

## 机械设备

2019年07月19日

## 瀚川智能 (688022)

——汽车电子自动化优秀企业，汽车“四化”带来新机遇

## 发行上市资料:

发行价格 (元)	25.8
发行股数 (万股)	2700
发行日期	2019-07-12
发行方式	战略配售,网下询价,上网定价
主承销商	安信证券股份有限公司
上市日期	2019-07-22

\*首日上市股数-万股

## 基础数据 (发行前): 2019年03月31日

每股净资产 (元)	2.27
总股本/流通 A 股(百万)	81/-
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

## 证券分析师

韩强 A0230518060003  
hanqiang@swsresearch.com

## 研究支持

吉晟 A0230118080001  
jisheng@swsresearch.com

## 联系人

吉晟  
(8621)23297818×转  
jisheng@swsresearch.com

## 投资要点:

- **国内汽车电子自动化优秀企业。**公司是专业的智能制造装备整体解决方案供应商，汽车电子领域营收占比超过 85%。公司在汽车电子细分领域的连接器和传感器方面技术水平达到国内领先水准。其下游最大客户泰科电子是全球最大的传感器、连接器生产厂商。公司近三年业绩爆发式增长，2018 年公司净利润为 7025.66 万元，同比+118.2%。
- **汽车“四化”趋势加快，智能制造尽享汽车电子万亿市场。**随着新能源汽车、自动驾驶、车联网等技术的兴起，近年来汽车行业逐渐步入“四化”进程：电动化、智能化、网联化、共享化。2018 年中国汽车电子市场规模达到 6496 亿元，未来万亿可期。由于汽车电子的制造技术比较复杂，同时其生产流程对可靠性、精确性、稳定性要求很高，因此汽车电子设备需要实现生产线在生产、检测、包装等工艺的全自动化和智能化，汽车电子行业的快速发展将带来对智能化汽车电子生产线的巨大需求。
- **合作客户优质稳定，公司主动布局国际市场。**公司智能制造设备的设计与制造服务以项目为单位，为大客户提供非标定制化服务，客户粘性较强。公司的主要客户包括泰科电子、博世、大陆集团等国际知名的行业龙头企业，客户资源优质。公司积极开展海外业务，加深客户壁垒，2018 年，公司的海外业务营收占比达到 20.66%，是公司增长的重要驱动力。
- **盈利预测与估值：**受益于汽车电子快速发展，公司业绩增长迅速。预计 2019-2021 年归母净利润 1.06/1.47/1.93 亿元，建议采用 PE 估值法对公司进行估值，考虑到汽车电子行业景气度较高，且公司客户优质，未来业绩有望持续增长，我们给予公司 25-30X 估值，对应 2019 年市值合理区间为 26.62-31.94 亿元，对应合理股价区间为 24.64-29.57 元。
- **新股溢价效应：**根据历史数据统计，上市前 30 日新股具有明显的溢价特征，按照可比机械行业统计：溢价率在-3%-10%，因此公司上市初期有可能的价格波动区间为 24.04-35.65 元。
- **风险提示：**客户集中度较高、公司下游市场拓展速度不及预期、汽车行业周期性波动。
- **特别提示：**本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

## 盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	436	52	605	822	1,089
同比增长率 (%)	78.8	232.3	38.7	36.0	32.4
归母净利润 (百万元)	70	1	106	147	193
同比增长率 (%)	118.2	-	51.5	37.7	31.8
每股收益 (元/股)	0.87	0.01	0.99	1.36	1.79
毛利率 (%)	35.6	32.2	36.2	36.7	36.9
ROE (%)	38.4	0.5	10.8	12.9	14.6
市盈率	-	-	-	-	-

## 财务指标

	2016	2017	2018
流动比率	1.1	1.3	1.3
资产负债率	77.3	62.9	61.6
应收账款周转率	9.4	6.5	5.4
存货周转率	1.7	1.9	2.2



申万宏源研究微信服务号

## 目录

<b>1. 国内智能制造装备领先者，聚焦汽车电子领域</b>	<b>5</b>
1.1 主营智能制造解决方案，实控人占 60.58%股权	5
1.2 聚焦汽车电子行业，并向医疗、新能源拓展	6
1.3 公司业绩快速成长，研发投入持续加强	7
<b>2. 智能制造快速发展，汽车电子市场广阔</b>	<b>8</b>
2.1 提升汽车安全性与舒适性，汽车电子不可或缺	8
2.2 传统汽车行业逐步转型，汽车“四化”进程如火如荼	9
2.3 受益汽车行业成长新模式，汽车电子迅猛增长	11
2.4 智能制造契合汽车电子生产要求，未来需求较大	12
<b>3. 优质客户非标服务，海外对标成长可期</b>	<b>12</b>
3.1 核心技术国际领先，现有产品广泛认可	12
3.2 优质客户深度绑定，非标服务增强客户粘性	13
3.3 布局海外业务，对标国际知名企业	14
<b>4. 拟募集资金 4.7 亿元，募投扩大技术优势</b>	<b>15</b>
<b>5. 盈利预测</b>	<b>15</b>
<b>6. 附表</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 瀚川智能不断发展壮大, 逐渐开辟欧洲、东南亚市场.....	5
图 2: 公司控股股东为瀚川投资, 董事长蔡昌蔚为实控人.....	5
图 3: 智能制造装备涵盖多领域.....	6
图 4: 汽车电子装备为公司主要收入来源, 营收占比超八成.....	6
图 5: 2016-2018 年营收 CAGR 70.36%.....	7
图 6: 2016-2018 归母净利 CAGR 469.17%.....	7
图 7: 研发投入不断增加, 2016-2018 CAGR31%.....	7
图 8: 研发人数逐年增加, 研发人员比例保持稳定.....	7
图 9: 毛利率保持稳定, 净利率大幅提升.....	8
图 10: 三费管控合理, 管理规模化效应显现.....	8
图 11: 车体汽车电子装置用于控制车体运转.....	8
图 12: 车载汽车电子装置提供便利、娱乐性功能.....	8
图 13: 中国汽车销量增速乏力, 2018 年增速为-2.76%.....	9
图 14: 新能源汽车销量爆发式增长, 2018 年增速达到 62.45% (单位: 万辆) ..	9
图 15: 2018 年 L3 级自动驾驶汽车开始出现, 预测未来将会快速增长.....	10
图 16: 内置网联设备的汽车占比逐年提高, 预计 2020 年超过 20%.....	10
图 17: 预测汽车电子成本占整车成本比例将不断提高, 预期 2020 年达到 40% ..	11
图 18: 中国汽车电子市场规模持续稳定增长, 近三年复合增长率为 12.57% .....	11
图 19: 公司客户优质, 为各自领域龙头企业.....	13
图 20: 公司海外营收占比逐年升高 (单位: 万元) .....	14
图 21: 瀚川智能营收远低于国际知名企业 (单位: 亿元) .....	14
图 22: 瀚川智能净利润增长幅度快于国际知名企业 (单位: 亿元) .....	14
表 1: 许多制造业大国发布了重视智能制造的战略计划.....	12
表 2: 公司具有多项先进核心技术.....	12
表 3: 募集资金全部用于智能制造系统及高端装备新建项目建设.....	15
表 4: 公司利润表摘要及盈利预测.....	15
表 5: 公司业务财务明细与分类汇总 (单位: 万元) .....	16
表 6: 可比上市公司估值表 .....	17

