

2019年07月19日

李天凡

H70465@capital.com.tw

目标价(元)

33

公司基本资讯

产业类别	机械设备
发行价(2019/7/22)	25.50
上证指数(2019/7/19)	2901.18
股价 12 个月高/低	0/0
总发行股数(百万)	193.60
A 股数(百万)	44.18
A 市值(亿元)	0.00
主要股东	苏州青一投资有限公司 (41.32%)
每股净值(元)	8.07
股价/账面净值	0.00
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	N/A N/A N/A

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

智能检测设备	71.32%
精密测量仪器	22.21%
智能制造系统	6.16%
无人物流车	0.31%

机构投资者占流通 A 股比例

基金
一般法人

股价相对大盘走势

天准科技(科创板 688003. SH)

Buy 买入

工业领域机器视觉检测设备领先企业

结论与建议:

公司是国内机器视觉检测设备领先企业, 2017年成功进入苹果产业链, 同时公司正在逐步拓展光伏产业, 汽车电子和仓储物流行业客户, 带动智能检测装备快速增长。

受益于产业结构升级和工业智能化程度不断提高, 预计智能检测装备国产化率将逐步提高, 另外公司与苹果、三星等国际大客户已经建立长期合作关系, 公司核心技术和产品已经能够实现进口替代。我们预计公司2019/2020年实现净利润1.39亿元和2.01亿元, 同比分别增长46.83%和44.71%, EPS为0.72元/1.04元, 公司发行价格为25.50元, 对应发行价格的PE为35、25倍, 作为科创板上市企业, 公司业绩快速增长, 市场关注度较高, 给予一定的估值溢价, 参考目前与公司业务类似的精测电子2019/2020年动态PE分别为32倍和23倍, 我们认为天准科技2020年PE 32倍相对合理, 目标价格33元, 短期则可能因科创板的稀缺性而突破其合理价值区间。

- **国内机器视觉检测设备领先企业:** 公司以机器视觉为核心技术, 是国内领先的智能检测装备和精密计量仪器制造企业, 产品主要应用于消费电子, 汽车制造, 光伏半导体等行业的尺寸和缺陷检测, 主要客户包括苹果公司、三星集团、富士康、欣旺达、德赛集团、博世集团、法雷奥集团、协鑫集团、菜鸟物流等知名企业。2018年公司实现营业收入5.08亿元, yoy+59.24%, 归母净利润9447万元, yoy+83.15%, 业绩较快增长。
- **机器视觉行业快速增长:** 机器视觉是人工智能正在快速发展的一个分支, 根据前瞻产业研究院的研究数据, 中国国内的机器视觉市场规模, 预计从2018年的104亿元增长至2023年的197亿元, 年均复合增长率达到13.63%。我国机器视觉行业尚未出现龙头企业, 中低端领域小企业竞争激烈, 下游行业需求旺盛。伴随着产业结构升级和工业智能化程度不断提高, 国内机器视觉行业前景广阔, 未来有望进一步释放产能。
- **深耕机器视觉领域, 掌握核心技术:** 公司作为智能检测设备制造商处于产业链中游, 具备机器视觉行业的核心技术, 掌握机器视觉算法、工业数据平台、先进视觉传感器以及精密驱控技术, 并拥有大量相关专利。公司同时具备上游的算法、软件开发能力、传感器的研发设计能力, 精密驱控系统的设计能力, 产品测量精度达到国际领先水平, 公司产品已经可以与国外知名品牌竞争, 成功实现进口替代。依托强大研发技术壁垒, 2018年公司在国内机器视觉领域市占率接近5%, 未来有望进一步提升市场份额。
- **拟募资10亿元扩充产能:** 公司近三年超负荷运作, 产能利用率在110%以上, 趋于饱和, 面临产能瓶颈期。此次IPO 募集资金10亿元, 其中4.75亿元用于扩大产能, 2.75亿元用于研发基地建设, 2.5亿元用于补充流动资金。项目完全达产后预计每年新增营业收入4.5亿元。
- **盈利预测:** 预计公司2019/2020实现净利润为1.39亿元/2.01亿元, 同比分别增长46.83%/44.71%, EPS分别为0.72元/1.04元。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险; 新产品研发进度不及预期的风险; 客户依赖风险; 人民币汇率波动风险。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	31	52	94	139	201
同比增减	%	13.56%	63.80%	83.15%	46.83%	44.71%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.23	0.37	0.66	0.72	1.04
同比增减	%	-46.51%	60.87%	78.38%	8.56%	44.71%
A 股市盈率(P/E)	X	110.87	68.92	38.64	35.59	24.59
股利 (DPS)	RMB 元				0.20	0.25
股息率 (Yield)	%				0.78%	0.98%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER $\geq$ 30%); 买入 Buy (30% > ER $\geq$ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER $\leq$ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER $\leq$ -30%)

