

市场价: 76.02 元

目标价: 46.3~59.3 元

市场数据(人民币)

沪深 300 指数

3633.53

深耕汽车电子自动化，乘势而起的科创新星 ——“科创板-高端装备”系列研究

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.40	0.87	0.96	1.31	1.65
每股净资产(元)	1.41	2.26	8.63	9.41	10.41
每股经营性现金流(元)	0.27	0.74	1.05	1.78	2.09
市盈率(倍)	0.00	0.00	79	58	46
净利润增长率(%)		118.21%	48.15%	36.25%	25.72%
净资产收益率(%)	28.21%	38.40%	11.17%	13.95%	15.86%
总股本(百万股)	81.00	81.00	108.00	108.00	108.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **深耕汽车电子自动化，对标克来机电。** 公司是国内领先的汽车电子自动化企业，下游面向汽车电子、医疗健康、新能源锂电池，覆盖泰科电子、大陆集团、力特集团、莫仕集团、美敦力、亿纬锂能、欣旺达等全球优质客户，汽车电子业务收入占比超过 80%。2016~2018 年公司收入由 1.5 亿元增至 4.36 亿元，CAGR=70%，净利润由 242 万元增长到 7111 万元，收入规模与克来机电相当。公司销售毛利率 36%，净利润率 16.3%，ROE38%，处于快速增长阶段。
- **汽车电子需求持续扩张，工程师红利驱动国产替代。** 单车占比提升和新能源汽车推广将带动汽车电子自动化需求。预计到 2019 年，国内汽车电子自动化市场规模将达到 180 亿元，未来三年保持 12%左右的复合增速。全球汽车电子零部件企业呈现寡头垄断局面，对下游自动化设备供应商认证周期较长，构筑天然壁垒。国内汽车电子自动化企业包括克来机电和瀚川智能等，两家收入规模合计 10 亿元，国产化率不足 10%，国内工程师红利驱动持续进口替代。未来三年瀚川智能将受益泰科电子资本开支提速和大陆集团份额提升等，同时医疗和锂电池业务有望为公司贡献新的业绩增长点。
- **专注技术全球化布局，模块化将推动人均产出提升。** 公司检测和组装核心技术均自主研发创新，通过搭建技术平台实现模块化输出，丰富产品线应用，提高产出效率。①与国外竞争对手相比，公司竞争优势在于产品装配精度高、生产效率快、工程师具有快速响应能力；②与克来机电相比，公司的竞争优势在于全球化拓展能力强。非标是行业重要属性，人均产出是限制公司规模的重要因素，与海外对标公司人均 165 万元的产出效率相比，公司人均产出仅 62 万元，未来具备翻倍空间。行业趋势、进口替代叠加人均产出提升，公司未来有望成长为像库迈思（30 亿收入量级）企业。

盈利预测

- 预计 2019-2021 年公司实现的净利润 1.1/1.4/1.8 亿元，同比增长 48%/36%/26%，CAGR=38%，EPS 分别为 0.96/1.31/1.65 元，参考克来机电等估值，给予明年 35~45 倍 PE 估值，合理市值对应每股价格 46.3~59.3 元。

风险提示

- 汽车电子渗透率提升不及预期；锂电池和医疗健康新业务拓展不及预期；自有厂房建设不及预期。

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号: S1130519060005
ding_jian@gjzq.com.cn

孟鹏飞 分析师 SAC 执业编号: S1130517090006
mengpf@gjzq.com.cn

韦俊龙 分析师 SAC 执业编号: S1130519050002
weijunlong@gjzq.com.cn

投资要件

1、驱动因素、关键假设及主要预测

■ 驱动因素

新能源汽车销量增长；

单车汽车电子价值量占比提升；

泰科电子资本开支提速和大陆集团份额提升。

■ 关键假设与主要预测

1) 到 2020 年，单车汽车电子占比达到 35%。

2) 汽车电子全球的年复合增长率 6.7%，中国的复合增长率达到 10.6%。

3) 泰科电子资本开支扩张和大陆集团份额提升将成为公司盈利重要增长点。

2、我们与市场不同的观点

1) **市场认为汽车电子自动化企业成长空间有限。**我们认为随着公司模块化平台搭建和工程师素质的提升，公司人均产出具备较大的提升空间，且公司较国内同行具备全球化基因，有望成长为全球汽车电子自动化的领先企业。

2) **市场认为公司在大客户中的份额相对较高，提升空间有限。**我们认为随着产品线的拓展，公司在泰科电子和大陆集团等大客户中的份额依然存在提升空间。

3、盈利预测

预计 2019-2021 年公司实现的净利润 1.1/1.4/1.8 亿元，同比增长 48%/36%/26%，EPS 分别为 0.96、1.31、1.65 元，参考克来机电估值，给予明年 35~45 倍估值，合理市值对应每股价格 46.3~59.3 元。

4、催化剂

潜在大客户突破；新能源汽车新产品突破。

5、主要风险因素

汽车电子渗透率提升不及预期；锂电池和医疗健康新业务拓展不及预期；自有厂房建设不及预期。

内容目录

一、深耕汽车电子，软+硬智能装备方案提供商	5
1.1 专注汽车电子自动化，大客户基础好	5
1.2 处于快速成长期，营运能力与克来机电相当	5
1.3 高速插针机业务起家，核心技术系自主研发	7
二、汽车电子单车占比提升，“四化”助推行业需求	7
2.1 汽车电子单车占比提升，预计到 2020 年达成整车成本 35%	8
2.2 汽车电子市场规模庞大，设备提供商将持续受益	9
三、受益下游大客户需求增长，竞争优势相对突出	11
3.1 客户关系良好，享受大客户资本化支出增长带来的扩大需求	11
3.2 与泰科电子系深度绑定，未来三年有望从泰科取得 7 亿元销售收入	12
3.3 与大陆集团合作日渐升温，是业绩潜在增长点	13
3.4 与克来机电比较：客户体系独立，具备全球化思路	15
3.5 海外竞争对手比较：人均产出高，行业属性决定公司收入规模有限	16
四、拓展医疗和锂电新业务，具备全球化布局雏形	17
4.1 加大汽车电子和锂电研发投入，培育新的业务增长点	17
4.2 全球化布局雏形渐具，海外收入占比超过 20%	18
4.3 开辟新能源电池和医疗健康新业务增长点	19
五、盈利预测与估值参考	20
5.1 盈利预测：预计未来三年收入复合增速超过 30%	20
5.2 估值参考：克来机电等	21
六、风险提示	21

图表目录

图表 1：瀚川智能发展历程	5
图表 2：瀚川智能股权结构	5
图表 3：汽车电子占公司收入 86%	5
图表 4：前五大客户收入占比 75%	5
图表 5：公司收入 4.36 亿元，处在发展前期（亿元）	6
图表 6：公司毛利率低于行业均值（单位：%）	6
图表 7：瀚川智能管理云推进降低管理费用率	7
图表 8：瀚川智能人均创收 62 万元	7
图表 9：同行业核心财务指标比较	7
图表 10：公司主要产品以检测和组装为主	7
图表 11：汽车电子业务是核心	7
图表 12：国内汽车销量面临增长瓶颈	8
图表 13：新能源汽车销量依然保持高速增长	8
图表 14：汽车电子占整车比例 2020 年将提升至 35%	9

图表 15: 汽车电子在高档车和新能源车中所占比例更高.....	9
图表 16: 各地陆续出台燃油车禁售时间表.....	9
图表 17: 中国汽车电子复合增速 11%.....	9
图表 18: 汽车电子多强竞争, 头部集体垄断.....	10
图表 19: 汽车电子企业资本化支出占收入比重 4%~10%.....	10
图表 20: 汽车电子零部件厂商资本开支稳步向上.....	10
图表 21: 博世、大陆、电装是前三大汽车零部件厂商.....	10
图表 22: 19-22 年汽车电子智能化设备空间.....	11
图表 23: 汽车电子的主要发展方向.....	11
图表 24: 公司前五大客户销售额以及收入占比.....	11
图表 25: 公司对主要大客户的销售额.....	11
图表 26: 泰科电子汽车传感器产品.....	11
图表 27: 泰科营收规模 140 亿美元.....	12
图表 28: 泰科电子交通领域收入占比最高达到 59%.....	12
图表 29: 泰科世界业务按地域拆分.....	12
图表 30: 泰科亚洲区业务中国区占比最高.....	12
图表 31: 公司与科泰电子的合作项目.....	13
图表 32: 2016-2018 年公司对泰科的销售收入占泰科设备采购比重逐步提升.....	13
图表 33: 预估未来三年公司对泰科的销售收入情况.....	13
图表 34: 公司与大陆集团的合作历史.....	14
图表 35: 公司与大陆集团的合作项目.....	14
图表 36: 公司来自大陆集团的订单正快速增长.....	15
图表 37: 克来机电营收、净利润以及营收增速.....	16
图表 38: 克来机电期间费用率持续降低.....	16
图表 39: 克来机电与瀚川智能收入季节性波动一致.....	16
图表 40: 克来机电客户集中度更高.....	16
图表 41: 同行业对标企业核心指标.....	17
图表 42: 研发投入持续增加.....	18
图表 43: 研发人员数量保持快速增长.....	18
图表 44: 公司在研项目情况.....	18
图表 45: 瀚川智能全球化布局.....	18
图表 46: 公司与主要客户海外合作关系.....	19
图表 47: 公司锂电池化成分容一体机.....	19
图表 48: 全自动细胞深低温存储设备.....	19
图表 49: 瀚川智能盈利预测.....	20
图表 50: 克来机电 PE21~40 倍.....	21
图表 51: 赛腾股份 PE21~40 倍.....	21
图表 52: 两家汽车电子估值指标比较.....	21

