车零部件、医疗器械和太阳能等。拥有适合产品生命周期任何阶段的自动化解决方案。	2018 年，营收 13.3 亿人民币。	全球化公司，在德国、波兰、美国和中国设有生产基地，在阿根廷、台湾和韩国等地拥有 16 个全球分销和服务网络。
卓越自动化	为复杂制造和测试流程提供灵活、高质量自动化解决方案供应商。提供顶知乎啊、自动化装配生产线和测试应用服务，面向汽车、光学制造、航空、医疗器械等行业	N/A	全球化公司，在美国芝加哥、中国苏州、天津、马来西亚、波兰设有分支机构。
德国赛能	德国领先的一站式、自动化系统制造商。产品包括装备、检测、注塑自动化、机器人及数字服务。	2017 年，营收 4.12 亿人民币。	全球化公司，在墨西哥、香港、中国苏州设有生产基地。
克来机电	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、制造，产品广泛用在汽车、电子、轻工、机械等。	2018 年营业收入 5.83 亿，自动化相关收入 3.13 亿，净利润 7801 万元。	2018 年度境外业务收入占比为 2.44%。
智云股份	主要从事 3C 智能制造装备、汽车智能制造装备以及新能源智能制造装备的生产和销售	2018 年收入 9.76 亿，净利润 1.23 亿。	2018 年度境外收入占比小于 3.70%。
智慧松德	3C 自动化设备及机器人自动化生产线研发、生产及销售。	2018 年营收 3.5 亿净利润 -8.34 亿	2018 年度无境外业务收入。
迈为股份	集机械设计、电气研制、软件算法开发、精密制造一体的高端装备制造商	2018 年收入 7.9 亿，净利润 1.71 亿。	2018 年度境外业务收入占比为 4.52%。

数据来源：招股书，西南证券整理

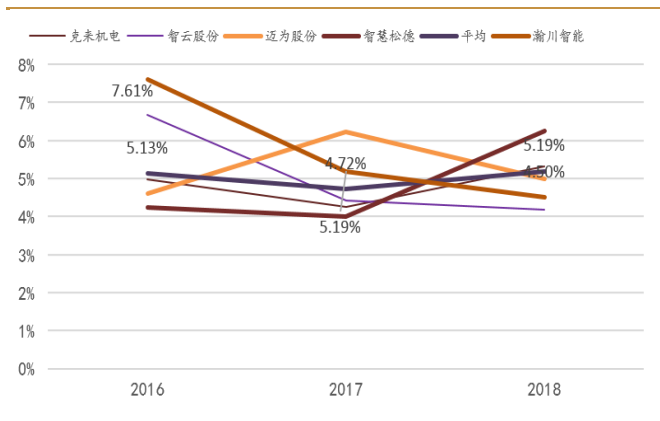
由于公司产品是非标智能制造装备产品,根据客户个性化需求进行设计研发,协定价格。且下游客户在供应商选择时,产品定价是重要考量因素,在技术水平差异不大的情况下,定价差异较小。所以盈利上,公司和行业公司差距不大。研发投入方面,行业可比公司对研发投入都比较重视,费用率差距也较小。

图 32: 和竞争对手毛利率对比



数据来源: 招股书及财报, 西南证券整理

图 33: 和竞争对手研发费用率对比



数据来源: 招股书及财报, 西南证券整理

3.3 下游客户集中, 深度合作泰科电子

公司是专业的智能制造装备整体解决方案供应商,依靠较强的研发技术实力、丰富的项目经验以及高效迅速的客户服务,公司积累了不少全球知名的优质客户,并建立了长期、稳定的合作伙伴关系。在汽车电子行业,全球前十大零部件厂商中,有七家公司为公司客户;在连接器细分领域,全球前二大厂商均为公司重要客户。在医疗健康行业,公司和美敦力、百特、3M 等建立了良好的合作关系。此外,在新能源电池行业,公司开发了亿纬锂能、欣旺达等优质客户。

图 34: 公司主要客户



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司客户集中度较高,泰科电子、大陆集团、力特集团等国际知名公司市公司主要客户。截至 2018 年,公司前五大客户收入贡献 75.1%,泰科电子是公司的重要大客户,单一客户收入贡献近 36%。客户结构还在不断优化,随着公司和大陆集团合作的深化,大陆集团排名及销售收入快速上升。公司在新能源电池行业的业务也有拓展,亿纬锂能 2018 年成为前五大客户。2016-2018 年,泰科电子非标自动化生产线装备的采购支出预计分别为 9.9 亿元、13.3 亿元及 15.0 亿元。公司对泰科电子的销售收入占其自动化生产线装备采购支出的 10% 左右,受益于和客户的良好合作关系,公司未来对其销售收入仍有较大的提升空间。

