

机器视觉平台型龙头，多领域持续快速突破 增持（首次）

2023年09月27日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,589	1,966	2,407	2,927
同比	26%	24%	22%	22%
归属母公司净利润（百万元）	152	201	268	334
同比	13%	32%	33%	25%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.79	1.04	1.39	1.74
P/E（现价&最新股本摊薄）	50.87	38.57	28.90	23.13

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

■ 天准科技：机器视觉平台型龙头，业绩持续快速增长

公司专业从事工业视觉装备业务，内生外延多领域平台化布局，下游涵盖消费电子、半导体、PCB、光伏、汽车等精密制造领域。**1) 收入端：**受益光伏半导体、PCB 等领域需求放量，公司收入端稳健增长，2022 年达到 15.89 亿元，2018-2022 年 CAGR 达到 33%，2023H1 实现营收 5.13 亿元，同比+10%，仍保持较快增长。**2) 利润端：**2022 年归母净利润为 1.52 亿元，2018-2022 年期间 CAGR 为 13%，低于收入端增速。2018-2022 年公司销售净利率分别为 18.59%、15.37%、11.14%、10.60% 和 9.57%，盈利水平出现一定下滑，规模效应驱动下，后续盈利水平具备较大提升空间。

■ 基本盘：消费电子&光伏&智能汽车制造设备有望持续扩张

1) 消费电子行业：视觉测量设备和视觉检测设备为消费电子业务基本盘，有望稳健增长，同时进军视觉制程设备领域，重点布局点胶检测一体设备新品，打开新的成长空间。**2) 光伏行业：**硅片大尺寸、薄片化趋势下，光伏硅片分选设备需求提升，我们预计 2023 年全球光伏硅片分选设备市场规模约 12.9 亿元。公司对标国际先进同行同类产品，2022 年发布新一代高速产品系列，稳固龙头地位。此外，2022 年公司启动光伏镀膜图形化设备研发，预计 2023 年交付客户试用，有望成为未来重要增长点。**3) 汽车行业：**汽车电动化和智能化趋势下，公司重点布局汽车智能制造自动化解决方案，覆盖从生产、组装到检测等流程，仍有较大成长空间。

■ 1 到 N 放量：PCB 设备&智能驾驶域控制器逐步进入放量期

1) PCB 设备：PCB 产能由中低阶向高阶加速转型背景下，LDI、激光钻孔设备等 PCB 设备需求有较大提升空间。公司在 PCB 领域重点推进 LDI 设备、激光钻孔设备、AVI/AOI 等高端产品产业化，有望进入放量期。**2) 智能驾驶域控制器：**受益于自动驾驶渗透率快速提升，智能驾驶域控制器需求有望快速放量，2025 年中国智能驾驶域控制器市场规模有望达到 317 亿元，2023-2025 年 CAGR 为 17%。公司与地平线达成深度合作，成为征程 5 芯片官方授权硬件 IDH 官宣合作伙伴，具备持续扩张条件。

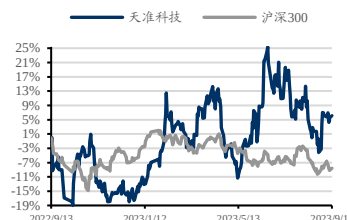
■ 0 到 1 突破：进军半导体量/检测设备赛道，完善产业布局

我们预计 2023 年中国大陆量/检测设备市场规模将达到 222 亿元，2022 年国产化率不足 5%，海外制裁背景下迎来国产替代加速期。公司成功覆盖关键尺寸测量、套刻测量、掩模版量检测、半导体晶圆红外量测检测及晶圆宏观和微观缺陷检测等类别，产品布局完善。公司在半导体量/检测设备领域的布局主要包括两步：**1) 收购 MueTec：**依托海外成熟技术切入晶圆及掩膜量检测领域，并不断拓展更先进制程；**2) 参股苏州矽行：**拓展难度更高的晶圆有图形微观缺陷检测领域，2023 年 8 月首台 65~90nm 宽波段明场缺陷检测设备 TB1000 正式交付客户，实现重要产业化突破。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.01、2.68 和 3.34 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 39、29 和 23 倍。基于公司较强的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业景气度下滑、毛利率下滑、新业务拓展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.27
一年最低/最高价	30.38/48.84
市净率(倍)	4.65
流通 A 股市值(百万元)	7,737.92
总市值(百万元)	7,737.92
基础数据	
每股净资产(元,LF)	8.65
资产负债率(% ,LF)	44.59
总股本(百万股)	192.15
流通 A 股(百万股)	192.15

