

2021 年 08 月 03 日

传统业务稳扎稳打，高铁业务蓄势待发

博深股份(002282)

博深股份是中国金刚石工具行业的龙头企业之一，专业研究开发和生产金刚石工具、电动工具、合金工具等产品。2017 年 11 月，公司完成对金牛研磨的收购，业务拓展至涂附磨具领域。2020 年 8 月，公司收购海纬机车，公司成为同时拥有动车组刹车闸片和制动盘的生产、销售和研发能力的 A 股上市公司。目前，公司业务涵盖金刚石工具、涂附磨具、轨道交通装备零部件三个领域。

► **营收&利润双增，盈利能力强。**2017-2020 年，公司营业总收入和归母净利润都呈逐年上升的态势，营收复合增长率为 34.39%，归母净利复合增长率达 137.76%。2020 年公司营收突破 12 亿元，同比增长 10.62%，归母净利同比增长 84.12% 达到 1.33 亿元。

► **传统业务稳步发展，海外营收有望改善。**公司于 2017 年收购金牛研磨将业务拓展至涂附磨具领域，2018 年营收实现快速增长，此后稳步增长；在行业产量下滑背景下，公司涂附磨具产品仍实现了较为稳定增长，展现出了公司强大竞争力；公司于 2020 年关停 2 家海外子公司，对海外金刚石工具业务进行了整顿。

► **收购海纬机车，积极布局高铁零部件行业。**2020 年 8 月，公司完成对国内领先的动车组用制动盘供应商海纬机车的股权收购，海纬机车成为公司全资子公司。合并海纬机车年度数据后，2020 年公司轨交业务营业收入为 6862.51 万元，毛利率达 44%，居于中国品牌前列。

► **把握行业红利，高铁零部件有望实现进口替代。**克诺尔是国际制动盘行业龙头，在中国主要供应存量列车约 3000 列的和谐号市场。公司的制动盘目前主要供应复兴号市场。随着我国经济内循环战略的推进、高铁零部件市场化程度的提高，在海纬制动盘技术领先、产品领先的优势引领下，有望逐步实现进口替代。

► 投资建议。

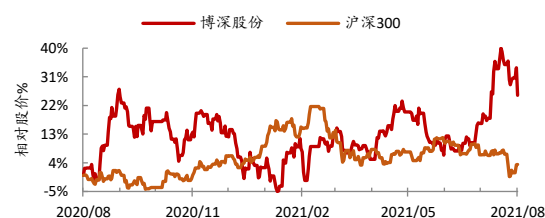
我们预计 2021-2023 年收入分别为 16.71 亿元、20.94 亿元和 27.45 亿元，同比增速分别为 29.3%、25.3%和 31.1%；实现归母净利润分别为 2.25 亿元、2.85 亿元和 3.99 亿元，同比增速分别为 69.3%、26.8%、39.7%，对应 EPS 分别为 0.41 元、0.52 元和 0.73 元。首次覆盖，暂不评级。

风险提示

原材料涨价风险，轨交零部件业务进展不及预期，疫情反复的风险。

评级及分析师信息

评级:	暂不评级
上次评级:	首次覆盖
最新收盘价:	11.78
股票代码:	002282
52 周最高价/最低价:	13.23/8.82
总市值(亿)	64.08
自由流通市值(亿)	43.95
自由流通股数(百万)	373.08



分析师: 俞能飞
邮箱: yunf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519120002

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,168	1,292	1,671	2,094	2,745
YoY (%)	10.8%	10.6%	29.3%	25.3%	31.1%
归母净利润(百万元)	72	133	225	285	399
YoY (%)	-16.2%	84.1%	69.3%	26.8%	39.7%
毛利率 (%)	28.3%	28.9%	30.0%	30.5%	31.5%
每股收益 (元)	0.13	0.24	0.41	0.52	0.73
ROE	3.3%	4.9%	6.7%	7.8%	9.8%
市盈率	92.64	50.32	29.72	23.44	16.78

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 金刚石制品行业龙头，传统业务经营状况有所改善	4
1.1. 深耕三大领域，产品体系丰富	4
1.2. 营收&归母净利高增，盈利能力维持高水平	5
1.3. 传统业务稳步发展，海外营收有望改善	6
1.4. 股权结构多元，管理层团队经验丰富	7
2. 未来看点：高铁零部件进口替代空间巨大，“刹车片+制动盘”有望驱动成长	8
3. 盈利预测	12
4. 风险提示	12

图表目录

图 1 公司主要产品介绍	4
图 2 2020 年公司营收主要来自于涂附磨具	4
图 3 2020 年公司毛利主要来源于涂附磨具	4
图 4 公司营收增长迅速	5
图 5 2020 年公司归母净利润增长明显	5
图 6 公司净利率水平有所上升	5
图 7 公司分产品毛利率均处于较高水平	5
图 8 公司费用规模有所扩大	6
图 9 近三年公司整体费用率下降	6
图 10 公司涂附研磨业收入稳步增长	6
图 11 2020 年公司五金工具类恢复增长	6
图 12 国内业务稳步增长，国际业务保持稳定	7
图 13 国外业务毛利率较高	7
图 14 公司股权结构	7
图 15 高铁/动车制动系统的关键元件	8
图 16 高铁刹车片国产化进程	9
图 17 2019 年中国国产高铁刹车片企业生产集中度	9
图 18 海纬机车营业总收入和归母净利润	10
图 19 海纬机车以制动盘业务为主	10
图 20 克诺尔占据全球约 50% 的刹车系统市场	11
图 21 克诺尔 RVS 领域最大客户为中国中车	11
表 1 公司管理和技术团队介绍	8
表 2 刹车片需求测算	9
表 3 海纬机车产销率维持高水平	10
表 4 业务拆分	12

