

行业：专用设备制造业

天准科技（688003.SH）

评级表现

盈利能力

B

收益质量

A

研发能力

A

近一年行业表现



首发价格（人民币元）

25.50

推荐申购

新加坡

Ted Worley, 全球发布公关

ted_worley@chinaknowledge.com

Tel: (65) 6743 1728

上海

赵中隆, 执行董事

charles@chinaknowledge.com

Tel: (86) 21 6607 5535

香港

Christina 王馨雪

执行董事, 研究部

christina_wang@chinaknowledge.com

分析师

郑俊楠, 金圣皓, 杨捷

公司简介

公司作为首批科创板企业，以机器视觉技术为核心，坚持“AI+ 工业”的核心定位。其主要产品为工业视觉装备，包括精密测量仪器、智能检测装备、智能制造系统、无人物流车等，产品功能涵盖尺寸与缺陷检测、自动化生产装配、智能仓储物流等工业领域多个环节。公司重点服务领域包括消费电子、汽车零部件、光伏半导体、智能仓储物流四大行业。

选择上市标准

发行人选择的具体上市标准：预计市值不低于人民币 20 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元。

投资要点

● 所处行业受到国家政策支持，有望迈入快速发展期

目前在国际市场上，康耐视、基恩士等发达国家的品牌长期把握着机器视觉行业相关的核心技术。众多发展中国家虽然制造业密集，但自动化及智能制造仍处于起步阶段。中国的机器视觉行业正处于快速发展阶段，得益于国家政策支持，该公司生产的高性价比产品在国际市场上有着巨大的竞争优势。

● 经营规模迅速增长，客户资源优质

该公司的经营规模近年来持续增长，其毛利率为 49.2%，净利率为 18.6%。2018 年其市占率达到 4.9%，归母净利润同比增长 83.2% 达到 0.94 亿元，盈利能力在国内同行业中处于领先地位。天准科技下游的主要客户包括苹果公司、三星集团、富士康、协鑫光伏、菜鸟物流等国内外知名企业，客户资源优质。

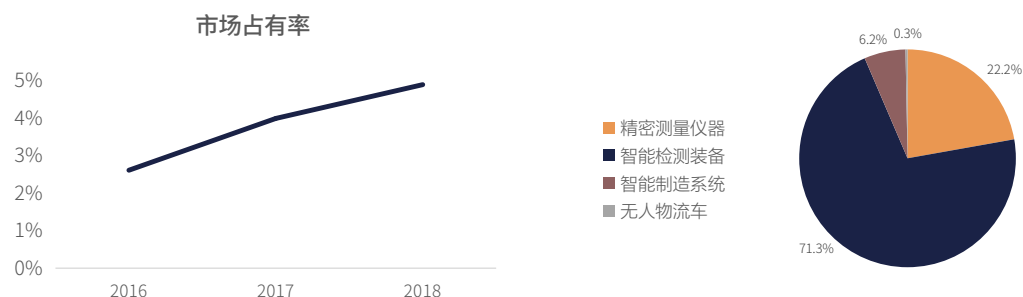
● 机器视觉行业不利因素

国内机器视觉行业的产业链尚未完善，公司仍处于中游装备制造的位置，但由于上游核心零部件配套企业尚未成熟，且掌握下游行业技术与客户个性化需求的高端复合型人才稀缺。2018 年该公司的研发人员达 286 人，占公司总人数的 36%，有一定人才优势，但由于公司所在的行业导致的对特定专业技术有较强的依赖性，因此也存在业务结构不稳定的风险。

