

昊志机电 (300503)

证券研究报告

2021年02月22日

被错看的昊志，居然是一个精密制造平台型公司

三大成长逻辑：投资周期复苏+机器人核心部件突破+产品线延伸、单机贡献提高

- (1) 5G 带动加工技术升级和移动终端换机，下游机床行业投资有望重回高点。
- (2) 机器人核心部件突破，尤其是减速器和夹持机构等，打通智能制造核心设备产业链。
- (3) 构建“精密制造平台”，内生+外延取得突破，收购 Infranor，拓展业务版图至电机、驱动、控制系统等，可实现对同一机床/机器人客户的多层次销售、单机供应价值量不断提升。

景气度上行：机床与机器人的高潮有望到来

2020 年，随着 5G 基站和移动终端更新的浪潮到来，下游机床的需求有望触底反弹。

机器换人将从前几年的汽车、家电、消费电子往其他制造业领域渗透。尤其是本轮疫情将助推机器换人。目前国内机器人产量数据已经保持 3 个月增速超过 10%。

在降息/降准背景下，制造业整体景气度逐步恢复，代表社会物流的叉车销量和代表先进制造业的进口注塑机数据均在快速增长，若得以保持将对机床和机器人行业整体需求有利。

平台型公司进入能力验证期，星辰大海、蓝图广阔

公司立足主轴，向转台、伺服电机、直线电机、控制、精密夹持部件等领域延伸，可以帮助机床客户实现“一站式采购”和整体系统匹配，亦可称为“单机供应价值量提高”。

公司通过高额研发投入打通了数控机床与工业机器人的共性技术，初步打成型一个“精密制造平台”，还通过收购瑞士 Infranor 公司掌握高端伺服驱动、伺服电机和数控系统技术，并储备氢能源与环保领域的应用能力，未来将带来不同阶段的精密产品。

短期内，公司的主要亮点将是谐波减速器产品打破日本 HD 在国内的垄断。

我们乐观展望，未来公司的产品线将从 PCB/消费电子结构件加工机床向大型机床和机器人领域延伸，客户群将从国产装备向日本、欧洲装备企业扩展。

盈利预测：我们预测公司 20-22 年归母净利润分别为 1.02、1.95、3.1 亿元，我们选择了工业自动化中具有代表性的上市标的作为估值参考，测算得到可比公司 2020、2021 年 PE 算数平均值分别为 33.36、26.18X，而昊志机电的估值分别为 33.6、17.6X，我们认为公司估值仍有一定提升空间，因而选择 2021 年 26.18X 作为目标估值，目标市值 48.7 亿元，相较于当前市值仍有 48.92% 向上空间，对应目标价格 17.96 元，首次覆盖并给出买入评级。

风险提示：全球疫情影响消费电子需求；导致企业投资低于预期；Infranor 业绩低于预期、甚至亏损；减速器等新产品客户开发进度低于预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	461.57	351.51	516.20	734.06	1,045.67
增长率(%)	3.57	(23.84)	46.85	42.20	42.45
EBITDA(百万元)	155.05	164.58	178.67	291.31	445.30
净利润(百万元)	50.73	(155.07)	102.07	194.82	314.54
增长率(%)	(32.60)	(405.71)	(165.82)	90.88	61.45
EPS(元/股)	0.18	(0.55)	0.36	0.69	1.11
市盈率(P/E)	67.52	(22.09)	33.56	17.58	10.89
市净率(P/B)	4.29	3.85	3.45	2.98	2.45
市销率(P/S)	7.42	9.74	6.63	4.67	3.28
EV/EBITDA	15.78	20.62	21.88	12.91	9.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	12.06 元
目标价格	17.96 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	283.99
流通 A 股股本(百万股)	186.12
A 股总市值(百万元)	3,424.91
流通 A 股市值(百万元)	2,244.58
每股净资产(元)	3.43
资产负债率(%)	48.33
一年内最高/最低(元)	21.19/9.23

作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuyue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《昊志机电-年报点评报告:10 转增 23 派 2.3 不重要，52%毛利率和超 50%增速方显超强竞争力》 2017-03-31
- 2 《昊志机电-公司深度研究:未来电主轴的世界龙头，工匠精神琢磨核心部》 2017-01-20

内容目录

1. 全球电主轴龙头低谷已过，精密制造平台大剑铸成	4
2. 主轴+转台：5G 需求有望带来下游机床行业复苏	9
3. 公司优势：减速器自主研发已达世界级标准	11
4. 公司优势：工控全面布局，切入全球机器人供应链	13
5. 盈利预测与估值探讨	14
6. 风险提示	15

图表目录

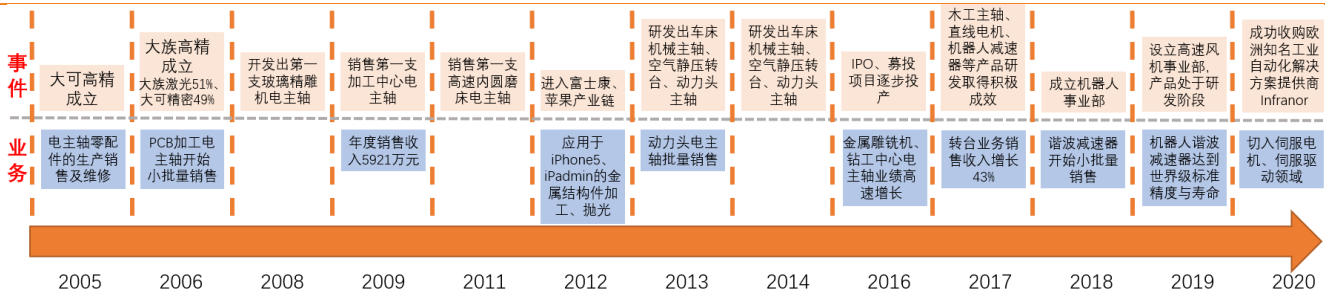
图 1：公司历史沿革	4
图 2：股权结构图	4
图 3：昊志机电近几年收入与利润持续增长，且呈现一定周期性（万元）	4
图 4：公司的盈利能力快速恢复	5
图 5：2011-20Q3 ROE、ROA 及 ROIC 情况	5
图 6：昊志机电的周转率数据保持稳定（次）	5
图 7：连续 7 个季度处于负（低）增长状态后，20Q1 收入恢复增长，19 年计提减值后轻装上阵（万元）	5
图 8：各项盈利能力指标季节性波动明显，总体稳定	6
图 9：昊志机电的现金流充沛，基本上与销售额匹配（万元）	6
图 10：昊志机电的现金流充沛，基本上与销售额匹配（万元）	7
图 11：昊志机电人均收入和人均利润均创新高、居于工程机械行业前列（万元/人）	7
图 12：研发投入（万元）	7
图 13：人均研发投入（全员工口径、万元/人）	7
图 14：主轴业务毛利率维持高位，体现强大竞争力（万元）	8
图 15：华南/华东为核心业务来源，海外客户占比较低（万元）	8
图 16：电主轴行业产业链	9
图 17：电主轴及配套 PCB 钻孔机和成型机应用	9
图 18：电主轴在数控雕铣机中的应用	9
图 19：电主轴在加工中心中的应用	9
图 20：需求端饱和，我国智能手机产量有所下滑（万台）	9
图 21：下游电子行业固定资产投资在 2019 年初触底反弹（亿元）	10
图 22：以叉车为代表的社会物流需求回暖（台）	10
图 23：RV 减速器与谐波减速器对比	11
图 24：全球减速器行业市场格局	11
图 25：2013-2018 年我国减速器销量（万台）	11
图 26：制造业工人成本逐年累加(元)	11
图 27：我国人口年龄结构显示未来劳动力降低成为大势所趋	11
图 28：全球工业机器人平均密度仍有较大提升空间（台/万人）	12

