

2020年9月10日

东杰智能 (300486): 控股权变更, 着力布局智能制造审慎推荐 (首次)

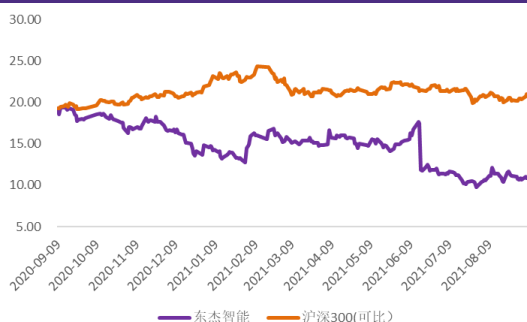
机械

当前股价: 10.74 元/股

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,035	1,312	1,633	2,006
(+/-)	40.5%	26.8%	24.4%	22.8%
营业利润	123	150	207	259
(+/-)	21.6%	21.7%	37.8%	25.4%
归属母公	104	133	184	230
司净利润				
(+/-)	14.4%	28.8%	37.7%	25.4%
EPS (元)	0.38	0.49	0.68	0.85

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰

执业证书编号: S1050520020002

电话: (86 21) 54967860

邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司的主营业务为智能成套装备的设计、制造、安装调试与销售。公司的主要产品类别包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统、智能立体停车系统、智能涂装系统等。公司40%左右的收入来源于汽车及零部件行业。此外,在医药、电子商务、新能源、快消品、酒水、家电、家居、冷链、电子、工程机械、农业、钢铁有色、化工、航空等领域有着众多优质客户。

● 淄博市财政局溢价10%获公司控股权。公司实际控制人姚卜文和梁燕生以及中合盛三位股东将其持有的公司 8.44%的股权转让给淄博匠图恒松。转让完成后淄博匠图恒松将持有公司 29.44%的股权,成为公司第一大股东,公司实际控制人将由姚卜文、姚长杰父子变更为淄博市财政局。本次股权转让价格为人民币12.30元/股,较股权变更公告发布的8月10日收盘价11.12元/股价格高出10.61%。

● 国内自动化物流装备市场空间增至1800亿元。伴随着物流的发展与进步,我国自动化物流装备不断得到提升与发展。2012-2019年,我国自动化物流装备市场年均复合增长率达到26.8%,2020年的市场规模达1800亿元。

● 公司在手订单充足,未来业绩可期。自2017年开始至2020年公司预收款逐年升高,公司收入亦水涨船高。截至2021年6月30日,公司预收款+合同负债为3.92亿元,创历史新高,表明公司目前在手订单充足。2021年上半年,公司新签署5000万金额以上订单5个,总金额超6.1亿元,其中与京东签署的大批量堆垛机采购协议凸显公司在智能物流硬件方面的基础实力,并为公司开拓了新的业务领域。

● 公司将重点布局智能制造业务。为实现该战略目标,公司主要采取三步举措:(1)发行可转债,募集6亿元用于数字化车间建设项目、深圳东杰智能技术研究院项目和补充公司流动资金;(2)整合企业内部资源。将孙公司深圳中集智能科技有限公司的“智慧工厂事业部”与深圳子公司进行了业务整合,加强双方在“信息化、AI、工业互联网”领域的协同性,有效支撑公司在智慧工厂方面的能力建设;(3)借助外部力量,“OT”与“IT”结合优势互补。与渊联技术有限公司签订战略合作协议,双方将充分融合各自在“硬件”与“软件”、“自动化”与“数字化”等方面的优势,以为客户创造价值为中心,充分挖掘智能制造行业痛点,在信息技术与工业场景应用端结合、工业大数据分析、企业数字化与智能化升级等方面展开全方位战略合作。公司正做好准备,迎接智能制造时代的来临。

● 盈利预测: 我们预测公司2021-2023年实现归属母公司所有



者净利润分别为1.33亿元、1.84亿元和2.30亿元，折合EPS分别为0.49元、0.68元和0.85元。按照9月10日收盘价10.74元/股计算，对应的市盈率分别为22倍、16倍和13倍，我们首次覆盖，并给予公司“审慎推荐”的投资评级。

- **风险提示：**1) 下游景气度下滑；2) 应收账款增长过快。



目录

一、公司概况	5
1. 公司主营智能成套设备，有着众多优质客户资源	5
2. 产品线不断拓展，市场空间持续扩大	6
3. 淄博市财政将溢价 10% 获得公司控股权	7
二、智能物流是智能制造关键环节之一	8
1. 中国智能制造即将大规模推广	8
2. 智能物流是智能制造的关键一环	9
三、自动化物流装备年均复合增速高达 26%	11
四、公司下游领域渐入佳境	12
1. 新能源汽车快速增长将带动公司两大业务需求	12
2. 到 2023 年预计智能仓储系统市场规模达 1650 亿元	14
3. 近年停车设备市场规模增速超 30%	15
五、三步举措布局智能制造业务	16
五、公司财务表现良好	17
1. 近五年，公司营业收入快速增长	17
2. 毛利率有所降低，但仍维持在合理水平	18
3. 在手订单充足，未来业绩可期	18
六、公司盈利预测与估值	19
1. 盈利预测假设	19
2. 公司当前估值处于历史较低位置	20
七、风险提示	20



图表目录

图表 1 公司核心产品线.....	5
图表 2 公司产品主要应用领域及部分客户.....	6
图表 3 公司发展历史.....	6
图表 4 公司当前股权结构图.....	7
图表 5 股权转让完成后公司控股结构图.....	7
图表 6 从工业 1.0 到工业 4.0.....	8
图表 7 信息技术使用成本和制造业用工成本变动趋势.....	9
图表 8 从智能装备到智能物流再到智能制造.....	10
图表 9 制造企业物流能力提升的四个阶段.....	10
图表 10 自动化物流装备规模.....	11
图表 11 智能仓储系统构成.....	12
图表 12 2019 年自动化物流装备市场构成.....	12
图表 13 中国历年新能源汽车销量及渗透率.....	13
图表 14 我国新能源汽车销量预测.....	13
图表 15 合肥市新能源汽车行业固定资产投资增速（%）.....	14
图表 16 我国智能仓储设备市场规模及增速预测.....	15
图表 17 我国历年汽车保有量（万辆）.....	15
图表 18 我国机械式停车设备企业营业收入及增速.....	16
图表 19 公司可转债项目投资金额.....	16
图表 20 公司营业收入及增速.....	18
图表 21 公司收入构成（万元）.....	18
图表 22 公司综合毛利率和净利润率（%）.....	18
图表 23 公司各项业务毛利率变动（%）.....	18
图表 24 公司预收款+合同负债反应预示未来一年的收入变化（亿元）.....	19
图表 25 公司各项净现金流（亿元）.....	19
图表 26 公司盈利预测假设.....	19
图表 27 公司历史 PE-Band.....	20
图表 28 公司盈利预测.....	21



一、公司概况

1.公司主营智能成套设备，有着众多优质客户资源

公司的主营业务为智能成套装备的设计、制造、安装调试与销售。公司的主要产品类别包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统、智能立体停车系统、智能涂装系统等。

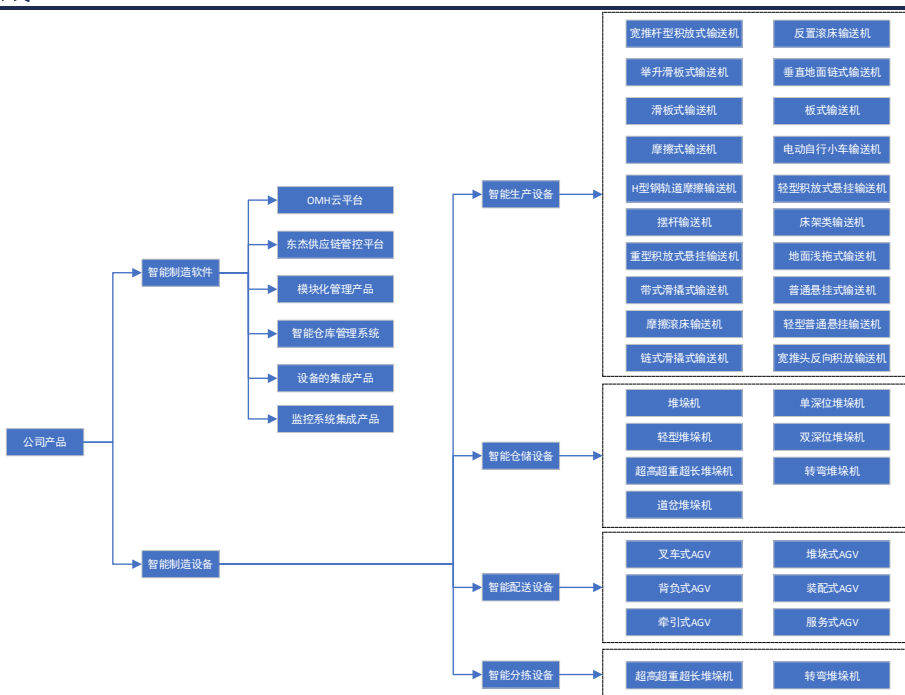
智能物流输送系统是以自动化输送线为产品的表现形式，综合了自动化、电气控制、软件管理等技术，在生产过程中控制物料或产品在指定的方位、时间以指定的速率完成输送，便于物料及产品更加高效、精确地完成加工、装配、喷涂等生产工序。

