

劲拓股份 (300400)

证券研究报告
2019年06月11日

电子装联一体化发展，显示模组装备提供增长动能

新老业务协同发展，业绩稳定增长

公司的传统业务为电子整机装联设备，2016年将产品领域延伸到光电模组生产设备。2018年，公司实现5.9亿营收，同比增长23.64%；归属于上市公司股东的净利润为9,097.83万元，同比增长13.25%。其中，电子整机装联设备实现销售收入4.8亿元，同比增长7.34%；光电模组生产设备实现销售收入9,096.91万元，同比增长658.33%。光电模组收入2018年占公司整体销售收入15.40%，比2017年增长了516%。

优化产品性能，推动新品研发，巩固电子装联设备行业龙头地位

国内电子整机装联设备行业竞争状况呈现两级分化格局，公司为国内电子焊接设备行业龙头企业。1) 在电子焊接设备方面，公司推行精益化生产，对电子焊接类设备进行性能优化和智能升级，提升市场竞争力。2018年，在下游行业增速放缓的情况下，电子焊接设备业务仍然实现了6.62%的增长率；2) 在AOI检测设备方面，公司将大数据及人工智能引入到AOI检测设备的应用，积极拓展光电检测类设备的应用领域，自2016年以来公司AOI检测设备高端机型获得市场认可，收入逐年增长。

生物识别和摄像头模组生产设备助力打开光电市场

受益于全面屏手机的兴起和普及以及3C电子领域多摄像头市场的蓬勃发展，2018年，公司生物识别模组生产设备和摄像头模组生产设备表现突出，得到行业认可，并被下游主流客户采购，分别实现销售收入1,269.64万元和7,342.98万元，进一步提升了公司整体业绩。

OLED柔性屏相关3D贴合设备打破国外技术垄断，迎来国产替代拐点

公司突破了OLED柔性屏相关3D贴合设备开发瓶颈，完成了3D-Lami贴合设备样机生产，并且已经确定为绵阳京东方第6代AMOLED(柔性)生产线项目的中标方，两次中标金额合计为人民币17018.75万元，占公司去年营业收入的28.81%，中标项目签订正式合同并顺利执行后，将会对未来发展业绩产生积极影响。

盈利预测

我们预测公司2019/2020/2021年归母净利润为141.52/176.40/211.56百万元，对应PE为25.52/20.48/17.07倍，给予公司目标价15.6元，“买入”评级。

风险提示：下游电子制造业不景气，行业竞争加剧，业绩增长不达预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	477.76	590.90	811.68	1,032.52	1,267.10
增长率(%)	45.44	23.68	37.36	27.21	22.72
EBITDA(百万元)	108.95	107.63	164.62	213.36	257.01
净利润(百万元)	80.34	90.98	141.52	176.40	211.56
增长率(%)	54.17	13.25	55.56	24.64	19.93
EPS(元/股)	0.33	0.37	0.58	0.72	0.87
市盈率(P/E)	44.96	39.70	25.52	20.48	17.07
市净率(P/B)	7.30	6.00	4.79	3.91	3.20
市销率(P/S)	7.56	6.11	4.45	3.50	2.85
EV/EBITDA	27.60	33.16	21.90	15.72	13.58

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	15.39元
目标价格	15.6元

基本数据

A股总股本(百万股)	244.22
流通A股股本(百万股)	159.32
A股总市值(百万元)	3,758.50
流通A股市值(百万元)	2,451.98
每股净资产(元)	2.31
资产负债率(%)	37.47
一年内最高/最低(元)	25.80/12.80

作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
崔宇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518060002	
cuiyu@tfzq.com	
张健	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010002	
zjian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 新老业务双轮驱动的产业布局初见成效.....	4
1.1. 事业部改制助力光电业务发展.....	4
1.2. 业绩稳定增长，销售回款情况有所改善.....	4
2. 注重产品研发，巩固电子整机装联行业龙头地位.....	6
2.1. 优化产品性能，推动新品研发，保证电子焊接类设备销售稳定增长.....	8
2.2. 结合客户需求，提升智能机器视觉检测设备的定制化服务水平.....	9
2.2.1. 公司将大数据及人工智能引入到 AOI 检测设备的应用.....	10
2.2.2. 公司积极拓展光电检测类设备的应用领域，进一步提高光电产品竞争力.....	10
2.3. 募投项目建成，新产能投放加速扩张.....	11
3. 光电模组生产设备取得突破式进展.....	11
3.1. 生物识别模组生产设备助力打开光电业务市场.....	12
3.2. 摄像头模组生产设备助力业绩增长.....	12
3.3. 突破 OLED 柔性屏相关 3D 贴合设备关键技术，打破国外技术垄断.....	13
4. 盈利预测.....	14
4.1. 相对估值.....	15

图表目录

图 1：公司营业收入及增长率（单位：人民币亿元）.....	4
图 2：公司归母净利及增速（单位：人民币亿元）.....	4
图 3：公司收入构成（单位：人民币百万元）.....	5
图 4：公司产品毛利率情况.....	5
图 5：公司经营活动现金流量净额（单位：人民币亿元）.....	6
图 6：公司资产负债率.....	6
图 7：电子制造行业供应链.....	6
图 8：全球 PCB 产值及增速（单位：亿美元）.....	7
图 9：全球 PCB 产值地区分布变化趋势（单位：%）.....	7
图 10：中国电子信息制造业固定资产投资情况.....	8
图 11：中国电子信息制造业增加值和出口交货情况.....	8
图 12：公司电子焊接设备销售情况（单位：人民币亿元）.....	9
图 13：公司智能机器视觉检测设备.....	10
图 14：公司 AOI 检测设备收入情况（单位：人民币百万）.....	10
图 15：公司生物识别模组和摄像头模组生产设备收入情况（单位：人民币百万元）.....	12
图 16：国产手机双摄像头市场规模（单位：亿元）.....	12
图 17：全球智能手机三摄像头市场预测（单位：百万部）.....	12
图 18：公司 3D 贴合曲面设备.....	14

表 1: 劲拓股份事业部	4
表 2: 公司在国内焊接设备领域主要竞争对手:	8
表 3: 公司电子焊接设备新产品	9
表 4: 募投项目投产后主要财务指标	11
表 5: 公司生物识别模组生产设备主要产品	12
表 6: 公司摄像头模组生产设备	13
表 7: 中国 OLED 在建和拟建产线统计	13
表 8: 2018 年以来国内 OLED 产线模组段贴合类设备招标情况	14
表 9: 公司业务拆分	15
表 10: 行业平均 PE	15
表 11: 公司目标股价测算	16

1. 新老业务双轮驱动的产业布局初见成效

公司（劲拓股份）成立于 2004 年，2014 年 10 月 10 日在深交所创业板上市。公司主要从事高端专用装备的研发、生产、销售和服务，主要产品按大类可以划分为电子整机装联设备、光电模组生产专用设备以及航空专用制造设备等。