图 29: 我国工业机器人进出口数量双升 (台)	12
图 30: 我国工业机器人销量连续两年超过 15 万台, 目前保有量超过 60 万台 (台)	12
图 31: 我国工业机器人产量已经恢复高速增长 (台)	12
图 32: Infranor 分产品收入 (千瑞士法郎)	14
图 33: Infranor 分地区收入 (千瑞士法郎)	14
表 1: 本次收购各下属公司情况	13
表 2: 分产品收入预测 (百万元)	14
表 3: 核心零部件厂家估值对比	15

1. 全球电主轴龙头低谷已过，精密制造平台大剑铸成

公司是是一家专业从事高精密电主轴及其零配件的研发设计、生产制造、销售与维修服务的环保型高新技术型企业。公司立足主轴，稳步向转台、直线电机、机器人减速器等数控机床和工业机器人其他核心功能部件以及机床和机器人的末端执行领域横向扩张，2018年增设机器人事业部。2020年1月，公司成功收购欧洲知名工业自动化解方案供应商Infranor，切入全球伺服电机、伺服驱动器、数控系统领域。技术储备方面，2019年1月成立高速风机事业部，布局未来的氢原料电池空气压缩机以及环保行业污水处理等领域。

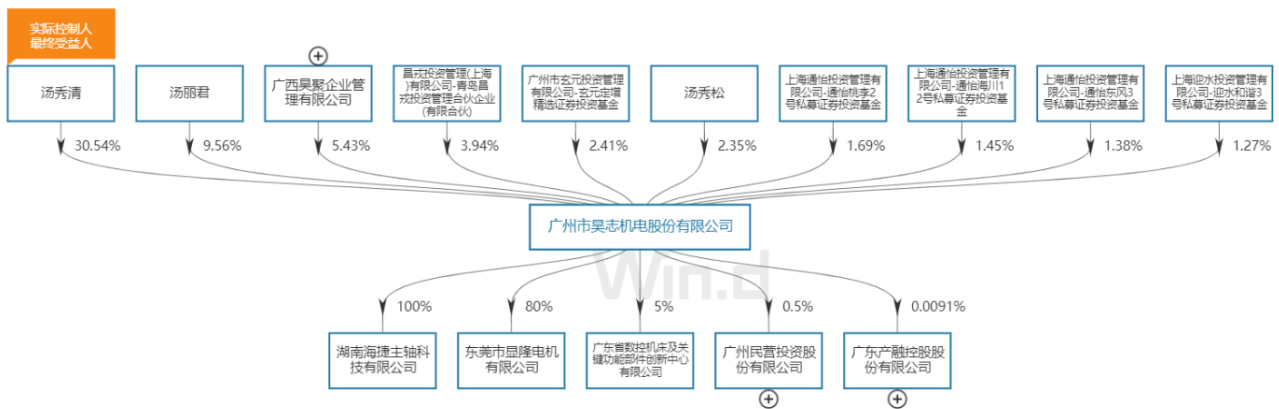
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、招股说明书、公司官网、天风证券研究所

公司股权结构稳定，总经理汤秀清为公司实际控制人，直接和间接持股比例合计 34.89%，董事长汤丽君持股 9.56%，二人为姐弟关系。

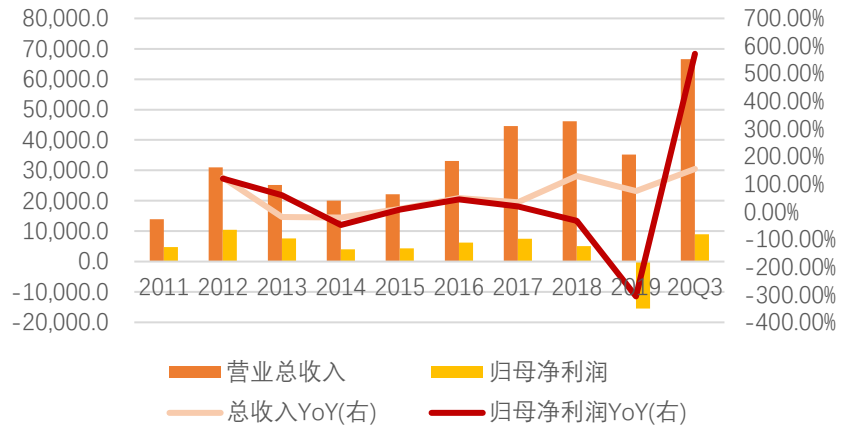
图 2：股权结构图



资料来源：wind，天风证券研究所

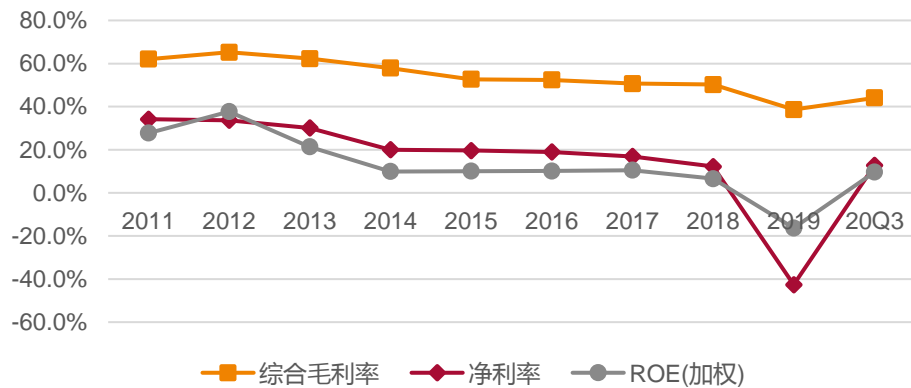
公司 2019 年及以前的主营业务为主轴和维修，因此在机床行业经历了 2011、2015、2019 年三次收入增速低谷期后，有希望在 2020 年迎来机床行业的周期复苏。

图 3：昊志机电近几年收入与利润持续增长，且呈现一定周期性（万元）



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所预测

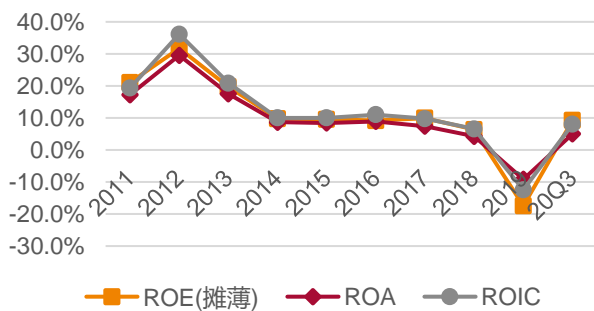
图4: 公司的盈利能力快速恢复



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所预测

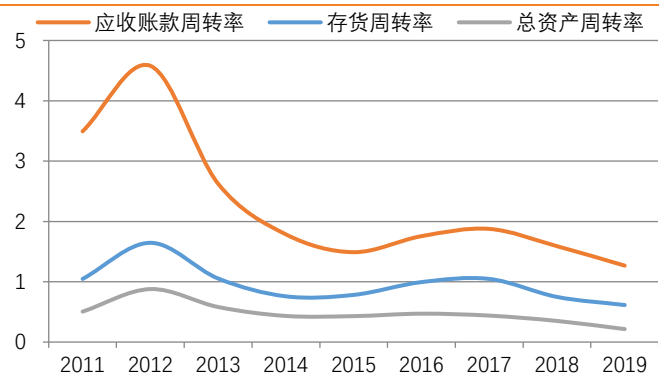
从近几年公司主营业务的毛利率数据来看,除了2019年以外,其他时期均处于较高水平,体现了核心零部件产品在快速替代进口阶段的特殊地位和高盈利能力,而且从2020三季报中也体现出来盈利能力的快速回升。