1. 金刚石制品行业龙头，传统业务经营状况有所改善

1.1. 深耕三大领域，产品体系丰富

公司成立于 1998 年，是中国金刚石工具行业的龙头企业之一，专业研究开发和生产金刚石工具、电动工具、合金工具等产品。同时，公司在金刚石工具业务积累的粉末冶金技术的基础上，培育了动车组粉末冶金闸片业务。2017 年 11 月，公司完成对金牛研磨的收购，业务拓展至涂附磨具领域。2020 年 8 月，公司收购的海纬机车完成股权过户工商变更，海纬机车成为公司全资子公司，公司成为同时拥有动车组列车闸片和制动盘的生产、销售和研发能力的 A 股上市公司。目前，公司业务涵盖五金工具、涂附磨具、轨道交通装备零部件三个领域。

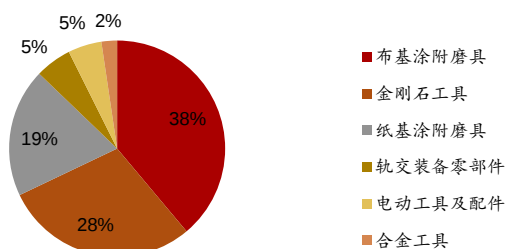
图 1 公司主要产品介绍



资料来源：公司官网，华西证券研究所

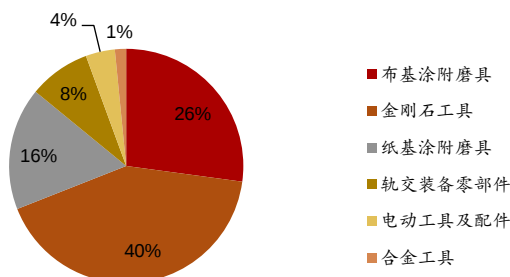
从产品结构来看，涂附磨具和金刚石工具是公司营收和利润的主要来源，这二者的营收约占总营收的 85%，毛利贡献超过 80%。2020 年，公司布局轨交装备，毛利贡献约为 8%，未来有望成为公司增长主要驱动力。

图 2 2020 年公司营收主要来自于涂附磨具



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3 2020 年公司毛利主要来源于涂附磨具

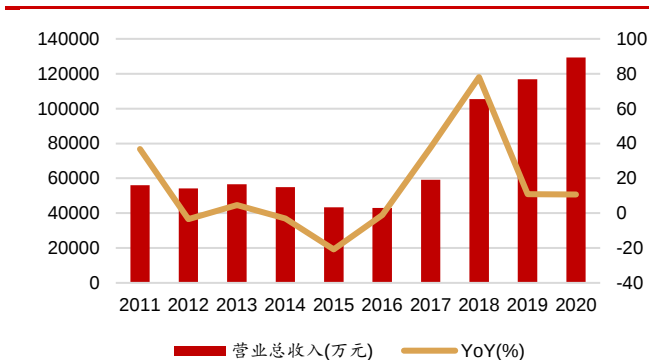


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 营收&归母净利高增，盈利能力维持高水平

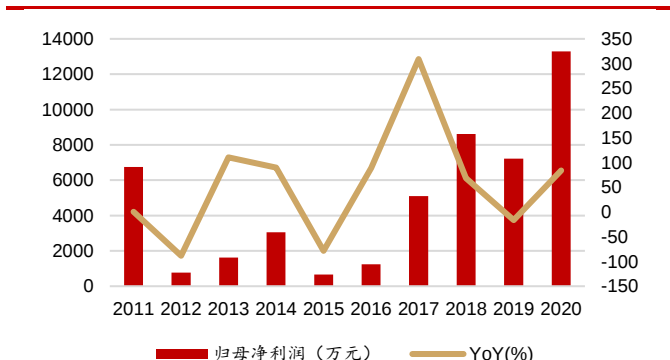
营收与归母净利双增。2017-2020年，公司营业总收入和归母净利润都呈逐年上升的态势，营收复合增长率为34.39%，归母净利复合增长率达137.76%。2020年公司营收突破12亿元，同比增长10.62%，归母净利同比增长84.12%达到1.33亿元。