1.1. 事业部改制助力光电业务发展

公司的传统业务为电子整机装联设备，经过多年发展，已经成为国内该领域的龙头企业。随着公司规模化的扩张，原有的焊接和检测设备无法满足业绩增长需求，因此，在 2016 年，公司结合下游客户的情况，公司以智能机器视觉为核心技术，结合专用装备制造为主线，利用公司优势资源，持续加大研发投入，将公司产品应用领域成功拓展到光电平板 (TP/LCD/OLED) 显示模组等精密生产专用设备领域，对原有产品线进行延伸，布局光电模块业务。

为了推动光电业务的发展，公司在原有智能制造事业部的基础上新设三大部门。第一是封装项目部，主要包含指纹识别模组设备和摄像头模组设备；第二是视显事业部，主要是 3D 玻璃和 OLED 相关设备，包括 3D 玻璃的一些喷墨和曝光显影；第三是 FPD 事业部，主要负责 COG、FOG、邦定设备及用于屏下指纹模组封装的生物识别模组生产设备。各事业部和项目均独立运作，独立考核。

表 1：劲拓股份事业部

业务模块	事业部名称	主要产品
电子整机装联	智能制造事业部	电子焊接类设备、智能机器视觉检测设备
	DAS 事业部	
	封装项目部	
光电模组	视显事业部	3D 玻璃和 OLED 的一部分设备
	FDA 事业部	COG、FOG 邦定设备及用于屏下指纹模组封装的生物识别模组生产设备

资料来源：公司 2018 年年报，天风证券研究所

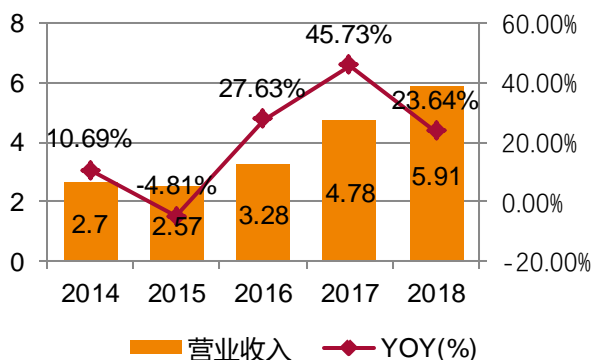
目前两大业务主要的协作方式是依托公司现有的开发人员和外聘的专业人员，根据公司优势和客户资源，协作发展。光电行业变化较快，而且主要设备被国外公司垄断，公司的目标是填补国内市场的空白。

1.2. 业绩稳定增长，销售回款情况有所改善

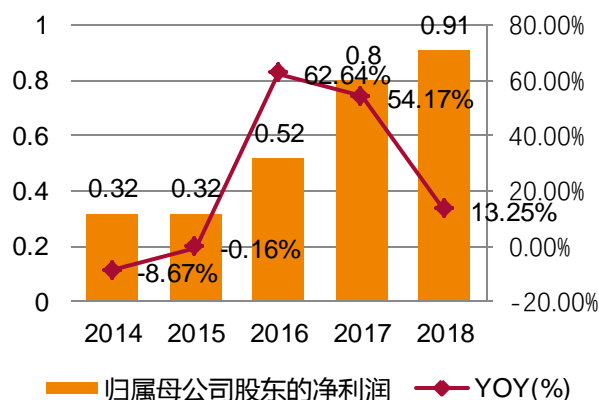
营收和净利稳定增长：2018 年，公司实现 5.9 亿营收，同比增长 23.64%。实现归属于上市公司股东的净利润为 9,097.83 万元，同比增长 13.25%。其中，电子整机装联设备实现销售收入 4.8 亿元，同比增长 7.34%；光电模组生产设备实现销售收入 9,096.91 万元，同比增长 658.33%。光电模组收入 2018 年占公司整体销售收入 15.40%，比 2017 年增长了 516%。

图 1：公司营业收入及增长率（单位：人民币亿元）

图 2：公司归母净利润及增速（单位：人民币亿元）

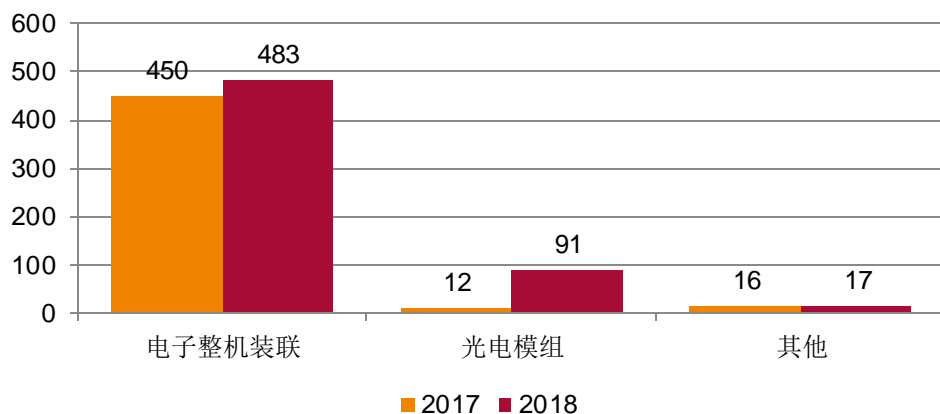


资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

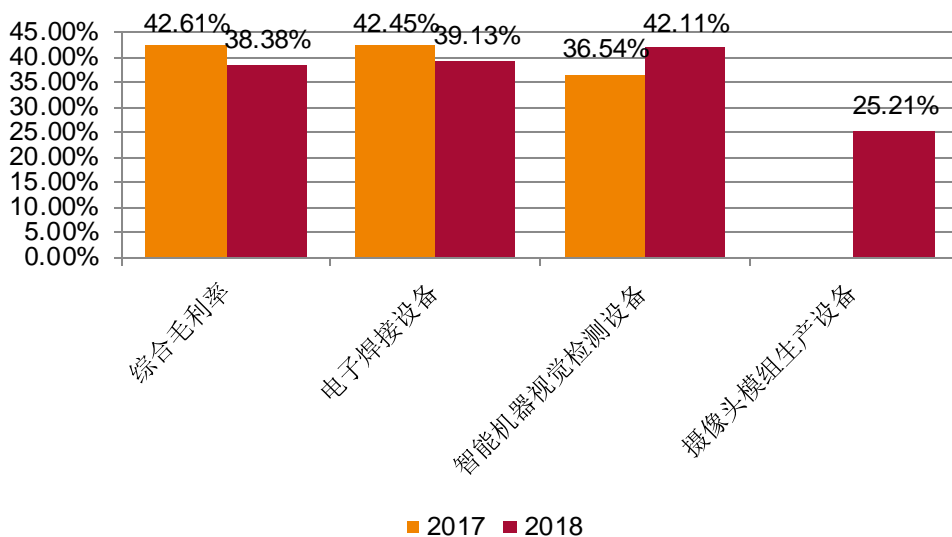
图 3: 公司收入构成 (单位: 人民币百万元)