图5: 2011-2020Q3 ROE、ROA 及 ROIC 情况



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

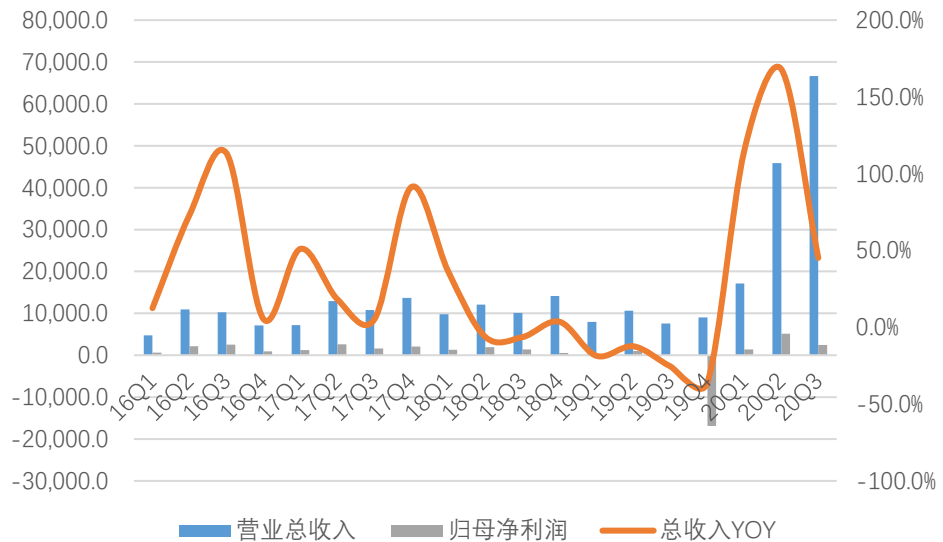
图6: 昊志机电的周转率数据保持稳定(次)



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

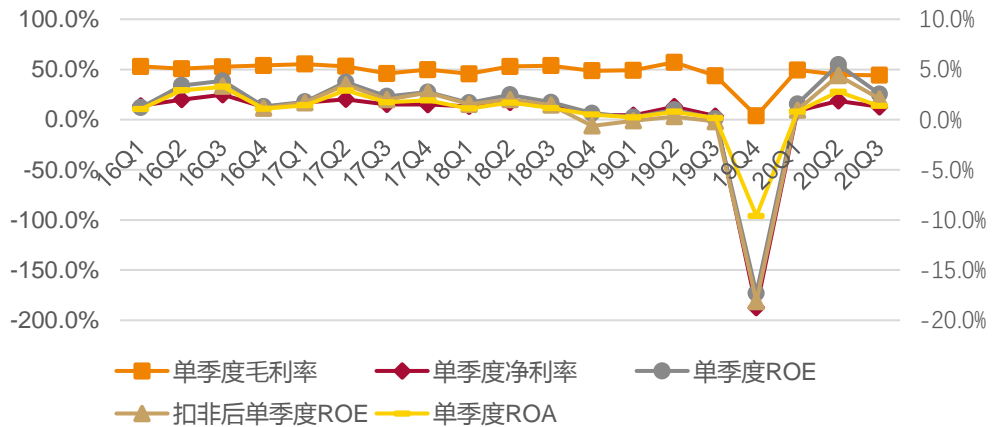
分季节看,2019 主要亏损在 Q4,即使在行业下行压力巨大的 Q1 和 Q3 仍保持了微盈利。

图7: 连续7个季度处于负(低)增长状态后,20q1 收入恢复增长,19 年计提减值后轻装上阵(万元)



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

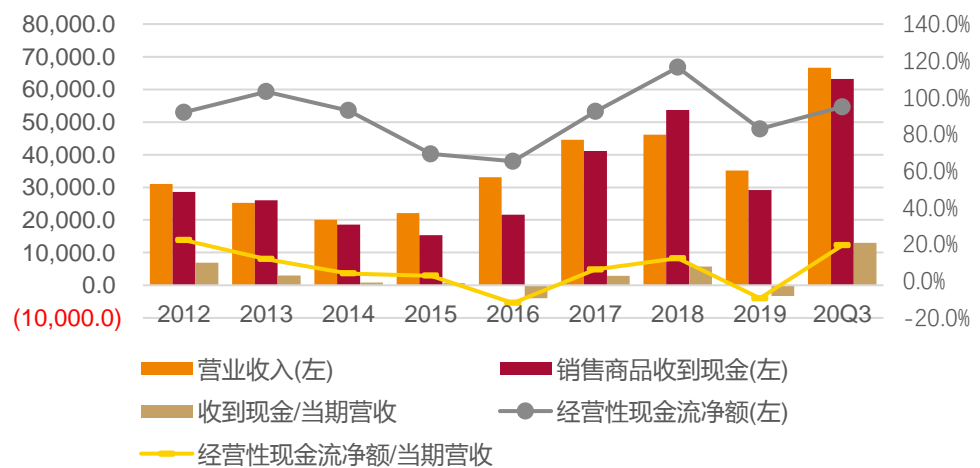
图 8: 各项盈利能力指标季节性波动明显, 总体稳定



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

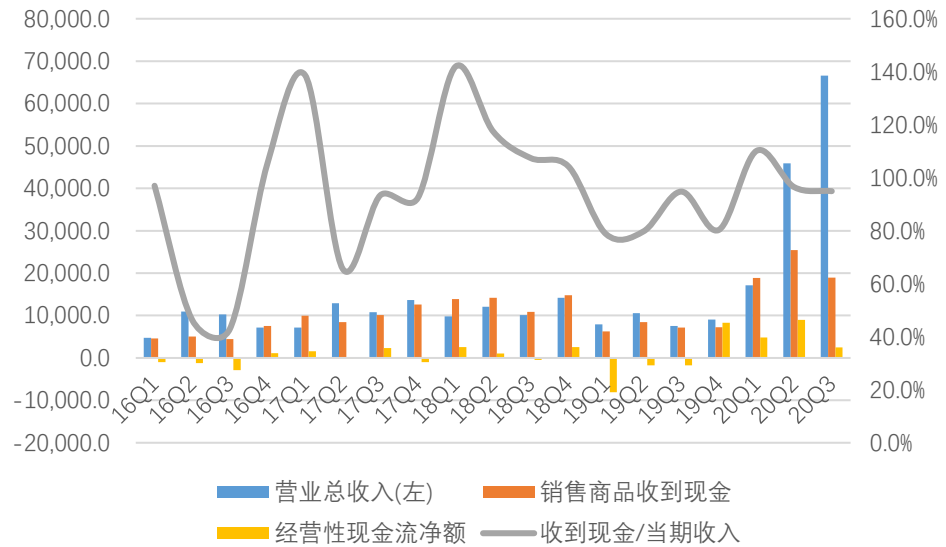
现金流方面, 2015、2016 和 2019 三个年份的收款明显弱于其他年份, 2020 年 Q1 开始明显改善。年份的周期性明显, 但季节的周期性并不明显。

图 9: 昊志机电的现金流充沛, 基本上与销售额匹配 (万元)



资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

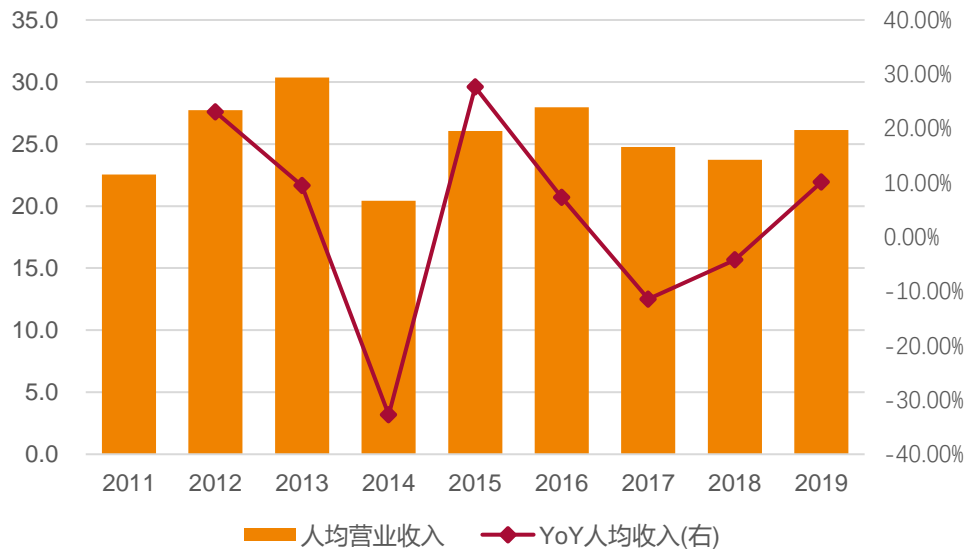
图 10：昊志机电的现金流充沛，基本上与销售额匹配（万元）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