1 盈利能力

产品和市场定位

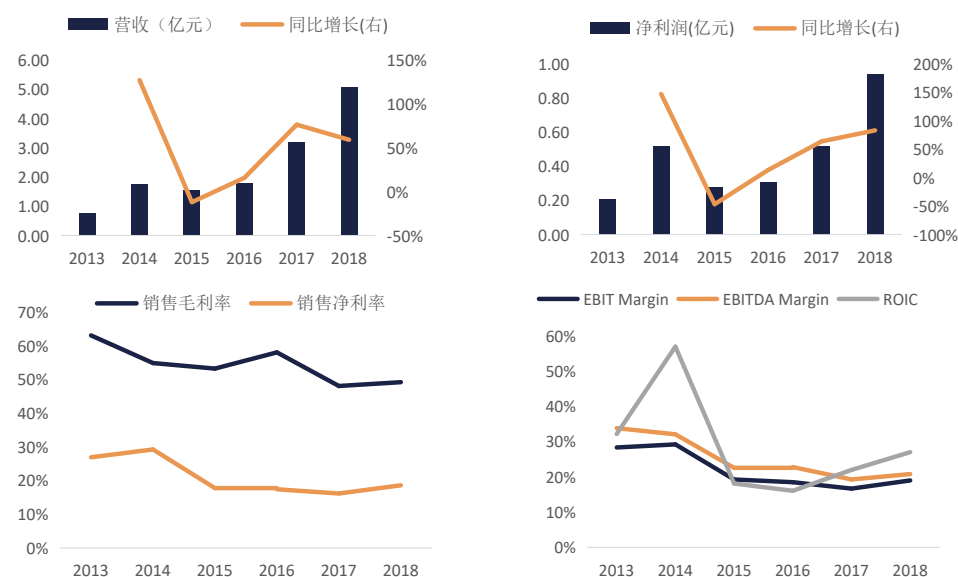
天准科技以机器视觉为核心技术，专注服务于工业领域客户，主要产品为工业视觉装备，包括精密测量仪器、智能检测设备、智能制造系统、无人物流车等，产品功能涵盖尺寸与缺陷检测、自动化生产装配、智慧仓储物流等工业领域多个环节。



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

该公司以成为“全球工业视觉产业领导者”为目标，专注服务于工业领域客户，通过优秀产品说明工业企业实现数字化、智慧化发展。据其招股书显示，2016年-2018年该公司的市场占有率分别为 2.61%、3.99% 和 4.89%，呈逐年上涨的趋势。

公司主要财务指标



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库（以上四图）

天准科技的毛利率在 2017 年下降主要受主营业务中销售比例最高的智能检测装备毛利率波动影响。在报告期内智能检测装备的毛利率分别为 63.92%、48.04% 及 50.75%，2017 年度毛利率同比下降 15.88%，主要系消费电子检测设备中新增的玻璃检测装备毛利率较低。

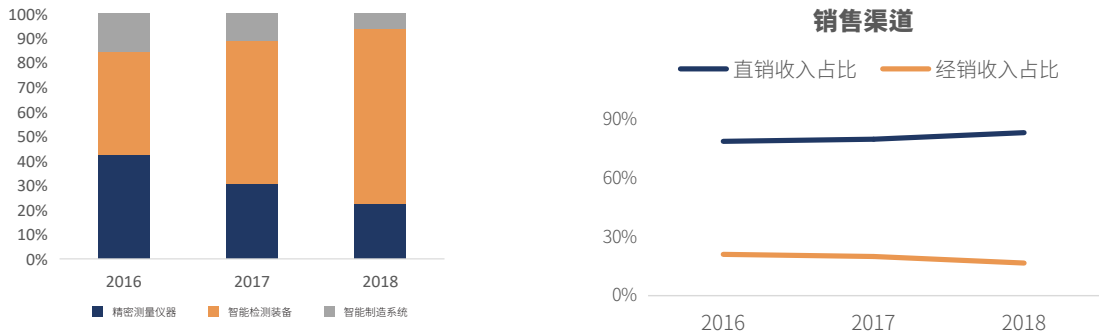
2017 年公司新研发出玻璃检测装备，由于其前期生产成本较高，导致当年成本上升，毛利率下降。2018 年开始，玻璃检测装备实现营收 2.05 亿元，同比增长 158.41%，产生一定的规模效应，同时由于产品设计稳定后成本有所下降等原因，使得销售毛利率有所上升。

虽然公司业务多样化，但从披露的资料来看主要依靠玻璃检测设备实现大幅营收增长。未来玻璃检测技术能否更加成熟，同行业竞争是否会更加激烈，准入门槛是否会降低，公司能否研发出更符合市场需求的产品都是影响公司收入的关键因素，因此我们给予其盈利能力评级为 B。

2 收益质量

收入来源

根据其收入来源，天准科技近年来逐步将核心业务由精密测量仪器转变为智能检测设备。从销售渠道来看，直销模式收入占营收比始终较高，随着智能检测装备和智能制造系统这两类主要产品的需求多样化发展，客户将会更倾向于与该公司直接沟通定制需求，因此直销模式收入占比将逐步上升。