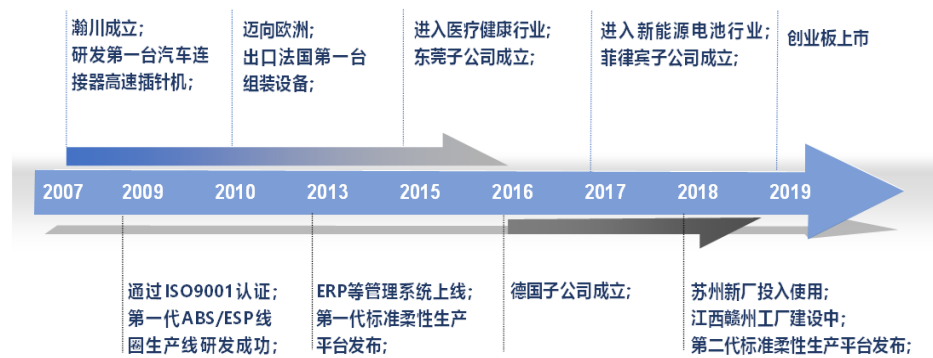
表 7: 合并损益表 .....	17
表 8: 合并现金流量表 .....	18
表 9: 合并资产负债表 .....	18

# 1. 国内智能制造装备领先者，聚焦汽车电子领域

## 1.1 主营智能制造解决方案，实控人占 60.58%股权

国内领先的智能制造装备整体解决方案提供商。苏州瀚川智能科技股份有限公司（以下简称“瀚川智能”或“公司”）创立于 2007 年，是一家专注于精密小型产品制造，为客户提供柔性、高效的智能制造装备整体解决方案的高新技术型企业。公司产品涉及汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业，是国内同行业中少数能够参与国际智能制造装备项目的供应商。公司于 2010、2017 年分别进入欧洲、东南亚市场，业务不断扩大，产品远销海内外。

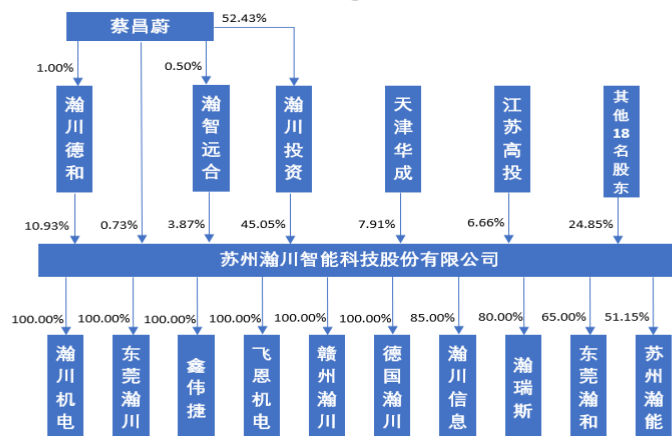
图 1：瀚川智能不断发展壮大，逐渐开辟欧洲、东南亚市场



资料来源：公司官网、申万宏源研究

蔡昌蔚直接或间接合计拥有公司 60.58% 股权，为实际控制人。公司董事长兼总经理蔡昌蔚先生，直接持有公司 0.73% 股权，间接通过瀚川远合、瀚川德和、瀚川投资（公司控股股东）合计持有 59.85% 股份，总计拥有公司 60.58% 股权，为公司实际控制人。

图 2：公司控股股东为瀚川投资，董事长蔡昌蔚为实控人



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

## 1.2 聚焦汽车电子行业，并向医疗、新能源拓展

汽车电子生产线技术领先，多领域拥有智能制造装备。公司在汽车电子行业具有丰富的智能制造装备项目实施经验，已在装配、检测等方面具备领先的技术优势，在电连接制造领域（ABS Housing 生产线等）、传感器制造领域（霍尔式曲轴位置传感器生产线等）、执行器制造领域（ABS 9.0 Coil 生产线）、控制器制造领域（超高速 PCB 插针机等）均有智能制造装备产品。在医疗健康领域，公司有全自动细胞超低温存储、吻合器等智能制造装备。在新能源电池领域，公司有圆柱锂电池生产线等智能制造装备。此外，公司还生产手机天线检测平台、微型开关等智能制造装备。

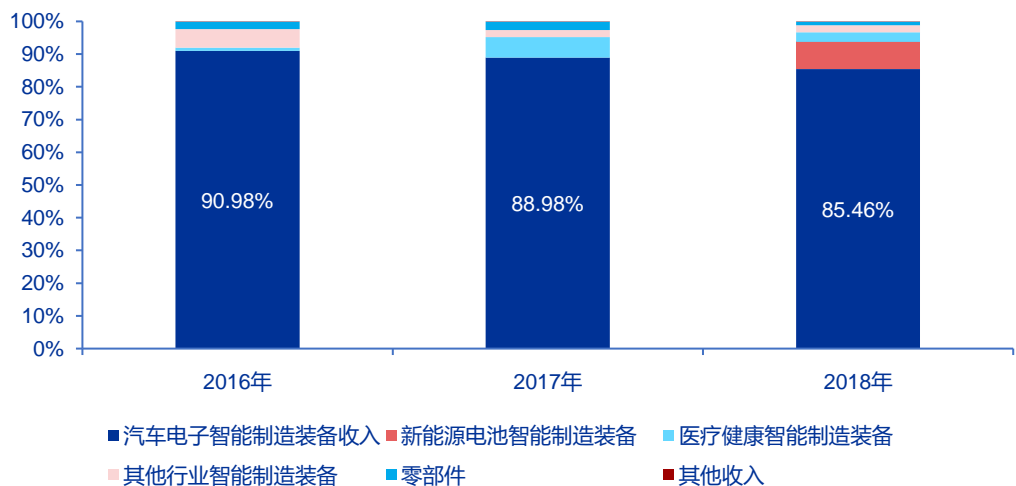
图 3：智能制造装备涵盖多领域



资料来源：公司官网、申万宏源研究

主攻汽车电子智能制造领域，营收占比超八成，并逐步向新能源领域拓展。汽车电子智能制造装备生产为公司主营业务，2016-2018 年营收占比均超 85%，其中公司在 2018 年开始拓展新能源电池智能制造装备，营收占比达 8.26%。