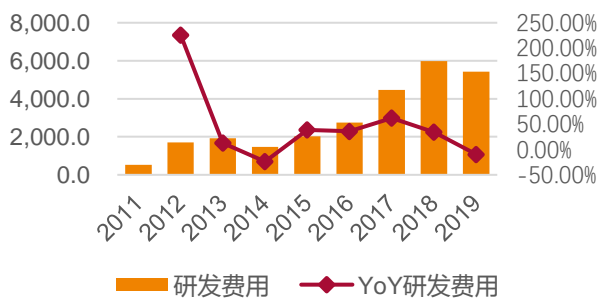
从人均产出角度看，公司的人均产出与行业周期性有一定相关性，但公司在 2018 和 2019 年增加了研发投入，由此积累长期竞争力。

图 11：昊志机电人均收入和人均利润均创新高、居于工程机械行业前列（万元/人）



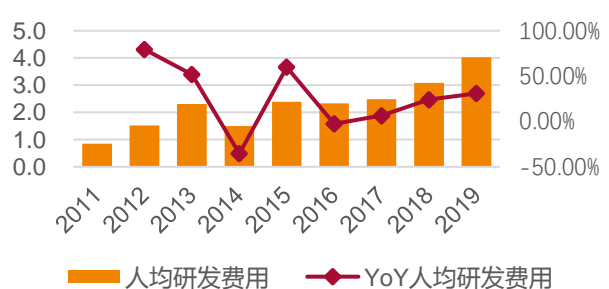
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 12：研发投入（万元）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 13：人均研发投入（全员口径、万元/人）

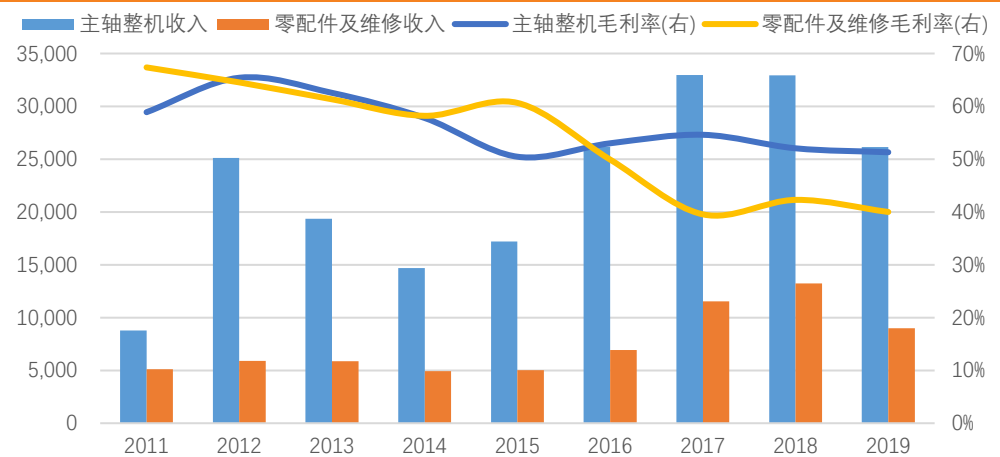


资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

分产品看，主轴产品短期内仍是公司最大的收入和利润来源，未来盈利能力有望提升。另外，公司的机器人行业产品布局，有望在 2021 年之后实现较大进步。

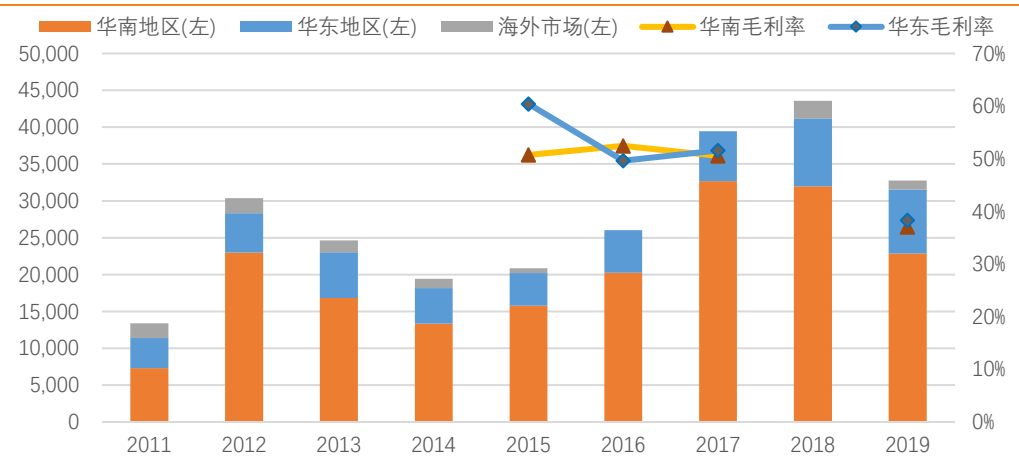
随着国内下游客户、机床用户的全球份额提升，公司的内销占比不断提高，其中华南和华东的产业聚集明显，也成为了最主要的订单来源地。产业的集中度提高，未来意味着客户服务成本有望降低。

图 14：主轴业务毛利率维持高位，体现强大竞争力（万元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 15：华南/华东为核心业务来源，海外客户占比较低（万元）



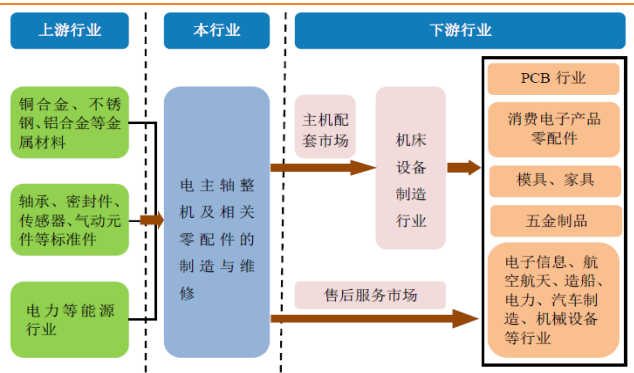
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2. 主轴+转台：5G 需求有望带来下游机床行业复苏

电主轴的结构为“机床主轴+高速电机”的结合，较机械主轴增加了高速电机结构、作为主轴的动力来源。电机直驱做功，既可以实现高转速加工，且对于机床整机而言可以节省联接和传动结构、整体成本可能降低，因此在小型机床、雕铣机、精密加工设备的应用更广泛。同时因为电主轴具有电机控制和反馈等特性，与数控系统的匹配更优，可以实现测温、测速、矢量控制、V/F 控制功能、开环和闭环速度反馈等功能。

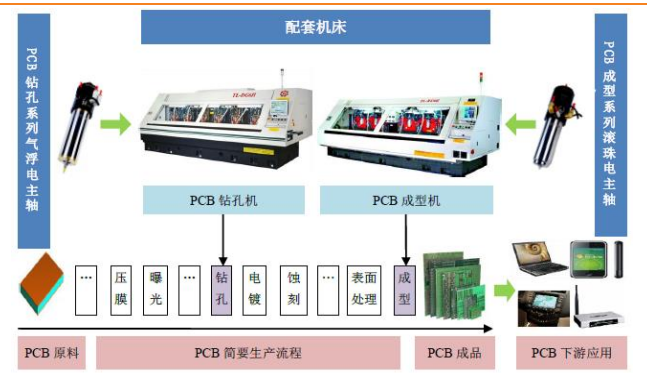
公司电主轴产品主要应用于印制电路板(PCB)的钻孔机与成型机、数控玻璃雕铣机与金属雕铣机、高速加工中心等设备，最新推广的转台等可以实现四轴/五轴联动加工。公司最大的下游是消费电子的 PCB、玻璃防护屏、金属外观件和结构件等加工。