资料来源: 公司 2018 年年报, 天风证券研究所

公司 2018 年毛利率为 38.38%，同比下降 4.23%。其中，传统电子整机装联设备的毛利率比较稳定，但光电模块毛利较低，一是去年在 COF/FOG 设备方面，在制作完成后由于跟客户的供应参数不匹配等未能实现销售，经过调试后销售给了其他客户，因此在价格方面做了折让，以微利状态进行销售；二是公司给一个欧菲的设备供应商做了摄像头模组设备的代工，代工的毛利率偏低。未来，随着公司持续优化产品结构，调整销售政策，加速产品销售和创新，提高客户黏性，产品综合毛利率有望提升。

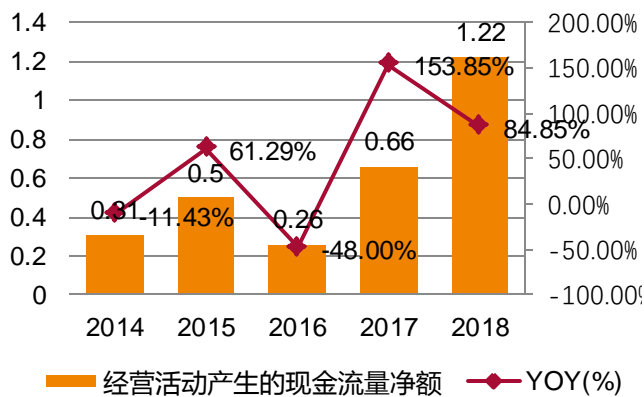
图 4: 公司产品毛利率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

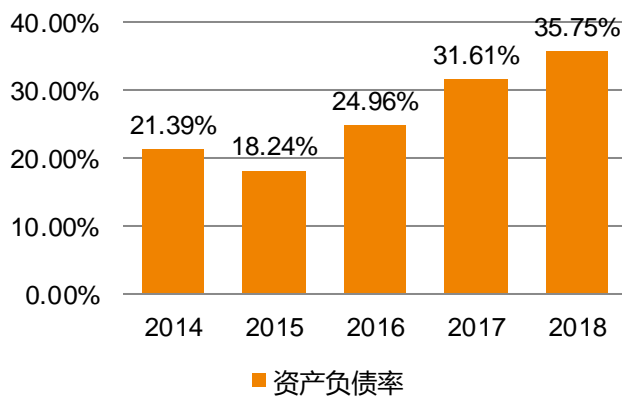
经营性现金流净额大幅上升, 负债稳定在较低水平, 稳健经营。从 2017 年开始, 公司经营产生的现金流量净额逐年增加, 同比分别增长 153.85%、84.85%, 销售回款情况良好。公司资产负债率从 2016 年开始逐年增加, 但截至去年年末, 仍然只有 35.75%, 经营稳健, 为公司新品研发和业务扩张保驾护航。

图 5: 公司经营活动现金流量净额 (单位: 人民币亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 公司资产负债率

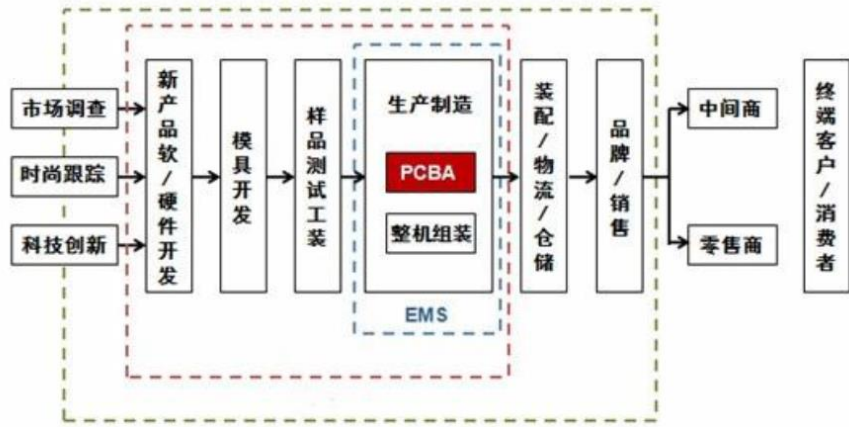


资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 注重产品研发, 巩固电子整机装联行业龙头地位

电子整机装联又称电子整机组装, 是电子或电器产品在制造中所采用的电气连接和装配的工艺过程, 即根据设计要求将电子元器件准确无误装焊到基板 (PCB) 上焊盘表面的工艺过程, 同时保证各焊点符合标准规定的物理特性和电子特性的要求。电子整机装联是电子产品生产过程中的关键环节, 最终决定电子产品能否正常使用和质量水平。电子整机装联在电子制造行业供应链的位置如下图所示:

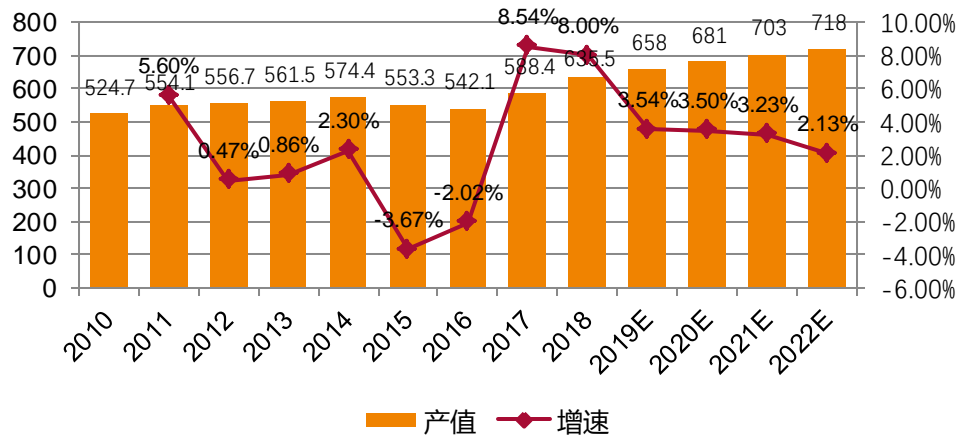
图 7: 电子制造行业供应链



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

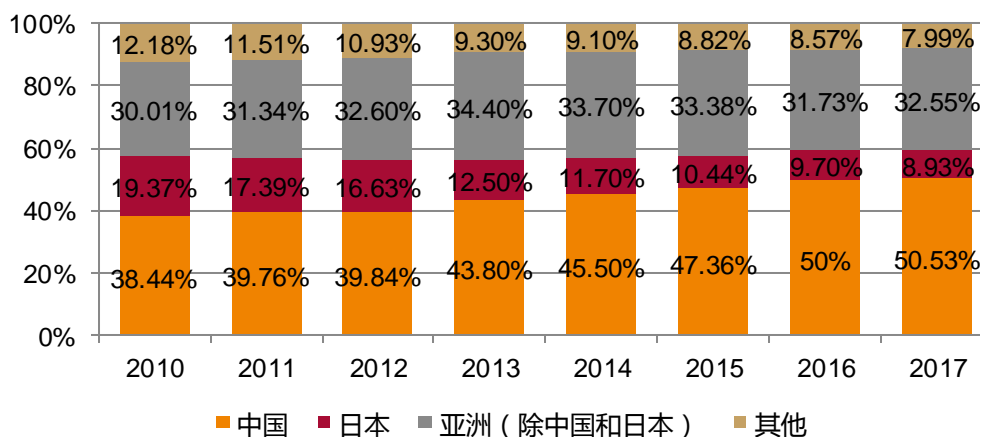
全球 PCB 产业持续增长，向亚洲特别是中国转移。全球印制电路板（PCB）行业发展历史悠久，目前已经经历了若干个周期。2018 年全球产值约为 635.5 亿美元，同比增长 8.00%。此外，全球 PCB 产业不断向亚洲地区特别是中国地区转移，截至 2017 年底，中国 PCB 产值占比已超过一半。预计到 2022 年，全球 PCB 产值将达到 718 亿美元，其中，中国 PCB 产值占比将不断提升，而 PCB 产业的增长将会带动国内电子整装市场发展。

图 8：全球 PCB 产值及增速（单位：亿美元）



资料来源：Prismark，前瞻产业研究院，天风证券研究所

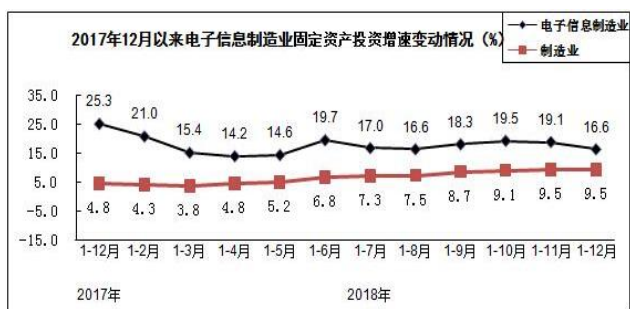
图 9：全球 PCB 产值地区分布变化趋势（单位：%）



资料来源: Prisma, 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

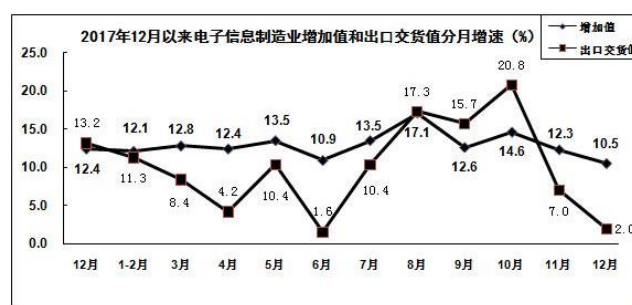
下游电子制造业增速放缓, 高质量发展成未来方向。2018年, 我国电子信息制造业增加值、投资、出口等数据保持持续增长, 但增速有不同幅度下降。目前, 全球领域 PCB 主要在 3C 产品领域大规模应用, 虽然 2018 年传统 3C 产品市场需求开始放缓, 但是传统 3C 产品普及率较高, 存量市场空间大, 消费者更换需求仍将推动市场出货量保持较高水平。未来亟待聚力创新, 打造差异化竞争体系, 走向高质量发展。

图 10: 中国电子信息制造业固定资产投资情况



资料来源: 工信部, 天风证券研究所

图 11: 中国电子信息制造业增加值和出口交货情况



资料来源: 工信部, 天风证券研究所

2.1. 优化产品性能, 推动新品研发, 保证电子焊接类设备销售稳定增长

国内电子整机装联设备行业竞争状况呈现两级分化格局, 公司为国内电子焊接设备行业龙头企业。目前, 国内从事电子产品焊接设备的制造企业多数为中小企业, 且主要集中在该领域的低端市场。在中高端市场, 部分优秀的国内企业已经打破国外品牌的垄断, 占据了较大的市场份额。电子焊接设备中高端市场比较活跃的外国厂商有 BTU、HELLER、REHM 等, 国内知名厂商除本公司外, 还有日东电子、科隆威、朗仕点子等。根据中国电子专用设备工业协会的统计, 公司在国内电子焊接设备的市场份额稳居第一。并且, 随着主要竞争对手之一的美国 BTU 公司逐步退出国内电子焊接市场, 美国 Heller 公司成为目前公司在国内电子焊接设备高端市场的主要竞争者。

表 2: 公司在国内焊接设备领域主要竞争对手:

竞争对手	主要经营范围
毕梯优电子(上海)有限公司	电子加热设备的开发、制造和组装
上海朗仕电子设备有限公司	电子元器件、电子设备及其零部件
依工电子设备(苏州)有限公司	精密电子专用设备、系统设备、工业机械设备及相关产品
日东电子科技(深圳)有限公司	SMT 表面贴装设备、波峰焊、自动化生产线

自主研发能力和核心技术实力领先于同行。公司为国家高新技术企业，在电子焊接设备和检测设备方面拥有多项核心技术专利，拥有国内发明专利 26 项，美国发明专利 1 项，德国发明专利 1 项，计算机软件著作权 61 项。拥有独立的研发团队，并建立了较为完善的研发体系。

公司定位于中高端，电子焊接类设备主要包括波峰焊、回流焊、垂直固化炉及其他焊接设备等。近年来，公司推行精益化生产，提升劳动生产率，缩短设备交货周期，快速响应客户需求；提升零件通用性，降低零件的流转，减少能源消耗，以适应新型市场经济的需求；对电子焊接类设备进行性能优化和智能升级，提升市场竞争力。