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

产品	项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
精密测量仪器	销量（台）	1,055	1,008	713
	销售单价（万元 / 台）	10.60	9.56	10.69
智能检测设备	销量（台）	281	176	67
	销售单价（万元 / 台）	113.41	98.41	97.21
智能制造系统	销量（台）	7	22	116
	销售单价（万元 / 台）	400.98	158.76	23.77
无人物流车	销量（台）	12	-	-
	销售单价（万元 / 台）	12.93	-	-

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

2016 年 -2018 年期间，天准科技在精密测量仪器方面的销售收入较为稳定；智能检测设备方面为该公司近两年的营业收入的快速增长做出了主要贡献，2018 年的销量较 2016 年而言增长超 3 倍，销售单价也较 2016 年提升了 15%，体现出该公司的智能检测设备在市场上被逐步认可，该公司也拥有一定的定价权。

此外，在智能制造系统方面，近两年来销量逐步降低，但单价显著提升；在无人物流车方面，为该公司 2018 年生产的新产品，预计在未来无人物流车能为公司贡献不小的营业收入。

供货商与客户

报告期内，公司前三名供货商具体情况如下

期间	序号	供货商名称	采购额（万元）	占当期材料采购总额的比例
2018 年度	1	基恩士	3,628.73	10.96%
	2	TKH 集团	2,163.29	6.53%
	3	FluxData	2,158.61	6.52%
	合计		7,950.63	24.01%
2017 年度	1	基恩士	2,600.61	11.24%
	2	FluxData	1,297.90	5.61%
	3	普雷茨特激光技术（上海）有限公司	1,125.94	4.87%
	合计		5,024.45	21.72%
2016 年度	1	基恩士	810.15	11.00%
	2	深视商贸服务（上海）有限公司	331.79	4.51%
	3	无锡市东特机械科技有限公司	275.48	3.74%
	合计		1,417.42	19.25%

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

报告期内从基恩士采购的原材料种类较多，包括激光传感器、其他传感器类、电气类、机械件和其他零配件。其中激光传感器及组件功能先进，单价高，为核心零部件。

据招股书披露，**发行人存在部分核心原材料的进口依赖**，其中颜色传感器、光谱共焦传感器两类核心零部件主要向美国 FluxData Inc、普雷茨特激光技术（上海）有限公司等公司进口，但**发行人不存在供货商依赖**。

公司产品广泛应用于工业的众多领域，客户群体包括消费电子（手机、平板计算机、笔记本电脑、可穿戴设备等）、汽车制造、光伏半导体、仓储与物流业等行业知名企业，以及为发行人公司开拓市场的经销商。

报告期主要客户采购设备情况

客户名称	主要采购设备		
	智慧检测装备	精密测量仪器	智能制造系统
苹果公司	√		
捷普集团	√		
德赛集团	√		
欣旺达	√		
东莞天准（经销商）		√	
三星集团	√	√	
新能源集团	√		
通达集团			√

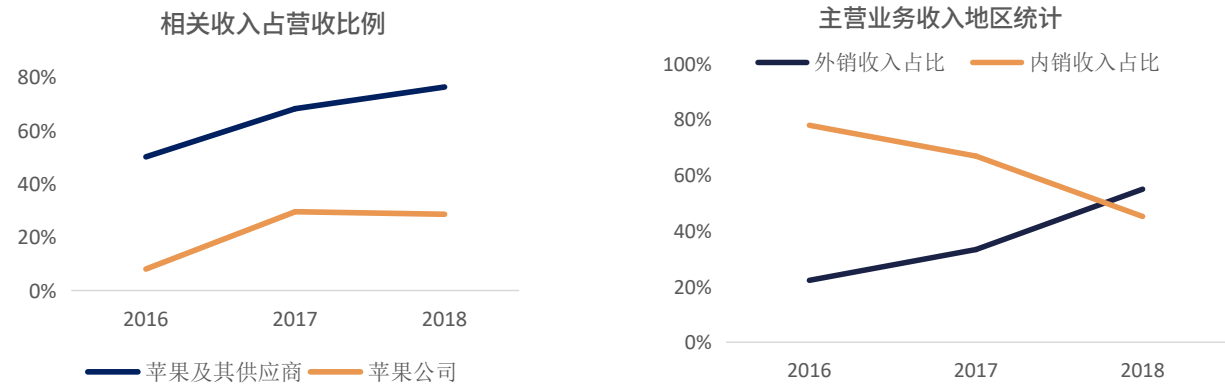
数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