图4 公司营收增长迅速



资料来源：Wind，华西证券研究所

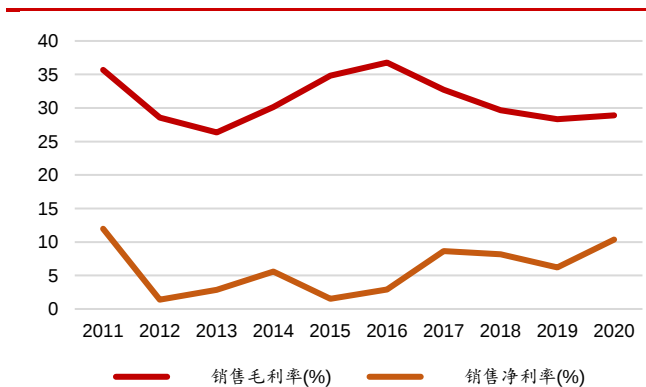
图5 2020年公司归母净利润增长明显



资料来源：Wind，华西证券研究所

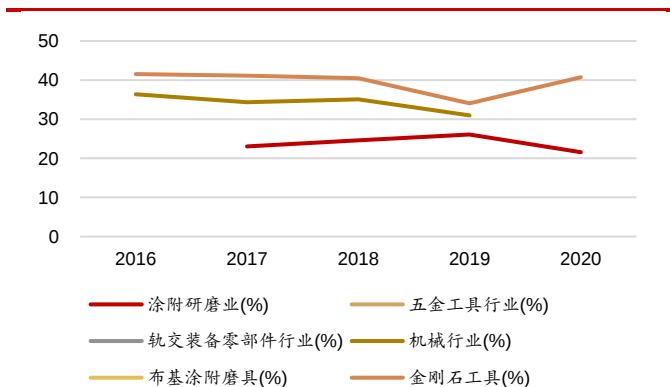
盈利能力有所改善，部分产品毛利率维持高水平。近三年，公司主营业务毛利率分别为29.66%、28.31%和28.89%，总体相对稳定。但由于近年来原材料价格逐年上涨，公司毛利率波动较大且有所下降。公司主营业务具有核心竞争力金刚石工具和轨交装备零部件毛利率均维持在40%左右，产品定价及成本控制能力较强，因此毛利率较高。从净利率水平来看，公司2017年之后明显好于前几年，盈利能力有所改善。

图6 公司净利率水平有所上升



资料来源：Wind，华西证券研究所

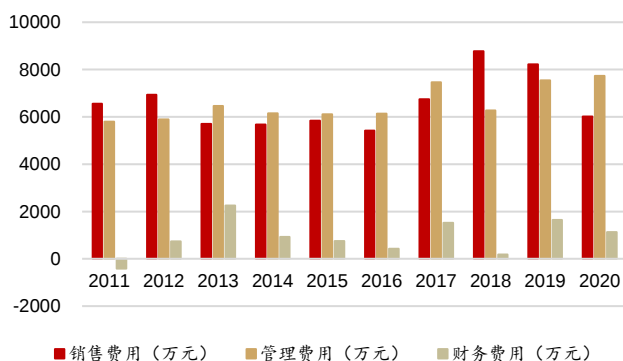
图7 公司分产品毛利率均处于较高水平



资料来源：Wind，华西证券研究所

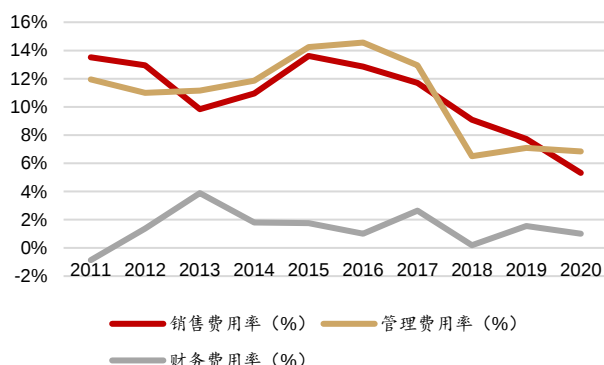
费用率有所下降，整体费用率把控良好。公司目前正处于稳定发展期，因此从绝对值来看，费用规模波动幅度不大。管理费用率的提升主要是随着公司业务规模扩大，管理人员增多，相应人员薪酬增加所导致。从相对值来看，公司管理费用率和销售费用率呈下降趋势，且公司财务费用率持续保持较低水平。综合来看，公司费用管控情况表现良好。