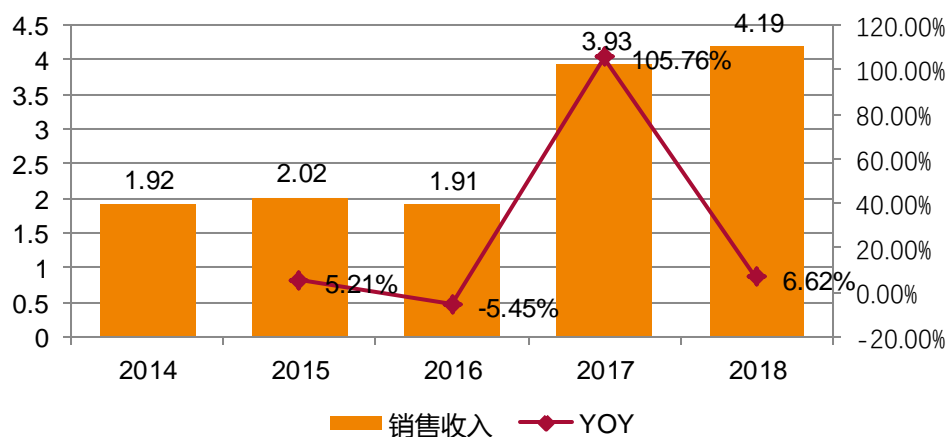
表 3：公司电子焊接设备新产品

产品名称	主要优势
智能高效回流焊和 TEA 系列回流焊	相比传统回流焊增加智能生产管理系统通讯联机功能
Mini 全程氮气双轨回流焊	实现全程充氮
Mini 一体式选择焊	实现与 AOI 通讯，实现零缺陷补修功能
SE-II 及 SMART-II 波峰焊	配置全新控制系统，提升产品品质
新型传动无尘立式炉	实现炉内静态百级，动态千级无尘

资料来源：公司 2018 年年报，天风证券研究所

电子焊接设备销售稳定增长，吸引多家优质客户。公司深耕 SMT 细分行业近十五年，凭借优良的产品性能，在业内树立了良好的品牌形象，“JT/劲拓”品牌在国内国际市场具有一定的知名度，从而累计吸引和服务了超过 4,000 家客户，其中不乏国内外众多知名电子制造企业，如富士康附属企业、伟创力、蓝思科技、格力电器、华为、美的集团等。2018 年，在下游行业增速放缓的情况下，公司电子焊接设备业务仍然实现了 6.62% 的增长率。

图 12：公司电子焊接设备销售情况（单位：人民币亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 结合客户需求，提升智能机器视觉检测设备的定制化服务水平

下游 3C 消费电子产品中高端化拉动 AOI 检测设备需求增长。未来，随着 3C 消费电子产品中高端化的发展趋势及知名品牌集中度的提升，下游电子产品模组的价值含量也随之提高，从而致使下游客户为提升良率，降低试错成本，需要对 SMT 产线焊接质量及焊前焊后

的其他各生产环节的半成品或成品进行质量监测，因此未来下游客户对智能机器视觉检测设备的需求提升。

公司通过收购加强了 AOI 自主研发能力。自 2009 年以来，公司先后通过受让运英软件、西南公司相关的技术、收购复蝶智能股权及引进核心人才，介入与主业密切相关的 AOI、SPI 检测设备和 PECVD 设备的研制生产，经过近几年的发展，已经完全消化吸收了与 AOI 相关的技术，并在此基础上形成了具有自主研发能力和核心技术优势的 AOI 研发团队。当下，国内 AOI 检测设备市场处于快速成长阶段，公司开始积极布局 AOI 检测设备业务、开拓高端市场。

图 13：公司智能机器视觉检测设备

主要产品	主要功能及应用领域	代表产品外观示例
AOI	主要用于电子产品生产中 PCB 上元件的装配品质检测及工艺品质控制。目前可实现离线式及在线式 2D、2.5D 及 3D 检测。	 <p>焊点及元器件检测 AOI-JTA-800</p>
3D-SPI	主要应用于电子产品生产过程中对锡膏印刷质量和工艺进行实时检测和调整，提高产品优质率。	 <p>自动 3D 锡膏检测 SPI-ZEN 系列</p>

资料来源：公司 2018 年年报，天风证券研究所

2.2.1. 公司将大数据及人工智能引入到 AOI 检测设备的应用

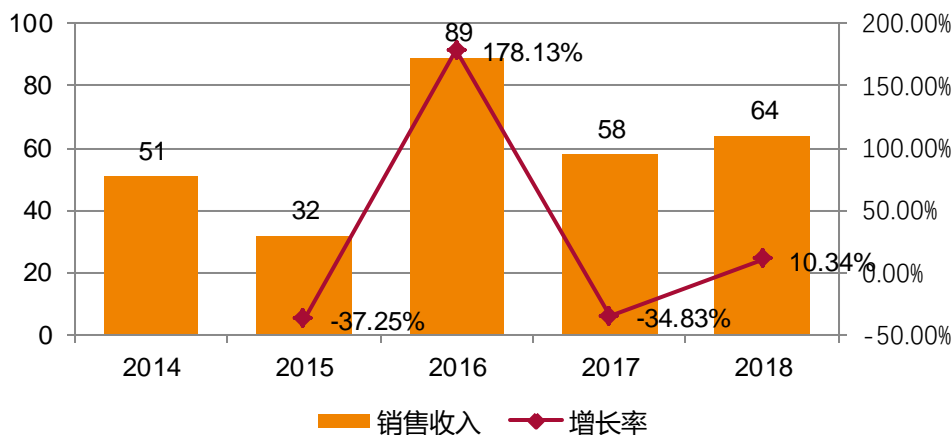
公司多种机型（如 JTA-JUTI-X、JTA-JUTI-MX 和 JTA-JUTI-1200）实现量产，并进一步完善 JTA-660TB 机型性能，增加了上下同时检测功能。3D-SPI 方面，公司实现了 SPI-Refine-X 机型量产和 SPI-Refine-1200 机型的小批量生产。除 AOI 和 3D-SPI 之外，公司完成了异形插件机项目的前期调研和需求收集，并研发出样机在客户端批量验证。

2.2.2. 公司积极拓展光电检测类设备的应用领域，进一步提高光电产品竞争力

为了应对客户端新工艺应用的需求，公司积极拓展光电检测类设备的应用领域，准备推出 CG AOI，可以用于检测透明玻璃盖板表面划痕、崩边、裂纹、凹凸点，并检测油墨盖板表面划痕、油墨崩边、裂纹、凹凸点、牙缺、异色、漏光、漏边等。

公司 AOI 检测设备高端机型获得市场认可，收入逐年增长。2016 年，公司 AOI 检测设备 660 系列高端机型开始量产，当年 AOI 检测设备销售收入实现了 178% 的增长率，表明市场对公司新高端机型的认可，而 2017 年销售收入的下降主要是由于公司产品统计口径变化。

图 14：公司 AOI 检测设备收入情况（单位：人民币百万）



资料来源: wind, 天风证券研究所

2.3. 募投项目建成，新产能投放加速扩张

技术中心投产，电子整机装联设备产能得到提升。2010 年以来，公司每月波峰焊、回流焊的平均订单数量已经增长到 110-120 台，AOI 检测设备订单数量也达到了 30 多台，2013 年公司主要产品的产能利用率已超过 100%。2014 年，公司计划将上市募集资金中的 12000 万用于“SMT 焊接设备及 AOI 检测设备扩产项目”和“研发中心建设项目”投资。2017 年在上述两大项目基础上扩建新厂房“劲拓高新技术中心”，2018 年公司完成了“劲拓高新技术中心”的建设。截至去年年末，公司已将部分业务搬迁至“劲拓高新技术中心”。技术中心投产后，公司自有厂区建筑面积将由原来的 2 万平米扩大至 9 万平米，极大提升公司电子整机装联设备的产能。随着公司着手进行 SMT 焊接设备、AOI 检测设备扩产事项，预计将新增焊接设备和 AOI 设备年产能 1,350 台。