智能物流仓储系统以立体仓库和配送分拣中心为产品的表现形式，由立体货架、有轨巷道堆垛机、出入库托盘输送机系统、检测阅读系统、通讯系统、自动控制系统、计算机监控管理等组成，综合了自动化控制、自动输送、场前自动分拣及场内自动输送，通过货物自动录入、管理和查验货物信息的软件平台，实现仓库内货物的物理运动及信息管理业务的自动化及智能化。公司的智能物流输送系统、智能物流仓储系统广泛应用于汽车整车及零部件、工程机械、物流仓储、食品饮料、电子商务、化工、烟草、医药、冶金等各个领域。

公司拥有目前市场上广泛应用智能停车库的生产资质，公司开发的智能停车系统包括塔式、仓储式、升降横移式、简易升降式、巷道堆垛式、多层循环式等多种形式的智能立体停车系统。公司的智能立体停车系统立足于解决城市发展停车难的问题。智能涂装系统核心业务领域在整车车身成型工序中，用于满足生产新车型、提高产能或者采用新工艺等。

公司智能涂装系统具体产品包括智能涂装生产线整线、工艺单元及非标设备，并提供智能涂装生产线升级改造服务。

图表 1 公司核心产品线



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

公司40%左右的收入来源于汽车及零部件行业。此外，在医药、电子商务、新能源、快消品、酒水、家电、家居、冷链、电子、工程机械、农业、钢铁有色、化工、航空等领域有着众多的优质客户。

图表 2 公司产品主要应用领域及部分客户

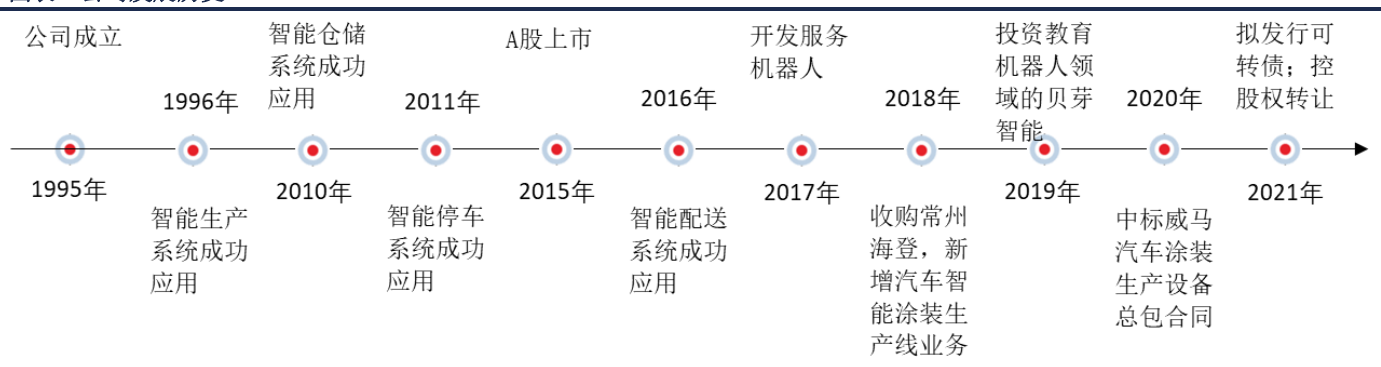


资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

2.产品线不断拓展，市场空间持续扩大

公司成立于 1995 年，公司先后推出智能生产系统、智能仓储系统、智能停车系统、智能配送系统等产品线，2018 年通过收购常州登海新增智能涂装生产业务。

图表 3 公司发展历史

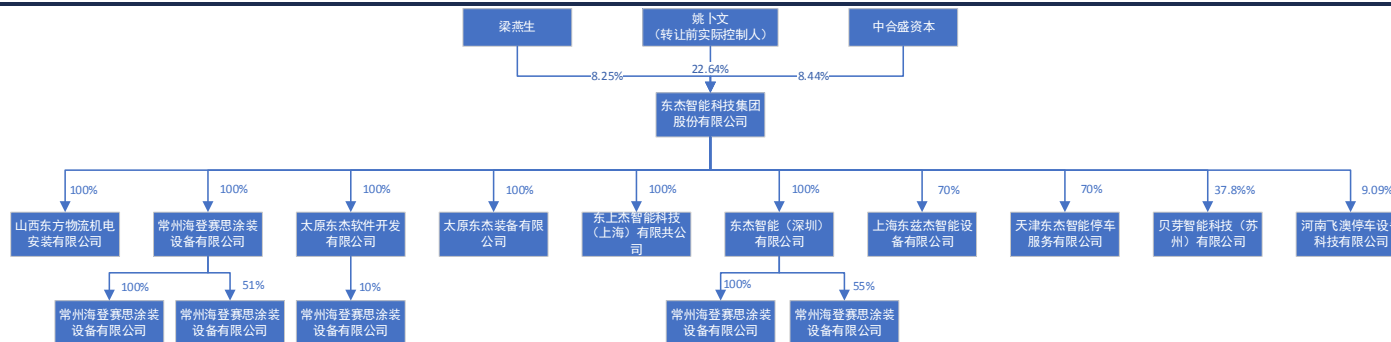


资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

3.淄博市财政将溢价 10% 获得公司控股权

公司控股股东、实际控制人姚卜文先生，公司副董事长梁燕生先生以及中合盛与淄博恒松于2021年8月10日签署了《股份转让协议》。根据上述协议，姚卜文先生拟将其持有的公司占总股本的19.00%；梁燕生先生将其持有2.00%；中合盛将其持有的公司8.44%的股权转让给淄博匠图恒松。

图表 4 公司当前股权结构图

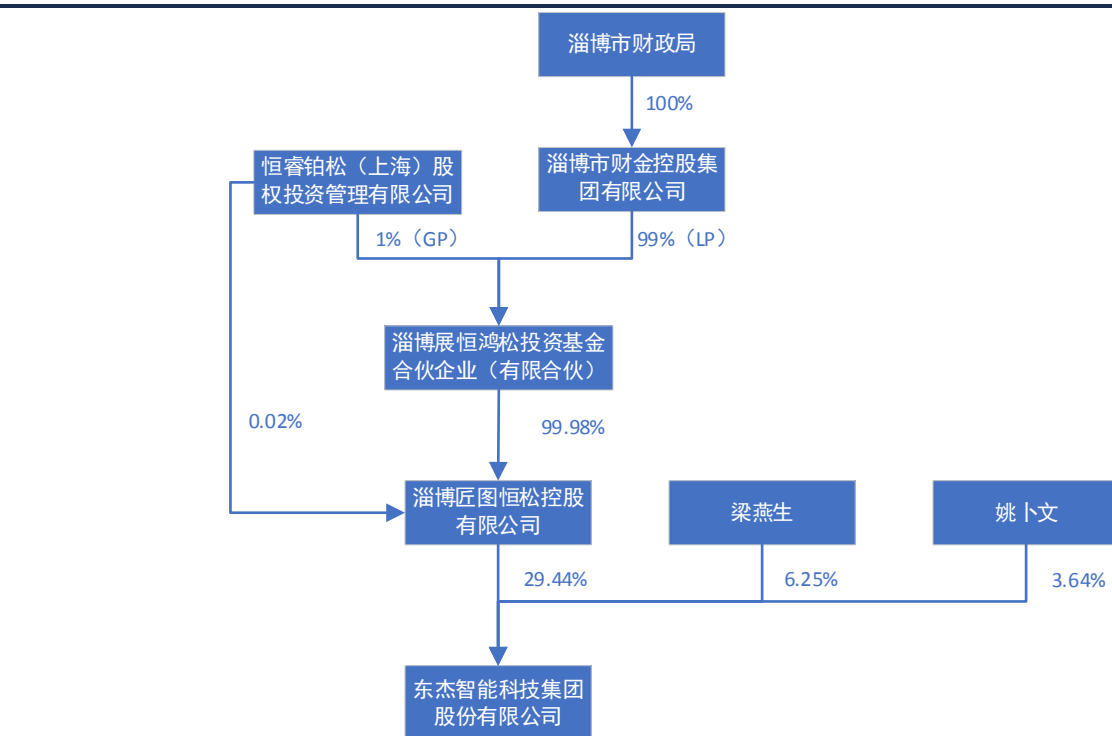


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

转让完成后淄博匠图恒松将持有公司29.44%的股权，成为公司第一大股东。

淄博恒松成立于2021年8月6日，由淄博展恒鸿松和恒睿铂松共同投资设立，淄博展恒鸿松是由恒睿铂松（GP）和淄博市财金控股集团（LP）共同发起设立。股权转让完毕后，公司实际控制人将由姚卜文、姚长杰父子变更为淄博市财政局。