图 16：电主轴行业产业链



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 17：电主轴及配套 PCB 钻孔机和成型机应用



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 18：电主轴在数控雕铣机中的应用



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 19：电主轴在加工中心中的应用

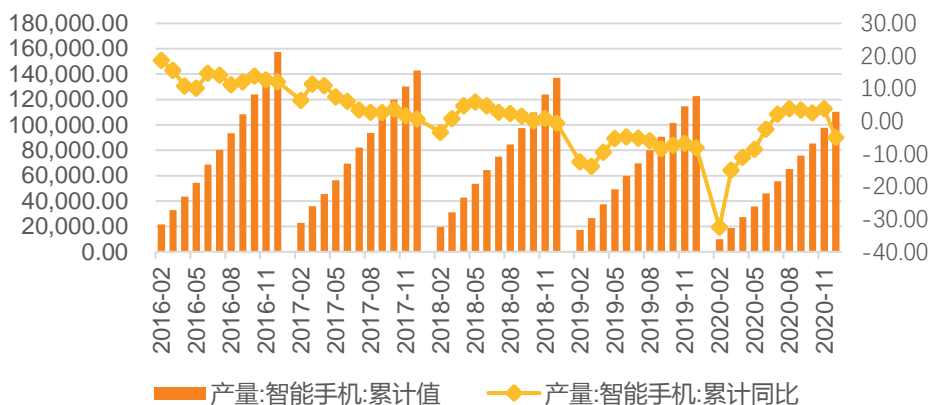


资料来源：公司招股书，天风证券研究所

2017 年以来，智能手机行业见顶，对相关零部件采购需求放缓、设备投资大幅减少，因此公司的收入和业绩出现了下滑。2020 年，随着 5G 基站和移动终端更新的浪潮到来，下游需求有望触底反弹。

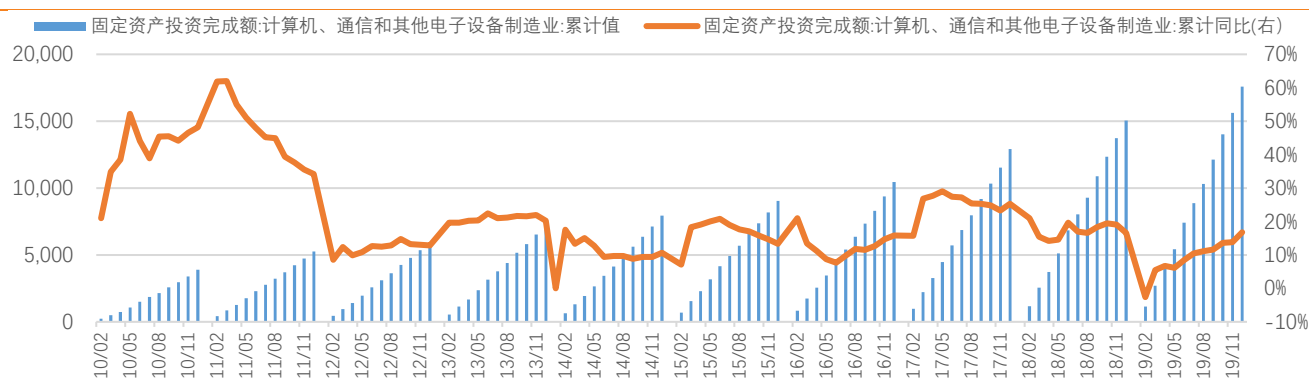
需要说明的是，除了消费电子和通信行业外，制造业的整体景气度也在逐步恢复，从代表社会物流的叉车销量和代表先进制造业的进口注塑机数据来看，景气度恢复的趋势已露端倪，若得以保持将对机床行业整体需求有利。

图 20：需求端饱和，我国智能手机产量有所下滑（万台）



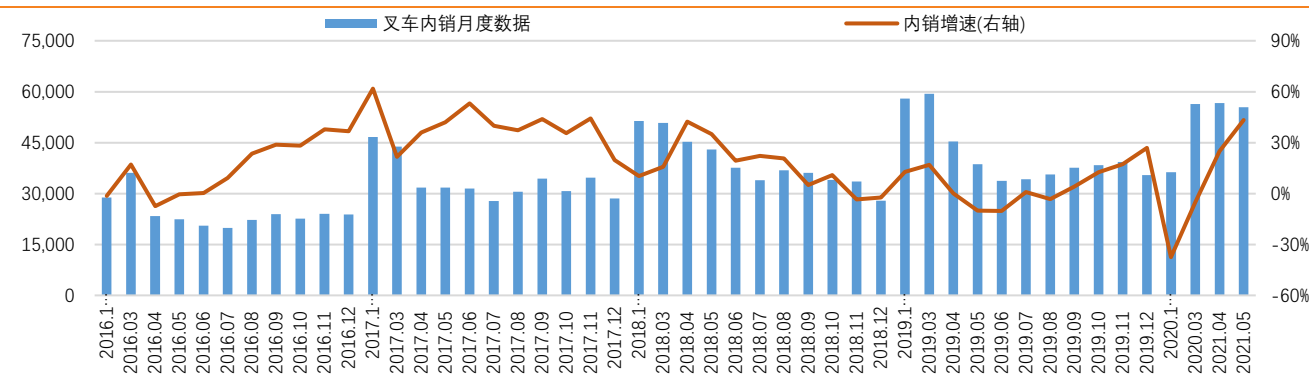
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：下游电子行业固定资产投资在 2019 年初触底反弹（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 22：以叉车为代表的社会物流需求回暖（台）



资料来源：工程机械协会工业车辆分会，天风证券研究所

3. 公司优势：减速器自主研发已达世界级标准

公司的减速器产品包括谐波减速器和摆线针轮行星减速器。主要应用于汽车制造业、金属制品业、食品饮料行业、3C 行业、医药、物流等领域。公司于 2014 年开始进行谐波减速器的研发，截至目前已经形成了 6 大系列、8 种规格、6 大减速比的双波、三波产品系列，并进一步开发了机器人关节模组、末端执行机构等相关产品。

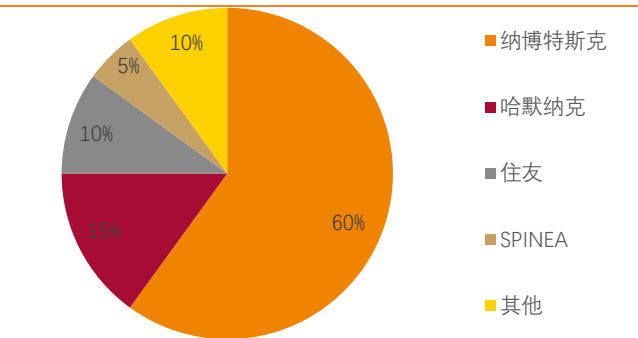
图 23：RV 减速器与谐波减速器对比



资料来源：工业机器人、天风证券研究所整理

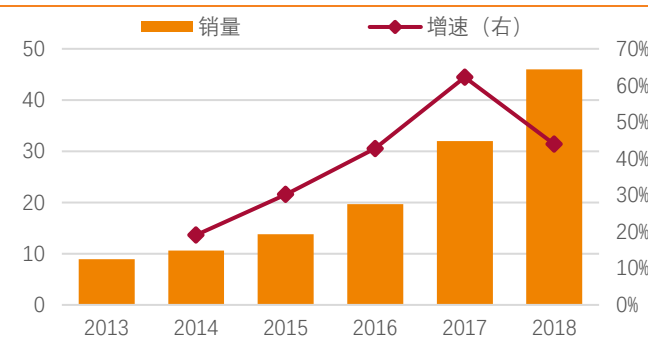
减速器是工业机器人的核心部件，世界 75% 的精密减速器市场被日本的哈默纳科和纳博特斯克占领，其中纳博特斯克生产 RV 减速器，约占 60% 的份额，哈默纳科生产谐波减速器，约占 15% 的份额。日本的减速机技术多年来遥遥领先，稳居行业霸主地位。