表 6: 前五大客户

时间	客户名称	占收入比例 (%)	时间	客户名称	占收入比例 (%)	时间	客户名称	占收入比例 (%)
2018 年	泰科电子系	35.9	2017 年	泰科电子系	50.7	2016 年	泰科电子系	58.0
	大陆集团	18.8		力特集团	9.4		力特集团	8.4
	亿纬锂能	8.3		大陆集团	4.7		青岛飞恩机电科技有限公司	6.4
	力特集团	7.7		森萨塔系	4.4		森萨塔系	6.3
	莫仕集团	4.3		美敦力系	3.7		精英模具系	3.9
	合计	75.1		合计	72.8		合计	83.0

数据来源:招股书,西南证券整理

表 7: 客户合作历史

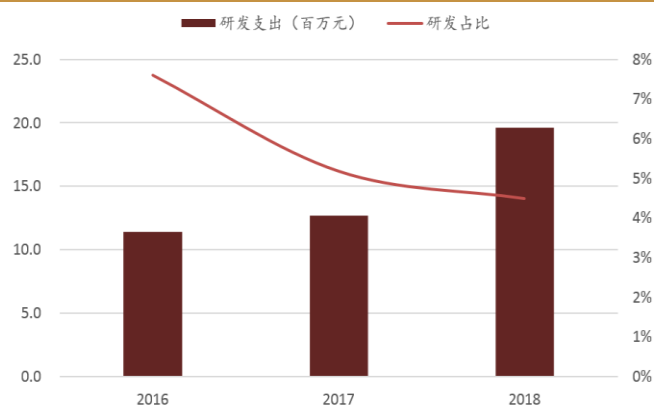
客户名称	合作历史
大陆集团	2016 年 1 月通过大陆的合格供应商认证,同年 4 月取得 Double Calibration 生产线订单;2017 年与菲律宾、印度工厂等大陆集团亚太工厂合作;2018 年与欧洲工厂进行合作,提供 IBS 生产线。
亿纬锂能	2017 年 3 月开始合作,为其研制圆柱锂电池生产线。
力特集团	2012 年开始合作,为其提供 Midi 汽车保险丝生产线;2014 年出口转盘装备至力特集团美国芝加哥实验室;2015 年出口首台拨动开关自动生产线到立陶宛工厂,开始与立陶宛工厂合作;2016 年开始与菲律宾工厂开展合作。
莫仕集团	2012 年、2016 年开始与莫仕集团苏州、成都、东莞开展合作;2017 年与美国莫仕总部合作,为其核心产品提供全自动组装测试机,2018 年开始与菲律宾、墨西哥工厂展开合作。
森萨塔	2012 年与森萨塔常州工厂开始展开合作;2013 年开始与森萨塔宝应工厂展开合作;同年,向墨西哥工厂出口备件,2014 年取得墨西哥工厂首个生产线订单。
美敦力	2016 年与美敦力正式展开合作,2017 年交付第一条吻合器生产线到美国;2017 年与美敦力上海工厂合作,交付首条肝癌消融器 (Asher 2.0) 组装设备。
精英模具	2013 年开始合作,主要提供自动化开关、注塑相关设备。
法雷奥	2016 年开始与法雷奥广州工厂合作,主要提供开关装配线,自动化注塑线体等装备;2017 年与法雷奥深圳工厂合作,提供 FCT 测试相关设备;2018 年获得全动车窗升降开关 (window lifter) 大额订单

数据来源:招股书,西南证券整理

4 持续高研发投入，技术水平不断提升

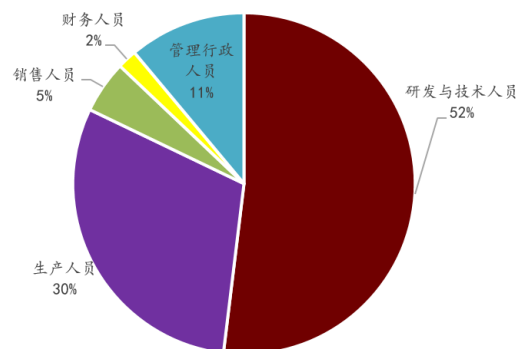
自公司成立以来，一直保持较高的研发投入，研发投入额每年持续上升。2018 年公司研发费用为 1960 万元，研发费用率 4.5%。公司现有研发与技术人员 366 人，占总员工人数的 51.9%，其中本科以上学历占比 56.7%。