图表 5 股权转让完成后公司控股结构图



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

姚卜文、梁燕生、中合盛承诺上市公司在2021年至2023年公司合并报表扣除上市公司资产（含股权）处置损益后归属于母公司股东的净利润分别初定不低于1亿元、1.05亿元、1.15亿元，合计不低于3.2亿元。如果上市公司在业绩承诺期内累计实现的净利

润未达到承诺的90%，转让方应对受让方进行现金补偿。若超出承诺合计净利润，淄博恒松应当依据其作为上市公司控股股东的权利，促使上市公司按超额业绩的30%对上市公司高管和核心骨干进行现金奖励。

本次股权转让价格为人民币12.30元/股，较股权变更公告发布的8月10日收盘价11.12元/股价格高出10.61%。

二、智能物流是智能制造关键环节之一

1. 中国智能制造即将大规模推广

我国虽然是制造业大国，但远相比于已经在4.0阶段发展的德国，我们制造业目前还处在工业2.0、3.0、4.0的并行发展阶段。其中：工业2.0时代，采用电力为能源的主要驱动力，使用流水线大规模生产方式取代“作坊”。工业3.0的关键词是自动化。工业3.0的本质是自动化驱动的工业革命，实现了大规模生产和制造，将人从繁琐、重复和危险的劳动中解放出来。

工业4.0指充分利用信息通讯技术和网络空间虚拟系统—信息物理系统（Cyber-Physical System）相结合的手段，将制造业向智能化转型。其实现方式是采集制造过程中各个数据，并通过工业互联网技术，将数据传输到云端，实现后台存储和计算，自动下达控制指令，使得整个制造过程更自动化，智能化。人工成本大幅度降低的同时效率大幅提高。

图表6 从工业1.0到工业4.0

工业1.0	工业2.0	工业3.0	工业4.0
 • 机械化时代 • 使用蒸汽为动力	 • 电气化时代 • 使用电为动力，流水线大批量生产	 • 自动化时代 • 应用信息技术，提高设备自动化水平，实现部分人工替代	 • 智能化时代 • 应用大数据、云计算和物联网技术实现智能制造

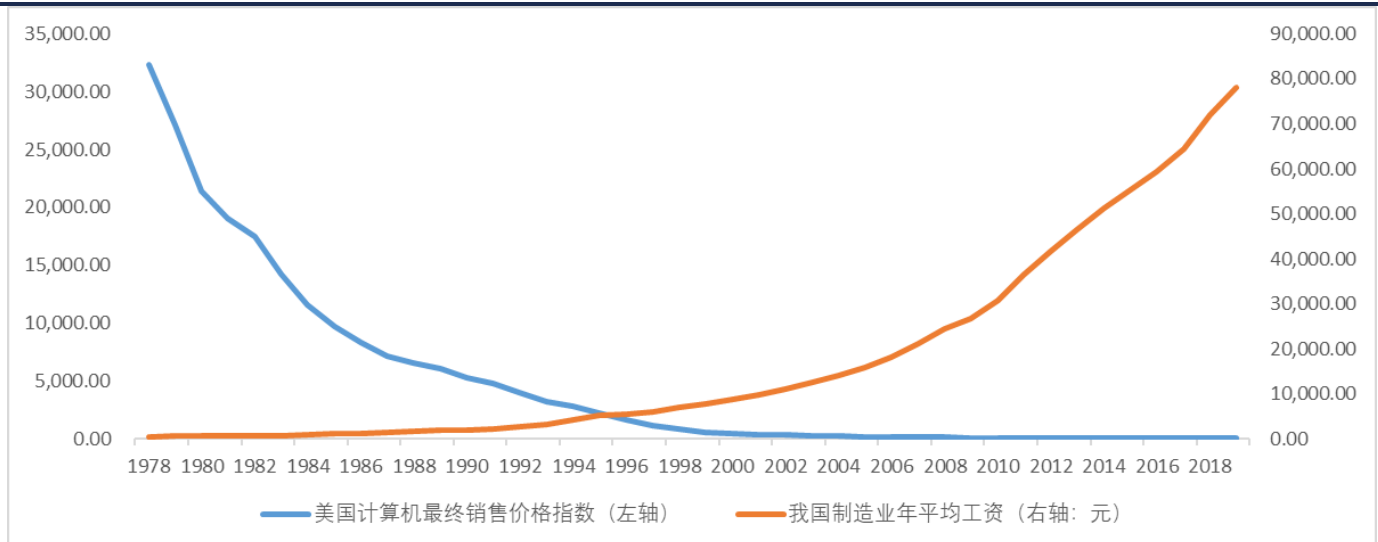
资料来源：华鑫证券研发部

我国制造业整体虽然相对落后德国、日本等制造业发达国家，但我们认为我国大力发展智能制造的时机逐渐成熟。未来，中国有望通过智能制造快速赶超德、日等制造业强国，并将东南亚和印度等新兴制造业国家差距拉大，巩固并提高我国在制造业的国际地位。

需求方面：劳动力成本上升与智能制造落地门槛降低形成一种“剪刀差”，当劳动力总成本逐渐超过智能化转型成本，制造业转型升级需求将越来越明显。未来工业互联网等技术替代劳动力的经济性优势凸显，技术的投资回收期缩短，将加速驱动企业的数字化、智能化的转型升级。

随着中国进入老龄化社会，人口红利逐渐消失，带来劳动力成本逐年升高，我国传统制造业利润空间不断压缩。另一方面，随着新一代信息技术的不断成熟，企业工业自动化、工业互联网应用的成本不断降低。企业只要付出一些改造成本就能带来效率的显著提升，企业通过智能化改造来减少对人工的依赖的愿望和动力日益强烈。

图表 7 信息技术使用成本和制造业用工成本变动趋势



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

供给方面: 中国是唯一具备率先实现大规模智能制造条件的国家。

首先, 当前中国每年工学类普通本科毕业生超过 140 万人居全球第一, 庞大的工科学毕业升不仅为我国制造业转型升级提供动力, 也为我国实现智能制造的设计、应用和实施提供庞大的“脑力”资源, 工程师红利已取代人口红利, 成为推动中国经济高质量发展的重要力量。

其次, 中国拥有 39 个工业大类, 191 个中类, 525 个小类, 是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。比如, 一家制造业厂商在中国打半小时电话就能完成的配套工作, 到其他国家可能要半个月才能搞定, 智能制造在中国落地可以大大降低了所需的时间和成本;

最后, 我国 5G 网络技术已经走在世界的前列, 利用 5G 技术的智能互联网具备低延时、高可靠、广覆盖等优势, 可以在工业互联网上率先应用人工智能、VR、AR 等新技术, 助力我国智能制造实现弯道超车。

2. 智能物流是智能制造的关键一环

作为实现智能制造的关键, 智能物流系统可实现物料在生产工序间流转, 支持智能制造系统高效运行, 主要体现在以下几个方面:

(1) 企业外部供应链中的应用

在制造企业的外部供应链中, 将供应商、制造商、分销商、零售商直到最终用户各个结点串联起来的关键就是物流; 智能物流的出现使供应链更加高效、透明。

(2) 企业内部供应链中的应用

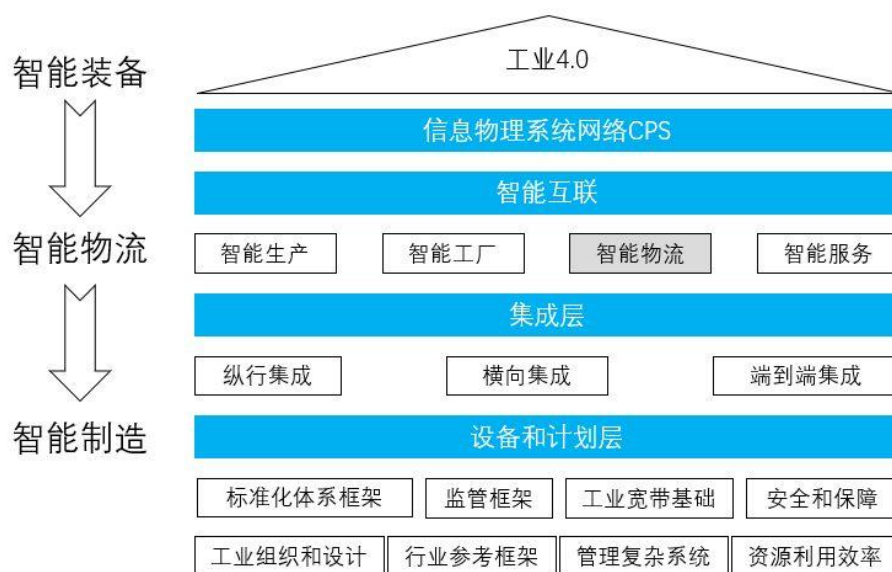
企业内部的生产制造是由生产工艺与生产物流共同组成的, 物流系统将整个工厂的各个加工工序有效衔接。智能物流系统以物联网为基础, 利用射频识别 (RFID)、光

电感应、红外感应器、激光扫描器、机器视觉识别等信息传感设备，将被处理对象与互联网连接，实现智能制造与智能物流的有效融合。因此，智能物流不仅是连接物料供应和生产的重要环节，还是构建智能工厂的基石。