一、深耕汽车电子，软+硬智能装备方案提供商

1.1 专注汽车电子自动化，大客户基础好

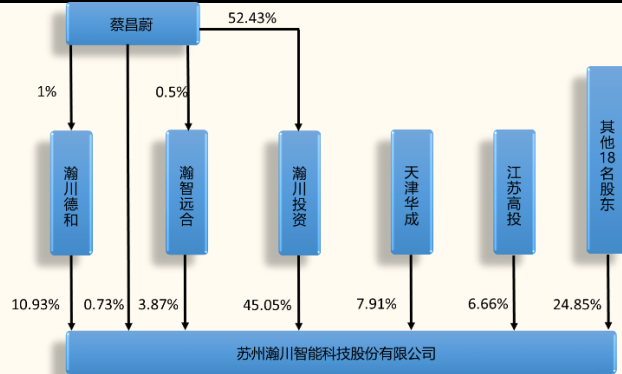
- **领先的汽车电子智能装备方案供应商。**公司于 2007 年成立，位于苏州，最初依靠做汽车连接器高速插针机起家，后延伸至提供硬件（连接器、传感器、控制器、执行器）生产制造+工业互联网软件+技术服务，提供综合智能制造解决方案。
- **客户基础好。**公司客户包括：①**汽车电子**：泰科电子系（收入占 36%）、大陆集团（收入占 19%）、力特集团（收入占 7.6%）、莫仕集团（收入占 4.3%）等全球前十的汽车零部件公司；②**医疗健康**，美敦力；③**新能源电池**，亿纬锂能（收入占 8%），欣旺达。客户集中度较高且客户基础好，前五大客户占比 75%以上。客户付款模式以 3331 为主。
- **创始人系实际控制人蔡昌蔚持股 60.58%。**蔡昌蔚在创立公司前在番禺得意精密电子工业有限公司（主营精密电子连接器）工作十年，成为精密电子领域内的专家。公司核心团队中的副总经理以及技术负责人等均是董事长前同事。

图表 1：瀚川智能发展历程



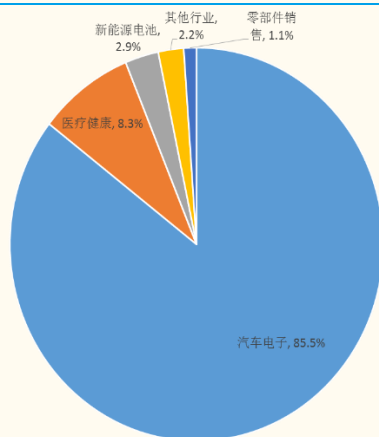
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 2：瀚川智能股权结构



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 3：汽车电子占公司收入 86%



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 4：前五大客户收入占比 75%



来源：招股说明书，国金证券研究所

1.2 处于快速成长期，营运能力与克来机电相当

■ 公司人均产出仍有翻倍空间，盈利指标不逊于克来机电。

■ 盈利能力：盈利能力较强，智能管理云持续降低管理费用率

- ① 收入：瀚川智能由 2016 年的 1.5 亿元增长至 4.36 亿元，CAGR=70%，净利润由 2016 年 242 万元增长到 2018 年 7111 万元。公司收入体量 4.4 亿元，低于克来机电的 5.8 亿元。
- ② 毛利率：公司毛利率 36%~37%，低于行业均值 41%，高于克来机电的 28%，Komax（库迈思）毛利率高达 56%。公司近两年整体毛利率略有下滑，主要原因是受新的两条产业线，医疗健康和新能源电池拖累。新产业线由于先期科研投入高，项目前期研发、设计、调试成本较高等原因，毛利率较低。
- ③ 三项费用率：2018 年公司三项费用率为 17%，高于克来机电 13%，低于行业均值 26%，且公司三项费用率持续下降，得益于公司瀚川智能管理云带来的管理效率提升，公司管理费用率从 2016 年的 26% 降到 2018 年的 12%。

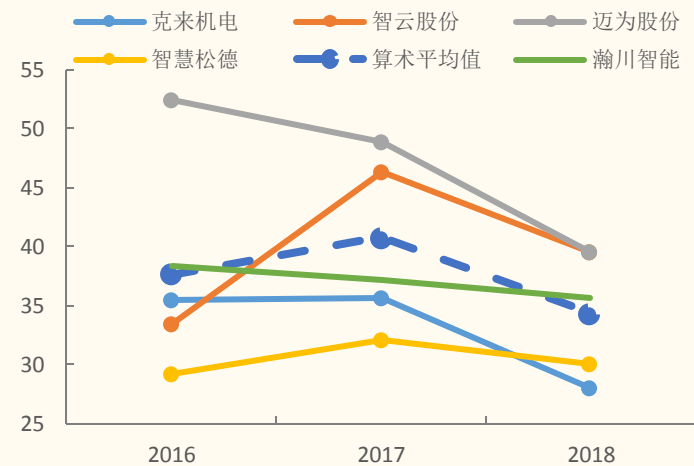
公司三项费用率高于克来机电 4pct 原因在于公司全球化网络布局，销售费用率相对较高导致。

图表 5：公司收入 4.36 亿元，处在发展前期（亿元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 6：公司毛利率低于行业均值（单位：%）



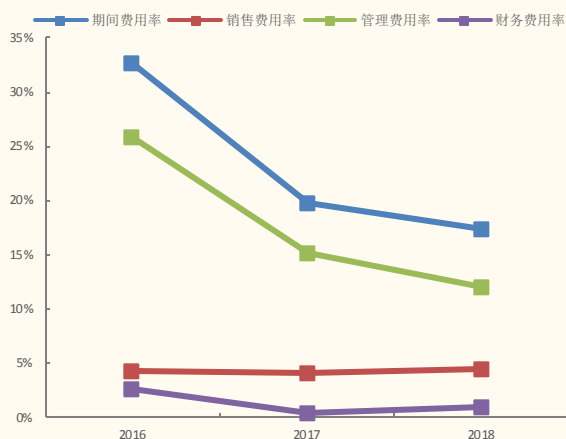
来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 营运能力：公司营运能力与克来机电基本相当

- ① 公司存货周转天数 166 天，高于克来机电 134 天，低于行业均值 175 天。
- ② 公司应收账款周转天数 63 天，低于克来机电 70 天，低于行业均值 112 天。
- ③ 公司应付账款周转天数 74 天，略高于克来机电 68 天，低于行业均值 78 天。

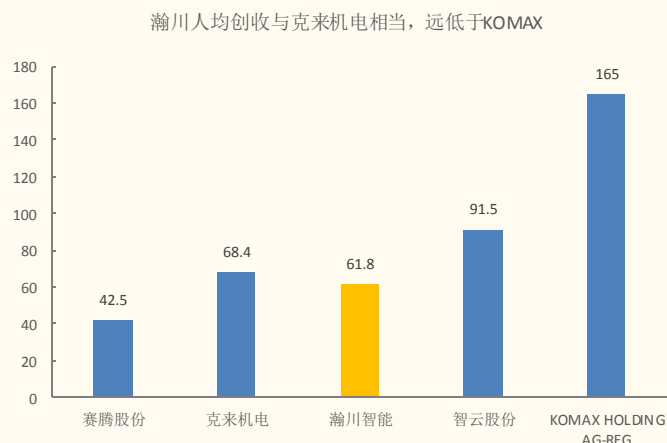
■ 人均产出：公司人均产出具备翻倍空间。由于行业非标属性，人均产出是衡量行业工程师产出效率的重要指标。公司人均产出 62 万元，略低于克来机电 68 万元，也低于 KOMAX 的 165 万元。从人均产出指标判断，国内汽车电子企业的一个重要的竞争优势在于工程师数量红利。

图表 7：瀚川智能管理云推进降低管理费用率



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 8：瀚川智能人均创收 62 万元



来源：招股说明书，国金证券研究所（单位：万元/人）

图表 9：同行业核心财务指标比较

证券代码	证券简称	存货周转天数	应收账款周转天数	营业周转天数	应付账款周转天数	销售毛利率	销售净利率	销售期间费用率	收入近三年复合增长率	净利润近三年复合增长率	净资产收益率	人数	人均产出
603283.SH	赛腾股份	158	88	247	92	48	13	36	23	-2	16	2129	42.5
603960.SH	克来机电	134	70	204	68	28	13	13	56	29	13	853	68.4
688022.SH	瀚川智能	166	63	228	74	36	16	17	68		38	705	61.8
300097.SZ	智云股份	244	232	476	79	38	12	19	32	32	6	1066	91.5
KOMAX	KOMAX HOLDING AG		108			56	11	46	12	24	18	2000	165
	均值	175	112	289	78	41	13	26	38	20	19		86

来源：Wind，国金证券研究所（人均产出单位：万元；存货周转天数单位：天数；毛利率单位：%）

1.3 高速插针机业务起家，核心技术系自主研发

- 公司以汽车连接器高速插针机起家，主要产品包括 ABS 生产线、连接器生产线、传感器生产线；医疗健康领域的蜂巢式全自动细胞超低温存储装备、医疗全自动枕式包装机；锂电池领域的化成分容检测机、叠片成型一体机。
- 公司不同设备的共性是基于检测和组装的核心技术应用。目前，公司拥有核心技术 14 项，共获得 44 项专利、3 项软件著作权，正在申请中专利 47 项、软件著作权 3 项。