图 24：2018 年全球减速器行业市场格局



资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

图 25：2013-2018E 我国减速器销量（万台）



资料来源：前瞻经济学人、天风证券研究所

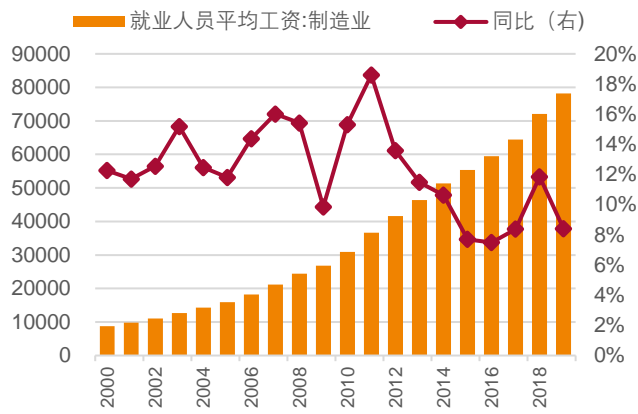
进口替代在主机/集成应用环节实现后，核心部件环节将接力完成。2016 年 4 月，工信部发布《机器人发展规划(2016-2020 年)》，提出到 2020 年我国自主品牌工业机器人年产量要达到 10 万台，六轴及以上工业机器人年产量达到 5 万台；关键零部件如精密减速机、伺服电机及驱动器的市场占有率要达到 50% 以上。

随着人工成本不断提高，控制成本、提高自动化率将成为大多数制造业公司的选择。机器人换人将从前几年的汽车、家电、消费电子往其他制造业领域渗透。尤其是本轮疫情限制了外省市员工及时返城、影响企业第一时间复工后，机器人换人有望加速。

另外，从人口年龄结构看，我国劳动力年轻劳动人口不断减少，加上快递和外卖等行业争抢劳动力，机器人换人有望以前所未有的速度推进。

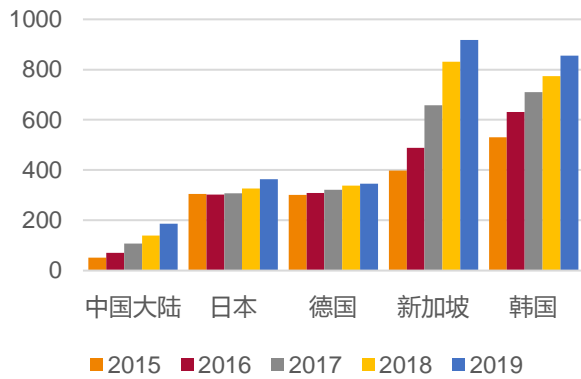
图 26：制造业工人成本逐年累加(元)

图 27：我国人口年龄结构显示未来劳动力降低成为大势所趋

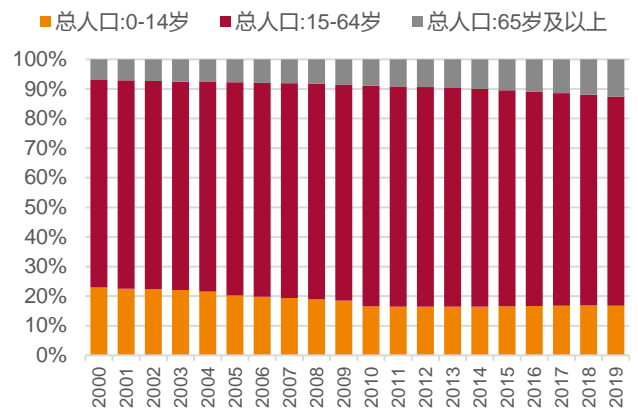


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 28：全球工业机器人平均密度仍有较大提升空间（台/万人）

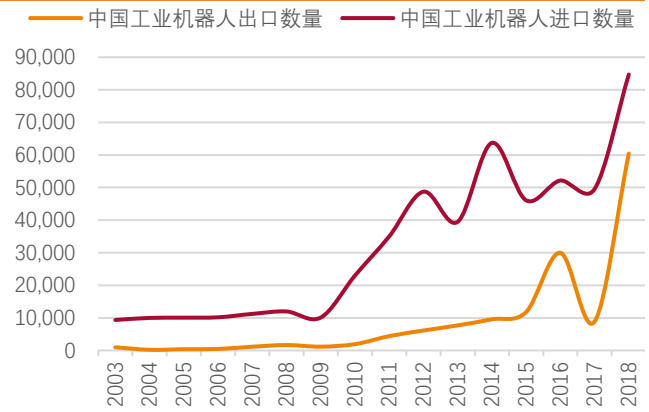


资料来源：IFR，天风证券研究所



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

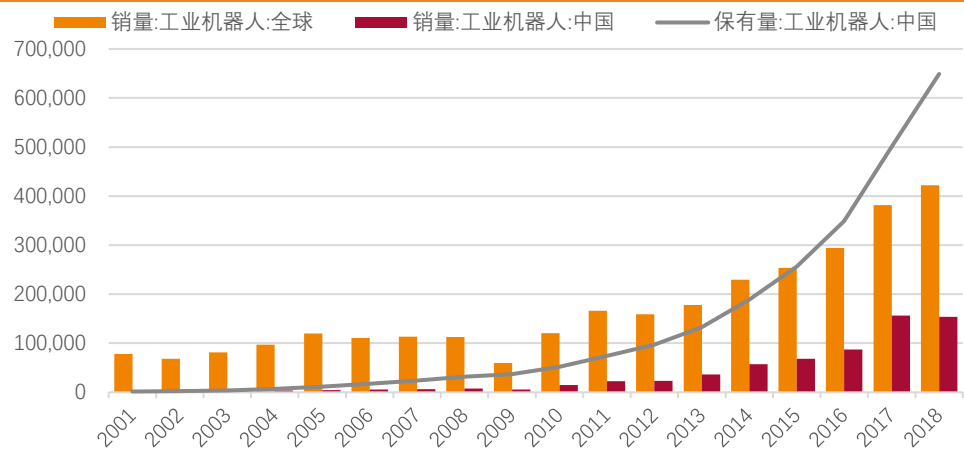
图 29：我国工业机器人进出口数量双升（台）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

作为精密传动件和承重部件，减速器的磨损、损伤、故障不可避免，存量工业机器人也将创造可观的零配件配套及维修需求

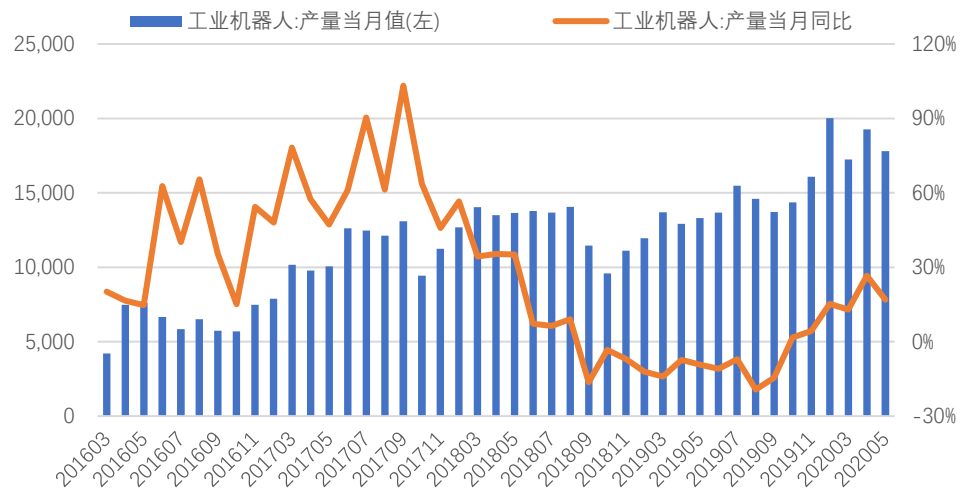
图 30：我国工业机器人销量连续两年超过 15 万台，目前保有量超过 60 万台（台）