（3）智能制造与智能物流无缝集成应用

智能物流系统将工厂内的智能识别设备（如 RFID、传感器等）、智能物流装备、信息控制系统（如 MES 等）有效串联，应用于从采购、生产、仓储到发货等全部作业环节。因此，智能物流系统是智能制造企业提高生产效率、订单交付能力、库存周转水平三大智能制造关键指标的重要支撑，也是保证产品品质、提升制造企业竞争力的核心。

图表 8 从智能装备到智能物流再到智能制造



资料来源：华鑫证券研发部

制造业在转型过程中，物流能力的提升，不仅可以改善企业快速反应能力，增强产品的交付能力，而且可以有效降低物流成本，为制造企业带来效益的提升。制造企业物流能力提升经历了四个阶段：

图表 9 制造企业物流能力提升的四个阶段



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

机械化时期：叉车是这一时期的典型代表，它实现了作业的机械化，大大提高了

搬运和装卸效率，减轻了工人的工作强度。

自动化时期：这一时期出行了早起的 AGV 搬运系统，导引技术是靠感应埋在地下导线产生的电磁频率，从而指引 AGV 沿着预定路径行驶。路径相对固定，AGV 小车不具备自动避障能力，控制系统单一。

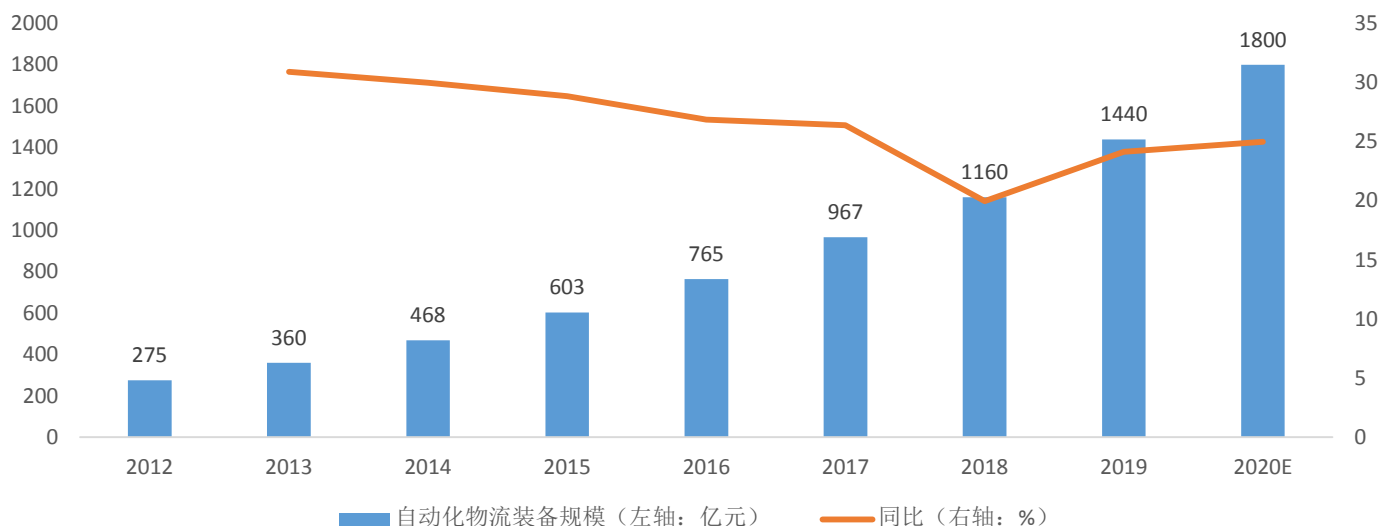
高柔性自动化时期：这一时期的 AGV 在新的导航方式（激光导航、惯性导航、GPS 导航等）引领下路径变的多样化，控制系统也可以做到简单路径优化和规避。智能穿梭车的出行，使 AGV 小车开始从二维平面运动拓展到三维空间，使立库存储成为现实，大大提高了仓库的空间利用率，同时车辆控制系统可以与仓储管理系统无缝衔接，实现出入库的自动化，降低了人工成本，提升物流运作效率。

智能化时期：这个时期物流发展不再局限于存储、搬运、分拣等单一作业环节的自动化，而是大量应用 RFID、机器人、AGV 以及 MES、WMS 等智能化设备与软件，实现整个物流流程的整体自动化与智能化。这个时期的物流系统融入了大量人工智能技术、自动化技术、信息技术，例如，大数据、数字化等相关技术，不仅将企业物流过程中装卸、存储、包装、运输等诸环节集成一体化系统，还将生产工艺与智能物流高度衔接，实现了整个智能工厂的物流与生产高度融合。

三、自动化物流装备年均复合增速高达 26%

伴随着物流的发展与进步，我国自动化物流装备不断得到提升与发展。2012-2019 年，我国自动化物流装备市场年均复合增长率达到 26.8%，2020 年的市场规模达 1800 亿元。

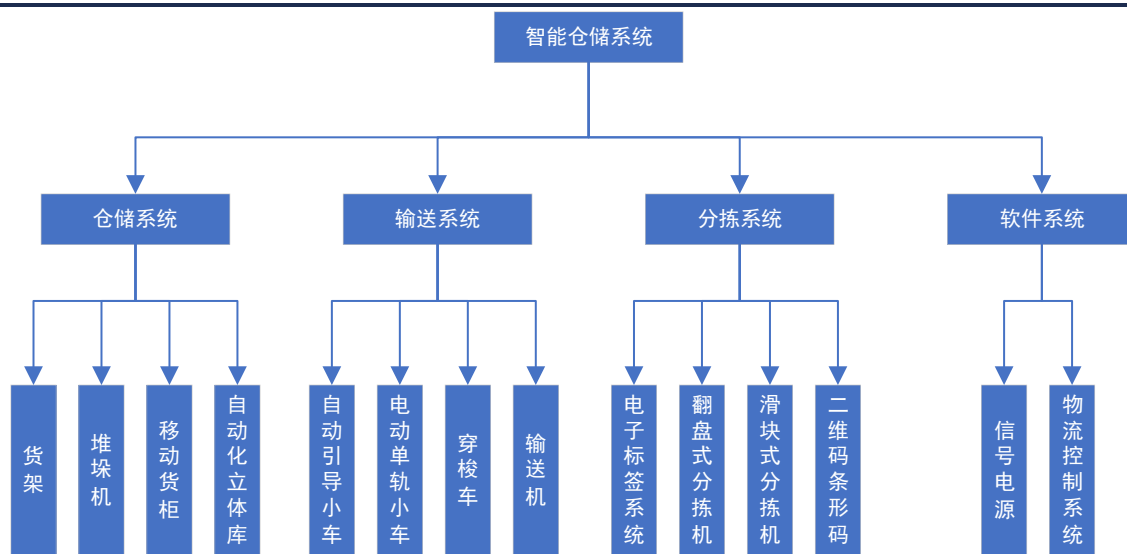
图表 10 自动化物流装备规模



资料来源：《2020 年中国物流装备市场回顾与 2021 年展望》，华鑫证券研发部

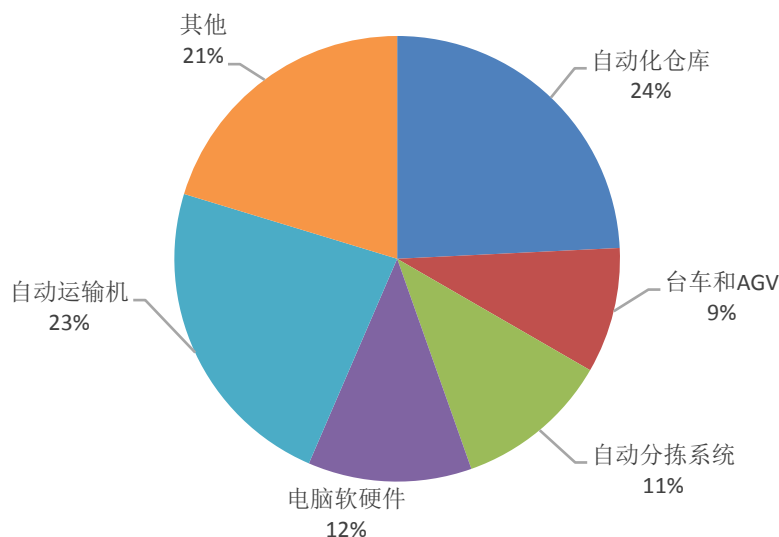
物流自动化系统包括智能仓储系统、机器人搬运系统、自动装卸系统、港口自动化系统、仓储软件系统、末端配送系统、无人机配送系统、专业领域物流自动化技术装备、以及与物流自动化相关的单元化物流载具等等。