图表 10：公司主要产品以检测和组装为主



图表 11：汽车电子业务是核心

项目	2016		2017		2018		
	金额（万）	比例（%）	金额（万）	比例（%）	金额（万）	比例（%）	
汽车电子	电连接智能制造装备	10259	68.4	15697	64.4	23041.77	52.9
	传感器智能制造装备	1062	7.1	2438	10.0	7176.95	16.5
	执行器智能制造装备	2347	15.6	2499	10.3	4522.64	10.4
	控制器智能制造装备	-	-	1064	4.4	2520.69	5.8
医疗健康	医疗辅材智能制造装备	150	1.0	630	2.6	837.34	1.9
	医疗器械智能制造装备	-	-	881	3.6	427.76	1.0
新能源电池	圆柱锂电池智能制造装备	-	-	-	-	3603.42	8.3
	其他智能制造装备	846	5.6	522	2.1	964.32	2.2
	零部件	341	2.3	637	2.6	469.07	1.1
合计		15005	100.0	24368	100.0	43563.96	100.0

来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

二、汽车电子单车占比提升，“四化”助推行业需求

- **5G 新技术驱动汽车行业重大变革。**汽车从简单的一个交通工具变成一个超级移动智能终端。这个过程就是汽车的“四化”，即自动化、智能化、电动化、网联化，汽车“四化”将带动汽车电子大幅增长。预计汽车电子全球的年复合增长率 6.7%，中国的复合增长率达到 10.6%。

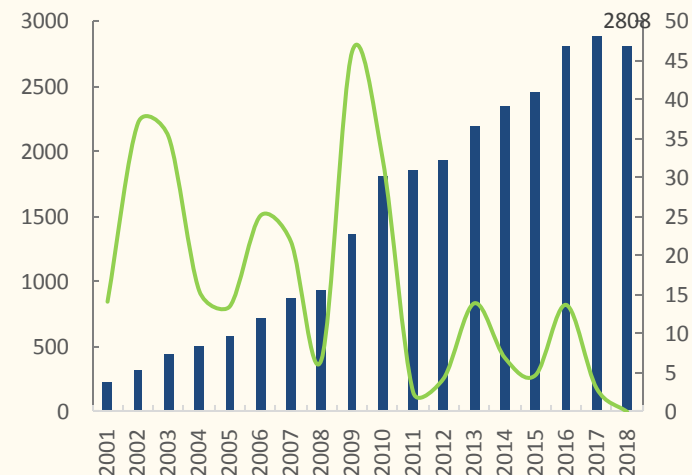
2.1 汽车电子单车占比提升，预计到 2020 年达成整车成本 35%

- **汽车电子行业增长主要有三个逻辑：**一是整车销量的增量市场带动汽车电子需求；二是单车价值量占比提升，其中新能源车汽车电子渗透率最高；三是存量市场，燃油车替换为新能源车。
- 2018 年国内汽车产销量都出现了下滑，但汽车电子渗透率在逐步提升；与此同时，汽车电子渗透率最高的新能源汽车仍保持高速增长，扩大汽车电子市场的需求。

1) 国内汽车销量小幅下滑，但新能源车仍逆势高速增长

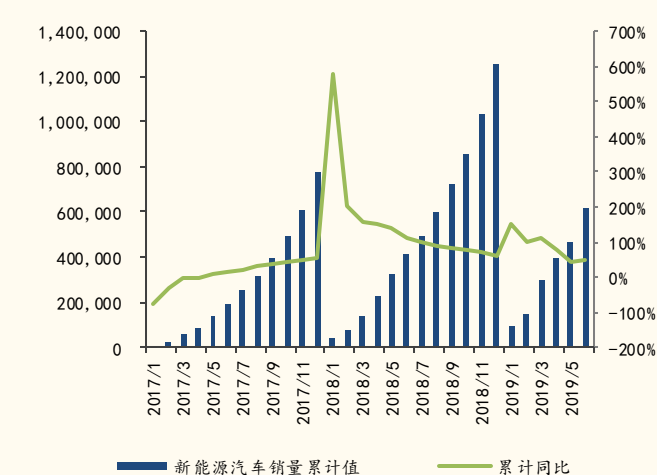
- **国内汽车销量持续下滑，面临增长瓶颈。**2018 年全年汽车产销分别完成 2781 万辆和 2808 万辆，产销量比上年同期分别下降 4.2% 和 2.8%，销量下滑最多的是乘用车。乘用车 2018 年全年销量 2371 万辆，下降 4.1%。
- **新能源汽车销量依然保持高速增长趋势。**2019 年 H1，新能源汽车销量 61.7 万辆，同比增长 50%。

图表 12：国内汽车销量面临增长瓶颈



来源：中汽协，国金证券研究所（单位：万台）

图表 13：新能源汽车销量依然保持高速增长

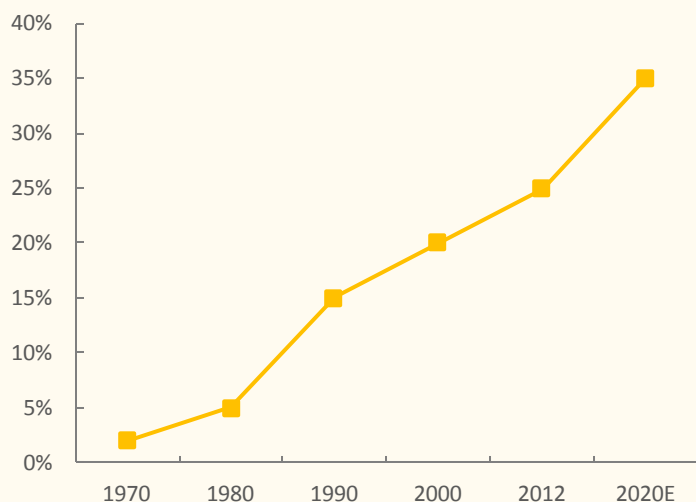


来源：中汽协，国金证券研究所（单位：台）

2) 汽车电子单车占比提升，预计到 2020 年达成整车成本 35%

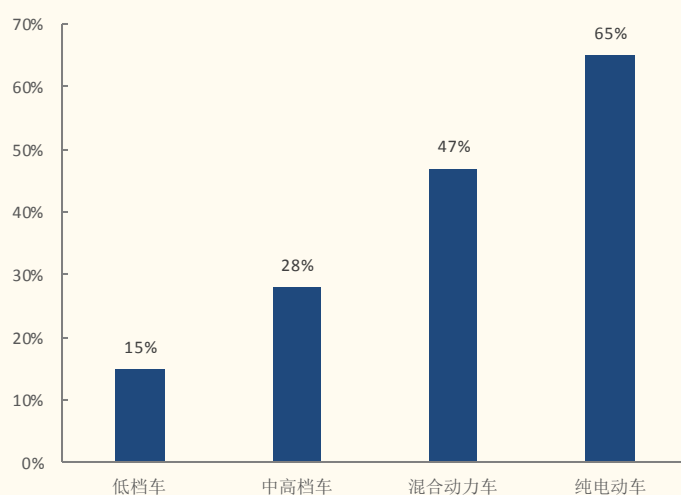
- **汽车电子占整车成本比例正在迅速提升，**预计在 2020 年达到整车成本的 35%。同时汽车电子在新能源车所占成本比例更高，未来几年将进入汽车电子技术快速普及时代。
- **汽车总销量出现一定程度下滑，对汽车电子需求造成一定影响。**在汽车电子渗透率大幅度增加以及新能源汽车销量逆势快速增长情况下，汽车电子的市场需求仍将保持增长。

图表 14：汽车电子占整车比例 2020 年将提升至 35%



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 15：汽车电子在高档车和新能源车中所占比例更高



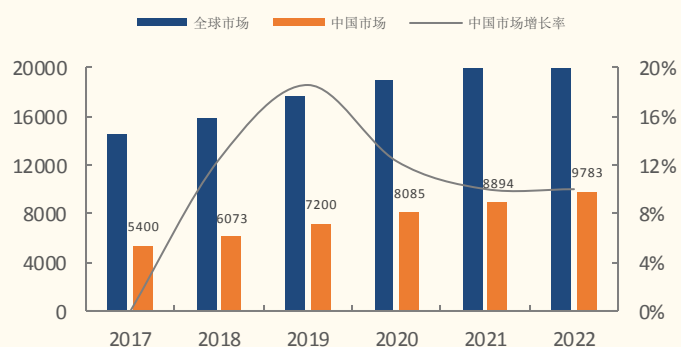
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 16：各地陆续出台燃油车禁售时间表

燃油车禁售国家（地区）	政策发布时间	政策实施时间	禁售车型
荷兰	2013 年	2025 年	传统燃油车
美国（加州）	2015 年 8 月	2030 年	传统燃油车
挪威	2016 年 5 月	2025 年	非电动汽车
德国	2016 年	2030 年	传统内燃机车
印度	2017 年 4 月	2030 年	传统燃油车
法国	2017 年 7 月	2040 年	传统燃油车