图8 公司费用规模有所扩大



资料来源：Wind，华西证券研究所

图9 近三年公司整体费用率下降

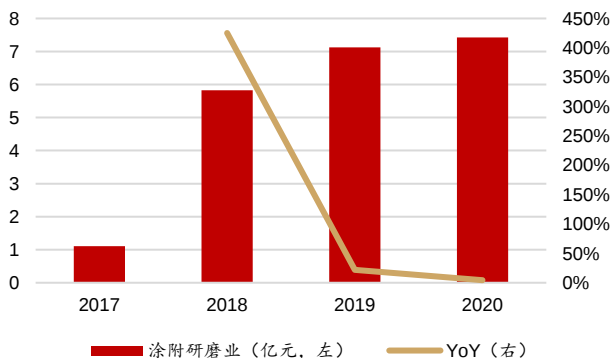


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 传统业务稳步发展，海外营收有望改善

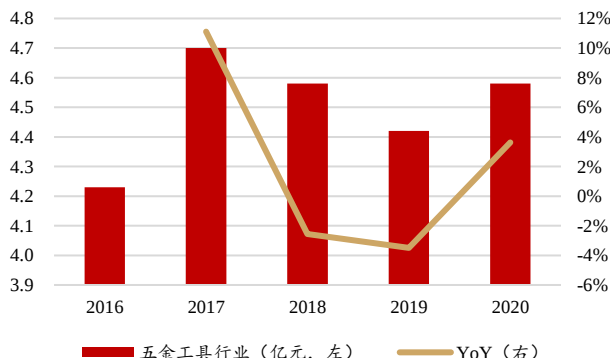
涂附研磨业务营收逐年上升，五金类业务恢复增长。1) 公司于 2017 年收购金牛研磨将业务拓展至涂附磨具领域，2018 营收实现快速增长，此后稳步增长，2020 年营收达到 7.43 亿元，同比增长 4.37%。受疫情和税率提高的影响，公司涂附研磨业务实现归母净利润同比下降 25.13%至 8037.36 万元。2) 公司五金类产品营业收入波动较大，2018 和 2019 年下滑明显。公司通过采取精简产品配方和品种、处置闲置资产和呆滞库存、优化客户结构、拓展境内外战略客户等管理措施，使得 2020 年增速由负转正，达到 3.62%至 4.58 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 5024.18 万元，同比增长 346.70%

图10 公司涂附研磨业收入稳步增长



资料来源：Wind，华西证券研究所

图11 2020 年公司五金工具类恢复增长

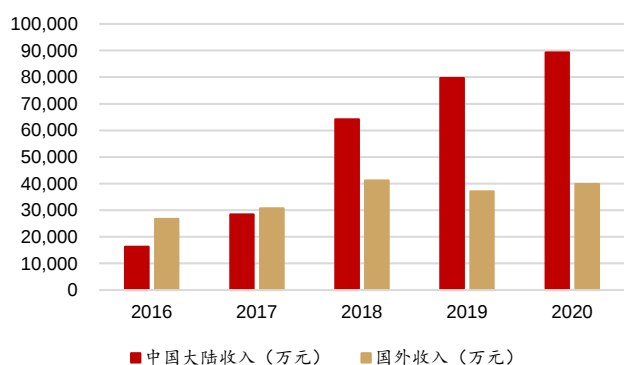


资料来源：Wind，华西证券研究所

涂附磨具行业规模略有下降，公司营收逆势增长。涂附磨具是指用粘结剂把磨料粘附在可挠曲的基体（布或纸等）上制成的磨具，其与砂轮、砂瓦、油石、磨头、研磨膏一起，构成了磨具的六大品种。2017 年，行业产值达到 65.30 亿元，创近年新高。2018、2019 年，受行业产量下滑的影响，行业总产值有所下降，分别为 61.28 亿元和 59.23 亿元。在此背景下，公司涂附磨具产品仍实现了较为稳定增长，展现出了公司强大竞争力。

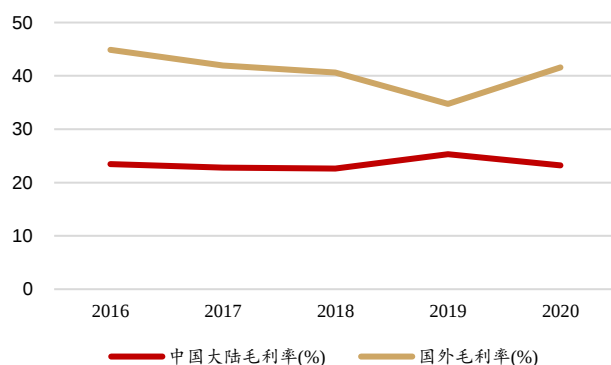
金刚石工具市场规模庞大，公司内部整顿蓄势待发。根据 QYResearch 数据，2019 年全球金刚石工具市场总值达到了 997 亿元，预计 2026 年可以增长到 1380 亿元，年复合增长率为 4.7%。2020 年，公司进一步精简组织体系，关停了长期亏损的韩国 BST 株式会社、美国 NANO 公司，并对其资产和业务进行了合并处理。此外，2020 年公司计提了部分海外客户约 2000 万元的信用减值准备，调整客户信用管理措施，完善内部考核体系，进一步控制了经营风险。公司金刚石工具国际业务毛利率较高，达到了 40%。

图 12 国内业务稳步增长，国际业务保持稳定



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 国外业务毛利率较高

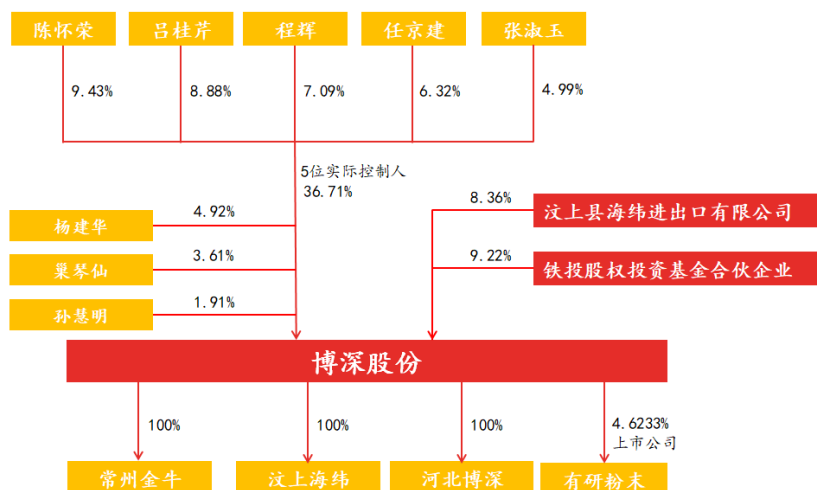


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.4. 股权结构多元，管理层团队经验丰富

五大创始股东为实际控制人。陈怀荣先生直接控制公司 9.43% 的股份，为公司的控股股东。公司实际控制人为陈怀荣、吕桂芹、程辉、任京建和张淑玉，五人为公司创始股东，目前合计持股比例为 36.71%，股权集中度相对较高。