按照公司在招股说明书中的估算，募投项目回收期约为 6 年，可获得税后净现值 3089 万元。由于项目建设时间较长，为应对新增产能消化风险，公司在保证电子整机装联设备现有市场份额的基础上，努力拓展下游应用领域，扩大公司产品市场需求，并主动探索拓展海外市场，推动传统业务的可持续发展；同时，积极落实高端智能制造发展战略，加大光电模组生产专用设备方面的研发投入，努力提升光电业务的关键技术及核心竞争力，不断扩大光电业务的市场份额。

表 4：募投项目投产后主要财务指标

序号	经济指标	所得税前	所得税后
1	静态投资回收期	4.71 年	5.46 年
2	动态投资回收期	5.57 年	5.92 年
3	内部收益率	28.05%	21.53%
4	净现值	5300.35 万元	3088.74 万元

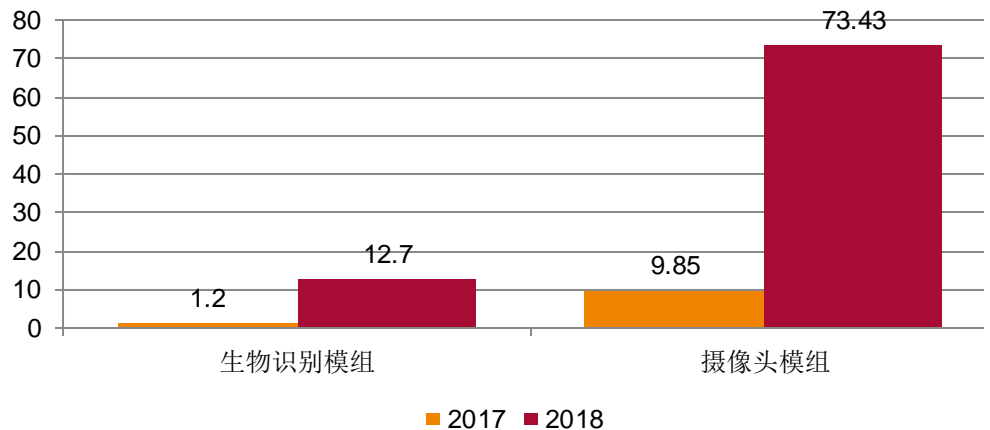
资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

3. 光电模组生产设备取得突破式进展

公司光电模组业务主要是研发和生产用于手机屏幕制造及 3D 玻璃制造等不同工艺阶段的光电模组专用设备，主要依托国内大型面板制造商和 3D 玻璃生产商。目前，公司光电模组专用设备根据产品主要功能不同划分为 8 大类，包括生物识别模组生产设备、3D 贴合设备、3D 玻璃设备、显示屏模组封装设备、摄像头模组生产设备、OLED 设备、光电模组检测设备和 D-Lami 贴合设备。其中，生物识别模组生产设备和摄像头模组生产设备对公司业绩贡献突出；另外，公司突破了 OLED 柔性屏相关 3D 贴合设备关键技术，研发出新

产品 D-Lami 贴合设备。

图 15：公司生物识别模组和摄像头模组生产设备收入情况（单位：人民币百万元）



资料来源：公司 2018 年年报，天风证券研究所

3.1. 生物识别模组生产设备助力打开光电业务市场

屏下指纹识别技术市场规模扩大。随着全面屏手机的兴起和普及，有助于提高屏占比的屏下指纹识别技术得到快速发展，2018 年屏下指纹识别技术应用规模逐渐扩大。

公司指纹识别产品类型完备，打开光电业务业绩增量空间。从技术角度来看，目前主流的屏下指纹方案分别为光学方案和超声波方案。公司及时把握屏下指纹带来的市场机遇，适时研发出超声波指纹模组邦定设备、超声波指纹模组贴合设备、光学指纹模组贴合设备、光学指纹模组框胶贴附设备、光学指纹模组贴附设备、光学指纹模组封边点胶设备等，相关设备一经推出，便帮助公司成功进入光电模组生产专用设备市场，得到下游行业国内知名厂商的认可和采购，打开了公司在光电业务方面的业绩增量空间。公司强大的研发制造实力和对新技术工艺高效的响应速度，为公司与行业客户之间建立更深层次的合作关系奠定了基础。2018 年公司生物识别模组生产设备实现了 1,269.64 万元的销售收入，同比增长 958.33%，占营收比重达到 2.15%。

表 5：公司生物识别模组生产设备主要产品

主要产品	主要功能
超声波指纹模组邦定设备	用于将指纹识别 Sensor 与 FPC 之间的邦定连接。将已完成 IC 邦定的显示屏面板，进行 FPC 邦定制程，含 ACF 贴附、FPC 高精度对位预压、FPC 本压、点胶四个主要工序
超声波指纹模组贴合设备	超声波指纹模组 IC+Sensor 贴合设备
光学指纹模组封装贴合设备	主要用于光学指纹模组的贴合、贴附、封边点胶及固化

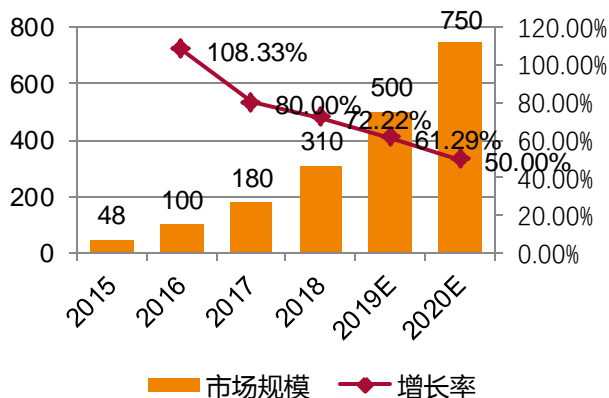
资料来源：公司 2018 年年报，天风证券研究所

3.2. 摄像头模组生产设备助力业绩增长

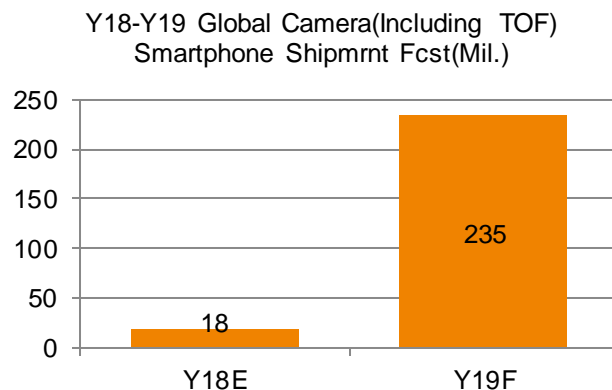
3C 电子领域多摄像头市场需求旺盛。进入 2018 年，3C 电子领域双摄像头市场渗透率远超预期，摄像头模组产业技术不断升级，带来了三摄像头技术的应用和推广，市场需求旺盛。预计到 2020 年国产智能手机双摄像头市场规模将达到 750 亿元，渗透率将超过 60%。另外，预计 2019 年全球支持三摄的智能手机出货量约 2.4 亿部，三摄也将进入高速增长期。