报告期内向前三大客户销售情况

期间	序号	供货商名称	销售额（万元）	占当期材料采购总额的比例
2018 年度	1	苹果公司	14,492.79	28.51%
	2	捷普集团	10,719.01	21.09%
	3	德赛集团	4,691.98	9.23%
		合计	29,903.78	58.83%
2017 年度	1	苹果公司	9,402.54	29.46%
	2	欣旺达	3,760.10	11.78%
	3	东莞天准	3,185.12	9.98%
		合计	16,347.76	51.22%
2016 年度	1	三星集团	2,371.76	13.11%
	2	新能源集团	1,901.51	10.52%
	3	通达集团	1,765.73	9.76%
		合计	6,039.00	33.39%

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

苹果为公司第一大客户，公司收入与苹果公司及其供货商的关系如下图所示，随着公司智能检测装备业务的增长，外销收入占比逐年上升。



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

周转能力

	2016		2017		2018	
可比公司	应收账款 周转率	存货周转率	应收账款 周转率	存货周转率	应收账款 周转率	存货周转率
矩子科技	3.23	3.00	3.90	2.95	/	/
新松机器人	2.75	0.95	2.67	0.84	2.87	0.84
精测电子	2.31	2.48	2.65	3.29	2.68	2.40
赛腾股份	5.62	3.86	6.27	2.92	4.08	2.27
先导智能	6.54	0.74	4.02	0.71	4.84	0.95
平均	4.09	2.20	3.90	2.14	3.62	1.62
天准科技	4.56	1.34	5.67	1.77	8.26	1.49

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

由于天准科技的主要客户为下游行业知名企业，资信情况较好，偿债能力强，公司应收账款周转率较高。

公司的存货周转率较低，使其对营运资金需求较高，较大的资金需求也可能制约公司规模的持续扩张。本次公司申请上市计划募集金额 10 亿元，其中 2.5 亿用于补充流动资金，若公司能成功上市相信其资金营运效率会有所提高。

获现能力

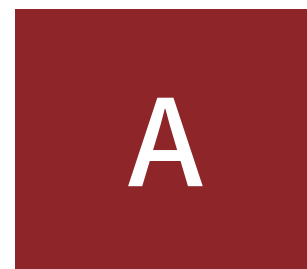
	2016		2017		2018	
可比公司	销售净现率	净利润现 金比率	销售净现率	净利润现 金比率	销售净现率	净利润现 金比率
矩子科技	18.27%	88.88%	8.69%	41.57%	/	/
新松机器人	-7.72%	-37.40%	-15.72%	-87.02%	1.77%	12.01%
精测电子	7.64%	44.45%	13.22%	70.03%	12.68%	58.13%
赛腾股份	7.74%	64.93%	22.29%	159.18%	-7.70%	-57.41%
先导智能	9.75%	36.20%	1.42%	5.76%	-1.23%	-6.46%
平均	7.14%	39.41%	5.98%	37.90%	1.38%	1.57%
天准科技	8.61%	49.45%	16.15%	99.94%	19.34%	104.04%

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

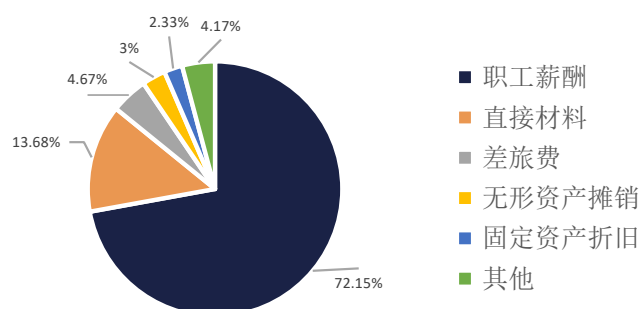
总体来看近两年公司收入来源主要来自智能检测设备，主要客户大多为下游知名企业且涉及境内外不同公司，有一定黏性；同时公司的获现能力远高于行业平均水平，资产质量较高，因此其对收益质量我们给予的评级为 A。