图 14 公司股权结构



资料来源：Wind，华西证券研究所 注：股权结构截至 2021 年 8 月 2 日

管理层和技术团队优秀。公司经营负责人、主要管理者陈怀荣等具有丰富的工业机械行业经验和专业知识，并作为高级工程师在公司建设发展过程中提供了技术指

导。任京建、杨建华等高管，有多年的金刚石、研磨从业经验，积累了丰富的研发、生产管理经验。

表 1 公司管理和技术团队介绍

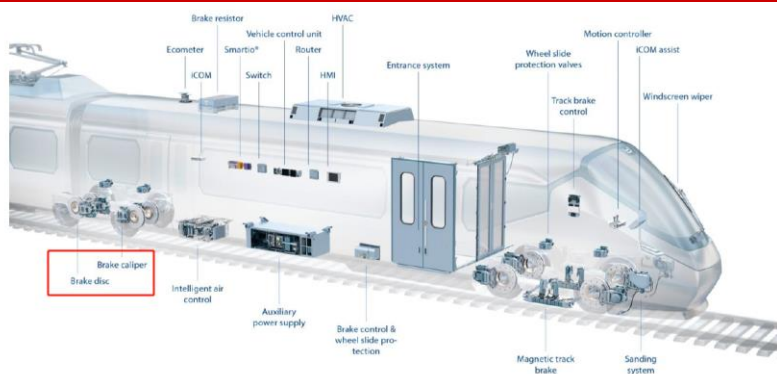
管理层和技术团队	职务	研发实力和贡献
陈怀荣	董事长	本科学历，高级工程师。1998 年至 2003 年，任董事长、总经理；2003 年至今任董事长。现任博深股份董事长、石家庄博深石油机械有限公司董事、美国先锋工具有限公司执行董事、中国机床工具工业协会超硬材料分会副理事长。
庞博	董事	硕士学历，2007 年毕业于英国牛津大学，2008 年至 2012 年在美国辉瑞投资有限公司销售及市场部门从事管理工作；2013 年至今在本公司工作，2013 年至 2018 年 7 月任公司营销总监，2018 年 7 月至今任公司总经理，2019 年 9 月至今任公司董事、总经理。现任公司董事、总经理、常州市金牛研磨有限公司董事、博深普锐高（上海）工具有限公司执行董事、汶上海纬机车配件有限公司董事、河北博深贸易有限公司执行董事。
张恒岩		大学本科学历，高级工程师。原海纬机车董事长，其主持开发研制的内燃机车 16V240ZJ 柴油机气缸盖项目通过省部级鉴定，产品填补国内空白；先后发表了《用稀土由蠕墨铸铁新材料生产内燃机车气缸盖》、《12V180 内燃机薄壁球铁活塞铸造工艺试验》等论文，获省、市优秀论文奖；参与制订了“蠕墨铸铁件”、“蠕墨铸铁金相检验办法”两项国家标准起草和铁道部“蠕墨铸铁气缸盖”标准起草；带领企业研发团队开发生产轨道交通制动盘产品，其中“多元合金化蠕墨铸铁 640 型制动盘”，“多元合金化蠕墨铸铁 640 分体型制动轮盘”以及关键铸造技术“应用于高速列车制动盘的多元低合金高强度铸钢材料及铸造工艺技术”通过了济宁市经济和信息化委员会组织的专家委员科技成果鉴定。
杨建华	董事	大专学历，高级经济师，西夏墅慈善基金会副理事长。2005 年 1 月至今任常州市金牛研磨有限公司董事长、总经理，2018 年 4 月至今任公司董事。

资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 未来看点：高铁零部件进口替代空间巨大，“刹车片+制动盘”有望驱动成长

高铁刹车片（或称闸片）是固定在与车轮旋转的制动鼓或者制动盘上的摩擦材料，通过制动盘和刹车片之间的摩擦作用达到车辆减速的目的。公司自 2003 年开始进行高铁刹车片相关研发，研发底蕴深厚。2003 年，公司与中国铁科院、石家庄铁道学院一起完成了“高速铁路车辆粉末冶金铜基制动摩擦片的研制”项目开发。2017 年 7 月，公司投资 6131 万元建设“轨道交通制动装置材料工程实验室”项目。2019 年 5 月，实验室项目的核心实验设备、国内首家民营企业独立引进的 1:1 制动摩擦实验台已投入使用，配建的智能化生产车间已完成建设，目前已具备年产 8 万片动车组刹车片生产能力，为公司动车组粉末冶金刹车片的产业化奠定了扎实基础。