公司概况

公司以工业机器视觉为核心技术, 主营产品囊括四大高端工业视觉领域, 包括智能检测装备、精密测量仪器、智能制造系统、无人物流车, 产品功能涵盖尺寸和缺陷检测、自动化生产装配、智能仓储物流等工业领域。公司产品应用于消费电子行业、汽车制造业、光伏半导体行业、仓储物流行业等。

公司业绩快速增长: 受益于中国国内工业制造智能化水平的提升, 公司作为工业领域智能检测设备制造商, 业绩高速增长。营业收入由 2013 年的 0.78 亿元增加到 2018 年的 5.08 亿元, 复合增长率 45.51%; 净利润由 2013 年的 0.21 亿元增长到 2018 年的 0.94 亿元, 复合增长率 35.14%。

图 1: 公司 2013-2018 年营收及增速



图 2: 公司 2013-2018 年净利润及增速



资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

智能检测设备业务快速增长: 从产品结构看, 公司智能检测设备营收占比近三年不断提高, 2018 年营收 3.59 亿元, 占比 70.65%。智能检测设备大部分用于手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备等消费电子产品检测, 智能检测设备少部分用于光伏行业硅片检测。

精密测量仪器主要用于工业零部件高精度尺寸检测，2018 年营收 1.12 亿元，占比 22.21%；智能制造系统主要用于汽车工业的生产装配和在线检测，2018 年营收 0.31 亿元，占比 6.16%；无人物流车为 2018 年新增业务，用于室内和室外的无人化货物运输和订单配送，2018 年营收 155 万元，占比 0.31%。

图 3：公司业务收入结构



图 4：智能检测装备收入结构



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

产品结构优化，综合毛利率近 50%：2016-2018 年，公司综合毛利率分别为 58.01%、48.04%及 49.17%，一直维持在较高水平，其中智能检测装备和精密测量仪器毛利率较高接近 50%，智能制造系统和无人物流车毛利率偏低，也在 30%以上。净利率方面，2016-2018 年公司净利率分别为 17.41%、16.16%和 18.59%，盈利能力明显增强。公司 2018 年毛利率和净利率分别提升 1.13 和 2.43 个百分点，主要是公司产品结构优化，高利润的智能检测装备业务营收占比提升。

图 5：公司综合毛利率和净利率



图 6：公司各项业务毛利率



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

费用管控能力提高，高研发投入保持产品竞争力：公司整体费用率合计由 2016 年的 46.14%下降到 2018 年的 30.01%，表明公司费用管控能力明显提升。2018 年公司销售费用 6153 万元，销售费用率由 2016 年的 13.18%下降至 12.11%；管理费用为 1843 万元，管理费用率由 2016 年的 34.08%下降到 19.29%；2016 及 2018 年财务费用为负，主要是公司海外业务占比 2018 年提升至 54%，产生汇兑收益所致。

研发方面，公司 2018 年研发费用 7960 万元，同比增长 33.65%，研发费用率 15.66% 保持较高水平。公司已获得 63 项专利授权（其中 33 项发明专利），68 项软件著作权。公司每年保持专利申请，所有专利均已用于生产经营。高研发投入有助于公司保持产品竞争力。