3 研发能力

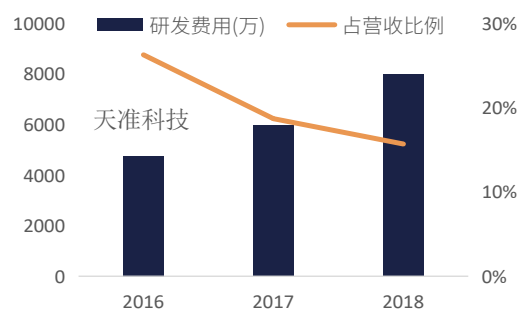
公司具有国内领先的机器视觉技术研发能力，其作为牵头单位承担了国家重大科学仪器设备开发专项，截止招股说明书签署日，公司已取得 65 项专利授权，其中 34 项发明专利。2013 年，由公司牵头的“复合式高精度坐标测量仪器开发和应用”项目入选“国家重大科学仪器设备开发专项项目”，其检测精度达到 0.3 微米，标志着中国在高精度坐标检测领域达到国际领先水平。



研发费用明细 - 2018 年



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库



	2016		2017		2018	
可比公司	研发费用 (万)	占营收的比重	研发费用 (万)	占营收的比重	研发费用 (万)	占营收的比重
康耐视	54,295.21	15.03%	64,822.53	13.26%	79,918.53	14.44%
海克斯康	243,389.51	10.58%	304,445.75	11.32%	318,992.75	10.81%
矩子科技	2,578.19	10.84%	2,572.09	7.28%		
精测电子	8,739.09	16.68%	11,709.37	13.08%	17,226.14	12.4%
平均		13.28%		11.24%		12.55%
天准科技	4,742.16	26.22%	5,956.22	18.66%	7,959.78	15.66%

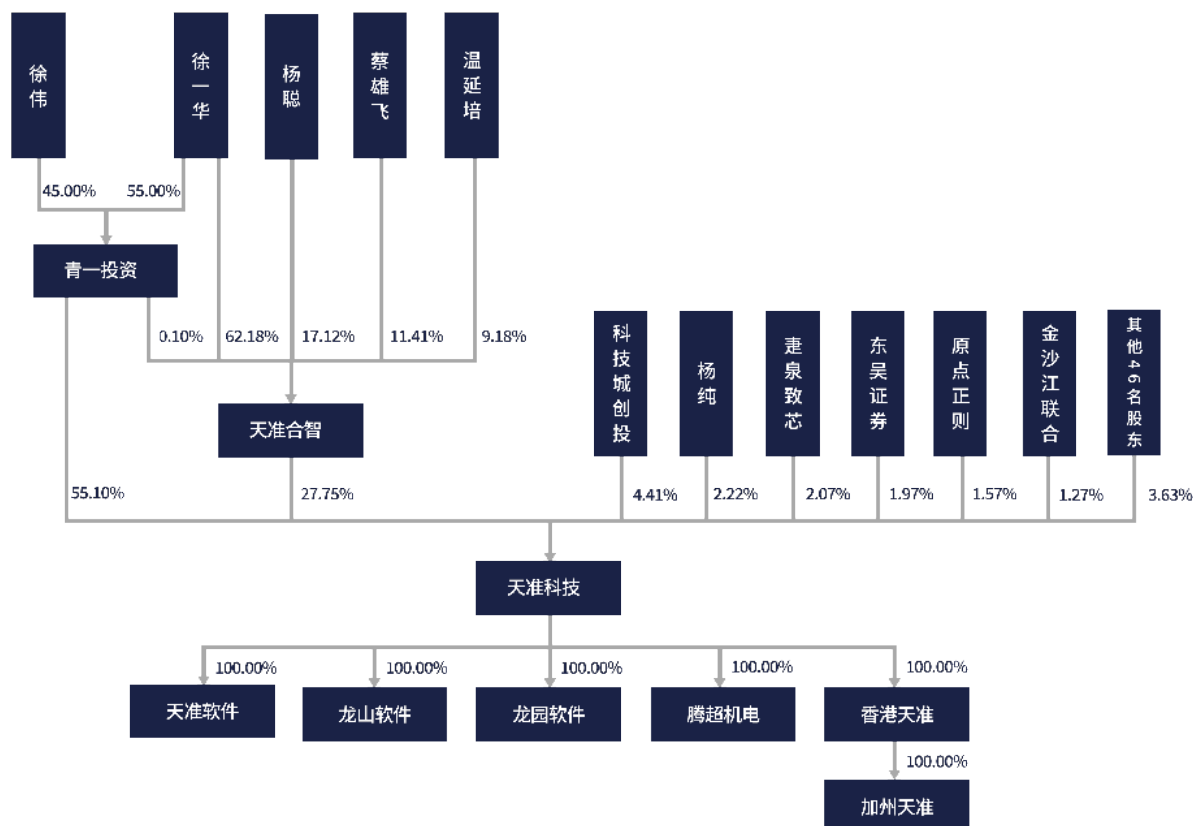
数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