资料来源：IFR，Wind，天风证券研究所

经历一年左右的行业下行期，国内机器人行业产量已经恢复增长，在降息/降准周期内，制造业投资有望恢复/保持增长，疫情带来的复工难将通过机器换人解决。

图 31：我国工业机器人产量已经恢复高速增长（台）



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 公司优势：工控全面布局，切入全球机器人供应链

公司于 2020 年 1 月完成对 Perrot Duval 所持有的 Infranor 和 Bleu Indim 的收购。本次交易价格为 33,403,776 瑞士法郎，按《股份购买协议》签署日（2019 年 5 月 8 日）汇率（1 瑞士法郎兑人民币 6.6298 元）折算人民币为 22,146.04 万元。

Infranor 的主要产品为伺服电机、驱动器以及数控系统，在印刷、包装、食品、化学、制药、纺织、塑料、造纸、医药、核技术以及军事工业等多种行业中广泛应用。Infranor 在全球 30 多个主要工业国家设有分支机构或代表处，向包括西门子，博士，ABB，可口可乐，劳力士，库卡，雪铁龙等客户提供驱动类产品及自动化系统解决方案。

表 1：本次收购各下属公司情况

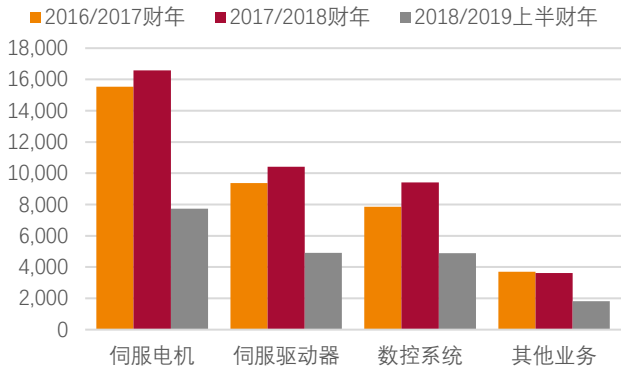
级别	公司名称	主要业务	注册资本	货币	持股比例	成立时间
一级	Bleu-Indim.	土地和厂房持有主体	50,000	CHF	100%	1984 年
一级	Infranor 集团	控股实体	9,120,000	CHF	100%	1941 年
二级	Infranor 瑞士	销售机械、电子电气设备	450,000	CHF	100%	2005 年
二级	Infranor 法国	伺服驱动器的研发、生产、销售	919,496	EUR	100%	2005 年
二级	Infranor 德国	销售机械、电子电气设备	152,000	EUR	100%	1969 年
二级	Infranor 美国	销售	1,620	USD	100%	2000 年
二级	Infranor 中国	销售	250,000	CHF	100%	2008 年
二级	Infranor 西班牙	销售伺服电机、伺服驱动器及数控系统	150,000	EUR	100%	2006 年
二级	Mavilor.	伺服电机的研发、生产、销售	135,000	EUR	100%	1973 年
二级	Infranor 意大利	销售伺服电机、伺服驱动器及数控系统	100,000	EUR	100%	2004 年
二级	Infranor 英国	销售伺服电机、伺服驱动器及数控系统	200,000	GBP	100%	1982 年
二级	Cybelec 瑞士	数控系统的研发、生产、销售	250,000	CHF	100%	1990 年
三级	Cybelec 中国	研发、生产、销售	460,000	CHF	100%	2006 年

资料来源：bloomberg、天风证券研究所整理

Infranor 在 2016/2017 财年、2017/2018 财年和 2018/2019 上半财年的营业收入分别为 36,486 千瑞士法郎、40,024 千瑞士法郎、19,362 千瑞士法郎，对应的 EBITDA 分别为 3,777 千瑞士法郎、4,848 千瑞士法郎、2,154 千瑞士法郎。

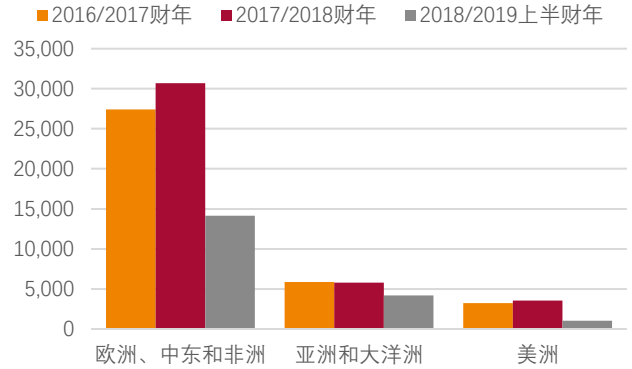
通过对 Infranor 的收购，公司可以实现对工控领域的核心技术掌握、产品线延伸，由此切入国内百亿级别的市场。从伺服系统的主要应用下游来看，机床和工业机器人属于最大的下游，根据公司的产品线，我们相信未来在 3C 装备、包装、纺织、塑料机械、激光装备等国产占优势的领域拓展业务。

图 32: Infranor 分产品收入 (千瑞士法郎)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 天风证券研究所

图 33: Infranor 分地区收入 (千瑞士法郎)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 天风证券研究所

5. 盈利预测与估值探讨

我们对公司业务进行拆分, 分别为主轴整机、维修零配件、转台、机器人减速器、其他业务收入、Infranor 收入、工控产品国产内销, 我们认为:

- 1) 主轴整机是公司最主要产品, 20 年原有数控机床主轴较上年同期实现较大增长, 预计 20-22 年销售额增速分别为 15%、30%、30%, 收入将分别达到 3、3.9、5.1 亿元。
- 2) 维修、零配件将随着整机收入的提升增长, 预计 20-22 年销售额增速分别为 5%、30%、30%, 收入将分别达到 0.89、1.14、1.48 亿元。
- 3) 20 年转台较上年同期实现较大增长, 预计 20-22 年销售额增速分别为 180%、30%、30%, 收入将分别达到 0.18、0.23、0.3 亿元。
- 4) 机器人减速器为 20 年新增业务, 预计 21-22 年销售额增速分别为 100%、100%, 收入将分别达到 0.45、0.9、1.8 亿元。
- 5) 其他业务收入中, 20 年公司新开发的超声波焊接系统等口罩机核心部件给公司带来了较大的业务增量, 预计 21-22 年销售额增速分别为 20%、20%, 收入将分别达到 0.55、0.66、0.79 亿元。
- 6) Infranor 于 2020 年 1 月起纳入公司合并报表范围, 预计 21-22 年销售额增速分别为 15%、5%, 收入将分别达到 2.88、3.16 亿元。
- 7) 工控产品国产内销预计 21-22 年销售额增速分别为 400%、100%, 收入将分别达到 0.5、1 亿元。

预计公司未来三年归母净利润分别为 1.02、1.95、3.15 亿元, EPS 分别为 0.36、0.69、1.11 元/股。

表 2: 分产品收入预测 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主轴整机	329.3	261.3	300.5	390.6	507.8
YoY	-0.06%	-20.66%	15.00%	30.00%	30.00%
毛利率	54.61%	40.56%	45.00%	50.00%	50.00%
维修、零配件	107.14	83.59	87.77	114.09	148.32
YoY	21.63%	-21.98%	5.00%	30.00%	30.00%
毛利率	38.18%	34.11%	26.00%	33.00%	33.00%
转台	25.09	6.41	17.95	23.34	30.34
YoY	-7.63%	-74.44%	180.00%	30.00%	30.00%
毛利率	59.83%	20.75%	30.00%	35.00%	35.00%