图 16：国产手机双摄像头市场规模（单位：亿元）

图 17：全球智能手机三摄像头市场预测（单位：百万部）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所



资料来源：群智咨询 (Sigmaintell)，天风证券研究所

公司依托国内大型模组厂商，积极迎合技术发展趋势，紧跟客户最新需求，挖掘新的业绩增长点，快速响应市场需求，成功研发出针对摄像头模组的生产设备，包括 COB 摄像头模组热压设备、摆料机、UV 固化机及搭载机等，得到下游客户认可并实现销售，成为公司新的业绩增量点，助力公司业绩提升。2018 年，公司摄像头模组生产设备实现了 7,342.98 万元的销售收入，同比增长 645.48%，占到营业收入的 12.43%。

表 6：公司摄像头模组生产设备

主要产品	主要功能
摆料机\UV 固化机	双摄像头、三摄像头模组支架组装自动摆料、自动固化设备，和搭载机自动连线使用
搭载机	主要用于摄像头模组中音圈马达、镜头、支架、铁壳的搭载
COB 摄像头模组热压机	应用于手机摄像头线路板晶片点胶后和镜头模组组合后，修正上游设备组装后产生的上下平整度偏差，并进行加热固化
点胶机	用于摄像头模组中电子元器件的封装、加固、补强及保护等工序

资料来源：公司 2018 年年报，天风证券研究所

3.3. 突破 OLED 柔性屏相关 3D 贴合设备关键技术，打破国外技术垄断

OLED 市场需求正在逐步释放。近几年，随着智能手机的消费升级，OLED 凭借优越的性能，在智能手机市场的渗透率快速提升。OLED 技术应用于电子产品的部分绝大多数为 AMOLED，是面板界的新热点，国内面板厂争相扩大产能布局 OLED，在大规模新建 AMOLED 生产线，并且以 6 代 LTPS TFT-AMOLED 产线为主，市场需求逐步释放。预计 2019-2021 年，中国 OLED 在建和拟建的 OLED 产线总投资额将达到 2965 亿元。

表 7：中国 OLED 在建和拟建产线统计

公司	投资地点	世代	投资额 (亿元)	投产时间	规划月产能 (千)
京东方	绵阳	6	465	2019	48
京东方	重庆	6	465	2020	48
京东方	福州	6	465	2021	48
维信诺	合肥	6	440	2021	30
华星光电	武汉	6	350	2019	45
和辉	上海	6	272.78	2019	30
信利	眉山	6	362	2021	15
深天马 (二期)	武汉	6	145	2019	37.5

合计 2964.78 301.5

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司突破开发瓶颈，3D 贴合设备迎来国产替代拐点。以往 OLED 柔性屏相关 3D 贴合设备主要依赖国外进口，随着国外严控 OLED 相关技术的出口，国内的设备厂商在此领域凸显机会。公司积极与下游客户保持密切合作，联合攻坚相关技术难点，目前已经突破了 OLED 柔性屏相关 3D 贴合设备开发瓶颈，完成了 3D-Lami 贴合设备样机生产，并在客户端进行验证。3D-Lami 贴合设备可实现柔性 OLED 屏与曲面玻璃盖板之间的贴合。

图 18：公司 3D 贴合曲面设备



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司成为绵阳京东方第 6 代 AMOLED（柔性）生产线项目的中标方。根据机电产品招标投标电子交易平台，目前公司已收到两份来自绵阳京东方光电科技有限公司关于 D-Lami 贴合设备的《中标通知书》，两次中标金额分别为人民币 8120 万元和 8898.75 万元，共计占去年营收的 28.81%。中标项目签订正式合同并顺利执行后，将会对未来经营业绩产生积极影响。

我们以此为基础进行粗略估算，上述中国在建和拟建 OLED 产线 2019-2021 年对 3D 贴合设备需求接近 40 亿，公司有望显著受益。

表 8：2018 年以来国内 OLED 产线模组段贴合类设备招标情况

开标时间	招标人	招标范围	中标人
2019/5/21	京东方绵阳	贴合设备	劲拓股份
2019/4/12	京东方成都	贴合设备	SHINDO ENG. LAB., LTD.
2019/3/29	京东方绵阳	贴合设备	劲拓股份
2019/1/10	京东方成都	贴合设备	SHINDO ENG. LAB., LTD.
2018/6/22	京东方绵阳	贴合设备	FAI CO., LTD.
2018/6/12	京东方成都	平面贴合设备	SHINDO ENG. LAB., LTD.
2018/5/8	武汉华星	曲面盖板贴合机	FAI CO., LTD.

资料来源：机电产品招标投标电子交易平台，天风证券研究所

4. 盈利预测

我们将公司业务拆分为焊接设备、AOI、模组设备（含摄像头的面板）、3C 设备和其他业

务进行分析,测算得到公司 2019/2020/2021 年营业收入为 811.68/1032.52/1267.10 百万元。

表 9: 公司业务拆分

业务类型	指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
焊接设备	营业收入	392.7	419.3	482.2	554.5	637.7	701.4
	变动成本	226.0	255.2	303.8	354.9	414.5	455.9
	YOY	105.61%	25.00%	15.00%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	42.45%	39.13%	37.00%	36.00%	35.00%	35.00%
AOI	营业收入	57.5	64.0	80.0	104.0	135.2	162.2
	变动成本	36.5	37.1	46.4	62.4	83.8	100.6
	YOY	-35.01%	15.00%	25.00%	30.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	36.53%	42.11%	42.00%	40.00%	38.00%	38.00%
模组设备 (含摄像头和面板)	营业收入	2.7	88.9	151.2	226.8	294.8	383.3
	变动成本	1.6	54.9	83.2	129.3	176.9	230.0
	YOY		20.00%	70.00%	50.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	42.11%	38.25%	45.00%	43.00%	40.00%	40.00%
3C 装备 (其他)	营业收入	8.8	40.0	80.0	128.0	179.2	250.9
	变动成本	未披露	24.0	48.0	76.8	107.5	150.5
	YOY	未披露		100.00%	60.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	未披露	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	营业收入	16.0	16.7	18.3	19.2	20.2	121.2
	变动成本	未披露	10.8	11.9	13.5	14.1	84.8
	YOY	未披露	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	未披露	35.00%	35.00%	30.00%	30%	30%
合计	营业总收入 (万)	477.8	590.9	811.7	1,032.5	1,267.1	1,619.0
	营业成本 (万)	274.2	364.1	493.2	636.8	796.9	1,021.8
	毛利率	42.61%	43.00%	39.23%	38.32%	37.11%	36.88%
	营业收入增长	45.44%	23.68%	37.36%	27.21%	22.72%	27.77%
	率						