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢周尔双的指导。

1. 天准科技：机器视觉平台型龙头，业绩持续快速增长

工业视觉装备为公司主要收入来源，光伏、汽车领域收入占比快速提升。1) 分产品来看，工业视觉类装备为公司主要收入来源，2021-2023H1 收入占比分别高达 96%、96%和 93%。与此形成对比的是，智能驾驶方案收入占比快速提升，2023H1 收入占比达到 7%。2) 分行业来看，消费电子仍为主要下游，2021 年收入占比达到 50%；光伏半导体领域收入占比呈现快速提升趋势，由 2019 年的 2%提升至 2021 年的 23%。

受益于汽车、光伏半导体、PCB 等领域需求放量，公司收入端稳健增长。1) 整体来看，2018 年公司营收仅为 5.08 亿元，2022 年达到 15.89 亿元，期间 CAGR 达到 33%，2023H1 实现营收 5.13 亿元，同比+10%，收入增速有所放缓。2) 分行业来看，2021 年公司消费类电子、光伏半导体、汽车行业分别实现收入 6.35、2.94 和 2.20 亿元，分别同比-25%、+471%和+423%，并在 PCB 领域取得 0.67 亿元收入。公司在光伏半导体、汽车、PCB 领域快速拓展，对消费电子业务的依赖度正在快速下降。

2. 基本盘：消费电子&光伏&智能汽车制造设备有望持续扩张

视觉测量设备为公司消费电子领域基本盘，有望稳健增长。公司与苹果的合作始于 2012 年，起初将机器视觉技术应用于电池尺寸量测。此后公司将量测对象拓展至玻璃盖板、结构件等其他部分，并于 2017 年推出玻璃检测设备，苹果一跃成为公司第一大客户，2017-2018 年公司来源于苹果及其供应商的收入合计占比分别为 68%及 76%。2022 年公司开始向消费电子领域大客户批量交付缺陷检测装备，主要应用于手机玻璃盖板、金属外框等零部件，新产品线的快速放量，有望保障公司基本盘稳健增长。

公司光伏硅片检测分选设备快速放量，技术水平快速提升。1) 业务规模方面，2018 年公司光伏硅片检测分选设备研发成功并实现销售；2019-2021 年公司光伏半导体检测设备收入由 972 万元增至 2.94 亿元，期间 CAGR 高达 450%，快速放量。2) 技术水平方面，对标国际先进同行瑞士梅耶博格的同类产品，公司产品的缺陷检测准确率与其水平相当、检测速度更高。在此基础上，2022 年公司发布新一代高速光伏硅片检测分选设备，检测时间缩短至 200ms 以内，瑕疵检出率提升至 98%以上，设备整体效率持续提升，已经获得批量订单，再次验证公司在硅片分选机领域的市场竞争力。

公司重点布局汽车智能制造自动化解决方案，有望持续扩张。在汽车制造领域，公司产品覆盖了从生产、组装到检测的全流程，主要产品包括热管理系统、电子水泵、电子减振器装配线、卡钳执行器装配线、电子执行器等智能组装生产线，以及车身及内外饰组装自动化生产线。客户方面，公司已成功覆盖天纳克、世特科、法雷奥、博世、康明斯等一线厂商。在汽车电动化和智能化趋势下，公司汽车业务仍有较大成长空间。

3. 1 到 N 放量：PCB 设备&智能驾驶域控制器逐步进入放量期

公司在 PCB 领域多元化布局，重点推进 LDI 设备、激光钻孔设备、AVI/AOI 等高端产品产业化，有望成为公司后续重要增长点之一。

公司覆盖多种自动驾驶应用场景，与地平线等达成深度合作，具备持续扩张的条件。公司自 2018 年进入自动驾驶领域，围绕自动驾驶域控制器核心产品深耕多年，形成完整解决方案，并逐渐形成 AI 边缘计算控制器及车规级自动驾驶域控制器两大产品线。

4. 0 到 1 突破：进军半导体量/检测设备赛道，完善产业布局

在前道量/检测设备领域，公司成功覆盖关键尺寸量测、套刻误差量测（Overlay）、掩模版量检测、半导体晶圆红外量测检测、以及晶圆宏观和微观缺陷检测等类别。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.66、24.07 和 29.27 亿元，分别同比增长 24%、22%和 22%；2023-2025 年归母净利润分别为 2.01、2.68 和 3.34 亿元，分别同比增长 32%、33%和 25%。