机器人减速器		45	90	180
YoY			100.00%	100.00%
毛利率		28.00%	35.00%	35.00%
其他业务收入	0.2	55	66	79.2
YoY			20.00%	20.00%
毛利率	4.45%	20.00%	20.00%	20.00%
Infranor 收入	265.49	268.87	250.00	287.50
YoY			15.00%	5.00%
毛利率	56.16%	55.18%	52.00%	55.00%
工控产品国内销		10	50	100
YoY			400.00%	100.00%
毛利率		10.00%	25.00%	40.00%
合计收入	461.6	351.5	516.2	734.1
YoY	3.57%	-23.84%	46.85%	42.20%
毛利率	36.30%	38.64%	61.61%	62.18%

资料来源: Wind, 天风证券研究所测算

我们选择了工业自动化中具有代表性的上市标的作为估值参考, 测算得到可比公司 2020、2021 年 PE 算数平均值分别为 33.36、26.18X, 而昊志机电的估值分别为 33.6、17.6X, 我们认为公司估值仍有一定提升空间, 因而选择 2021 年 26.18X 作为目标估值, 目标市值 48.7 亿元, 相较于当前市值仍有 48.92% 向上空间, 对应目标价格 17.96 元, 首次覆盖并给予买入评级。

表 3: 核心零部件厂家估值对比

代码	股票	净利润			总市值		PE		PB
		20191231	20201231	2021231	20210219	20191231	20201231	2021231	20191231
603416.SH	信捷电气	1.6345	3.2685	4.0960	147.3069	90.1223	45.0682	35.9633	3.4072
002896.SZ	中大力德	0.5251	0.8813	1.1643	19.0880	36.3534	21.6601	16.3951	2.8697
	平均值	1.0798	2.0749	2.6301	83.1974	63.2378	33.3642	26.1792	3.1385
300503.SZ	昊志机电	-1.5507	1.0207	1.9482	34.2491	-22.0856	33.5561	17.5794	-

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

1) 全球疫情影响消费电子需求;

疫苗落地如果没有达到预期, 疫情对消费电子需求的影响可能会在未来持续。

2) Infranor 业绩远低于预期、甚至亏损, 带来商誉减值;

如果 Infranor 收购业绩低于预期, 将有带来商誉减值的风险。

3) 减速器等新产品客户开发进度低于预期。

减速器等新产品的客户开发速度如果未达到预期, 产品未来收入水平有可能会无法达到预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	68.16	355.90	41.30	58.72	83.65
应收票据及应收账款	384.22	289.57	714.15	590.84	1,151.95
预付账款	3.29	6.16	2.53	9.64	9.62
存货	366.03	336.43	309.05	595.12	836.12
其他	25.24	38.67	38.44	39.30	64.13
流动资产合计	846.94	1,026.73	1,105.45	1,293.61	2,145.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	358.60	479.05	527.00	575.53	611.41
在建工程	119.27	113.36	104.02	110.41	96.25
无形资产	60.83	62.54	59.58	56.62	53.67
其他	79.35	123.44	89.42	94.66	101.59
非流动资产合计	618.05	778.38	780.02	837.22	862.91
资产总计	1,464.98	1,805.11	1,885.47	2,130.84	3,008.39
短期借款	203.11	337.43	450.41	333.22	813.08
应付票据及应付账款	105.90	69.72	91.65	134.39	223.42
其他	149.84	259.02	131.34	306.51	265.26
流动负债合计	458.85	666.17	673.40	774.11	1,301.75
长期借款	27.55	20.03	29.58	0.00	91.58
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	147.08	190.85	149.63	162.52	167.67
非流动负债合计	174.62	210.89	179.21	162.52	259.25
负债合计	633.47	877.06	852.61	936.63	1,561.01
少数股东权益	32.94	38.27	40.46	45.95	47.49
股本	251.04	283.99	283.99	283.99	283.99
资本公积	139.38	363.48	363.48	363.48	363.48
留存收益	547.53	606.34	708.40	864.26	1,115.90
其他	(139.38)	(364.03)	(363.48)	(363.48)	(363.48)
股东权益合计	831.51	928.05	1,032.86	1,194.20	1,447.38
负债和股东权益总	1,464.98	1,805.11	1,885.47	2,130.84	3,008.39

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	56.34	(149.75)	102.07	194.82	314.54
折旧摊销	45.86	56.05	24.35	28.03	31.24
财务费用	11.27	25.92	36.36	35.78	54.49
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(68.45)	(134.70)	(467.44)	41.33	(784.88)
其它	12.53	169.77	2.31	5.77	1.62
经营活动现金流	57.55	(32.72)	(302.35)	305.75	(382.99)
资本支出	190.12	125.92	101.22	67.11	44.85
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(414.39)	(249.23)	(161.22)	(147.11)	(94.85)
投资活动现金流	(224.28)	(123.31)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	302.35	466.39	550.07	416.79	992.18
股权融资	(7.30)	233.11	(35.81)	(35.78)	(54.49)
其他	(92.70)	(245.14)	(466.51)	(589.32)	(479.78)
筹资活动现金流	202.35	454.36	47.74	(208.32)	457.92
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	35.63	298.34	(314.61)	17.43	24.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	461.57	351.51	516.20	734.06	1,045.67
营业成本	229.78	215.67	198.18	277.60	439.42
营业税金及附加	2.99	2.72	5.16	7.34	10.46
营业费用	42.15	40.99	56.78	58.72	73.20
管理费用	40.34	63.08	56.78	73.41	73.20
研发费用	56.91	51.09	56.78	73.41	73.20
财务费用	10.44	23.40	36.36	35.78	54.49
资产减值损失	34.81	(82.08)	(11.81)	(19.69)	(37.86)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(17.19)	217.04	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	61.34	(180.39)	117.96	227.49	359.58
营业外收入	3.35	1.58	2.08	2.34	2.00
营业外支出	0.62	3.57	1.43	1.87	2.29
利润总额	64.07	(182.39)	118.61	227.95	359.28
所得税	7.72	(32.64)	14.23	27.35	43.11
净利润	56.34	(149.75)	104.38	200.60	316.17
少数股东损益	5.62	5.32	2.31	5.77	1.62
归属于母公司净利润	50.73	(155.07)	102.07	194.82	314.54
每股收益 (元)	0.18	(0.55)	0.36	0.69	1.11

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.57%	-23.84%	46.85%	42.20%	42.45%
营业利润	-26.54%	-394.10%	-165.39%	92.85%	58.06%
归属于母公司净利润	-32.60%	-405.71%	-165.82%	90.88%	61.45%
获利能力					
毛利率	50.22%	38.64%	61.61%	62.18%	57.98%
净利率	10.99%	-44.12%	19.77%	26.54%	30.08%
ROE	6.35%	-17.43%	10.28%	16.97%	22.47%
ROIC	8.12%	-12.74%	14.44%	15.68%	24.57%
偿债能力					
资产负债率	43.24%	48.59%	45.22%	43.96%	51.89%
净负债率	28.17%	11.91%	49.26%	29.98%	62.77%
流动比率	1.85	1.54	1.64	1.67	1.65
速动比率	1.05	1.04	1.18	0.90	1.01
营运能力					
应收账款周转率	1.11	1.04	1.03	1.13	1.20
存货周转率	1.50	1.00	1.60	1.62	1.46
总资产周转率	0.35	0.21	0.28	0.37	0.41
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	-0.55	0.36	0.69	1.11
每股经营现金流	0.20	-0.12	-1.06	1.08	-1.35
每股净资产	2.81	3.13	3.49	4.04	4.93
估值比率					
市盈率	67.52	-22.09	33.56	17.58	10.89
市净率	4.29	3.85	3.45	2.98	2.45
EV/EBITDA	15.78	20.62	21.88	12.91	9.67
EV/EBIT	21.95	30.53	25.34	14.28	10.40

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com