图 4：汽车电子装备为公司主要收入来源，营收占比超八成

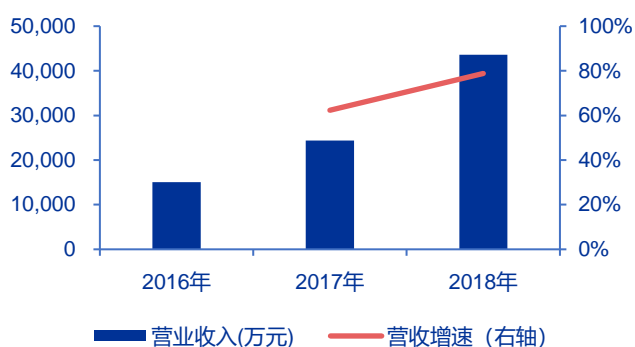


资料来源：Wind、申万宏源研究

### 1.3 公司业绩快速成长，研发投入持续加强

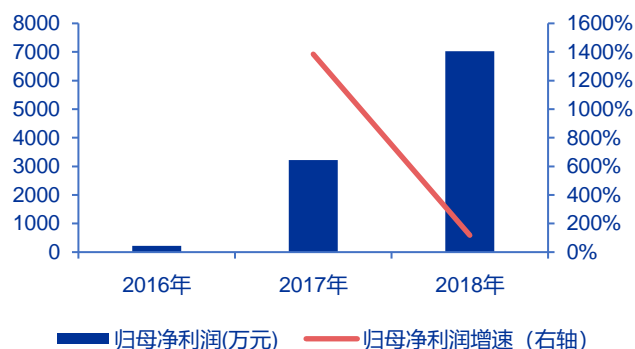
**智能制造快速发展，公司业绩加速成长。**随着智能制造装备行业的快速发展和公司竞争力的不断增强，公司营收、利润保持快速增长的态势。2016-2018 年营业收入分别为 15022.64、24384.91、43601.76 万元，三年 CAGR 为 70.36%，增长迅速。2016-2018 年归母净利润分别为 216.87、3219.68、7025.66 万元，三年 CAGR 为 469.17%，公司业绩靓丽，成长性明显。

图 5：2016-2018 年营收 CAGR 70.36%



资料来源：Wind、申万宏源研究

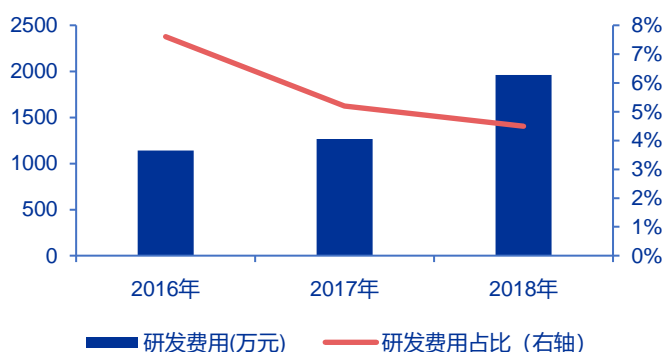
图 6：2016-2018 年归母净利润 CAGR 469.17%



资料来源：Wind、申万宏源研究

**研发投入逐年增加，研发人员比例保持较高水平。**2016-2018 年公司研发费用从 1142.54 万元增加到 1959.96 万元，CAGR 为 31%。公司研发人员从 2016 年的 60 人增长到 2018 年 163 人，研发人员占比维持在在 23%到 25%之间，整体保持较高水平。

图 7：研发投入不断增加，2016-2018 CAGR31%



资料来源：Wind、申万宏源研究

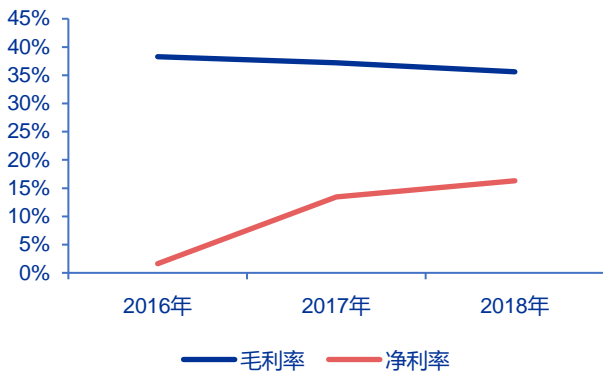
图 8：研发人数逐年增加，研发人员比例保持稳定



资料来源：Wind、申万宏源研究

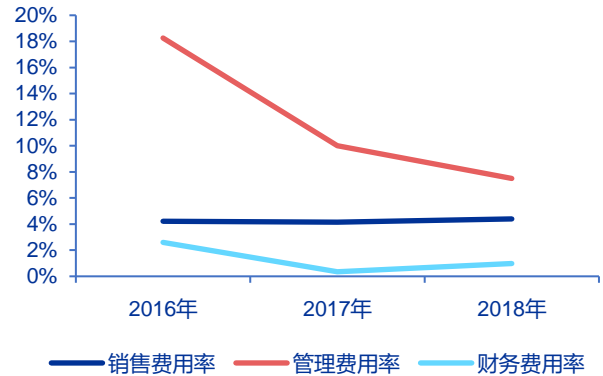
**毛利率保持稳定，净利率大幅提升，三费管控合理，管理规模化效应显现。**2016-2018 年公司毛利率分别 38.28%、37.20%和 35.61%，基本保持稳定，处于行业平均水平（选取可比公司克来机电、智云股份、迈为股份三年平均毛利率为 37.63%、40.75%、35.98%）。净利率从 1.62%提高到 16.31%，增长显著。2016-2018 年销售费用、财务费用营收占比较低，基本保持稳定；管理费用营收占比从 12.81%降至 7.50%，主要系公司业务规模扩张，管理规模化效应逐渐显现所致。

图 9：毛利率保持稳定，净利率大幅提升



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 10：三费管控合理，管理规模化效应显现



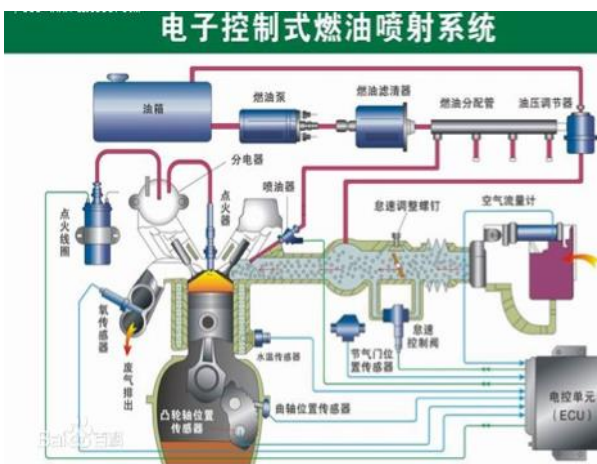
资料来源：Wind、申万宏源研究

## 2. 智能制造快速发展，汽车电子市场广阔

### 2.1 提升汽车安全性与舒适性，汽车电子不可或缺

汽车电子是车体汽车电子控制装置和车载汽车电子控制装置的总称。按照对汽车行驶性能作用的影响划分，可以把汽车电子产品归纳为两类：**一类是汽车车体电子控制装置**，汽车电子控制装置要和车上机械系统进行配合使用，即所谓“机电结合”的汽车电子装置；它们包括发动机、底盘、车身电子控制。例如电子燃油喷射系统、制动防抱死控制、防滑控制、牵引力控制、电子控制悬架、电子控制自动变速器、电子动力转向等。**另一类是车载汽车电子装置**，车载汽车电子装置是在汽车环境下能够独立使用的电子装置，它和汽车本身的性能并无直接关系；它们包括汽车信息系统（行车电脑）、导航系统、汽车音响及电视娱乐系统、车载通信系统、上网设备等。