来源：中汽协，国金证券研究所

图表 17：中国汽车电子复合增速 11%



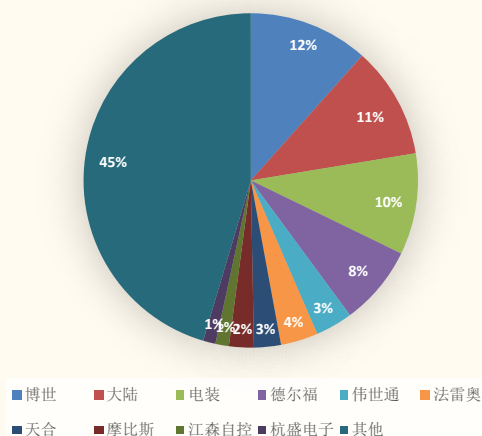
来源：中汽协，国金证券研究所（单位：亿元）

2.2 汽车电子市场规模庞大，设备提供商将持续受益

1) 国内汽车电子市场将保持 11% 的复合增速

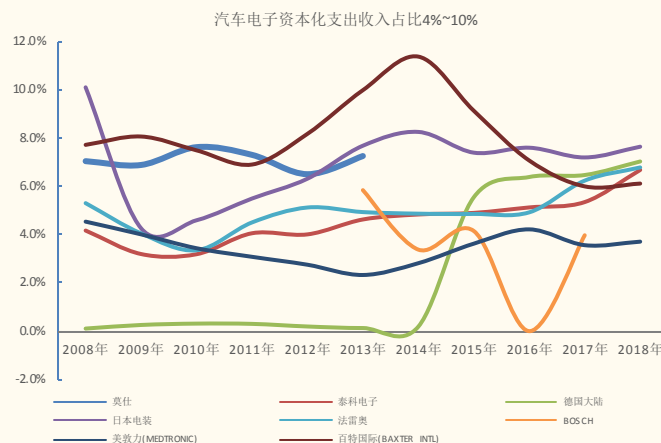
- 2018 年全球汽车电子市场为 1.58 万亿元，中国汽车电子市场为 6073 亿元，占据全球市场的 38%。根据盖世汽车研究院预测，2019-2022 年，中国汽车电子市场仍将保持 10% 以上的增长速度。根据预测 2022 年，中国汽车电子市场将达到千亿规模。
- 国内汽车电子市场呈现“多强竞争，头部集体垄断”特征。博世（市占率 12%）、大陆（市占率 11%）、电装（市占率 10%）等大公司处于市场前列，前十位占据了市场大部分份额。在汽车电子专业化技术化壁垒背景下，预计这种头部集中现象未来将会继续维持。

图表 18：汽车电子多强竞争，头部集体垄断



来源：中汽协，国金证券研究所

图表 19：汽车电子企业资本化支出占收入比重4%~10%

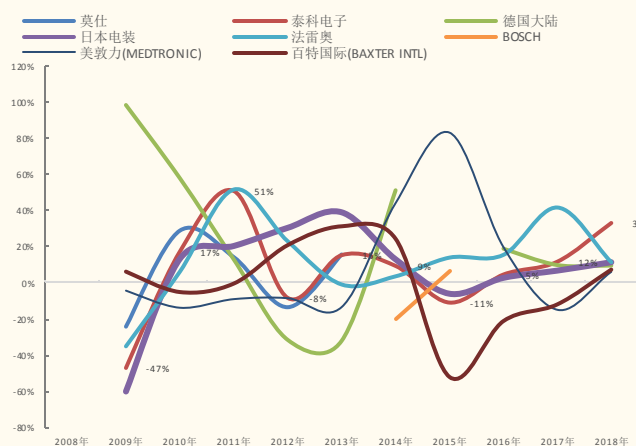


来源：Wind，国金证券研究所

2) 近四年汽车电子零部件厂商扩产将带来 850 亿自动化设备需求

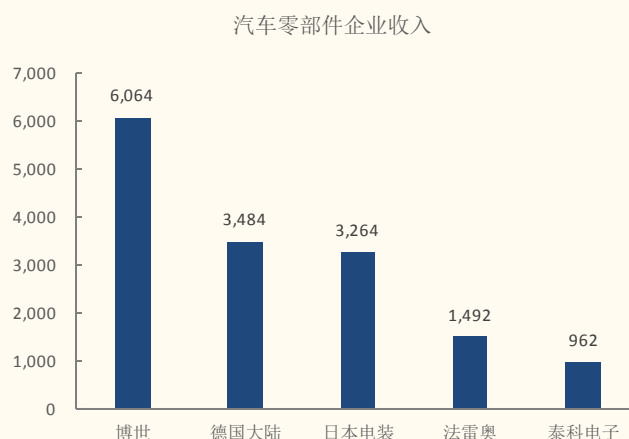
- 汽车电子需求增长将带动零部件企业业绩增长。这种业绩的增长同时会增加设备提供商的资本化支出，包括旧设备的更新以及新设备的投产。增长的资本化开支将扩大对上游设备提供商的需求。以泰科电子为例，近三年的资本开支增速持续向上，2018 年达到 33% 增长。
- 从瀚川智能的客户划分来看，汽车总零部件厂家的资本化开支占收入的比重在 4-10% 之间，而公司最大客户的泰科电子，年收入近千亿，资本开支超过 60 亿元。

图表 20：汽车电子零部件厂商资本开支稳步向上



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：博世、大陆、电装是前三大汽车零部件厂商



来源：Wind，国金证券研究所（单位：亿元）

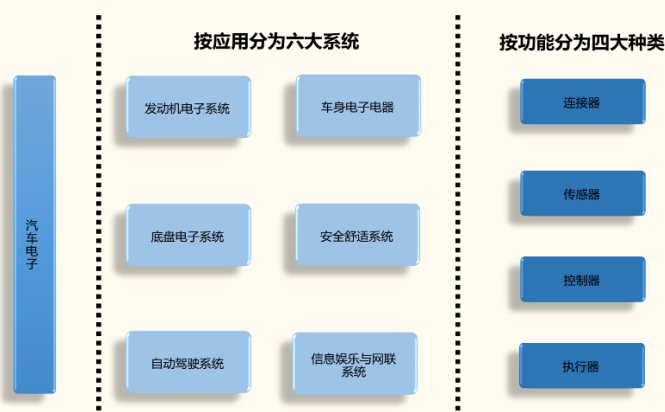
- 保守计算，整个汽车电子市场产品提供商的资本化支出在 5%，那么 2019-2022 年，将提供 1700 亿元的资本开支空间。假设其中智能化相关设备或服务占据 50% 成本，那么 2019-2022 年，自动化设备的市场空间将超过 850 亿，年均市场规模在 213 亿元，年复合增速达到 12%。
- 现阶段公司的主力产品是连接器自动化产线，对应的是其营收占比最大的客户是连接器领域世界第一的泰科电子。与此同时，公司在传感器，控制器和执行器设备制造上亦逐步发力，产品线进一步丰富。

图表 22：19-22 年汽车电子智能化设备空间

	2018	2019	2020	2021	2022
中国市场	6073	7200	8085	8894	9783
中国市场增长率	12%	19%	12%	10%	10%
设备市场规模	304	360	404	445	489
智能设备规模	152	180	202	222	245

来源：国金证券研究所绘制（单位：亿元）

图表 23：汽车电子的主要发展方向



来源：国金证券研究所绘制

三、受益下游大客户需求增长，竞争优势相对突出

- 未来汽车电子需求持续增长将带动设备提供商的业绩驱动力。

3.1 客户关系良好，享受大客户资本化支出增长带来的扩大需求

- 前面分析，汽车电子市场现阶段和可见未来仍将呈现“多强竞争，头部集体垄断”特征，因此与头部客户维护好客户关系将是瀚川智能公司未来业绩的重要保障。

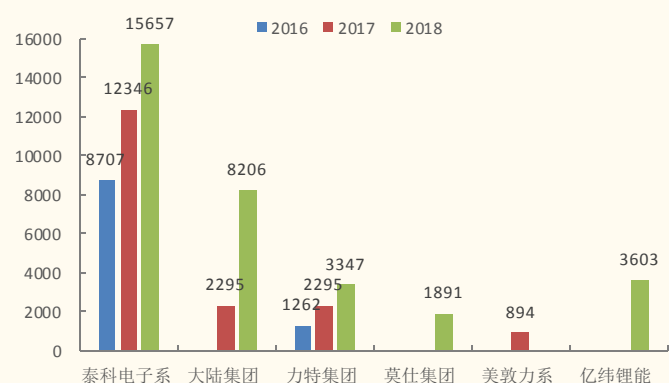
图表 24：公司前五大客户销售额以及收入占比

时间	客户名称	销售额（万）	收入占比（%）	时间	客户名称	销售额（万）	收入占比（%）	时间	客户名称	销售额（万）	收入占比（%）
2018	泰科电子系	15657	35.9	2017	泰科电子系	12346	50.7	2016	泰科电子系	8707	58
	大陆集团	8206	18.8		力特集团	2295	9.4		力特集团	1262	8.4
	亿纬锂能	3603	8.3		大陆集团	1132	4.7		青岛飞恩机电	963	6.4
	力特集团	3347	7.7		森萨塔系	1976	4.4		森萨塔系	949	6.3
	莫仕集团	1891	4.3		美敦力系	894	3.7		精英模具系	577	3.9
	合计	32705	75.1		合计	17744	72.8		合计	12459	83

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司客户集中度较高，前五大客户收入占比一直保持在 75%以上，且客户素质优良。汽车电子领域，公司的主要客户为泰科电子系、大陆集团、力特集团、莫仕集团等世界知名企业，全球前十大汽车零部件公司中，7 个是公司客户；医疗健康领域，公司与美敦力系等展开合作；新能源电池领域，公司也新开发亿纬锂能，欣旺达这样的行业领先客户。
- 传统业务来看，三年来，公司与泰科、大陆、力特关系一直保持良好关系。近两年，公司又开拓了莫仕、美敦力和亿纬锂能这样的优质客户。

图表 25：公司对主要大客户的销售额



图表 26：泰科电子汽车传感器产品



来源：公司招股书，国金证券研究所（单位：亿元）

来源：公司官网，国金证券研究所

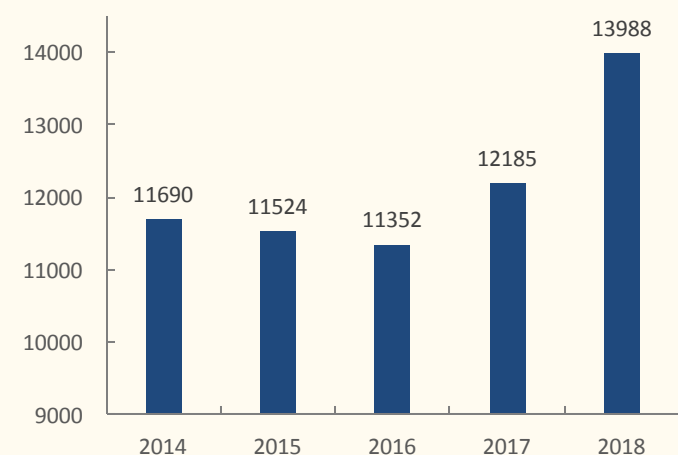
3.2 与泰科电子系深度绑定，未来三年有望从泰科取得7亿元销售收入

- 泰科电子系一直是瀚川智能最大的客户，虽然三年来其占公司的销售占比逐年下降，这是由于公司产品线丰富业绩增长所致，泰科仍是公司现阶段以及未来短时间内最大的客户。那么分析泰科电子未来业务走向，将对分析瀚川智能业绩发展有重要指导作用。