图表 11 智能仓储系统构成



资料来源：《2021 年中国物流技术与装备市场分析》，华鑫证券研发部

图表 12 2019 年自动化物流装备市场构成



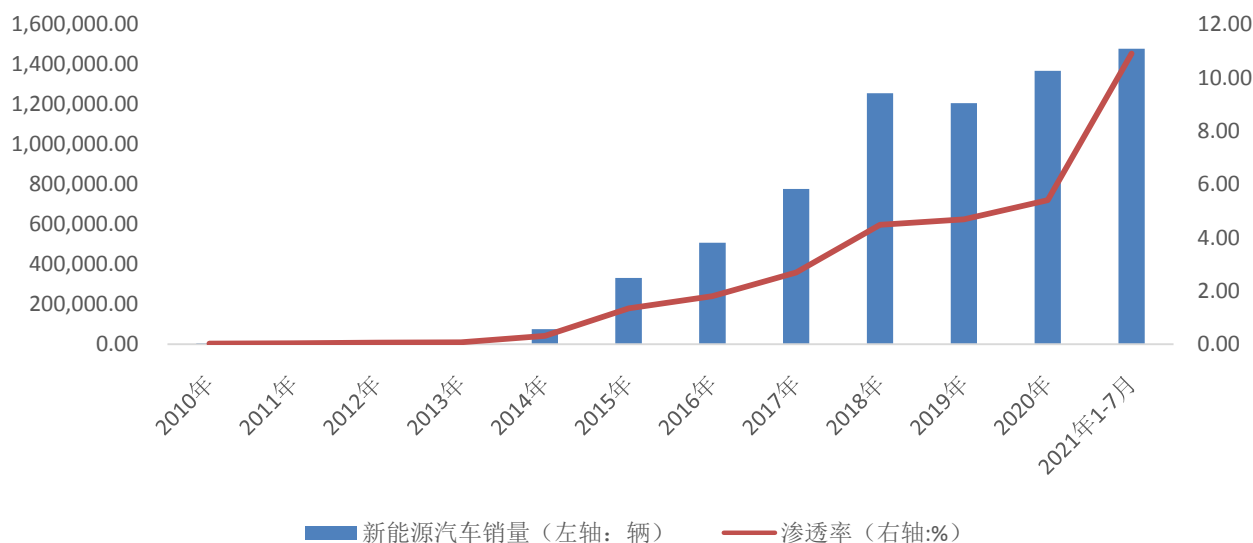
资料来源：《2021 年中国物流技术与装备市场分析》，华鑫证券研发部

四、公司下游领域渐入佳境

1. 新能源汽车快速增长将带动公司两大业务需求

根据中国汽车工业协会的统计，2020 年中国实现新能源汽车销量为 1,367,315 辆，同比增长 13.35%，过去五年年均复合增速为 32.80%，渗透率达 5.40%。2021 年 1-7 月，我国新能源汽车销售 147.8 万辆，超过去年全年总和，渗透率提升至 10.9%。

图表 13 中国历年新能源汽车销量及渗透率

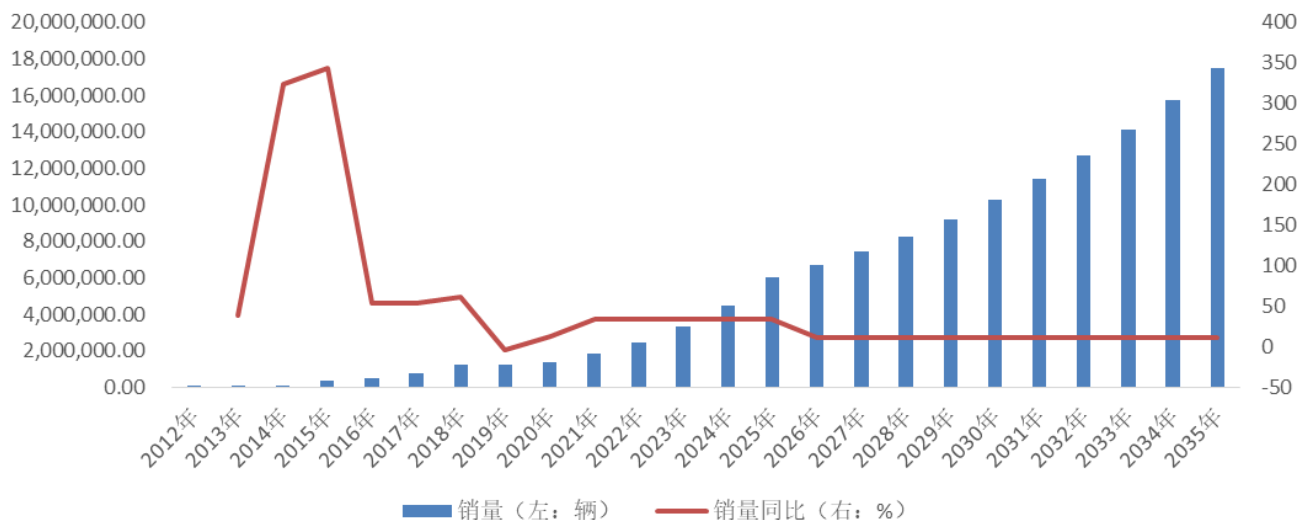


资料来源：中国汽车工业协会，华鑫证券研发部

根据中国汽车工业协会联合天津大学中国汽车战略发展研究中心发布《中国汽车市场中长期预测（2020-2035）》。2021 年中国汽车市场将呈现缓慢增长态势，未来五年汽车市场也将会稳定增长，2021 年中国汽车市场总销量预计在 2630 万辆，同比增长 4%。其中，新能源汽车预计销量 180 万辆，同比增长 32%，2025 年汽车销量有望达到 3000 万辆，到 2035 年销量分别达近 3500 万辆。

根据乘联会得最新预测 2021 年我国新能源车销量将超过 200 万辆，同比增长 46.32%。根据国务院办公厅印发的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，到 2025 年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右，到 2035 年纯电动汽车成为新销售车辆的主流，按照届时汽车销量一半为新能源车，预计到 2025 年和 2035 年，我国新能源汽车销量分别为 600 万辆和 1750 万辆。预计 2021-2025 年，我国新能源汽车年均复合增速为 34.42%，2026-2035 年，我国新能源汽车年均复合增速为 11.30%。

图表 14 我国新能源汽车销量预测

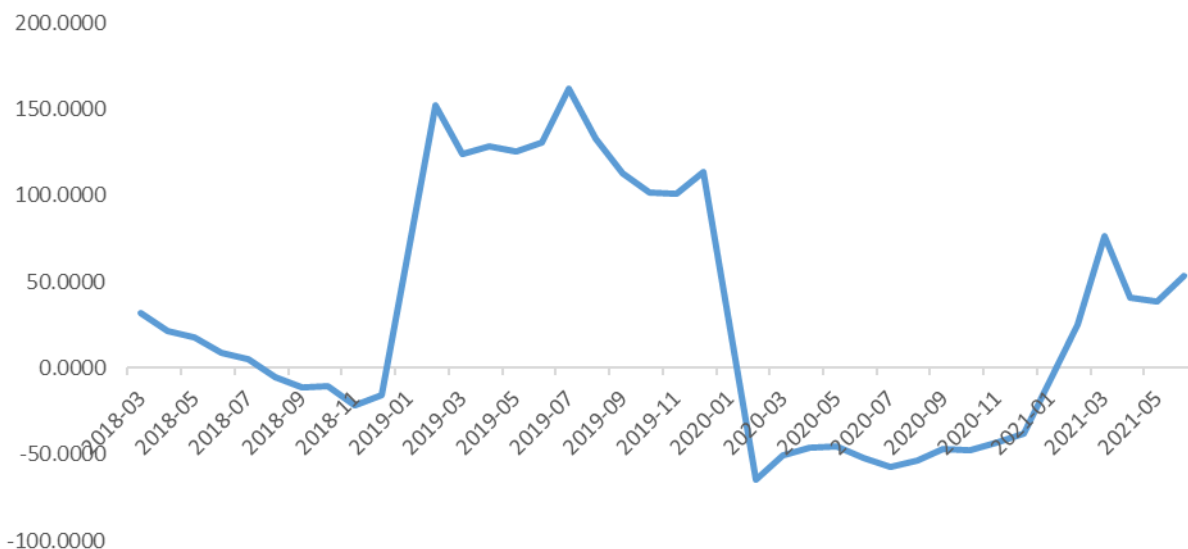


资料来源：中国汽车工业协会，华鑫证券研发部

由于新能源汽车用电池、电机和电控系统取代传统燃油汽车的复杂动力系统和传动系统，因此传统燃油车生产线并不能直接生产新能源汽车。因此新能源汽车的快速发展将带来汽车生产线大量新增和改造需求。

以合肥市为例，2021 年 1-6 月合肥市新能源汽车固定资产投资同比增长 53.4%。一叶可以知秋，全国新能源汽车投资正进入黄金发展期。

图表 15 合肥市新能源汽车行业固定资产投资增速 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

公司的四大业务中智能输送系统汽车整车主要应用于汽车整车及零部件领域；智能涂装系统核心业务领域在整车车身成型工序中，用于满足生产新车型、提高产能或者采用新工艺等。从历年的收入构成来看，公司收入有 40%来源于汽车行业及零部件行业。2020 年公司曾中标造车新势力——威马汽车签订了智能涂装生产设备总包项目合同，合同总金额 1.9 亿元。此外，在锂电池制造领域公司也有成功案例。