图 35：研发费用及占营收比重



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 36：2018 年公司员工学历构成



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司核心技术包括超高速精密曲面共轭凸轮技术、基于 YOLO 算法的表面缺陷快速检测技术、嵌入式工业设备实时边缘计算网关技术等，大部分为公司原始创新，部分技术水平行业领先，能打破海外企业垄断。

表 8：核心技术的技术来源及先进性

核心技术名称	技术来源	技术先进性及具体表征
超高速精密曲面共轭凸轮技术	原始创新	凸轮组具有优秀的运动特性，极大的减小了高速运动下的冲击载荷和振幅。动态平衡性能优秀。加工精度高，装配精度可达±0.01mm。可实现超高速精密装配。公司结合该技术开发了 PCB 超高速插针机，打破欧美厂商垄断，生产效率上提升 20%以上
基于 YOLO 算法的表面缺陷快速检测技术	吸收再创新	深度学习预训练好的卷积神经网络，可高速检测表面缺陷，扩大视野，减少误判，提高检测效率。
嵌入式工业设备实时边缘计算网关技术	原始创新	集设备互联、数据采集、智能数据分片、清洗等功能为一体；自主开发边缘计算引擎用于复杂计算；可以实现智能制造装备的快速接入私有/共有云。装配于智能制造装备中，提升网络化智能化功能。
机器视觉高速定位技术	原始创新	可在高速运动过程中对多点目标定位，同步反馈给运动控制系统，控制运动平台进行高速精确对准，实现对目标元件基准点的亚像素点精准定位
嵌入式微处理器和现场可编程逻辑阵列集成的片上测试技术	原始创新	具备实时操作系统、单片集成微处理器功能和超大规模逻辑处理能力。多通道高速模拟信号采集技术，同步精度微秒级；模拟量输入输出控制精度高
能量回馈对拖测试技术	原始创新	具有高度高精度高稳定性，输出相位准确，降低驱动器设计缺陷和机械硬件迭代，回馈效率高，实现电机的四象限工作。
高速压力位移检测控制技术	原始创新	对压力及位移信号进行动态实时采集，利用自主研发的软件算法对压力信号与位移信号进行高速运算
用于辅助驾驶系统的传感器融合 HIL 测试技术	原始创新	创新雷达目标模拟器和 3D 虚拟道路场景模拟器，可生成基于场景的测试程序。采集和处理多种传感器数据，进行数据融合共享。模拟器完全同步实时数据，实时验证传感器

核心技术名称	技术来源	技术先进性及具体表征
		融合算法，进而达到对辅助驾驶系统测试的目的。
高速射频通讯测试技术	原始创新	自主研发的射频信号相位编码译码测试系统，替代成本高的标准射频解码仪器；重构传统技术路径
传感器校准技术	原始创新	采用自主研发采样电阻，电阻精度达 0.01% 以上，电阻温飘极小，校准精度高
新能源汽车逆变器高压大电流功率测试技术	原始创新	整个系统可在高压、高温和大电流环境下工作，实现全自动冷却，逆变效率高
车辆无钥匙进入系统 RKE/PKE 协议测试技术	原始创新	自主研发天线系统，精确产生高频交变电磁场；采用高精度和超高带宽 ADC 芯片，实时采集，完成射频模拟前端和数字基带系统之间的无缝对接
车载高速数据传输组件测试技术	原始创新	实现在高达 10Gb/s 的传输速度下，对差分对进行远端串扰和近端串扰测试，实现了对插损、差分信号延迟、传输线阻抗一致性、误码率等项目的检测。
控制芯片高速边界扫描技术	原始创新	开发了边界扫描测试技术，可以快速定位 BGA 封装芯片的测试问题。