资料来源: wind, 天风证券研究所

根据业务拆分,我们对公司盈利情况进行测算,得到公司 2019/2020/2021 年归母净利润为 141.52/176.40/211.56 百万元,对应 PE 为 25.52/20.48/17.07 倍。

4.1. 相对估值

我们根据同行业可比公司智云股份、联得装备和精测电子,分析得到行业平均 PE 为 41.83。

表 10: 行业平均 PE

可比公司	2018 年收入(百万)	2018 年归母公司净利润 (百万)	PE (2019/6/6)
智云股份	975.9	122.61	55.4
联得装备	663.59	85.27	37.31
精测电子	1389.51	288.96	32.79
行业平均 PE			41.83

资料来源: wind, 天风证券研究所

根据行业平均 PE 测得公司目标股价为 15.6 元。

表 11: 公司目标股价测算

行业平均 PE	41.83
公司 2018 年归母公司净利润 (百万)	90.98
公司总市值 (百万)	3805.69
公司总股数 (百万股)	244.22
公司目标股价	15.6

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	182.64	58.85	64.93	239.79	106.56	营业收入	477.76	590.90	811.68	1,032.52	1,267.10
应收票据及应收账款	202.76	216.97	402.82	311.01	565.00	营业成本	274.21	364.12	493.23	636.81	796.86
预付账款	1.22	3.23	3.81	4.38	6.08	营业税金及附加	4.93	5.11	7.75	9.81	11.70
存货	150.14	150.22	263.78	277.61	392.97	营业费用	61.91	67.37	75.49	86.73	93.77
其他	6.83	174.62	67.88	81.63	114.39	管理费用	25.27	47.24	42.93	51.63	63.35
流动资产合计	543.58	603.89	803.23	914.43	1,185.00	研发费用	24.28	27.61	24.35	33.04	45.92
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	2.02	(2.46)	(0.77)	(1.89)	(2.15)
固定资产	47.88	298.55	318.95	359.44	398.97	资产减值损失	9.23	7.74	8.26	8.41	8.14
在建工程	88.90	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	14.71	15.27	14.49	13.70	12.92	投资净收益	0.00	1.69	0.56	0.56	0.56
其他	29.36	21.24	19.72	22.66	20.79	其他	(17.11)	(33.27)	(1.13)	(1.13)	(1.13)
非流动资产合计	180.85	335.06	389.16	465.40	504.44	营业利润	93.03	105.74	161.01	208.55	250.07
资产总计	724.43	938.95	1,192.41	1,379.84	1,689.45	营业外收入	0.06	0.13	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	41.28	0.00	0.00	营业外支出	1.56	0.44	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	142.46	155.55	249.76	284.12	374.24	利润总额	91.53	105.42	161.01	208.55	250.07
其他	71.10	143.45	97.78	152.88	168.76	所得税	10.76	13.96	18.92	31.28	37.51
流动负债合计	213.57	299.01	388.82	437.00	543.01	净利润	80.78	91.46	142.09	177.27	212.56
长期借款	0.00	20.00	33.05	0.00	0.00	少数股东损益	0.44	0.48	0.56	0.87	1.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	80.34	90.98	141.52	176.40	211.56
其他	15.45	16.66	15.04	15.71	15.80	每股收益(元)	0.33	0.37	0.58	0.72	0.87
非流动负债合计	15.45	36.66	48.08	15.71	15.80						
负债合计	229.01	335.66	436.90	452.71	558.81						
少数股东权益	0.56	1.05	1.58	2.43	3.41	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	240.00	243.37	244.22	244.22	244.22	成长能力					
资本公积	23.73	59.67	59.67	59.67	59.67	营业收入	45.44%	23.68%	37.36%	27.21%	22.72%
留存收益	254.85	381.77	509.72	680.47	883.01	营业利润	111.49%	13.66%	52.27%	29.53%	19.91%
其他	(23.73)	(82.57)	(59.67)	(59.67)	(59.67)	归属于母公司净利润	54.17%	13.25%	55.56%	24.64%	19.93%
股东权益合计	495.41	603.29	755.51	927.12	1,130.64	获利能力					
负债和股东权益总	724.43	938.95	1,192.41	1,379.84	1,689.45	毛利率	42.61%	38.38%	39.23%	38.32%	37.11%
						净利率	16.82%	15.40%	17.44%	17.08%	16.70%
						ROE	16.23%	15.11%	18.77%	19.08%	18.77%
						ROIC	41.99%	31.37%	25.93%	23.50%	31.60%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	31.61%	35.75%	36.64%	32.81%	33.08%
净利润	80.78	91.46	141.52	176.40	211.56	净负债率	-36.87%	-6.44%	1.24%	-25.86%	-9.43%
折旧摊销	7.57	7.26	4.38	6.70	9.09	流动比率	2.55	2.02	2.07	2.09	2.18
财务费用	1.59	(1.94)	(0.77)	(1.89)	(2.15)	速动比率	1.84	1.52	1.39	1.46	1.46
投资损失	0.00	(1.69)	(0.56)	(0.56)	(0.56)	营运能力					
营运资金变动	(42.31)	(147.80)	(144.82)	150.85	(295.83)	应收账款周转率	2.61	2.82	2.62	2.89	2.89
其它	18.25	174.81	0.56	0.87	1.00	存货周转率	3.93	3.93	3.92	3.81	3.78
经营活动现金流	65.87	122.10	0.31	332.37	(76.89)	总资产周转率	0.74	0.71	0.76	0.80	0.83
资本支出	77.63	167.75	61.62	79.32	49.91	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.33	0.37	0.58	0.72	0.87
其他	(169.09)	(460.43)	(121.08)	(158.75)	(99.35)	每股经营现金流	0.27	0.50	0.00	1.36	-0.31
投资活动现金流	(91.47)	(292.68)	(59.46)	(79.42)	(49.44)	每股净资产	2.03	2.47	3.09	3.79	4.62
债权融资	0.00	20.00	74.33	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	57.98	18.87	24.51	1.89	2.15	市盈率	44.96	39.70	25.52	20.48	17.07
其他	(72.98)	5.75	(33.61)	(79.98)	(9.04)	市净率	7.30	6.00	4.79	3.91	3.20
筹资活动现金流	(15.00)	44.62	65.23	(78.09)	(6.89)	EV/EBITDA	27.60	33.16	21.90	15.72	13.58
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	29.41	35.34	22.50	16.23	14.08
现金净增加额	(40.60)	(125.95)	6.08	174.85	(133.23)						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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