图 7：公司 2013-2018 年各项费用率



图 8：公司 2016-2018 年研发费用及增速



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

公司客户集中度较高：公司客户包括苹果公司、三星集团、富士康、欣旺达、德赛集团、博世集团、法雷奥集团、协鑫集团、菜鸟物流等知名企业。2018 年公司来源于前五大客户的营业收入占比 70.28%，其中苹果公司为公司第一大客户，营收占比 28.51%。随着公司新业务的拓展，来自汽车制造业、光伏半导体行业的下游客户占比不断提升，公司对大客户的依赖度会逐步下降。

表 1：2018 年公司前五大客户情况

期间	序号	客户名称	销售收入（万元）	占当年营收比例
2018 年	1	苹果公司	14,493	28.51%
	2	捷普集团	10,719	21.09%
	3	德赛集团	4,692	9.23%
	4	东莞天准	4,011	7.89%
	5	欣旺达	1,808	3.56%
		合计	35,723	70.28%

资料来源：招股说明书，群益金鼎证券整理

行业和公司竞争力分析

机器视觉行业快速增长：机器视觉是人工智能正在快速发展的一个分支，就是用机器代替人眼来做检测、判断和控制。机器视觉技术在国内外人工智能企业应用中占比超过 40%。根据国外调研机构 MarketsandMarkets 的统计数据，2011 年-2017 年，全球机器视觉市场规模持续增长，2017 年已突破 80 亿美元。

图 9：全球机器视觉市场规模及增速



资料来源：招股说明书，群益金鼎证券整理

受益于制造业规模持续扩大、下游应用行业快速发展、智能化水平不断提升，中国机器视觉市场需求在近年来持续增长，根据前瞻产业研究院的研究报告，2011年至2017年，我国机器视觉行业市场规模从10.8亿元增长至80亿元，年均复合增长率近40%。未来五年，得益于产业结构转型升级、制造业自动化及智能化进程加速，中国机器视觉市场规模预计从2018年的104亿元增长至2023年的197亿元，年均复合增长率达到13.63%。

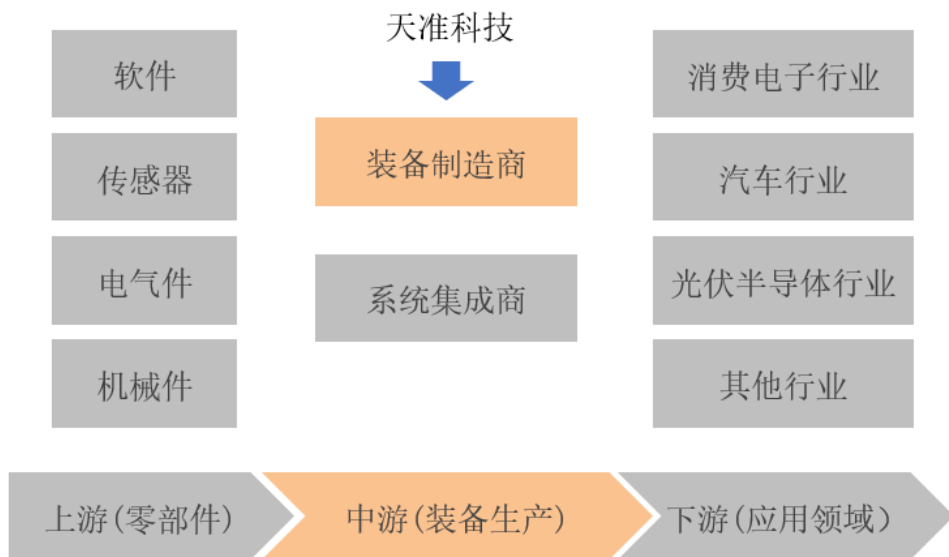
图 10：中国机器视觉市场规模预测及增速



资料来源：招股说明书，群益金鼎证券整理

公司处于产业中游，是国内领先的机器视觉装备制造商：机器视觉产业由上游零部件供应商、中游装备商、下游应用方组成。公司处于中游，主要从事机器视觉装备制造。

图 11：机器视觉产业链构成：



资料来源：招股说明书，群益金鼎证券整理

公司是国内领先的机器视觉装备制造制造商，同时具备上游的算法、软件开发能力、传感器的研发设计能力，精密驱控系统的设计能力；开发的国家重大科学仪器设备，检测精度达到 0.3 微米的国际先进水平；自主开发的工业视觉软件平台 ViSpec 应用于公司各类产品；自主研发的智能 3D 视觉传感器第一代产品 LS-1010 已研发完成，产品的精度、扫描频率等参数已超过基恩士、康耐视同类最先进产品的技术指标。