数据来源：招股书，西南证券整理

表 9：核心技术典型应用情况

客户名称	客户工厂/项目情况	公司产品的应用情况
大陆集团	德国大陆集团上海工厂，大陆集团全球最大的生产基地	电磁阀的预装配检测生产线
	德国大陆集团连云港工厂，建成后将作为亚洲最大的乘用车传感器制造基地	传感器装配检测生产线
	德国大陆集团匈牙利工厂，汽车电子元器件及微电子模块的高科技制造基地	传感器装配检测生产线
	德国大陆集团墨西哥 Silao 工厂，全球领先的伺服制动单元、挡风玻璃刮水器系统和鼓式制动器生产基地	传感器装配检测生产线
泰科电子	泰科电子汽车事业部苏州工厂，泰科电子全球最大的生产基地之一	ABS 线圈生产测试线、ABS Housing 注塑生产线、连接器生产线
	泰科电子汽车事业部匈牙利工厂，欧洲主要线端连接器的生产基地	线端连接器组装生产线
	工业、通信与运输事业部墨西哥工厂，线端连接器组装工厂	线端连接器组装生产线
莫仕	莫仕东莞工厂，全球汽车娱乐通讯模块主要生产地	汽车娱乐通讯模块装配测试包装生产线
康普	康普美国格林斯博罗工厂，全球领先的光纤连接器自动化工厂	光纤连接器生产线
力特集团	力特集团菲律宾工厂，特斯拉核心零部件断路保险部件的生产基地及全球领先的干簧管生产基地	特斯拉保险丝装配测试线、干簧管装配、分选生产线
美敦力	美敦力美国 North Heaven 工厂，全球最大的吻合器生产工厂之一	吻合器生产线
森萨塔	森萨塔江苏常州、扬州宝应及墨西哥墨西哥卡利工厂	轮速、胎压传感器组装测试生产线
卓能	卓能集团太仓工厂，新能源汽车逆变器生产线	新能源汽车逆变器装配测试线
电装	日本电装株式会社广州市南沙工厂，中国事业部核心生产基地	线束生产线

数据来源：招股书，西南证券整理

公司未来将继续重视研发，保障公司的市场竞争力。目前公司在研项目进展较好，相关研发项目技术具备行业领先性。

表 10: 在研项目

序号	项目名称	进展情况	累计投入经费(万元)	拟达到的目标
1	新能源汽车传感器 智能制造技术研发	开发阶段	56.65	基于自主研发的底盘、塑胶激光焊接、压力位移监控的芯片焊接技术及智能化霍尔效应测试软硬件, 根据主流传感器的制造工艺技术研制柔性智能化制造生产线。
2	超高速 PCB 插针机 (第二代) 研发	样机试制	330.68	整机占地空间缩小 50%, 重量大幅减轻; 插针速度提升 10%, 插针位置精度提高 20%; 型号系列化, 增加柔性化选配模块。
3	新能源电池化成成分容一体机研发	样机试产	419.87	本项目主要实现软包电池的化成和容量分选, 解决了现有生产状态下的单位面积产能低, 装备响应工艺调整能力低下的问题。
4	嵌入式测试系统平台研发	初版已完成设计及调试	358.49	主要集成六大模块: 嵌入式系统控制模块, 数字/模拟输入输出模块, 运动控制模块, 通信接口模块, 高速信号采集模块, 模拟电池模块, 其中模拟电池模块可以实现供电/充电两种模式, 同时带远端补偿和异常保护功能, 高速信号采集模块可以实现四个通道的同步采集。

数据来源: 招股书, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

(1) 智能制造装备: 1) **汽车电子智能制造装备:** 根据盖世汽车预测, 2019-2021 年, 国内汽车电子市场规模为 7200 亿/8085 亿/8894 亿元。公司智能制造装备主要由汽车电子领域贡献, 2017-2018 年, 该业务收入在国内汽车领域市占率分别为 0.04%/0.06%, 公司客户还在持续拓展中, 市占率持续提升, 假设 2019-2021 年, 公司按收入口径的市占率分别为 0.07%/0.08%/0.09%, 毛利率能维持 38.0%的水平; 2) **新能源智能制造装备:** 新能源是公司新增业务, 下游行业快速发展, 过去三年锂电池出货量增速约 39%, 行业自动化率低, 智能装备需求强, 公司刚开始合作企业, 未来有望快速增长, 假设 2019-2021 年增速为 30%。随着业务规模扩大, 项目经验增加, 毛利率有望提升, 假设未来三年分别为 20%/21%/22%; 3) **医疗健康智能制造装备:** 2010-2017 年, 国内医疗市场规模从 1260 亿增至 4450 亿元, 复合增速为 19.8%。公司医疗业务体量尚小, 且不断开拓新客户, 假设 2019-2021 年增速为 30%, 毛利率维持 31%; 4) **其他智能制造装备:** 2019-2021 年增速假设为 20%, 毛利率维持 20.5%。