图 15 高铁/动车制动系统的关键元件



资料来源：克诺尔官网，华西证券研究所

刹车片需求缺口大，国产品牌有望崛起。2020 年 6 月 28 日，铁路部门发布招标公告，根据国铁集团发展和改革部 2020 年铁路发展计划，仅时速 250 公里 CR300

复兴号动车组就拟招标采购 137 组（8 辆编组）。结合国家高铁建设和发展规划，动车组车辆需求缺口还很大。高铁刹车片属于耗材，一列动车组一年需更换刹车片约 4 次，每辆动车组需求数量约为 20 片，测算得 2020 年刹车片总需求达到 94.46 万片，假设刹车片价格为 3000 元/片，则 2020 年市场规模预计能达到 28.34 亿元。

表 2 刹车片需求测算

年份	新增动车组：辆	配套需求：万片	保有量：辆	更换需求：万片	需求总量：万片
2013 年	1800	3.60	10464	31.39	34.99
2014 年	3232	6.46	13696	41.09	47.55
2015 年	3952	7.90	17648	52.94	60.85
2016 年	3040	6.08	20688	62.06	68.14
2017 年	2792	5.58	23480	70.44	76.02
2018 年	2568	5.14	26048	78.14	83.28
2019 年	3271	6.54	29319	87.96	94.50
2020 年	1301	2.60	30620	91.86	94.46

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

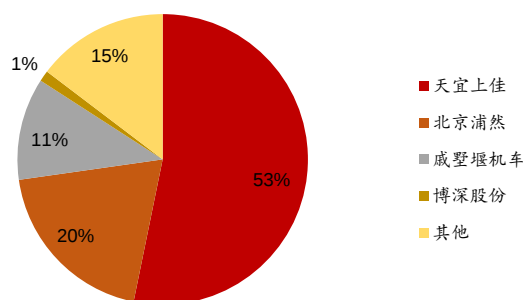
高铁刹车片在 2012 年前处于技术保护期，长期全部引进国外产品，存在较大进口替代空间。目前，国产品牌正在积极占领市场，有望打破外资垄断局面。近几年国内以天宜上佳、北京浦然和博深股份为代表的民营企业逐步进入高铁刹车片领域，其中天宜上佳在 2013 年 9 月拿到动车组 7 个车型 5 种型号刹车片 CRCC 铁路产品认证证书，浦然在 2014 年拿到 CRCC 认证证书。2015 年，博深股份已完成了高速列车刹车片 1:1 制动摩擦磨耗性能试验。目前，公司已获 CRCC 时速 300-350 公里的 CRH380B/BL/CL/3C、时速 200-250 公里的 CRH5A/5E/5J/正式认证证书；取得 CRCC 时速 300-350 公里的 CRH2C-2、CRH380A（统）/AL（统）/AM/AN/AJ 型号闸片产品、适用“复兴号”动车组的时速 200-250 公里的 CR300AF/CR300BF 型号粉末冶金闸片产品、时速 300-350 公里的 CR400AF/CR400BF 型号粉末冶金闸片产品试用证，装车考核工作正在推进中。生产准备方面，公司全自动的智能化生产线已建成，生产能力约 80000 片/年。

图 16 高铁刹车片国产化进程



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图 17 2019 年中国国产高铁刹车片企业生产集中度



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

收购海纬机车，全面提高轨交零部件竞争力。2020 年 8 月，公司完成对海纬机车的股权收购，海纬机车成为公司全资子公司。海纬机车是国内领先的动车组用制动盘供应商，主要产品包括各系列制动盘及内燃机车气缸盖。海纬机车现有 25 项制动盘相关专利，于 2019 年 8 月拿到 CRCC 证书。海纬机车目前有四种主要产品，产量大，产销率高，2018 年产销率达到 91.94%，2019 年达到 81.26%。海纬机车掌握铸造过程核心技术，制动盘经全面检测、1:1 试验、装车运用、大批量应用，各项性能

指标均达到国际先进水平。公司在高铁闸片产品的基础上，增加了相互配合使用的高铁制动盘产品，从长期来看，能够有效提升公司竞争力。

表 3 海纬机车产销率维持高水平

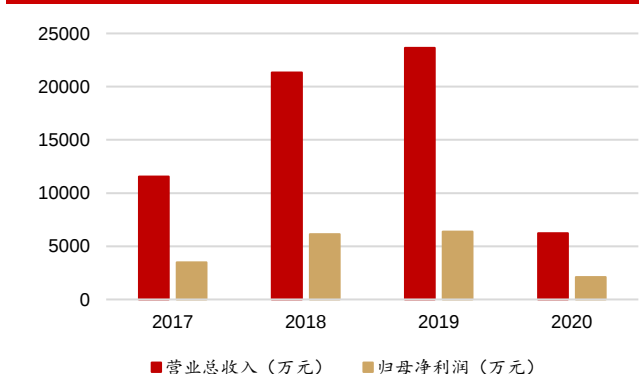
产品	产量	销量	产销率
2019 年			
350km 制动盘	31811	27950	87.86%
250km 制动盘	5539	1236	22.31%
160km 制动盘	9712	8357	86.50%
城际城轨制动盘	5456	5135	94.12%
合计	52518	42678	81.26%
2018 年			
350km 制动盘	37,406	36,508	97.60%
250km 制动盘	849	-	-
160km 制动盘	2,201	1,987	90.28%
城际城轨制动盘	3,437	1,662	48.36%
合计	43,893	40,157	91.49%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