2.到 2023 年预计智能仓储系统市场规模达 1650 亿元

根据 GGII 数据，中国经济的持续健康发展和中国物流业的崛起为仓储业的发展提供了巨大的市场需求，加上制造业、商贸流通业外包需求的释放和仓储业战略地位的加强，智能仓储市场规模快速增长，2013-2019 年年均复合增长率为 17.6%，到 2019 年中国智能仓储市场规模达到 856.5 亿元。

2020 受疫情影响，各行业发展显得都不景气，但自动化、智能化仓储物流市场需求反而获得快速增长，市场发展更为迅速。制造、流通行业在仓储物流无人化、智能化升级方面的需求更为迫切。在特殊的社会状态下，从原材料到成品制造，从无序、复杂的包裹输入到有序、规律、精准的包裹分拣、配送，自动化的仓储物流技术正在向无人化、智能化方向加速发展。自动化仓储物流行业的重要地位和社会价值也获得较大提升。国内自动化仓储物流行业的客户成熟度进一步提高。在竞争较为激烈的烟草、酒业、医药、快递、电商、能源、石化等行业，客户更注重项目的投资风险及项目实施风险的防控，在投资决策方面变得更加谨慎和理性，在整体解决方案与供应商选择方面更加偏向于综合实力较强的大型系统集成商。

中国经济的持续健康发展和中国物流业的崛起为仓储业的发展提供了巨大的市场需求，加上制造业、商贸流通业外包需求的释放和仓储业战略地位的加强，相较于当

前的“需求”，未来智能仓储具有更大的市场空间，预计到2023年，智能仓储市场规模有望达1650亿元。

图表 16 我国智能仓储设备市场规模及增速预测

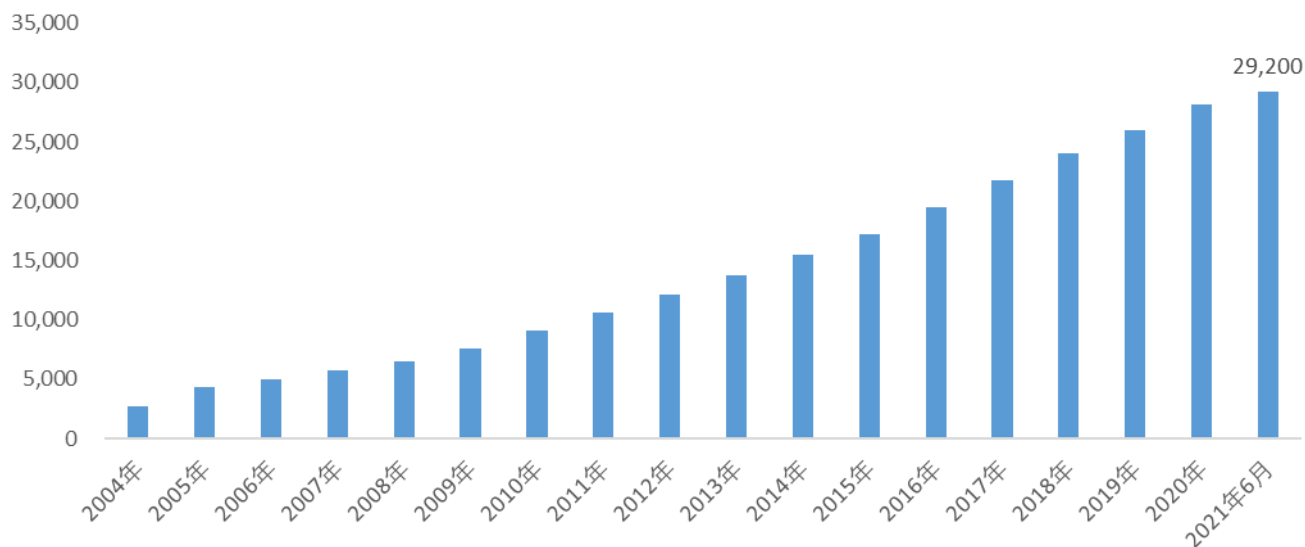


资料来源：GGII，华鑫证券研发部

3.近年停车设备市场规模增速超 30%

我国现已经全球第一大的汽车生产国和第一大的汽车消费国，截至2021年6月，我国各类型汽车的保有量达到2.92亿辆，且每年汽车的保有量增长2,000万辆左右。

图表 17 我国历年汽车保有量 (万辆)



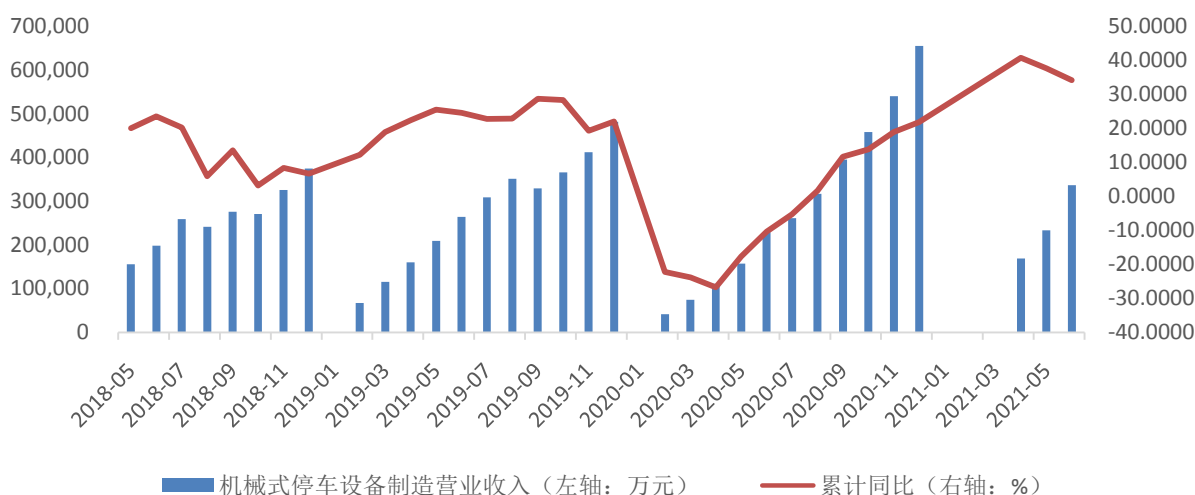
资料来源：公安部，华鑫证券研发部

与汽车保有量快速增长形成鲜明差异的是我国停车位数量增长缓慢，尤其是大城市，停车难更成为严重的社会问题。按国际经验，车位规模与小汽车拥有量的理想比例在1.1—1.3之间，其中“1”为基本车位，余下为出行车位。2015年，国家发改委曾对我国的这一比例做过估算：大城市约为0.8，中小城市约为0.5，车位总缺口逾5000万个。到2020年，我国私家车数量翻了一番，停车场建设节奏却相对落后。据国家发改委城市交通中心主任程世东作出判断：当前我国停车位缺口已升至8000万个左右。

立体车库具备停车密度高，操作简单，安全可靠、快捷。汽车进入车库后可以通过计算机控制所有过程，进出车和充电等都能实现自动，是解决大城市停车难的有效途径。

我国机械式停车设备规模以上企业收入由 2018 年的 37.52 亿元，提高至 2020 年的 65.53 亿元，年均复合增速为 32.16%，2021 年 1-6 月规模以上企业收入 33.67 亿元，同比增长 34.10%。

图表 18 我国机械式停车设备企业营业收入及增速



资料来源：国家统计局，华鑫证券研发部

五、三步举措布局智能制造业务

未来，公司将重点布局智能制造业务，为实现该战略目标，公司主要采取三步举措：

(1) 发行可转债，募集项目资金。

公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 6 亿元，扣除发行费用后用于数字化车间建设项目、深圳东杰智能技术研究院项目和补充公司流动资金。其中，数字化车间是将智慧工厂技术率先应用于公司的生产基地，为公司将来开展智慧工厂业务做技术积累和技术验证，并可作为公司的样本工程向潜在客户展示。

图表 19 公司可转债项目投资金额（万元）

序号	项目名称	预计投资总额	拟投入募集资金金额
1	数字化车间建设项目	40,574.00	35,000.00
2	深圳东杰智能技术研究院项目	9,803.79	8,000.00
3	补充流动资金	17,000.00	17,000.00
	合计	67,377.79	60,000.00

资料来源：国家统计局，华鑫证券研发部

(2) 整合企业内部资源

公司积极推动数字化、智能化升级，对孙公司深圳中集智能科技有限公司的“智慧工厂事业部”与深圳子公司进行了业务整合，加强双方在“信息化、AI、工业互联网”领域的协同性，有效支撑公司在智慧工厂方面的能力建设。

(3) 借助外部力量，“OT”与“IT”结合优势互补

近期，公司与渊联技术有限公司签订战略合作协议。

东杰智能在智能工业自动化领域深耕多年，致力于实现智慧工厂信息系统与智能装备的融合，其智能物流运输系统、智能物流仓储系统、智能涂装系统在工业自动化系统集成及实施服务方面具备优势，拥有软件系统设计开发及核心设备制造能力，可为客户提供从设计、制造、安装、到调试的全套解决方案，公司在汽车、新能源动力电池、太阳能光伏、酒类、食品饮料、医药等多个制造业领域积累了大量行业优质标杆客户。