1) 泰科电子近三年业绩处于快速增长期

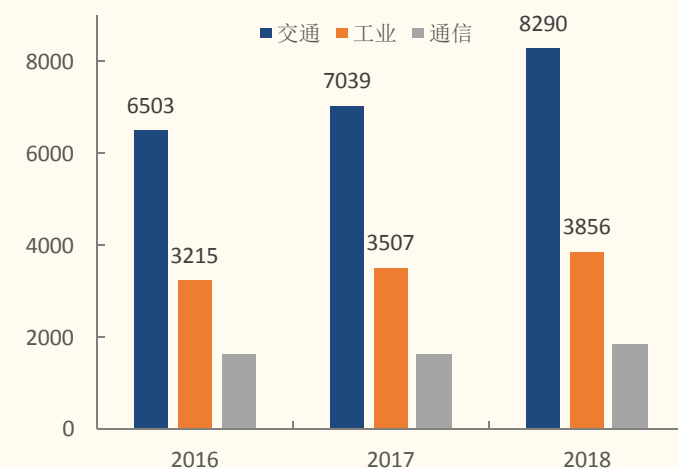
- 泰科电子是一家总部位于美国的电子设备供应商，公司主营业务包括设计和制造高度精密的连接器和传感器和电子元件等，下游包括运输解决方案、工业和通信领域，收入规模140亿美金。运输解决方案领域和中国区是近几年业务增长的主要驱动力。
- 2017和2018年，泰科电子用于资本开支的增速分别为12%和33%，呈现加速趋势。

图表 27：泰科营收规模140 亿美元



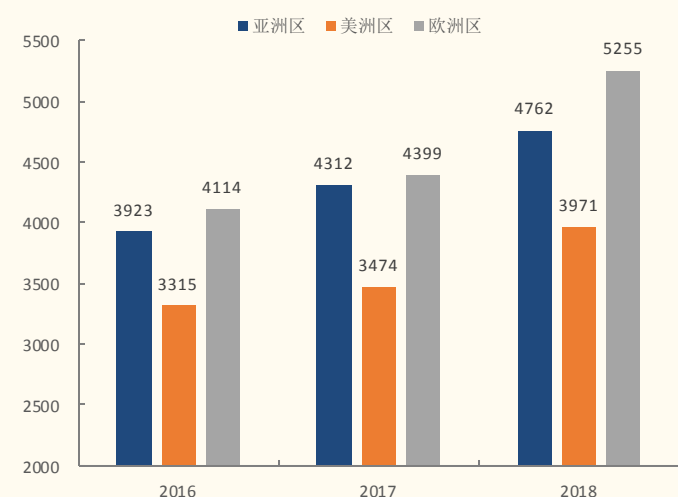
来源：泰科年报，国金证券研究所（单位：百万美元）

图表 28：泰科电子交通领域收入占比最高达到59%



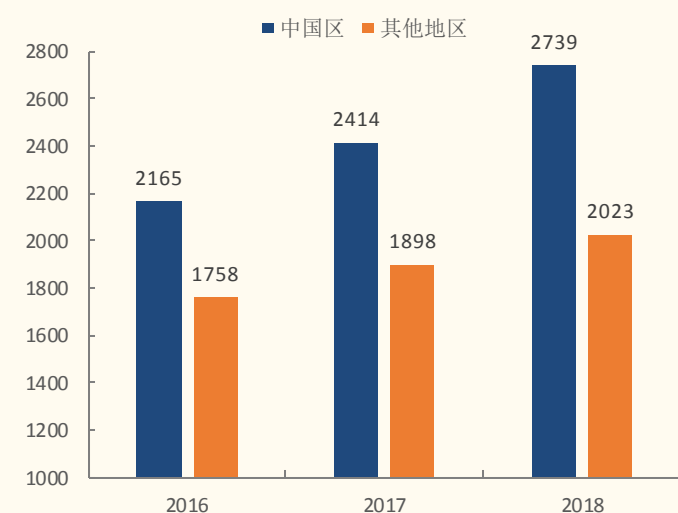
来源：泰科年报，国金证券研究所（单位：百万美元）

图表 29：泰科世界业务按地域拆分



来源：泰科年报，国金证券研究所（单位：百万美元）

图表 30：泰科亚洲区业务中国区占比最高



来源：泰科年报，国金证券研究所（单位：百万美元）

2) 公司与泰科业务深度绑定

- 从具体业务看，泰科电子最主要板块是汽车电子板块，而瀚川智能是泰科电子在汽车电子板块最重要的解决方案提供商之一。泰科电子苏州工厂是其全球最大的生产基地之一，瀚川智能为泰科提供 ABS 线圈、连接器生产线、线段连接器组装生产线等。

图表 31：公司与科泰电子的合作项目

客户名称	合作项目	合作内容
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、ABS Housing 注塑、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

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 从地域来看，亚洲区、美洲区和欧洲区均是泰科电子的重要业务区域，而公司在这三个地方均与泰科电展开了合作。公司走出国门、参与泰科电子海外工厂，印证一是公司产品质量过硬，二是客户粘性强。

3) 泰科资本化开支增长+采购占比增长双重因素保障公司业绩

- 泰科的业绩增长催生其资本化开支的增长。2016-2018 年，泰科的资本化开支从 39 亿增加到 60 亿。我们预估未来三年内，受益于汽车电子市场的增长需求，特别是中国区业务的增长，泰科的资本化开支至少仍将保持 10% 以上。
- 在泰科的资本化开支中，非标自动化生产线设备采购支出稳定在 25%。

图表 32：2016-2018 年公司对泰科的销售收入占泰科设备采购比重逐步提升

项目	2016	2017	2018
泰科电子购买固定资产支出	39.46	53.07	60.09
泰科电子非标自动化生产线设备采购支出	9.86	13.27	15.02
瀚川对泰科销售收入	0.87	1.23	1.57
瀚川对泰科销售收入占泰科设备采购的比例	8.83%	9.31%	10.42%

来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

- 2016 到 2018 年，公司对泰科销售收入占泰科设备采购比例逐年提升，从 8.83% 增长至 10.42%。我们预估，未来三年内，公司对泰科销售收入占泰科设备采购比例仍将保持稳定增长，且每年渗透率提高大约 1pct。

图表 33：预估未来三年公司对泰科的销售收入情况

项目	2019	2020	2021
泰科电子购买固定资产支出	66	73	80
泰科电子非标自动化生产线设备采购支出	17	18	20
瀚川对泰科销售收入占泰科设备采购的比例	12%	13%	14%
瀚川对泰科销售收入	2	2.3	2.8

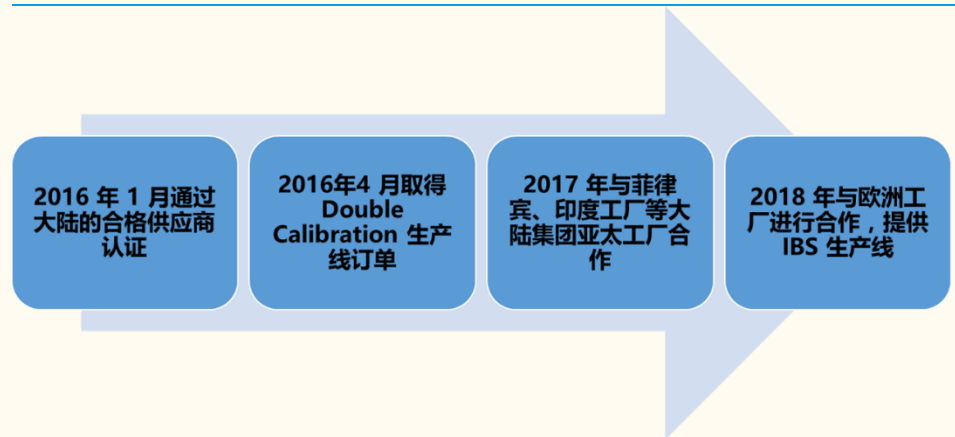
来源：国金证券研究所绘制

- 根据前述假设，2019-2022 年，瀚川智能对泰科将取得 2、2.3、2.8 亿元的销售收入。

3.3 与大陆集团合作日渐升温，是业绩潜在增长点

- 参考同类上市公司克来机电，其收入的三分之二来自于汽车电子的第一大份额的博世公司。而占据世界和中国汽车电子的第二大份额的大陆集团，与公司的关系日益升温。如果公司能像克来机电深度绑定博世公司一样绑定大陆集团，那么未来大陆集团将会是公司最重要的业务增长来源之一。

图表 34：公司与大陆集团的合作历史



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司与大陆集团的合作关系：从大陆集团的中国区工厂开始，到参与亚太区工厂建设到最终参与欧洲区工厂的建设，反映了大陆集团对公司技术的信心和信任。