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.01、2.68 和 3.34 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 39、29 和 23 倍。考虑到公司在消费电子、光伏、半导体、汽车等多领域的平台化延展能力，成长性较为突出，首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

- 1、**行业景气度下滑的风险：**公司产品覆盖消费电子、光伏、汽车等赛道，若各下游的行业景气度出现明显下滑，则将对公司经营产生明显负面影响。
- 2、**毛利率下滑的风险：**2018-2023H1 公司销售毛利率分别为 49.17%、45.75%、42.48%、42.45%、40.55%和 38.20%，呈现持续下滑趋势。展望未来，若消费电子、光伏、汽车行业等成熟产品竞争加剧、新产品产业化前期毛利率较低，公司整体毛利率可能进一步下滑，则将对公司的盈利指标产生较大的负面影响。
- 3、**新业务拓展不及预期的风险：**公司正在积极拓展 PCB 设备、智能驾驶域控制器、半导体设备等新领域，若新业务拓展不及预期，则将影响公司后续成长性。

天准科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,927	2,248	2,671	3,189	营业总收入	1,589	1,966	2,407	2,927
货币资金及交易性金融资产	367	431	470	535	营业成本(含金融类)	945	1,167	1,433	1,757
经营性应收款项	577	631	744	868	税金及附加	4	5	6	7
存货	879	1,067	1,320	1,627	销售费用	175	197	229	263
合同资产	59	73	89	108	管理费用	74	88	102	117
其他流动资产	45	47	48	49	研发费用	242	290	343	402
非流动资产	1,001	1,167	1,278	1,340	财务费用	(8)	15	20	24
长期股权投资	6	6	6	6	加:其他收益	35	43	48	53
固定资产及使用权资产	332	518	624	668	投资净收益	(28)	(35)	(48)	(73)
在建工程	159	100	65	42	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	112	147	182	217	减值损失	(32)	(28)	(21)	(14)
商誉	85	85	85	85	资产处置收益	11	10	6	3
长期待摊费用	4	9	14	19	营业利润	145	194	259	324
其他非流动资产	303	303	303	303	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	2,928	3,415	3,949	4,529	利润总额	146	195	260	325
流动负债	996	1,232	1,458	1,674	减:所得税	(6)	(6)	(8)	(10)
短期借款及一年内到期的非流动负	187	287	367	427	净利润	152	201	268	334
债					减:少数股东损益	0	0	0	0
经营性应付款项	524	575	628	674	归属母公司净利润	152	201	268	334
合同负债	171	210	258	316					
其他流动负债	114	160	205	257	每股收益-最新股本摊薄	0.79	1.04	1.39	1.74
非流动负债	248	298	338	368	(元)				
长期借款	195	245	285	315	EBIT	152	219	294	379
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	184	289	382	482
租赁负债	1	1	1	1					
其他非流动负债	52	52	52	52	毛利率(%)	40.55	40.66	40.46	39.96
负债合计	1,244	1,530	1,796	2,042	归母净利率(%)	9.57	10.21	11.12	11.43
归属母公司股东权益	1,684	1,885	2,152	2,487	收入增长率(%)	25.60	23.69	22.47	21.60
少数股东权益	0	0	0	0	归母净利润增长率(%)	13.40	31.89	33.45	24.94
所有者权益合计	1,684	1,885	2,152	2,487					
负债和股东权益	2,928	3,415	3,949	4,529					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(115)	194	186	241	每股净资产(元)	8.65	9.68	11.05	12.77
投资活动现金流	150	(260)	(242)	(235)	最新发行在外股份(百万股)	192	192	192	192
筹资活动现金流	34	130	94	60	ROIC(%)	8.15	10.08	11.60	12.95
现金净增加额	35	63	39	66	ROE-摊薄(%)	9.03	10.65	12.44	13.45
折旧和摊销	32	69	88	103	资产负债率(%)	42.49	44.81	45.49	45.09
资本开支	(145)	(220)	(188)	(157)	P/E(现价&最新股本摊薄)	50.87	38.57	28.90	23.13
营运资本变动	(425)	(193)	(303)	(360)	P/B(现价)	4.66	4.16	3.64	3.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