图 11：车体汽车电子装置用于控制车体运转



资料来源：百度图片、申万宏源研究

图 12：车载汽车电子装置提供便利、娱乐性功能



资料来源：百度图片、申万宏源研究

汽车电子设备在汽车中发挥着极为重要的作用。汽车电子的作用是提高汽车的安全性、舒适性、经济性和娱乐性。随着汽车工业技术水平的提升，汽车中的连接器、传感器、控制器等汽车电子设备逐渐成为汽车运转时不可或缺的核心部件之一。同时，消费升级也使

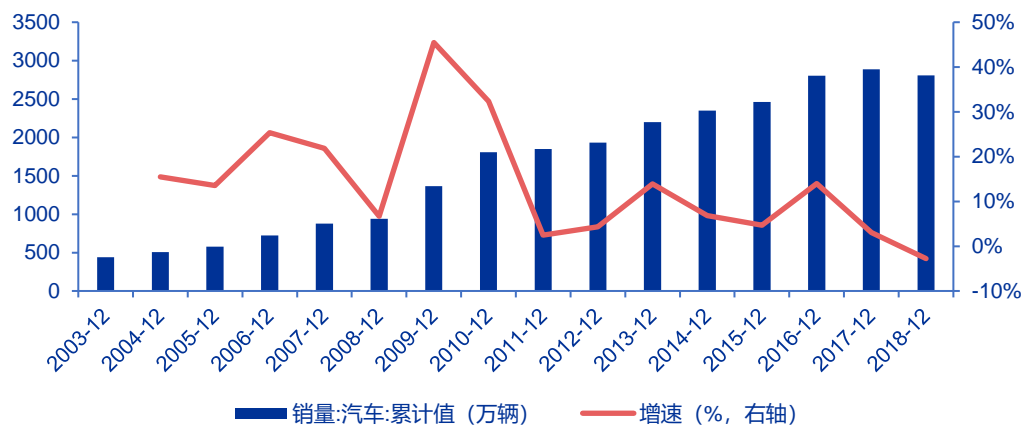


人们更加注重汽车的使用感受，人们使用车载电子装置中的音频播放、汽车导航等功能逐渐形成习惯。

## 2.2 传统汽车行业逐步转型，汽车“四化”进程如火如荼

汽车行业未来大趋势为电动化、智能化、网联化、共享化。传统燃油汽车经过几十年发展，已逐渐从增量市场进入存量市场，增长乏力。自2012年至2018年，中国汽车销量增长相对停滞，2018年汽车销量15年来首次出现下降，同比-2.76%。传统汽车行业销量趋于稳定，全球范围内多个国家传统燃油车停售时间已提上日程，新能源汽车将成为未来汽车行业新的增长点。

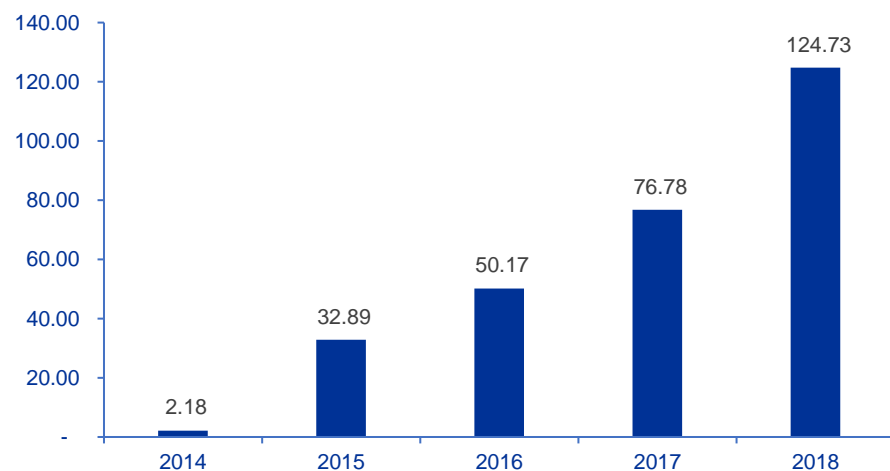
图 13：中国汽车销量增速乏力，2018 年增速为-2.76%



资料来源：Wind、申万宏源研究

新能源汽车销量高速增长，汽车电动化已形成趋势。随着资源和环境压力的增大，新能源汽车已经成为未来汽车行业发展的方向，汽车将逐渐电动化。2018年，在汽车整体销量增长趋于停滞的情况下，新能源汽车销量增速达到62.45%，表明汽车行业的电动化进程不断加深，已经形成明确趋势，预计未来新能源汽车市场规模仍将高速增长。

图 14：新能源汽车销量爆发式增长，2018 年增速达到 62.45% (单位：万辆)

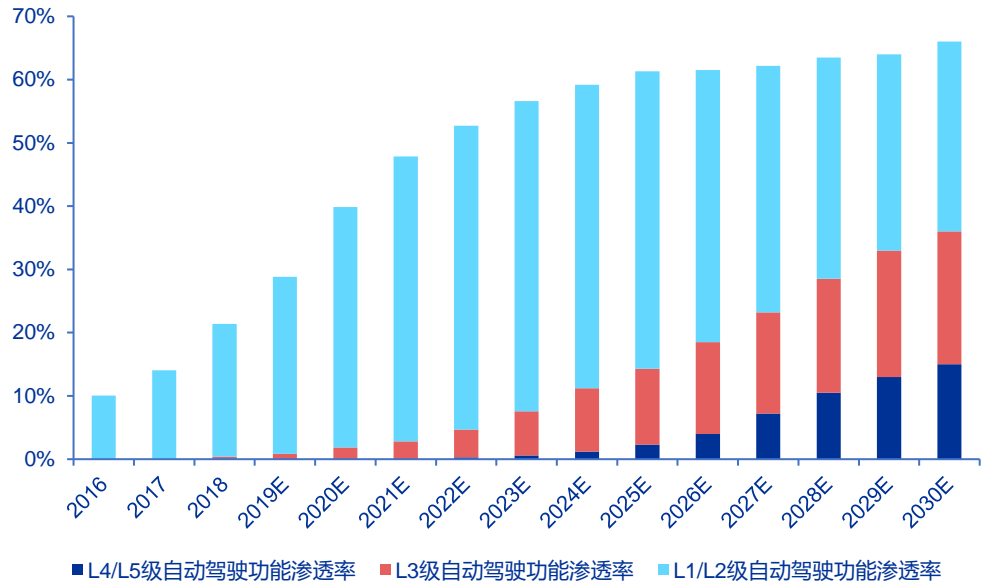


资料来源：Wind、申万宏源研究

自动驾驶技术日趋成熟，智能化汽车未来可期。随着越来越多的企业加入对自动驾驶汽车的研发，自动驾驶技术日益成熟，已经开始进行小规模试用和路测。2018年，L1、L2

级自动驾驶汽车（汽车可自主进行辅助性加减速或转向）渗透率已经达到 21%，L3+级自动驾驶汽车（即便驾驶员不操作汽车，汽车也可以行驶）开始小规模投产，渗透率为 0.4%。预计未来自动驾驶汽车市场将持续增长。