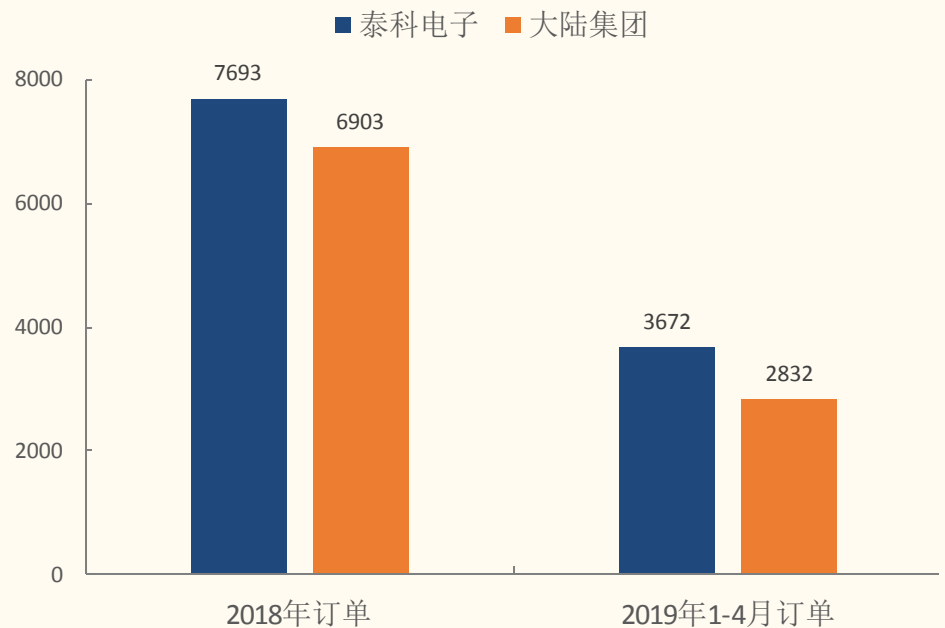
图表 35：公司与大陆集团的合作项目

客户	合作项目	具体内容
大陆集团	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
	大陆集团连云港工厂，建成后将成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
	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
	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

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 来自大陆集团的订单在快速增加。以 2018 年年末在手订单叠加 2019 年前四个月订单，源自泰科电子和大陆集团的新增订单分别为 11368 万元和 9735 万元，相当于 2018 年全年收入的 26%和 22%。

图表 36：公司来自大陆集团的订单正快速增长



来源：招股说明书，国金证券研究所（单位：万元）

- 根据公司在手订单情况，我们预测，未来三年大陆集团的订单将继续增加，三年内对大陆集团的销售额将达到对泰科电子销售额的 55%，60%和 65%。2019-2022 年，瀚川智能从大陆将取得 1.1、1.4、1.8 亿元的销售收入。

3.4 与克来机电比较：客户体系独立，具备全球化思路

1) 克来机电与瀚川智能目前不构成直接竞争关系

- 克来机电与瀚川智能作为汽车电子自动化设备供应商，均以装配和检测线为主，但是克来机电产品主要为汽车发动机、变速箱，底盘控制、汽车座椅等自动化产线为主，客户体系主要供给联合电子、德国博世、延锋江森等，客户集中度更高；而瀚川以连接器、传感器、控制器、执行器等智能产线设备为主，客户体系主要为泰科电子、大陆集团、莫仕集团等。

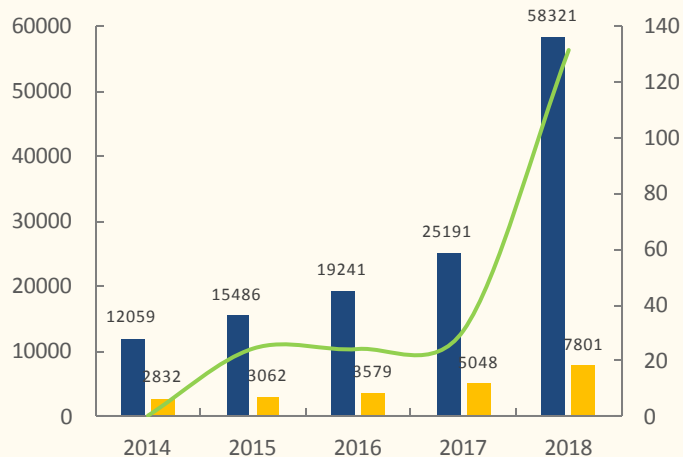
1、汽车电子设备市场足够大，国产设备比例较低。前面分析，未来三年内汽车电子自动化设备年均市场规模将超过 200 亿元。现阶段两家公司的收入加起来合计略超 10 亿元，国产汽车电子自动化设备占有率极低，两家公司都在各自领域绑定各自主流客户迅速发展。

2、汽车电子是头部垄断的市场格局。对于设备提供商来讲，绑定头部用于将是业务的重要保障。现阶段，克来机电深度绑定博世和联合电子等企业，瀚川智能深度绑定泰科电子和大陆等企业。

2) 瀚川智能可外延拓展做大业务，同时具备全球化思维

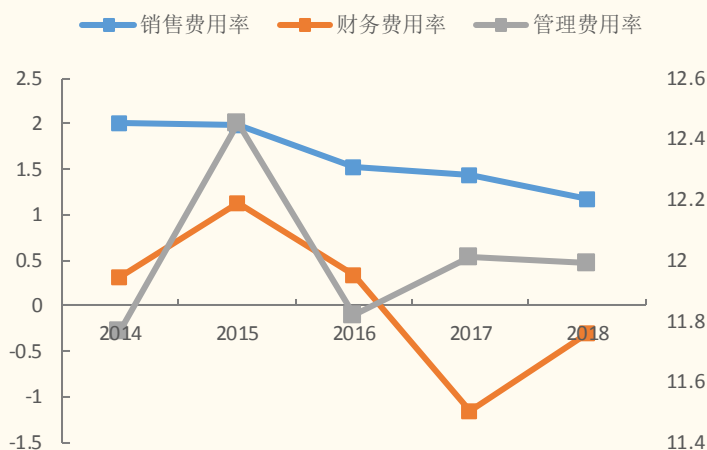
- 尽管我们不认为两个公司将相互之间激烈竞争。但通过分析克来机电的发展，有助于加深对瀚川智能未来发展的理解。

图表 37：克来机电营收、净利润以及营收增速



来源：泰科年报，国金证券研究所（单位：万元）

图表 38：克来机电期间费用率持续降低



来源：泰科年报，国金证券研究所（单位：%）

- 克来机电上市后每年营收净利润保持平稳增长，但在 2018 年营收和净利润大幅增长原因是收购上海众源，加强了产业协作，增强盈利能力。因此，瀚川上市后，亦有机会利用有利的募资条件收购相关企业，整个产业链，增强公司的营收能力。
- 与克来机电相比，公司的管理费用和财务费用率都保持较低水平，但是克来机电的销售费用率在 2% 左右，公司的在 5% 左右，这是因为瀚川客户体系建立的更加完备，海外收入占比 20%，具备全球化意识。

图表 39：克来机电与瀚川智能收入季节性波动一致

期间	公司名称	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
2018 年度	克来机电	16.30%	24.81%	21.81%	37.09%
	发行人	3.60%	20.90%	30.77%	44.73%
2017 年度	克来机电	21.35%	24.66%	15.24%	38.75%
	发行人	8.18%	16.85%	20.56%	54.41%
2016 年度	克来机电	11.20%	33.93%	6.43%	48.44%
	发行人	13.04%	12.16%	12.37%	62.43%

来源：瀚川智能招股书，国金证券研究所

图表 40：克来机电客户集中度更高

年度	排名	客户名称	金额 (万元)	数量 (台/套)	占当年主营业务收入比例
2016 年 1-6 月	1	博世系	5,281.40	12	60.82%
	2	上海延锋江森系	1,695.08	16	19.52%
	3	恩坦华汽车系统（上海）有限公司	846.76	1	9.75%
	4	博泽系	192.91	2	2.22%
	5	上海实业交通电器有限公司电器制造厂	149.57	3	1.72%
		合计	8,165.72	34	94.04%

来源：克来机电招股书，国金证券研究所

3.5 海外竞争对手比较：人均产出高，行业属性决定公司收入规模有限

- 同行业海外竞争对手包括瑞士的库迈思、加拿大的 ATA、德国的德国帝目、卓越自动化、德国赛能；国内对标企业包括克来机电、智云股份、赛腾股份、智慧松德。
- 自动化非标企业的特点决定了行业单个企业收入规模不大。海外对标企业收入规模整体不大，收入规模最大的公司为加拿大的 Automation Tooling System Inc，收入 63 亿元，其次为瑞士的库迈思，收入规模 33 亿元，人均产出 165 万元左右。国内汽车电子和消费电子自动化企业的人均产出在 60-70 万元/人。
- 公司竞争优势在于国内工程师红利与核心技术先进性，生产效率高、装配速度快、装配精度高。以超高速精密曲面共轭凸轮技术为例，公司的装配精度达到 (+-) 0.01mm，装配速度可达 1200 次/分钟，打破国外厂商的垄断，生产效率上提升 20% 以上。

图表 41：同行业对标企业核心指标

竞争对手	国家	主营业务	收入	净利润	毛利率	净利率	ROE	员工人数	人均产出	上市
库迈思	瑞士	专注线束加工自动化设备供应商	33	3.6	56%	9.50%	19%	2000	165	是
ATS	加拿大	生命科学、交通运输、能源、消费电子自动化设备供应商	63	3.55	26%	5.60%	9%	3800	166	是
德国帝目	德国	汽车电子、汽车零部件、医疗器械和太阳能等行业自动化设备供应商	13	-	-			1000	130	否
卓越自动化	德国	汽车、光学制造、航空、医疗器械、消费电子等行业自动化设备供应	-	-	-			600	-	否
德国赛能	德国	汽车零部件、电子元器件及医疗器械行业自动化设备供应商	4.1	-	-			370	111	否
克来机电	中国	汽车电子自动化设备供应商	5.8	0.78	28%	13%	13%	853	68	是
瀚川智能	中国	汽车电子自动化设备供应商	4.36	0.7	36%	16%	38%	705	62	是
智云股份	中国	消费电子自动化设备供应商	9.76	1.23	38%	12%	6%	1066	92	是
赛腾股份	中国	消费电子自动化设备供应商	9.04	1.21	48%	13%	16%	1489	61	是
智慧松德	中国	消费电子自动化设备供应商	3.51	-8.34	38%	4%	11%	503	70	是