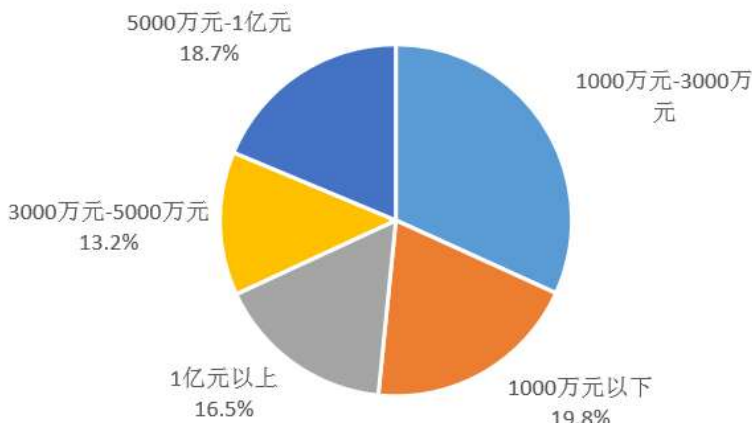
国内竞争激烈，公司市占率逐步提高：目前中国市场的国际机器视觉企业和中国本土的机器视觉企业（不包括代理商）已经超过 200 家，专业的机器视觉系统集成商超过 70 家，覆盖全产业链各端。

从现阶段竞争格局来看，国内企业主要是系统集成商，而国外大多数工业视觉厂商具备从核心软硬件到系统集成的产业链优势，因此中高端市场几乎全部由国外品牌垄断，拥有较为稳定的市场份额和利润水平。

随着企业数量的快速增长，机器视觉市场竞争程度日益激烈，但国内尚未出现有主导地位的龙头企业。2017 年国内机器视觉企业平均销售额约为 7,269 万元，年销售额在平均线以上的企业数量占总数的 26.4%，营业收入超过 1 亿元以上的企业占比 16.5%。

图 12:2017 年中国机器视觉行业企业年销售额分布

2017 年中国机器视觉行业企业年销售额分布情况



资料来源：招股说明书，群益金鼎证券整理

根据前瞻研究院数据，2016 年、2017 年及 2018 年度中国机器视觉行业销售额分别为 69.4 亿元、80 亿元及 104 亿元。公司年销售额分别为 1.81 亿元、3.19 亿元和 5.08 亿元，据此计算，公司的市场占有率分别为 2.61%、3.99%和 4.89%。在整体市场规模保持高速增长的情况下，公司的市场占有率逐年稳步提高，展现出较强的行业竞争力。

产能面临瓶颈，募资 10 亿元用于产能扩充及补充流动资金：公司主要产品智能检测装备、智能制造系统采用订单式生产，因此销量无法准确反映公司生产能力。根据招股说明书，公司近三年已经超负荷运作，产能利用率在 110%以上，趋于饱和，面临产能瓶颈期。公司主营精密测量仪器产销比接近 100%，智能检测产销比稳定在 76%左右，智能制造系统产销比尚有进一步提升空间。

公司此次 IPO 募集资金主要用于机器视觉与智能制造装备建设项目和研发基地建设项目。扣除发行费用后预计募集 10 亿元，其中 4.75 亿元用于扩大产能，2.75 亿元用于研发基地建设，2.5 亿元用于补充流动资金。项目拟新建建筑 32026 平方米，建设期 2 年，第 3 年进入试生产阶段，预计达产率为 50.00%。项目预计于投入建设后第 4 年达产。完全达产后预计每年新增营业收入 4.5 亿元。