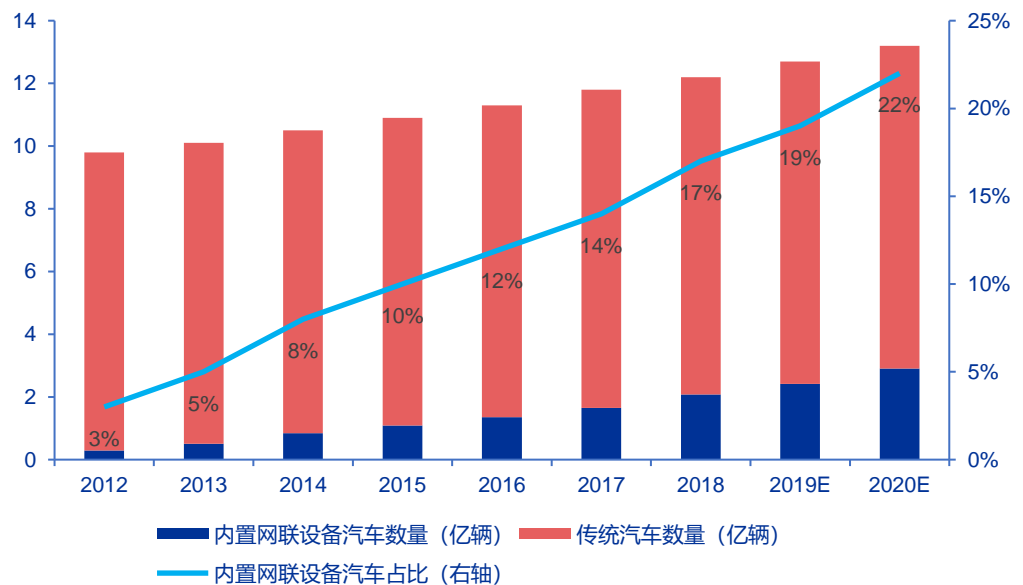
图 15：2018 年 L3 级自动驾驶汽车开始出现，预测未来将会快速增长



资料来源：IHS、申万宏源研究

**车联网概念逐渐普及，汽车趋于网联化。** 汽车网联化是利用互联网技术，建立车与人、车与路、车与车、车与外部世界之间的连接，从而实现智能动态信息服务、车辆智能化控制和智能交通管理。汽车在行驶中会产生大量数据，包括所处位置、车辆状态、道路情况等，网联化将有效结合和利用这些数据，为驾驶员和交通系统提供便利。预计未来内置网联设备的汽车占比将逐步提高。

图 16：内置网联设备的汽车占比逐年提高，预计 2020 年超过 20%

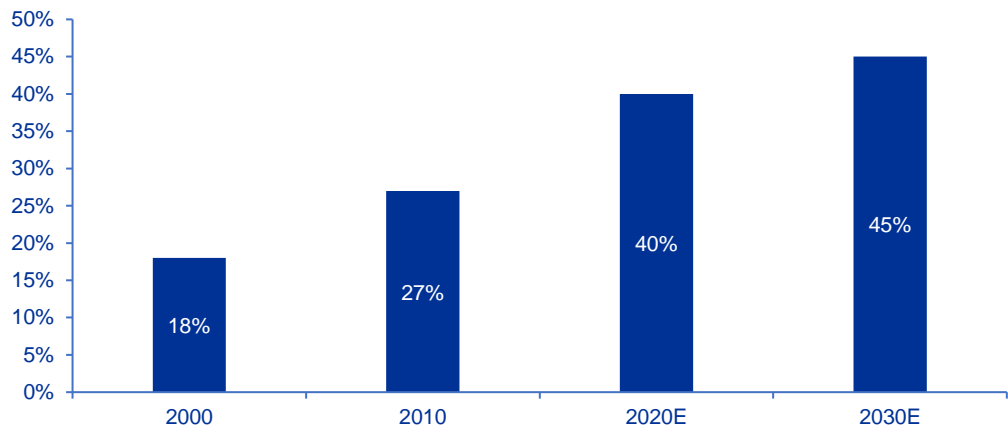


资料来源：Carpark、McKinsey、申万宏源研究

## 2.3 受益汽车行业成长新模式，汽车电子迅猛增长

汽车“四化”带来大量汽车电子产品需求。电动化、智能化以及网联化需要的驱动电机、传感器和无线通信模块等零部件都属于汽车电子行业。汽车电子成本占整车成本比例目前平均值大致在 30%-40%，在一些豪华轿车上，使用单片微型计算机的数量已经达到 48 个，电子产品成本占到整车成本的 50% 以上。预计未来汽车电子成本占整车成本比例将逐步提升，未来汽车电子需求不断增加。

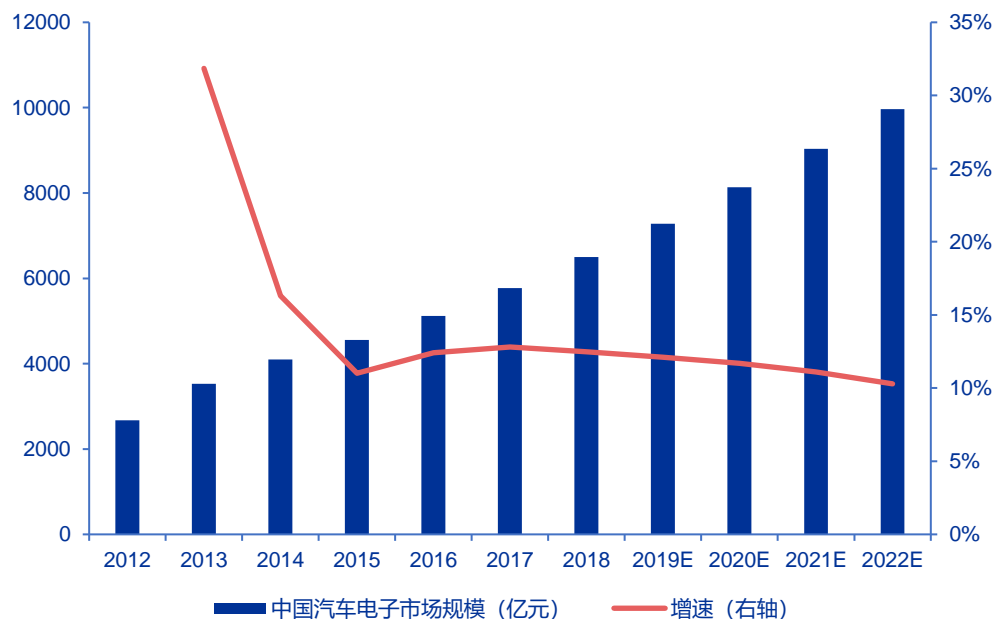
图 17：预测汽车电子成本占整车成本比例将不断提高，预期 2020 年达到 40%