制动盘具有较高的壁垒，海纬机车市占率较高。行业准入门槛高，需要经过多项检测，因此，从具备制动盘样品生产能力到成为纵横机电等制动系统集成商的合格批量供货商，不仅有较高的技术壁垒，还需要较长的验证时间周期。另一方面，下游客户要求高，更加愿意与经过多年产品安全运行的供应商合作。因而本行业形成了较高的行业准入门槛，行业集中度相对较高，市场竞争相对有序。海纬机车是“复兴号”高铁制动盘的核心供应商，产品覆盖时速 350 公里、250 公里、160 公里、城际列车等型号的制动盘，产品各项性能指标均达到国际先进水平（部分产品供应地铁市场）。根据公司公告，按高速列车动车组市场的“和谐号”、“复兴号”车型类别推算，海纬机车高铁制动盘市场份额在 25% 左右。

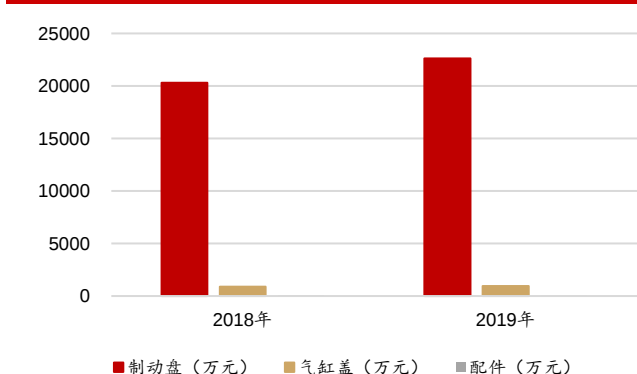
轨交业务营业收入和毛利率可观。合并海纬机车年度数据后，2020 年公司轨交业务营业收入为 6862.51 万元，毛利率达 44%，居于国内品牌前列。

图 18 海纬机车营业总收入和归母净利润



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 19 海纬机车以制动盘业务为主

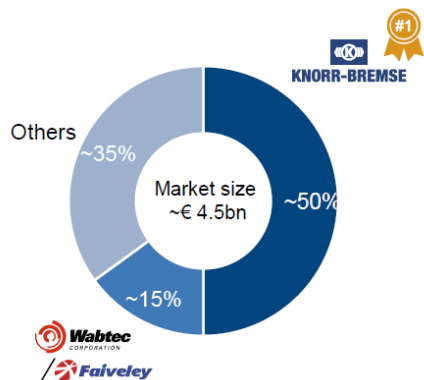


资料来源：Wind，华西证券研究所

对标克诺尔，占领复兴号市场。德国克诺尔集团是全球领先的轨道及商用车辆制动系统制造商，占据着全球高铁刹车系统约 50% 的市场份额，其最大客户为中国中车。克诺尔在中国发展历久，根基深，早在 1990 年，克诺尔就开始为上海地铁供

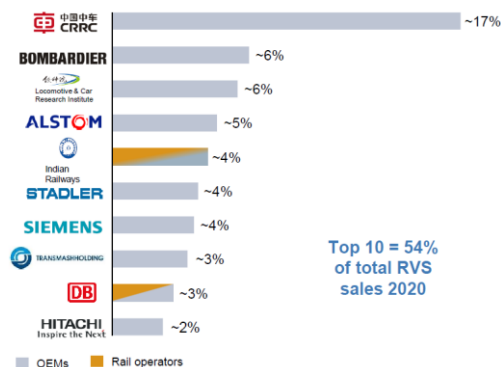
应制动系统。克诺尔技术水平居世界领先，目前正在进行 400-500km/h 高速列车的制动测试。克诺尔主要供应存量列车约 3000 列的和谐号市场。但随着我国经济内循环战略的推进、高铁零部件市场化程度的提高，在海纬制动盘技术领先、产品领先的优势引领下，竞争的同时或会合作。

图 20 克诺尔占据全球约 50% 的刹车系统市场



资料来源：克诺尔官网，华西证券研究所

图 21 克诺尔 RVS 领域最大客户为中国中车



资料来源：克诺尔官网，华西证券研究所

3. 盈利预测

假设 1：公司涂附研磨业务稳步增长。假设 2021-2023 年每年增速均为 20%，毛利率均为 22%。

假设 2：公司五金工具类业务经过内部整顿，未来有望迎来较快增长。假设 2021-2023 年增速分别为 25%/30%/40%，毛利率每年均为 37%。

假设 3：2020 年，受疫情影响，我国轨交建设大幅减缓，致使海纬机车营收大幅下降。随着疫情消退及公司轨交装备零部件业务有望进一步实现进口替代，未来或实现高速增长。假设 2021-2023 年增速分别为 200%/35%/50%，毛利率分别为 45%/46%/47%。