渊联技术在制造企业数字化转型、工业互联网领域拥有技术优势，通过核心产品工业魔方帮助制造企业低成本、快速和高效地部署工业互联网基础设施，搭建数字孪生、数字运营中心、智能化场内物流等应用场景，通过协同产线内各类智能装备，进行全量全要素数据采集和实时反馈，将流程驱动转变为数据驱动，加速制造企业的数字化及智能化升级，最终实现敏捷制造及品质管理。

双方将充分融合各自在“硬件”与“软件”、“自动化”与“数字化”等方面的优势，以为客户创造价值为中心，充分挖掘智能制造行业痛点，在信息技术与工业场景应用端结合、工业大数据分析、企业数字化与智能化升级等方面展开全方位战略合作，逐渐建立基于自动化技术与互联网技术的智能化、开放化、协同化的智能制造生态系统。

在市场开拓方面，双方立足市场拓展需求，充分发挥各自的客户资源优势，双方将在汽车工业生产线、动力电池、太阳能光伏、半导体、酒类、医药、冶金等重点领域展开合作，通过客户资源介绍、联合投标、相互分包等方式实现业务绑定，共同推动双方业务规模及利润的快速增长，实现双方价值的最大化。

在产品研发和技术合作方面，东杰智能基于渊联技术的产品和对应的解决方案，包括数字孪生、敏捷制造、智能化场内物流、工艺智能控制系统、智能装备集中控制系统等，优化升级包括新能源、钢铁、制药、食品、建材、化工等行业的产品解决方案；渊联技术基于东杰智能的在智能物流运输系统、智能仓储物流系统、智能涂装系统、智慧停车系统、AGV、堆垛机、机器人等产品及系统的智能化、数字化升级的需求，以算法和软件技术能力为支撑，提供优质及高效、专业的技术支持。

五、公司财务表现良好

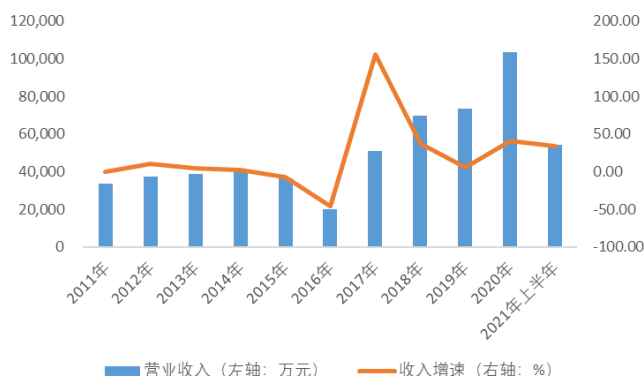
1.近五年，公司营业收入快速增长

公司上市后的2016年，由于宏观经济不景气，市场供求态势发生变化，公司合同执行周期变长，完工验收项目减少，导致当年公司销售收入同比下滑45.59%。但之后的四年公司收入连续增长，2016年-2020年公司实现销售收入1.99亿元、5.08亿元、6.98亿元、7.36亿元和10.35亿元。四年间，公司销售收入复合增速51.01%。2021年上半年，公司实现销售收入5.41亿元，同比增长33.63%。

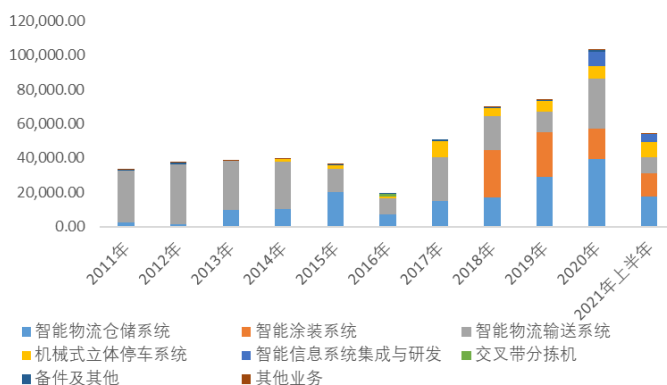
公司现有的四大业务中智能物流仓储系统和机械式立体停车系统发展相对更好，其2016年-2020年收入年均复合增速分别为53.64%和51.18%；智能物流运输系统业务收入四年年均复合增速为33.23%；2018年收购的智能涂装系统业务发展不慎理想，过去三年收入下滑了35.24%。2021年上半年，机械式立体停车系统表现最为出色，其销售收入为8876万元，同比增长234.66%；智能涂装系统实现销售收入1.31亿元，同比增长

33.01%。

图表 20 公司营业收入及增速



图表 21 公司收入构成 (万元)



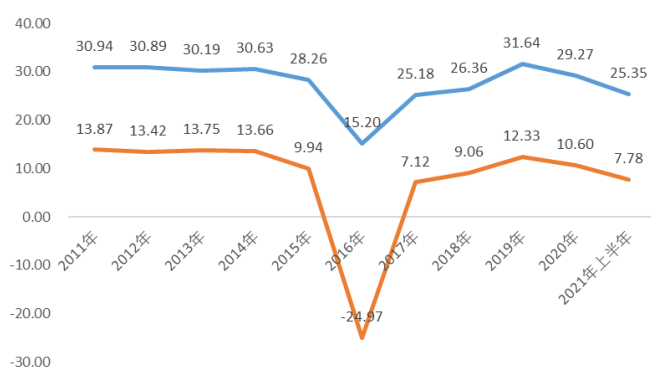
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 毛利率有所降低, 但仍维持在合理水平

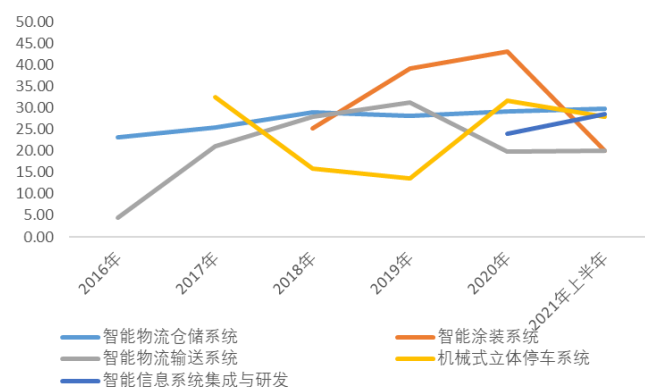
2017-2021年上半年, 公司综合毛利率维持在25%-31%左右, 由于原材料价格上涨较快, 2021年上半年公司毛利率下滑2.33个百分点。2017-2021年上半年, 公司净利润率走势和毛利率趋同, 但2021年上半年毛利率和净利润率的差值较2019年、2020年收窄, 主要是因为公司收到与收益相关的政府补助1712万元。

从各项业务来看, 智能物流仓储系统盈利能力表现最为稳健, 近三年一期的毛利率均维持在28%以上; 机械式立体车库毛利率水平处于历史较高水平; 而智能涂装系统、智能物流输送系统毛利率处于历史较低水平。

图表 22 公司综合毛利率和净利润率 (%)



图表 23 公司各项业务毛利率变动 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

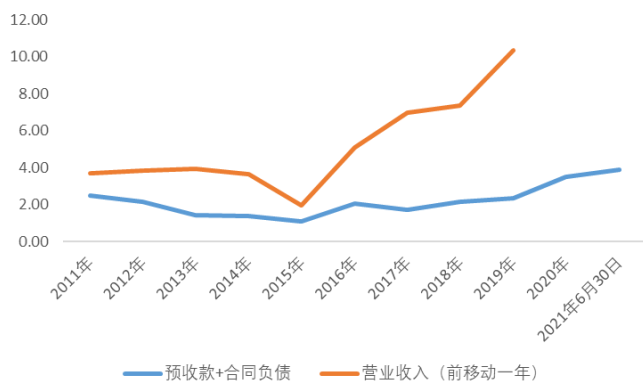
3. 在手订单充足, 未来业绩可期

通过对比公司历史经营数据, 我们发现公司预收款+合同负债变动方向和下一年公司收入变动方向基本一致。公司预收款+合同负债最低年份出现在2015年, 2016年公司收入随即创历史最低, 但自2017年开始至2020年公司预收款逐年升高, 公司收入亦水涨船高。截至2021年6月30日, 公司预收款+合同负债为3.92亿元, 创历史新高, 表明公司目前在手订单充足。2021年上半年, 公司新签署5000万金额以上订单5个, 总金额超6.1亿元, 其中与京东签署的大批量堆垛机采购协议凸显公司在智能物流硬件方面的