近三年来虽然天准科技的研发费用占营收比例逐年下降，但其研发投入始终保持增长势头，研发费用占营收比率下降的原因是营收增长大于研发费用增长速度。研发投入费用与公司规模有着密不可分的关系，虽然天准科技研发投入的数值远小于康耐视、海克斯康等行业龙头，但天准科技的研发投入比率始终保持着行业内的绝对领先。

根据天准科技 2018 年的研发费用明细图，其研发投入中职工薪酬占比超过 70%，所以随着其业务规模的逐渐扩大，天准科技将会引进更多的技术人才，扩大研发的投入。因此我们给与其研发能力 A 评级。

4 股权结构分析

股权结构



数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

公司的控股股东为青一投资，合计持有天准科技 8,004.00 万股股份即 55.12% 的股份。公司的实际控制人为徐一华，其共持有青一投资 55.00% 出资额，为青一投资的实际控制人，青一投资为天准合智的执行事务合伙人，天准合智直接持有天准科技 4,029.80 万股股份，徐一华通过青一投资、天准合智合计控制天准科技 12,029.80 万股股份，即 82.85% 的表决权。我们认为实际控制人拥有 82.85% 的表决权存在一定的关键人风险。

实控人介绍

公司实际控制人徐一华先生在北京理工大学获得博士学位，曾就职于微软亚洲研究院，为人工智能、机器视觉领域专家。徐一华先生在历年科研与创业生涯中，曾参与多项国家自然科学基金、国家 863 计划、国家重大科技专项，2016 年获评第二批“国家万人计划”科技创业领军人才，2018 年获评江苏省有突出贡献中青年专家。徐一华在人工智能、机器视觉领域有丰富的科研和产品开发管理经验，多年来一直专注于机器视觉技术研究及产品开发。

5 可比公司财务指标及估值方法

根据天准科技的招股书，我们选择了国内的上市公司精测电子、赛腾股份、机器人、先导智慧，以及海外的上市企业康耐视和基恩士与天准科技进行比较。

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比增长	净利润 (亿元)	净利润同比增长	PE	PS
300450.SZ	先导智能	38.9	78.7%	7.4	38.1%	39.66	7.57
300024.SZ	机器人	31.0	26.1%	4.5	2.57%	54.65	7.94
300567.SZ	精测电子	13.9	55.2%	3.0	79.4%	43.83	9.12
603283.SH	赛腾股份	9.0	32.4%	1.2	26.8%	31.74	4.25
CGNX.O	康耐视科技	55.3	13.2%	15.0	30.0%	35.84	9.75
688003.SH	天准科技	5.1	59.2%	0.9	83.2%	57.48*	9.81*

数据来源：公司招股书、China Knowledge 数据库

* 天准科技的 PE、PS 所选用的是对应其 25.50 元 / 股的发行价格
PE 为每股收益按照 2018 年度扣非后净利润除以发行后总股本计算

天准科技 57.48 倍的市盈率水平略高于行业中可比公司，但由于该公司营业收入的规模较小，营业收入同比增长较高，净利润同比增长高达 83.2%，所以我们认为其市盈率水平处于合理区间。除此之外，天准科技的市销率水平也略高于行业中的可比公司，但我们认为由于其营收的快速增长，目前 9.81 倍的市销率也处于合理区间。

6 风险提示

- 下游消费电子等需求下滑，客户集中度高
- 技术研发无法匹配客户需求面临客户流失的风险
- 同业竞争加剧和人才流失的风险

免责声明

本报告由中盛在线私人有限公司（以下简称“中盛”）证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中盛的机构客户；2) 中盛的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中盛的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中盛的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中盛不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中盛将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中盛或其附属及关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中盛不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中盛的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中盛及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中盛的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中盛任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中盛成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中盛成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中盛本身网站以外的资料，中盛未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中盛网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中盛及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。