(2) 零部件: 2019-2021 年增速假设为 5%。

(3) 其他业务: 2019-2021 年增速假设为 5%。

表 11: 公司各业务收入预测

	百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	436.0	584.2	748.5	929.9
	yoy	78.8%	34.0%	28.1%	24.2%
	营业成本	280.7	374.4	479.1	594.8
	毛利率	35.6%	35.9%	36.0%	36.0%

	百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
汽车电子智能制造装备	收入	372.62	504.0	646.8	800.5
	yoy	71.7%	35.3%	28.3%	23.8%
	成本	231.47	312.48	401.02	496.29
	毛利率	37.9%	38.0%	38.0%	38.0%
新能源智能制造装备	收入	36.03	46.8	60.9	79.2
	yoy		30.0%	30.0%	30.0%
	成本	29.13	37.47	48.10	61.74
	毛利率	19.2%	20.0%	21.0%	22.0%
医疗健康智能制造装备	收入	12.65	16.4	21.4	27.8
	yoy	-16.2%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	8.73	11.35	14.75	19.18
	毛利率	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
其他行业智能制造装备	收入	9.64	11.6	13.9	16.7
	yoy	84.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	7.66	9.20	11.03	13.24
	毛利率	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
零部件	收入	4.69	4.9	5.2	5.4
	yoy	-26.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	3.48	3.66	3.84	4.03
	毛利率	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%
其他	收入	0.38	0.4	0.4	0.4
	yoy	123.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	0.28	0.3	0.3	0.3
	毛利率	26.8%	26.8%	26.8%	26.8%

数据来源: wind, 西南证券

综上, 我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 5.8 亿元、7.5 亿元和 9.3 亿元, 同比增速分别为 34.0%、28.1%和 24.2%, 毛利率分别为 35.9%、36.0%和 36.0%; 归母净利润分别为 0.9 亿元、1.2 亿元和 1.4 亿元, 同比增速分别为 28.1%、29.2%和 22.5%。

5.2 估值

公司业务已经相对成熟, 有可对标的上市公司, 可以选择 PE 估值方式来对公司进行估值。选取上市公司克来机电、智云股份、迈为股份作为公司的可比公司, 可比公司 2019 年平均估值 26 倍和最高估值 43 倍, 结合公司未来三年归母净利润复合增速 26.6%, 公司合理 PE 对应 2019 年在 26~30 倍之间, 公司 2019 年 EPS 为 0.83 元, 对应价格下限为 21.6 元/股、上限为 24.9 元/股, 对应市值下限 23.3 亿、上限为 26.7 亿元。我们认为瀚川智能的合理定价范围区间为 21.6~24.9 元/股, 合理市值空间为 23.3 亿元~26.7 亿元。考虑到科创板初设, 短期股价可能超过目标区间。

表 12: 可比公司估值情况 (PE) (20190705)

名称	市值 (亿元)	预测归母净利润 (亿元)			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
克来机电	48	1.11	1.5	1.97	43	32	24
智云股份	31	2.76	3.3	-	11	9	-
迈为股份	72	3.05	3.78	4.58	24	19	16
平均值					26	20	20