资料来源：车云网、申万宏源研究

汽车电子行业增长快速，未来发展空间广阔。基于汽车工业的发展方向，汽车电子行业增长迅速，并在未来拥有广阔的市场空间。2018 年中国汽车电子市场规模达到 6496 亿元，自 2015 年以来，汽车电子市场规模持续稳定增长，近三年复合增长率达到了 12.57%，预计未来仍将保持快速稳定增长。

图 18：中国汽车电子市场规模持续稳定增长，近三年复合增长率为 12.57%



资料来源：中国汽车工业协会、申万宏源研究

## 2.4 智能制造契合汽车电子生产要求，未来需求较大

汽车电子生产过程要求高，智能制造装备不可或缺。相比于消费电子，汽车电子对安全性、精确性、可靠性等方面有更高的要求。基于市场对汽车电子产品性能与生产效率的不断追求，为满足汽车电子的各方面高要求，汽车电子行业需要实现生产线在生产、检测、包装等工艺的全自动化和智能化。随着汽车电子行业的快速发展，智能制造设备的市场规模也将不断扩大。

生产成本与效率双压下，政策助推智能制造加速。近年来，由于人口老龄化和产业结构变化、制造技术越发复杂化、技术工人短缺等现象，全球制造业增长乏力。智能制造有助于制造业企业提升生产效率、降低成本，因此成为许多制造业大国的未来发展方向。国务院于 2015 年 5 月发布了《中国制造 2025》，提出智能制造工程是制造业强国的五大工程之一，体现了政府对智能制造的重视程度。

表 1：许多制造业大国发布了重视智能制造的战略计划

颁布时间	战略名称	相关内容	战略目标
2013	德国工业 4.0 战略实施建议	建设信息物理系统网络，研究智能工厂和智能生产，实现横向集成、纵向集成、端对端集成	通过信息网络和物理生产系统的融合来改变当前的工业生产和服务
2013	法国“新工业法国”战略	解决能源、数字革命和经济生活三大问题，确定 34 个优先发展的工业项目	通过创新重塑工业实力，使法国处于全球工业竞争力第一梯队
2014	日本制造业白皮书	重点发展机器人、下一代清洁能源汽车、再生医疗和 3D 打印	重振国内制造业，复苏日本经济
2015	英国制造业 2050	推进服务+再制造，致力于更快速响应消费者需求，加大力度培养高素质劳动力	重振英国制造业，提升国际竞争力

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

## 3. 优质客户非标服务，海外对标成长可期

### 3.1 核心技术国际领先，现有产品广泛认可

拥有多项先进核心技术，涵盖硬件生产和软件算法。公司在开发定制化、个性化的智能制造装备产品时，会根据设计方案需要，集成使用不同工艺或模块。因此，公司的非标、定制化智能装备产品中会综合应用公司的核心技术。其中，公司自主研发的超高速精密曲面共轭凸轮技术可实现超高速精密装配，公司基于此技术生产的 PCB 超高速插针机打破了欧美厂商的垄断，达到国际领先水平。

表 2：公司具有多项先进核心技术

核心技术名称	技术来源	技术先进性
超高速精密曲面共轭凸轮技术	自主创新	加工精度高，装配精度可达 $\pm 0.01\text{mm}$ ；可实现超高速精密装配，装配速度可达 1,200 次/分钟。发行人结合该技术开发了 PCB 超高速插针机，打破了德国 Eberhard、美国 UMG 等欧美厂商垄断，并在生产效率上提升了 20%以上，

基于 YOLO 算法的表面缺陷快速检测技术	吸收再创新	大幅降低了制造成本，处于国际领先水平。 深度学习预训练好的卷积神经网络，可高速检测表面缺陷，扩大视野，减少误判，提高检测效率。
嵌入式工业设备实时边缘计算网关技术	自主创新	集设备互联、数据采集、智能数据分片、清洗等功能为一体;装配于智能制造装备中提升网络化智能化功能。
机器视觉高速定位技术	自主创新	可在高速运动过程中对多点目标定位，同步反馈给运动控制系统，控制运动平台进行高速精确对准，实现对目标元件基准点的亚像素点精准定位

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

**公司技术水平较高，市场高度认可。**公司专注于精密小型产品制造领域，为客户提供高效、可靠的智能制造装备。截至公司招股说明书签署日，公司共有核心技术 14 项，专利 44 项，软件著作权 3 项，体现了公司较高的技术水平。2018 年，公司获得了大陆集团授予的“全球最佳电子制造装备供应商奖”；2017 年，公司获得了泰科电子授予的“技术创新奖”，莫仕授予的“最佳技术贡献奖”，多个客户授予的奖项体现了客户对公司的技术水平有一定的认可。

### 3.2 优质客户深度绑定，非标服务增强客户粘性

**公司拥有大量优质客户。**其中在汽车电子行业，全球前十大零部件厂商中，有七家公司为客户(博世、电装、麦格纳、大陆集团、爱信精机、李尔及法雷奥)；在连接器细分领域，全球前二大厂商(泰科电子、莫仕)均为公司重要客户。在医疗健康行业，公司拥有美敦力(医疗器械全球第一)、百特(医疗器械全球排名第十五)、3M(医疗器械全球排名第十八)等客户。此外，在新能源电池行业，公司拥有亿纬锂能(国内动力锂电池装机量排名前十)、欣旺达(电池行业国内第六)等优质客户。

图 19：公司客户优质，为各自领域龙头企业



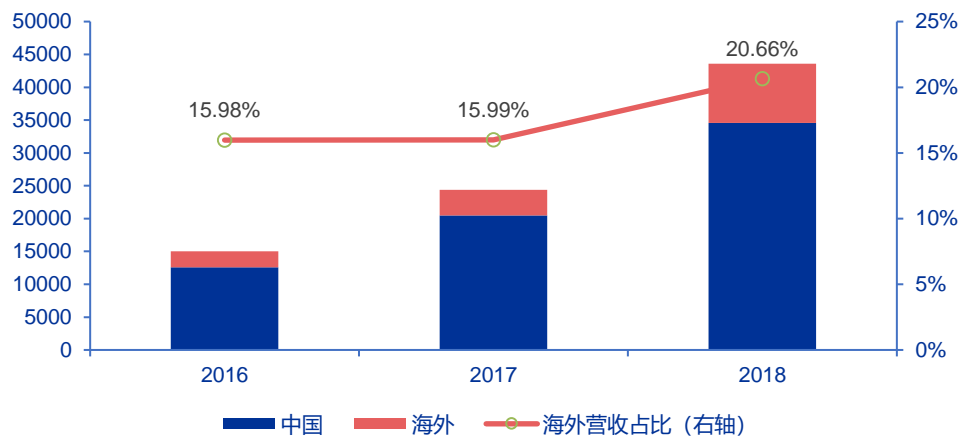
资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