表 4 业务拆分

	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（亿元）	12.92	16.71	20.94	27.45
涂附研磨业（亿元）	7.43	8.92	10.70	12.84
五金工具行业（亿元）	4.58	5.73	7.44	10.42
轨交装备零部件行业（亿元）	0.69	2.07	2.79	4.19
营业成本（亿元）	9.19	11.70	14.54	18.80
涂附研磨业（亿元）	5.83	6.95	8.35	10.01
五金工具行业（亿元）	2.90	3.61	4.69	6.56
轨交装备零部件行业（亿元）	0.38	1.14	1.51	2.22
毛利（亿元）	3.73	5.01	6.39	8.65
涂附研磨业（亿元）	1.60	1.96	2.35	2.82
五金工具行业（亿元）	1.69	2.12	2.75	3.86
轨交装备零部件行业（亿元）	0.30	0.93	1.29	1.97
毛利率	28.89%	29.99%	30.54%	31.51%
涂附研磨业	21.57%	22%	22%	22%
五金工具行业	36.83%	37%	37%	37%
轨交装备零部件行业	44.00%	45%	46%	47%

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们预计 2021-2023 年收入分别为 16.71 亿元、20.94 亿元和 27.45 亿元，同比增速分别为 29.3%、25.3%和 31.1%；实现归母净利润分别为 2.25 亿元、2.85 亿元和 3.99 亿元，同比增速分别为 69.3%、26.8%、39.7%，对应 EPS 分别为 0.41 元、0.52 元和 0.73 元。首次覆盖，暂不评级。

4. 风险提示

原材料涨价风险：公司生产所需的原材料占产品总成本的 60%以上，原材料的价格波动对公司盈利能力的持续性和稳定性有一定影响。近几年，各类原材料价格上涨幅度较大，造成公司生产成本的上升。原材料中的钢材、有色金属、原纸、坯布、磨料的市场价格呈现出随经济周期价格波动的特点，从而引起产品毛利率的波动。

轨交零部件业务进展不及预期：公司刹车片验证推迟或失败，将会影响公司业绩。

疫情反复的风险：疫情反复将会对公司各板块业务产生消极影响，从而影响公司业绩。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,292	1,671	2,094	2,745	净利润	134	226	286	401
YoY (%)	10.6%	29.3%	25.3%	31.1%	折旧和摊销	69	171	99	118
营业成本	919	1,170	1,454	1,880	营运资金变动	-11	-308	-68	-157
营业税金及附加	15	19	24	32	经营活动现金流	210	74	296	331
销售费用	60	97	121	165	资本开支	-32	-447	-239	-291
管理费用	77	97	124	162	投资	-122	0	0	0
财务费用	11	-3	-4	-5	投资活动现金流	-153	-430	-216	-258
资产减值损失	-8	-1	-2	-1	股权募资	0	53	0	0
投资收益	21	17	23	34	债务募资	187	0	0	0
营业利润	162	273	350	486	筹资活动现金流	-41	425	0	0
营业外收支	-1	0	-1	-1	现金净流量	13	70	80	73
利润总额	161	273	349	485	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	27	48	63	84	成长能力				
净利润	134	226	286	401	营业收入增长率	10.6%	29.3%	25.3%	31.1%
归属于母公司净利润	133	225	285	399	净利润增长率	84.1%	69.3%	26.8%	39.7%
YoY (%)	84.1%	69.3%	26.8%	39.7%	盈利能力				
每股收益	0.24	0.41	0.52	0.73	毛利率	28.9%	30.0%	30.5%	31.5%
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	10.4%	13.5%	13.7%	14.6%
货币资金	178	248	328	402	总资产收益率 ROA	3.8%	5.5%	6.3%	7.7%
预付款项	41	50	62	81	净资产收益率 ROE	4.9%	6.7%	7.8%	9.8%
存货	395	525	634	824	偿债能力				
其他流动资产	632	775	860	1,033	流动比率	1.76	2.34	2.29	2.24
流动资产合计	1,247	1,599	1,884	2,340	速动比率	1.14	1.50	1.45	1.37
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.25	0.36	0.40	0.38
固定资产	683	911	1,031	1,181	资产负债率	21.5%	17.6%	19.0%	21.1%
无形资产	150	200	227	262	经营效率				
非流动资产合计	2,249	2,523	2,661	2,831	总资产周转率	0.37	0.41	0.46	0.53
资产合计	3,496	4,122	4,545	5,171	每股指标（元）				
短期借款	242	242	242	242	每股收益	0.24	0.41	0.52	0.73
应付账款及票据	201	258	310	409	每股净资产	4.99	6.19	6.71	7.45
其他流动负债	266	184	269	395	每股经营现金流	0.39	0.14	0.54	0.61
流动负债合计	710	684	821	1,047	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	43	43	43	43	PE	50.32	29.72	23.44	16.78
非流动负债合计	43	43	43	43	PB	1.94	1.99	1.83	1.65
负债合计	752	727	864	1,089					
股本	491	544	544	544					
少数股东权益	28	28	29	31					
股东权益合计	2,743	3,395	3,681	4,082					
负债和股东权益合计	3,496	4,122	4,545	5,171					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业6年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名；2018年新财富中小市值第三名；2020年金牛奖机械行业最佳行业分析团队。专注于半导体设备、机器视觉、自动化、汽车电子、机器人细分行业深度覆盖。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。