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

- 客户集中度较高的风险。**公司对前五大客户的销售收入分别占主营业务收入的比例为 83.0%、72.8%和 75.1%；公司对泰科电子的销售收入占主营业务收入的比例为 58.0%、50.7%和 35.9%。如果核心客户出现较大经营风险，将对公司的销售收入产生较大影响。
- 募投项目产能扩张不达预期风险。**公司本次募投项目主要用于智能制造系统及高端装备的新建项目。如果市场环境、项目进度等发生重大变化，公司可能面临新增产能不能及时消化或无法达到预期收益的风险。
- 技术研发及创新的风险。**2016-2018 年，公司研发投入占营收比例分别为 7.6%/5.2%/4.5%，公司未来将保持对创新技术研发的高投入，如果研发失败，或者相关技术未形成产品或实现产业化，将对公司的业绩产生重大不利影响。此外，公司的业务需匹配客户需求，有部分定制化属性，如果公司技术研发创新不能满足下游客户需求变化，将造成客户流失的风险，影响公司业绩。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	436.02	584.18	748.54	929.94	净利润	71.11	91.07	117.66	144.12
营业成本	280.74	374.44	479.05	594.80	折旧与摊销	11.45	21.02	35.27	49.52
营业税金及附加	3.04	3.51	4.49	5.58	财务费用	4.22	1.17	1.50	1.86
销售费用	19.19	43.81	58.39	72.54	资产减值损失	2.58	2.58	2.58	2.58
管理费用	32.68	55.50	71.11	88.34	经营营运资本变动	-38.97	8.65	-15.73	-12.78
财务费用	4.22	1.17	1.50	1.86	其他	9.78	-1.81	0.55	-1.37
资产减值损失	2.58	2.58	2.58	2.58	经营活动现金流净额	60.17	122.68	141.84	183.94
投资收益	7.25	0.50	0.50	0.50	资本支出	-38.49	-250.00	-270.00	-290.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-20.12	0.50	0.50	0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-58.61	-249.50	-269.50	-289.50
营业利润	82.25	103.67	131.92	164.74	短期借款	26.63	-32.63	44.01	25.56
其他非经营损益	0.61	9.83	9.85	9.85	长期借款	3.00	100.00	100.00	100.00
利润总额	82.86	113.50	141.77	174.59	股权融资	-1.18	27.00	0.00	0.00
所得税	11.75	22.42	24.11	30.47	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	71.11	91.07	117.66	144.12	其他	1.70	-0.97	-1.50	-1.86
少数股东损益	0.86	1.10	1.42	1.74	筹资活动现金流净额	30.15	93.40	142.51	123.70
归属母公司股东净利润	70.26	89.97	116.24	142.39	现金流量净额	32.36	-33.42	14.85	18.14
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	93.43	60.00	74.85	92.99	成长能力				
应收和预付款项	109.60	119.39	163.93	207.08	销售收入增长率	78.81%	33.98%	28.14%	24.23%
存货	151.78	201.80	257.31	320.64	营业利润增长率	113.66%	26.04%	27.25%	24.88%
其他流动资产	19.03	21.70	27.81	34.55	净利润增长率	116.63%	28.07%	29.20%	22.49%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	110.66%	28.54%	34.03%	28.12%
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	57.78	155.53	273.28	411.02	毛利率	35.61%	35.90%	36.00%	36.04%
无形资产和开发支出	20.28	154.38	274.23	379.83	三费率	12.86%	17.20%	17.50%	17.50%
其他非流动资产	35.39	32.52	29.65	26.78	净利率	16.31%	15.59%	15.72%	15.50%
资产总计	487.29	745.33	1101.07	1472.90	ROE	37.99%	29.81%	27.81%	25.41%
短期借款	32.63	0.00	44.01	69.56	ROA	14.59%	12.22%	10.69%	9.78%
应付和预收款项	250.75	323.07	417.04	519.08	ROIC	62.18%	29.55%	20.65%	17.07%
长期借款	3.00	103.00	203.00	303.00	EBITDA/销售收入	22.46%	21.54%	22.54%	23.24%
其他负债	13.71	13.80	13.89	14.00	营运能力				
负债合计	300.09	439.86	677.94	905.65	总资产周转率	1.09	0.95	0.81	0.72
股本	81.00	108.00	108.00	108.00	固定资产周转率	15.71	15.89	21.69	28.83
资本公积	13.36	13.36	13.36	13.36	应收账款周转率	5.40	5.31	5.55	5.23
留存收益	88.82	178.79	295.03	437.42	存货周转率	2.15	2.11	2.07	2.05
归属母公司股东权益	182.98	300.15	416.39	558.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.97%	—	—	—
少数股东权益	4.22	5.32	6.74	8.48	资本结构				
股东权益合计	187.20	305.47	423.13	567.25	资产负债率	61.58%	59.02%	61.57%	61.49%
负债和股东权益合计	487.29	745.33	1101.07	1472.90	带息债务/总负债	11.87%	23.42%	36.43%	41.14%
					流动比率	1.32	1.25	1.14	1.11
					速动比率	0.78	0.62	0.58	0.57
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.87	0.83	1.08	1.32
					每股净资产	2.26	3.71	3.86	6.90
					每股经营现金	0.74	1.51	1.75	2.27
					每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	97.92	125.86	168.69	216.12					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	-0.66	0.29	0.98	1.26					
股息率	--	--	--	--					

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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