**公司主要向大客户提供非标准定制化服务，客户粘性大。**公司提供的智能制造设备的设计与制造服务与产品以项目为单位，是非标准定制化的服务。虽然非标定制化导致公司进入其他行业需要一定周期的技术研发，且取得客户认可亦需要一定周期，使得公司与其他客户建立合作需要较长的铺垫期，但公司一旦与客户建立起合作关系，此合作关系会相对更加稳定持久。

### 3.3 布局海外业务，对标国际知名企业

**公司业务走出国门，布局海外。**公司是国内智能制造行业中为数不多的开拓海外业务的企业，在德国、美国、法国、日本、匈牙利、捷克、奥地利、摩洛哥、罗马尼亚、印度、立陶宛、菲律宾、马来西亚等国家地区均有智能制造装备项目实施，实现高端技术输出，助力“一带一路”国家战略的建设。2018年，公司的海外业务营收占比达到20.66%，是公司增长的重要驱动。

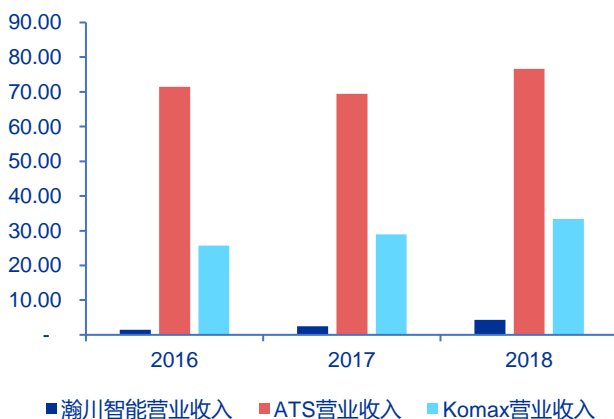
图 20：公司海外营收占比逐年升高（单位：万元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

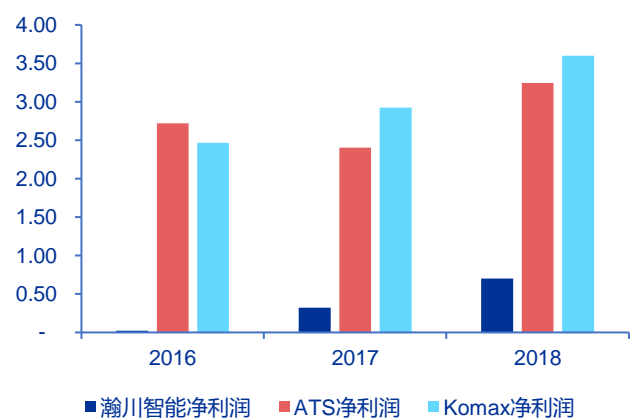
**公司规模小于国际知名企业，发展前景广阔。**公司在智能制造行业的主要竞争对手包括：Komax，成立于瑞士，全球线束加工解决方案领域的市场和技术领导者；ATS，成立于加拿大，是业界领先的自动化解决方案提供商；德国赛能，为一站式、自动化系统制造商。在智能制造装备大行业层面，公司营收规模远低于同行业可比公司。而在汽车电子细分应用市场，Komax和德国帝目等国外公司由于起步较早，业务规模较大，公司作为市场的后进入者，近年来增长速度较快，目前业务规模与德国赛能相近。

图 21：瀚川智能营收远低于国际知名企业（单位：亿元）



资料来源：Wind、ATS 官网、申万宏源研究（以2019/07/12 汇率折算：CNY/USD= 6.8714，CHF/USD= 6.9471）

图 22：瀚川智能净利润增长幅度快于国际知名企业（单位：亿元）



资料来源：Wind、ATS 官网、申万宏源研究（以2019/07/12 汇率折算：CNY/USD= 6.8714，CHF/USD= 6.9471）

## 4. 拟募集资金 4.7 亿元，募投扩大技术优势

本次募集资金将全部用于“智能制造系统及高端装备的新建项目”的建设。项目总投资 4.6758 亿元，其中建设投资 4.30489 亿元，流动资金 3.7091 亿元，项目建设期为 24 个月。本项目计划新增 50000 平方米的生产厂房、办公及中试车间，新增各种生产及辅助设备 1764 台（套）。建成达产后将新增年产智能制造定制装备与专用装备、智能制造系统合计 1550 套/台的生产能力。

**表 3：募集资金全部用于智能制造系统及高端装备新建项目建设**

序号	项目名称	投资总额 (万元)	建设期 (年)	备案核准情况	环境影响评价批复
1	智能制造系统及高端装备的新建项目	46758.00	2	苏园行审备 [2018]432 号	备案号： 20193205000100000010
合计		46758.00			

资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

## 5. 盈利预测

经过我们分析预测，预计 2019-2021 年营业收入分别为 6.05/8.22/10.89 亿元，同比 +38.75%/+35.95%/+32.38%。预计归母净利润分别为 1.06/1.47/1.93 亿元，同比 +51.5%/+37.7%/+31.8%，对应每股收益分别为 0.99/1.36/1.79 元/股，预计 2019-2021 毛利率 36.23%/36.66%/36.95%，基本保持不变，预计净利率分别为 17.6%/17.8%/17.8%。

**表 4：公司利润表摘要及盈利预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万元）	244	436	605	822	1089
同比增长率（%）	62.3	78.8	38.7	36	32.4
归母净利润（百万元）	32	70	106	147	193
同比增长率（%）	1385	118.2	51.5	37.7	31.8
每股收益（元/股）	0.3	0.87	0.99	1.36	1.79
毛利率（%）	37.2	35.6	36.2	36.7	36.9
ROE（%）	28.2	38.4	10.8	12.9	14.6
净利率（%）	13.2	16.1	17.6	17.8	17.8

资料来源：Wind、申万宏源研究

根据各项业务情况拆分汇总得到公司财务预测数据。具体预测假设如下：

### 智能制造装备：

1) 汽车电子智能制造装备：由于汽车电子行业持续增长，同时公司客户优势愈发明显，预计 2019-2021 年营收将持续保持高速增长，预计 2019-2021 年增速分别为 45%，40%，35%；

2) 医疗健康智能制造装备:公司于 2015 年进入医疗健康制造装备领域,于 2017-2018 年与 3M、美敦力等大客户建立合作关系,预计 2019-2021 年将开始增长,预计 2019-2021 三年增速稳定在 10%;

3) 新能源电池智能制造装备:公司于 2017 年进入新能源电池智能制造装备领域,目前订单数目尚为不多,保守假设 2019-2021 年增速为 0%;