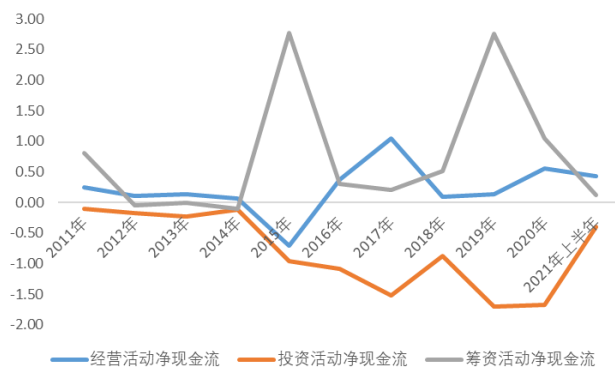
基础实力，并开拓了新的业务领域。

公司经营性净现金流仅在2015年为净流出；投资性净现金流为连续流出，主要是公司持续构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金；自2016年公司筹资性净现金流为正，是因为公司为满足日常经营和资本开支需求取得借款。

图表 24 公司预收款+合同负债反应预示未来一年的收入变化 (亿元)



图表 25 公司各项净现金流 (亿元)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

六、公司盈利预测与估值

1.盈利预测假设

- (1) 未来三年，各项业务较快速增长；
- (2) 公司盈利能力基本稳定；
- (3) 各项费用控制良好。

图表 26 公司盈利预测假设

营业总收入 (万元)	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
智能物流仓储系统	28,887.36	39,460.88	49,326.10	56,725.02	68,070.02
智能涂装系统	26,276.36	17,831.02	20,505.67	22,966.35	25,262.99
智能物流输送系统	11,980.73	29,123.77	31,453.67	37,744.41	43,406.07
机械式立体停车系统	5,916.57	7,116.93	17,792.33	32,026.19	48,039.28
智能信息系统集成与研发		8,030.98	9,637.18	11,082.75	12,745.17
备件及其他	674.86	2,284.12	2,512.53	2,763.79	3,040.16
合计	73,735.88	103,847.70	131,227.48	163,308.50	200,563.68
营业成本 (万元)	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
智能物流仓储系统	20,748.47	27,951.16	36,747.94	41,409.26	50,031.46
智能涂装系统	16,020.33	10,142.42	12,303.40	14,009.48	15,157.79
智能物流输送系统	8,234.42	23,384.84	25,477.47	30,195.52	34,724.85
机械式立体停车系统	5,113.65	4,868.65	13,255.28	23,379.12	35,068.67
智能信息系统集成与研发		6,098.70	6,890.58	7,868.75	8,921.62
备件及其他	218.87	721.24	1,005.01	1,105.51	1,216.07
合计	50,335.74	73,167.01	95,679.70	117,967.64	145,120.46
毛利率 (%)	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年



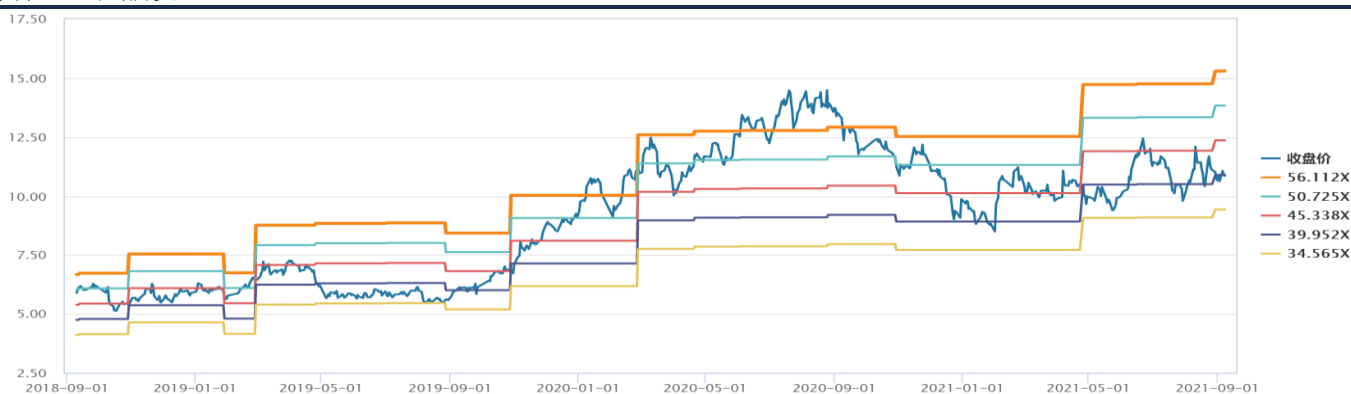
智能物流仓储系统	28.17	29.17	25.50	27.00	26.50
智能涂装系统	39.03	43.12	40.00	39.00	40.00
智能物流输送系统	31.27	19.71	19.00	20.00	20.00
机械式立体停车系统	13.57	31.59	25.50	27.00	27.00
智能信息系统集成与研发		24.06	28.50	29.00	30.00
备件及其他	67.57	68.42	60.00	60.00	60.00
合计	31.74	29.54	27.09	27.76	29.50
收入同比 (%)	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
智能物流仓储系统		36.60	25.00	15.00	20.00
智能涂装系统		-32.14	15.00	12.00	10.00
智能物流输送系统		143.09	8.00	20.00	15.00
机械式立体停车系统		20.29	150.00	80.00	50.00
智能信息系统集成与研发			20.00	15.00	15.00
备件及其他			10.00	10.00	10.00
合计		40.84	26.37	24.45	22.81

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2.公司当前估值处于历史较低位置

截止 2021 年 9 月 10 日, 公司滚动 PE 为 39.4 倍, 而历史中位数为 45.3 倍, 由于公司收入和业绩逐年增长, 随着公司业务向智能物流和智能制造方向拓展, 我们认为公司价格被市场低估。我们首次覆盖, 并给予“审慎推荐”的投资评级。

图表 27 公司历史 PE-Band



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

七、风险提示

主要风险包括: 1) 下游景气度下滑; 2) 应收账款增长过快。



图表 28 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	1,035	1,312	1,633	2,006
货币资金	275	127	473	312	营业成本	732	957	1,180	1,451
应收款	686	875	1,089	1,337	营业税金及附加	9	9	9	9
存货	400	532	655	806	销售费用	30	35	44	54
其他流动资产	316	332	348	366	管理费用	69	92	106	120
流动资产合计	1,677	1,865	2,565	2,821	财务费用	7	14	25	37
非流动资产:					研发费用	42	66	82	100
金融类资产	52	57	62	69	费用合计	148	207	257	311
固定资产+在建工程	653	778	1,009	1,241	资产减值损失	-41	-29	-20	-14
无形资产+商誉	433	477	524	577	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	173	190	209	230	投资收益	0	0	0	0
非流动资产合计	1,310	1,501	1,805	2,116	营业利润	123	150	207	259
资产总计	2,987	3,366	4,370	4,937	加: 营业外收入	1	1	1	1
流动负债:					减: 营业外支出	0	0	0	0
短期借款	280	320	250	338	利润总额	124	151	207	260
应付账款、票据	518	664	819	1,008	所得税费用	14	17	24	30
其他流动负债	508	546	599	656	净利润	110	133	184	230
流动负债合计	1,306	1,530	1,668	2,002	少数股东损益	6	0	0	0
非流动负债:					归母净利润	104	133	184	230
长期借款	101	120	800	800					
其他非流动负债	49	51	54	57					
非流动负债合计	150	171	854	857					
负债合计	1,456	1,702	2,522	2,858					
所有者权益									
股本	271	271	271	271					
资本公积金	749	749	749	749					
未分配利润	429	549	714	921					
少数股东权益	46	46	46	46					
所有者权益合计	1,531	1,665	1,848	2,078					
负债和所有者权益	2,987	3,366	4,370	4,937					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	110	133	184	230	成长性				
折旧与摊销	36	35	48	63	营业收入增长率	40.5%	26.8%	24.4%	22.8%
财务费用	11	14	25	37	营业利润增长率	21.6%	21.7%	37.8%	25.4%
存货的减少	160	-132	-124	-151	归母净利润增长率	14.4%	28.8%	37.7%	25.4%
营运资本变化	-298	-42	-59	-60	总资产增长率	26.4%	12.7%	29.8%	13.0%
其他非现金部分	37	-26	-28	-30	盈利能力				
经营活动现金净流量	56	-17	46	89	毛利率	29.3%	27.1%	27.8%	27.6%
投资活动现金净流量	-167	-165	-286	-300	营业利润率	11.9%	11.4%	12.7%	12.9%
筹资活动现金净流量	104	35	585	51	三项费用/营收	14.3%	15.8%	15.7%	15.5%
现金流量净额	-8	-148	345	-161	EBIT/销售收入	13.0%	12.6%	14.3%	14.9%
					净利率	10.6%	10.2%	11.2%	11.5%
					ROE	7.2%	8.0%	9.9%	11.1%
					营运能力				
					总资产周转率	34.6%	39.0%	37.4%	40.6%
					资产结构				
					资产负债率	48.7%	50.6%	57.7%	57.9%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.51	-0.13	0.25	0.38
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.38	0.49	0.68	0.85
					每股净资产	5.65	6.14	6.82	7.67

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券分析师，工商管理硕士，2020 年 1 月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%—(+) 5%
4	减持	(-) 15%—(-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+8621) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>