来源：Wind，国金证券研究所（收入和净利润单位：亿元；人均产出单位：万元/人）

四、拓展医疗和锂电新业务，具备全球化布局雏形

客户壁垒是汽车电子自动化设备企业的天然壁垒和护城河，国内自动化设备企业通过持续性的研发投入和累积的工程师数量红利，满足全球主要的汽车电子零部件厂商的供货要求。

4.1 加大汽车电子和锂电研发投入，培育新的业务增长点

1) 公司重视研发投入，部分与客户共同研发计入成本

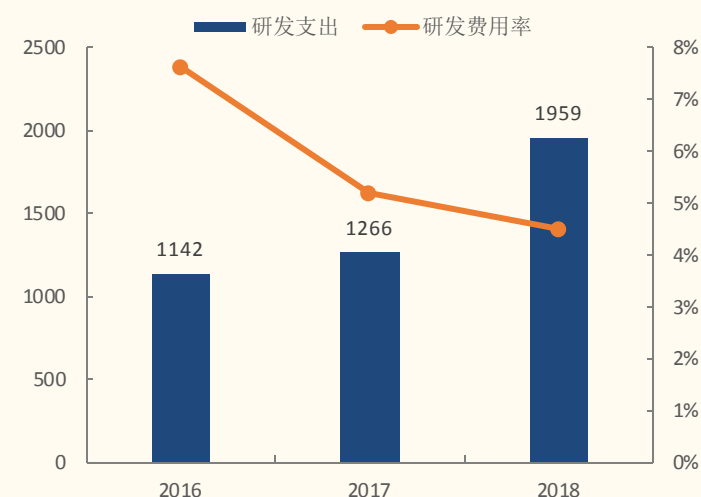
- 公司作为一家科创企业，研发实力是其立身之本。近三年公司一直保持增长的研发投入，研发占比在 5%。对于一家科创企业，5%的研发投入较低，但是表观研发投入不能反映公司实际研发投入。

1、克来机电的研发费用率也保持在 5%左右，今年来公司研发费用率从接近 8%下降到 5%，主要还是由于公司的营收快速增长所致。

2、公司的实际研发费用率远高于 5%。此外，公司承接的项目为定制化项目，且部分项目有采用新工艺、新技术、新方法的要求，需要公司在项目实施过程中进行研发攻关。该部分研发投入计入了项目成本，未在公司研发费用中体现。

3、重视研发人员招聘。公司在业绩增长，人员招聘增多同时，一直维持着 25%这样比较高比例的研发人员数量。

图表 42：研发投入持续增加



来源：克来机电年报，国金证券研究所（单位：万元）

图表 43：研发人员数量保持快速增长



来源：克来机电年报，国金证券研究所（单位：人）

3) 瞄准未来发展方向，继续保持研发投入

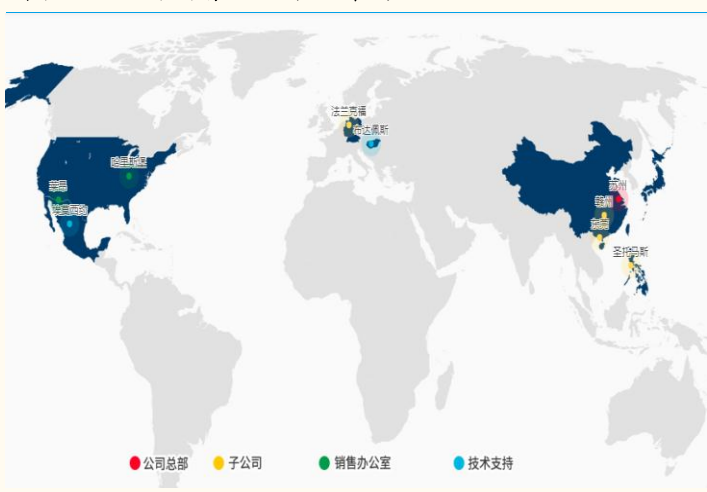
- 公司未来继续重视研发，继续增强公司的市场竞争力。目前公司在研项目进展较好，包含汽车电子板块和新能源电池板块的研发。
- 从在研项目也可以看出，未来三年内新能源汽车将是公司重要板块。新能源汽车传感器智能制造技术处于开发阶段，嵌入式测试平台研发初版已完成设计与测试、超高速 PCB 插针机（第二代）完成样机试产。

图表 44：公司在研项目情况

业务板块	项目名称	项目阶段	项目内容
汽车电子	新能源汽车传感器智能制造技术研发	开发阶段	基于自主研发的底座、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究柔性智能制造生产线。
	嵌入式测试系统平台研发	初版已完成设计及调试	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。
	超高速 PCB 插针机（第二代）研发	样机试制	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。
新能源电池	新能源电池化成成分一体机研发	样机试产	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。

来源：克来机电年报，国金证券研究所

图表 45：瀚川智能全球化布局



来源：克来机电年报，国金证券研究所

4.2 全球化布局雏形渐具，海外收入占比超过 20%

- 从外围到核心，逐步打入到头部客户核心供应链。无论是对泰科电子还是对大陆集团，公司都是先从其中国工厂入手取得相应订单，取得客户信任后再参加其亚太区其他工厂建设最后进入到欧美区域工厂建设。
- 得益于良好的客户关系，公司正大力发展海外业务。公司目前总部位于苏州，子公司 4 家（赣州、东莞、圣托马斯、法兰克福）、销售办公室 2 家（莱昂、哈里斯堡）、技术支持 2 家（埃莫西约、布达佩斯）。
- 2018 年，海外业务占 20% 的营收占比，相比克来机电的占比在 2% 左右。日益扩大的海外业务从侧面反映了公司的核心竞争力。

图表 46：公司与主要客户海外合作关系

客户名称	项目情况	公司产品的应用情况
大陆集团	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
	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 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
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	墨西哥墨西哥卡利工厂	轮速、胎压传感器组装测试生产线

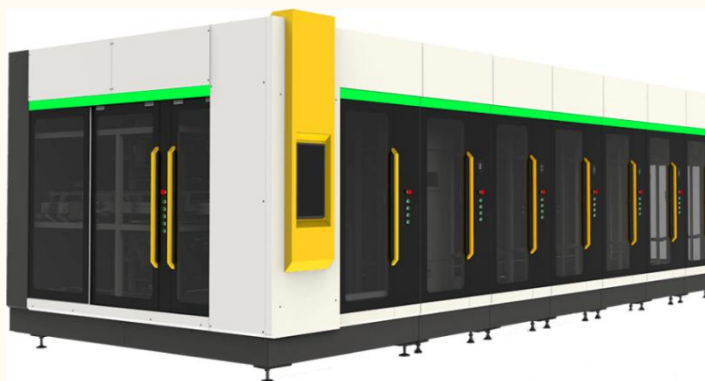
来源：招股说明书，国金证券研究所

4.3 开辟新能源电池和医疗健康新业务增长点

1) 新能源电池已成为公司第二大业务

- 公司 2018 年切入到新能源电池领域，取得 3603 万元收入，营业占比 8.3%，成为公司第二大业务板块。公司现有圆柱形电池生产线等智能制造装备（主要包括化成分容一体机、叠片机等），主要客户包括亿纬锂能和欣旺达国内消费锂电客户。未来相信会持续受益于下游锂电产能扩张带来的设备投资机会。

图表 47：公司锂电池化成分容一体机



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 48：全自动细胞深低温存储设备



来源：公司官网，国金证券研究所

2) 医疗健康未来市场潜力巨大，公司蓄力待发

- 根据 EvaluateMedTech 预测，全球医疗器械行业市场规模从 2012 年的 3621 亿美元增长到 2017 年的 4050 亿美元，预计到 2024 年将达到 5,945 亿美元，年均复合增长率将保持在 5.64%。
- 医疗器材行业存在科技含量高，自动化率高的特点，对设备要求很严格，因此其需求也很稳定，如果顺利切入医疗器材产业链，将对公司未来业绩产生非常大积极影响。

- 公司正在积极研发准备医疗器械相关技术。根据招股说明书，公司此版块的主要客户包括美敦力（医疗器械全球占比第一），百特（全球占比第十五），3M 公司（全球占比第十八）。与这些头部客户维持好关系，加大技术攻关，未来公司在此版块的业务值得期待。

五、盈利预测与估值参考

5.1 盈利预测：预计未来三年收入复合增速超过 30%

- 公司未来三年的主要业绩增长源于汽车电子业务，主要来自于现有客户渗透率的提升，尤其是泰科和大陆两家公司。我们测算，未来三年，公司从泰科电子取得的收入分别为 2、2.3、2.8 亿元；公司从大陆取得的收入分别为 1.1、1.4、1.8 亿元。未来三年汽车电子收入增速分别为 40%、33%和 30%。医疗健康和锂电池业务依然处于前期探索阶段，业绩贡献有限。
- 未来三年毛利率维持 35%的水平。公司在大客户份额稳固，未来随着高毛利率的海外业务占比提升，人均产出效率的提升，医疗和锂电业务规模化优势的体现，公司毛利率有望维持在 35%水平上。
- 未来三年期间费用率维持 15.4%的水平。公司瀚川智能云管理将持续降低管理费用率，同时公司在海外的布局加大，销售费用率存在提高的可能性。
- 未来三年所得税率维持 14.2%的水平。
- 预计 2019~2021 年，公司营业收入为 6.1、8、10.3 亿元，同比增长 39%、31%、29%；净利润 1、1.4、1.8 亿元，同比增长 48%、36%和 26%，EPS 分别为 0.96、1.31、1.65 元。