4) 其他智能制造装备:假设增速为 0%,毛利率与 2018 年相同。

**零部件:** 零部件营收占比逐年下降,非公司所重视的业务,保守估计 2019-2021 增速为 0%。

**其他业务:** 假设增速为 0%,毛利率与 2018 年保持不变。

**表 5: 公司业务财务明细与分类汇总 (单位: 万元)**

项目		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合并	营业收入	15,022.64	24,384.91	43,601.76	60,496.20	82,247.35	108,875.12
	YOY		62.32%	78.81%	38.75%	35.95%	32.38%
	营业成本	9272.7	15314.69	28074.17	38576.987	52097.4617	68648.03987
	毛利率	38.28%	37.20%	35.61%	36.23%	36.66%	36.95%
<b>业务分类</b>							
汽车电子智能制造设备	营业收入	13,667.51	21,698.20	37,262.06	54,029.99	75,641.98	102,116.68
	YOY		58.76%	71.73%	45.00%	40.00%	35.00%
	营收占比	90.98%	88.98%	85.46%	89.31%	91.97%	93.79%
	营业成本	8,430.08	13,538.38	23,145.60	33,561.12	46,985.57	63,430.52
	毛利率	38.32%	37.61%	37.88%	37.88%	37.88%	37.88%
医疗健康智能制造设备	营业收入	150.27	1,510.17	1,265.09	1,391.60	1,530.76	1,683.83
	YOY		904.97%	-16.23%	10.00%	10.00%	10.00%
	营收占比	1.00%	6.19%	2.90%	2.30%	1.86%	1.55%
	营业成本	148.83	907.08	872.97	960.27	1,056.29	1,161.92
	毛利率	0.96%	39.94%	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%
新能源电池智能制造设备	营业收入	-	-	3,603.42	3,603.42	3,603.42	3,603.42
	YOY				0.00%	0.00%	0.00%
	营收占比			8.26%	5.96%	4.38%	3.31%
	营业成本			2,912.98	2,912.98	2,912.98	2,912.98
	毛利率			19.16%	19.16%	19.16%	19.16%
其他智能制造设备	营业收入	845.98	522.11	964.32	964.32	964.32	964.32
	YOY		-38.28%	84.70%	0.00%	0.00%	0.00%
	营收占比	5.63%	2.14%	2.21%	1.59%	1.17%	0.89%
	营业成本	437.78	394.27	766.52	766.52	766.52	766.52
	毛利率	48.25%	24.49%	20.51%	20.51%	20.51%	20.51%
零部件	营业收入	341.21	637.11	469.07	469.07	469.07	469.07
	YOY		86.72%	-26.38%	0.00%	0.00%	0.00%
	营收占比	2.27%	2.61%	1.08%	0.78%	0.57%	0.43%
	营业成本	238.34	458.00	348.42	348.42	348.42	348.42
	毛利率	30.15%	28.11%	25.72%	25.72%	25.72%	25.72%
其他业务	营业收入	17.67	17.32	37.80	37.80	37.80	37.80



YOY	-1.98%	118.24%	0.00%	0.00%	0.00%
营收占比	0.12%	0.07%	0.09%	0.06%	0.05%
营业成本	17.67	16.96	27.68	27.68	27.68
毛利率	0.00%	2.08%	26.77%	26.77%	26.77%

资料来源：申万宏源研究

**公司核心产品为汽车电子自动化装备，下游主要应用于汽车电子。**因此，我们选取了克来机电（汽车电子自动化）、迈为股份（光伏产品自动化）、联得装备（消费电子自动化）作为可比公司。

**公司拥有良好的盈利能力，处在快速成长期，使用 PE 估值法进行估值。**根据我们的盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润 1.06/1.47/1.93 亿元，PE 法下，2019-2021 年可比公司的 PE 均值为 28X、21X、17X，对应 2019 年市值 29.81 亿元，考虑到汽车电子行业景气度较高，且公司客户优质稳定，未来公司业绩有望持续增长，我们给予公司 25-30X 估值，对应 2019 年市值约为 26.62-31.94 亿元，对应股价 24.64-29.57 元。

**表 6：可比上市公司估值表**

证券代码	证券简称	2019/7/18	归母净利润 (亿元)					PE			
		总市值 (亿元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
603960.SH	克来机电	44	0.65	1.11	1.51	1.97	68	40	29	22	
300751.SZ	迈为股份	63	1.71	2.94	3.78	4.57	37	21	17	14	
300545.SZ	联得装备	40	0.85	1.17	1.66	2.22	46	34	24	18	
	均值	-	-	-	-	-	46	28	21	17	

资料来源：申万宏源研究 注：归母净利润数据来自 wind 一致预测；均值 PE 采用整体法，即  $PE = \Sigma \text{市值} / \Sigma \text{归母净利润}$

**新股溢价效应：**根据历史数据统计，上市前 30 日新股具有明显的溢价特征，按照可比行业/公司统计：溢价率在 -3%-10%，因此公司上市初期有可能的价格波动区间为 24.04-35.65 元。

## 6. 附表

**表 7：合并损益表**

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	244	436	605	822	1,089
营业收入	244	436	605	822	1,089
营业总成本	206	362	487	656	867
营业成本	153	281	386	521	686
税金及附加	1	3	4	6	8
销售费用	10	19	27	36	48
管理费用	24	33	45	62	82
研发费用	13	20	27	37	49
财务费用	1	4	(2)	(5)	(6)
资产减值损失	3	3	(0)	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1	1	1	1	1

投资收益	(1)	7	7	7	7
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	38	82	126	174	230
营业外收支	(0)	1	0	0	0
利润总额	38	83	126	174	230
所得税	6	12	18	26	35
净利润	33	71	108	148	196
少数股东损益	1	1	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	32	70	106	147	193

资料来源：申万宏源研究

**表 8：合并现金流量表**

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	33	71	108	148	196
加：折旧摊销减值	10	14	2	3	3
财务费用	1	0	(2)	(5)	(6)
非经营损失	1	(2)	(7)	(7)	(7)
营运资本变动	(24)	(23)	39	(77)	(57)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	22	60	140	62	128
资本开支	39	60	0	0	0
其它投资现金流	(9)	1	7	7	7
投资活动现金流	(47)	(59)	7	7	7
吸收投资	52	0	696	0	0
负债净变化	0	30	3	3	3
支付股利、利息	1	1	(2)	(5)	(6)
其它融资现金流	(1)	1	0	0	0
融资活动现金流	50	30	701	8	9
净现金流	24	32	848	77	144

资料来源：申万宏源研究

**表 9：合并资产负债表**

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	240	374	1,183	1,337	1,539
现金及等价物	54	93	942	1,019	1,163
应收款项	61	112	121	180	233
存货净额	106	152	105	122	126
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	19	16	16	16	16
长期投资	2	0	0	0	0
固定资产	27	58	55	53	50
无形资产及其他资产	40	56	56	56	56
资产总计	310	487	1,294	1,446	1,644

流动负债	184	284	284	284	284
短期借款	6	33	33	33	33
应付款项	178	251	251	251	251
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	11	16	19	22	25
负债合计	195	300	303	306	309
股本	81	81	108	108	108
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	15	13	683	683	683
其他综合收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
盈余公积	2	6	13	22	35
未分配利润	17	83	182	320	501
少数股东权益	1	4	6	7	10
股东权益	115	187	991	1,140	1,335
负债和股东权益合计	310	487	1,294	1,446	1,644

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	<a href="mailto:chentao1@swhysc.com">chentao1@swhysc.com</a>
华北	李丹	010-66500631	13681212498	<a href="mailto:lidan4@swhysc.com">lidan4@swhysc.com</a>
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swhysc.com">xiewenni@swhysc.com</a>
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	<a href="mailto:huxinwen@swhysc.com">huxinwen@swhysc.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。