盈利预测与估值分析

收入端，2018 年公司实现营业收入 5.08 亿元，yoy+59.24%，主要是公司 17 年研制出智能检测装备中的玻璃检测装备和结构件检测装备，成功打入苹果产业链，带动智能检测装备营收高速增长。18 年的净利润，增速。2018 年毛利率较去年提高 1.12 个百分点至 49.17%。增厚业绩。

公司 2019 年上半年营业收入 1.91 亿元，yoy+50.40%，公司在保持消费电子行业客户收入增长的同时，来自光伏半导体和汽车制造等行业的收入明显增加，同时公司 18 年末发出商品较多，19 年上半年发出产品通过客户验收并确认收入；净利润为

918.71 万元, yoy+64.51%, 净利润增速高于营收增速主要是当期确认的政府补贴同比增加以及研发费用加计扣除。

综合判断, 受益于国内工业智能化的逐步提高和产业升级, 机器视觉市场快速增长, 高利润的智能检测装备业务快速增长, 公司产品结构优化。我们预计公司 2019、2020 年营业收入分别为 7.36 亿元、10.33 亿元, yoy 为+44.87%和+40.32%; 归母净利润分别为 1.39 亿元、2.01 亿元, yoy 为+46.83%和+44.71%, EPS 分别为 0.72 元和 1.04 元。

公司发行价格为 25.50 元, 发行价格对应 2020 年 PE 约 25 倍。对比同类上市公司, 公司业务方面与 A 股上市公司精测电子相类似, 精测电子目前市值约 132 亿元, 2020 年动态 PE 预估约 23 倍。鉴于公司业绩快速增长, 作为科创板的企业, 市场关注度较高, 给予一定的溢价, 我们认为天准科技 2020 年 PE 32 倍相对合理, 目标价格 33 元, 短期则有可能因科创板的稀缺性而突破其合理价值区间。

表 2: 公司与同类上市公司比较

公司名称	总市值 (亿)	营业收入 (亿)	归母净利润 (亿)	毛利率 (%)	2020PE	备注
精测电子	132.23	13.90	2.89	51.21	23.32	面板模块、OLED 检测、AOI 光学检测、面板自动化设备
赛腾股份	47.04	9.04	1.21	47.78	21.57	自动化检测和组装设备、治具类产品、技术服务
机器人	237.47	30.95	4.49	31.47	32.49	工业机器人、物流仓储自动化设备、装配与检测系统集成
先导智能	304.14	38.90	7.42	39.08	21.41	锂电池设备、光伏自动化生产装配设备、薄膜电容器设备、3C 智能检测设备

备注: 市值日期为 2019 年 7 月 18 日

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	181	319	508	736	1033
营业成本	76	166	258	372	520
营业税金及附加	2	3	3	4	5
销售费用	24	35	62	88	122
管理费用	62	74	98	139	186
财务费用	-2	6	-4	-4	-3
资产减值损失	1	3	10	10	12
投资收益	0	1	0	1	1
营业利润	19	53	98	143	208
营业外收入	14	1	0	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	33	53	98	144	208
所得税	2	2	4	5	7
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	31	52	94	139	201

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018	2019E	2020E
货币资金	73	133	241	583	729
应收账款	48	64	59	79	108
存货	56	132	216	302	416
流动资产合计	181	341	529	959	899
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	50	49	51	89	161
在建工程	0	0	5	188	375
非流动资产合计	65	64	106	326	560
资产总计	245	405	635	1284	1459
流动负债合计	50	126	208	229	302
非流动负债合计	0	10	8	10	10
负债合计	50	136	216	239	312
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	196	269	419	1046	1147
负债及股东权益合计	245	405	635	1284	1459

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	16	52	98	116	151
投资活动产生的现金流量净额	-8	-6	-47	-30	-30
筹资活动产生的现金流量净额	-20	11	44	275	25
现金及现金等价物净增加额	-11	55	96	361	146

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或僱員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。