图表 49：瀚川智能盈利预测

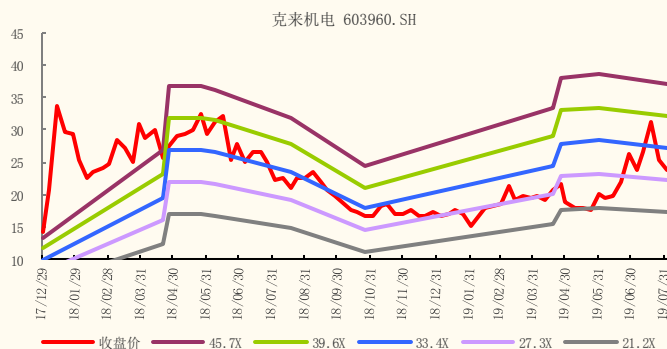
收入	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
汽车电子智能制造装备	2.17	3.73	5.21	6.76	8.84
yoy	58%	72%	40%	30%	31%
毛利率	37.61%	37.88%	37%	37%	37.6%
新能源电池智能制造装备		0.36	0.5	0.7	0.8
yoy			39%	40%	29%
毛利率		19.16%	20%	20%	20%
医疗健康智能制造装备	0.15	0.13	0.2	0.28	0.32
yoy		-13%	38%	11%	10%
毛利率	39.94%	31.00%	32%	32%	32%
其他行业智能制造装备	0.05	0.1	0.1	0.15	0.18
yoy		100%	0%	0%	0%
毛利率	24.48%	20.51%	21%	22%	23.00%
零部件	0.06	0.05	0.1	0.12	0.15
yoy		-17%	100%	0%	0%
毛利率	28%	26%	26%	27%	28%
合计收入	2.43	4.37	6.10	8.00	10.28
yoy		80%	40%	31%	29%
毛利率	37%	36%	35%	35%	35%
销售费用率	4.15%	4.40%	4.40%	4.90%	5.10%
管理费用率	25.86%	12.00%	11.90%	11.20%	11.00%
财务费用率	2.60%	0.97%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	14.50%	14.40%	14.20%	14.20%	14.20%
净利率	13.46%	16.31%	17.10%	17.70%	17.30%
净利润	0.33	0.71	1.04	1.42	1.78
yoy		118%	48%	36%	26%

来源：国金证券研究所绘制

5.2 估值参考：克来机电等

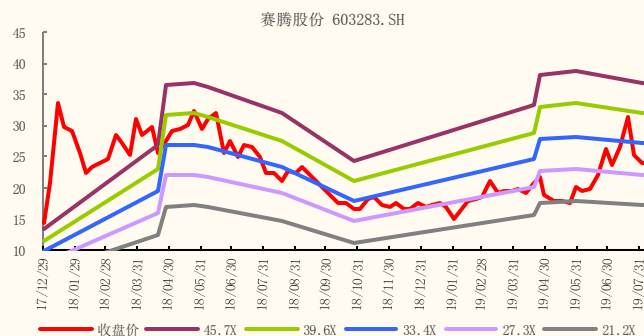
- 公司同行业可比公司包括克来机电、赛腾股份等。目前 A 股汽车电子自动化企业有克来机电，消费电子自动化企业有赛腾股份。根据 Wind 一致预期，2019~2020 年，克来机电 PE 分别为 45、32、25 倍；PB 分别为 7.74、6.47、5.22 倍；PS 分别为 6、4.54、3.59 倍。
- 参考克来机电和赛腾股份的估值，给予瀚川智能明年 35-45 倍 PE 估值，对应估值 50~64 亿元，合理市值对应每股价格 46.3~59.3 元。

图表 50：克来机电 PE21~40 倍



来源：Wind，国金证券研究所

图表 51：赛腾股份 PE21~40 倍



来源：Wind，国金证券研究所

图表 52：两家汽车电子估值指标比较

公司	EPS			PE			PB			PS		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
克来机电	0.63	0.87	1.13	45	32	25	7.74	6.47	5.22	6.00	4.54	3.59
瀚川智能	0.96	1.31	1.65	79	58	46	9.22	8.44	7.64	13.44	10.25	7.98

来源：Wind，国金证券研究所（克来机电根据 Wind 一致预期，股价按照 8 月 6 日）

六、风险提示

- 汽车电子渗透率提升不及预期；
- 锂电池和医疗健康新业务拓展不及预期；
- 自有厂房建设不及预期。公司目前主要的生产经营场所为租赁所得，如果自有厂商建设不及预期，影响后续产能扩张的节奏。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	150	244	436	610	800	1,028
增长率		62.3%	78.8%	39.9%	31.1%	28.5%
主营业务成本	-93	-153	-281	-394	-519	-667
%销售收入	61.7%	62.8%	64.4%	64.7%	64.9%	64.9%
毛利	57	91	155	216	281	361
%销售收入	38.3%	37.2%	35.6%	35.3%	35.1%	35.1%
营业税金及附加	-1	-1	-3	-4	-6	-7
%销售收入	0.7%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-6	-10	-19	-27	-36	-47
%销售收入	4.2%	4.1%	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%
管理费用	-27	-24	-33	-46	-58	-73
%销售收入	18.3%	10.0%	7.5%	7.5%	7.2%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	23	55	100	139	182	234
%销售收入	15.1%	22.5%	23.0%	22.8%	22.7%	22.8%
财务费用	-4	-1	-4	-2	-3	-4
%销售收入	2.6%	0.4%	1.0%	0.3%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-1	-3	-3	-12	-9	-22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	7	-4	-4	-4
%税前利润	n.a	n.a	8.8%	n.a	n.a	n.a
营业利润	5	38	82	121	165	204
营业利润率	3.2%	15.8%	18.9%	19.9%	20.7%	19.8%
营业外收支	0	0	1	0	0	0
税前利润	5	38	83	121	165	204
利润率	3.1%	15.7%	19.0%	19.9%	20.7%	19.8%
所得税	-2	-6	-12	-17	-24	-29
所得税率	47.2%	14.4%	14.2%	14.3%	14.3%	14.3%
净利润	2	33	71	104	142	174
少数股东损益	0	1	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	2	32	70	104	142	174
净利率	1.4%	13.2%	16.1%	17.1%	17.7%	17.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2	33	71	104	142	174
少数股东损益	0	1	1	0	0	0
非现金支出	5	10	14	25	29	50
非经营收益	3	3	-2	9	5	5
营运资金变动	-26	-24	-23	-24	16	-8
经营活动现金净流	-15	22	60	114	192	222
资本开支	-14	-39	-60	-112	-110	-115
投资	-1	-10	1	0	0	0
其他	0	1	0	-4	-4	-4
投资活动现金净流	-15	-47	-59	-116	-114	-119
股权募资	42	52	0	686	0	0
债权募资	6	0	30	-41	-40	-52
其他	0	-2	1	-42	-58	-71
筹资活动现金净流	48	50	31	603	-98	-123
现金净流量	18	24	32	601	-19	-20

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	28	54	93	694	675	654
应收账款	24	54	104	115	140	166
存货	54	106	152	193	225	289
其他流动资产	16	25	24	28	30	30
流动资产	121	240	374	1,030	1,070	1,139
%总资产	74.3%	77.6%	76.7%	83.2%	78.2%	74.8%
长期投资	1	2	0	0	0	0
固定资产	11	27	58	137	202	260
%总资产	6.7%	8.9%	11.9%	11.1%	14.8%	17.0%
无形资产	21	23	49	71	96	125
非流动资产	42	70	113	208	298	385
%总资产	25.7%	22.4%	23.3%	16.8%	21.8%	25.2%
资产总计	163	310	487	1,238	1,368	1,524
短期借款	6	6	33	40	52	64
应付款项	97	157	218	256	336	433
其他流动负债	13	21	33	36	40	44
流动负债	115	184	284	293	336	385
长期贷款	0	0	3	3	3	3
其他长期负债	11	11	13	6	8	10
负债	126	195	300	302	347	398
普通股股东权益	38	114	183	932	1,017	1,121
少数股东权益	-1	1	4	4	4	4
负债股东权益合计	163	310	487	1,238	1,368	1,524

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.054	0.397	0.867	0.964	1.313	1.616
每股净资产	0.954	1.409	2.259	8.627	9.415	10.384
每股经营现金净流	-0.377	0.271	0.743	1.052	1.779	2.051
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.385	0.525	0.646
回报率						
净资产收益率	5.68%	28.21%	38.40%	11.17%	13.95%	15.56%
总资产收益率	1.33%	10.39%	14.42%	8.15%	9.71%	10.39%
投入资本收益率	28.16%	38.83%	38.66%	12.14%	14.45%	16.80%
增长率						
主营业务收入增长率		62.32%	78.81%	39.90%	31.15%	28.50%
EBIT 增长率		142.87%	82.75%	38.21%	30.77%	28.90%
净利润增长率		1384.63%	118.21%	48.15%	36.25%	23.04%
总资产增长率		90.40%	57.31%	153.98%	10.53%	11.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.2	53.3	63.8	72.0	70.0	71.0
存货周转天数	106.1	191.0	167.8	180.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	50.8	82.0	74.9	70.0	60.0	50.0
固定资产周转天数	18.2	26.4	31.7	28.5	40.3	39.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-60.54%	-41.96%	-30.87%	-69.56%	-60.69%	-52.18%
EBIT 利息保障倍数	5.8	64.3	23.8	81.7	64.6	58.6
资产负债率	77.33%	62.85%	61.58%	61.74%	61.06%	60.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH