

审慎推荐-A (首次)

三丰智能 300276.SZ

当前股价: 9.08 元

2020 年 03 月 06 日

全年业绩稳定增长, 有望受益智能化加速红利

基础数据

上证综指	3072
总股本(万股)	79517
已上市流通股(万股)	36303
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	33
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	6.4
资产负债率	30.7%
主要股东	朱汉平
主要股东持股比例	26.22%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn  
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn  
S1090518090001

刘荣

0755-82943203  
liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

研究助理

时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn

公司公告 2019 年营业收入 19.5 亿, 同比增长 8.57%, 归母净利润 2.71 亿, 同比增长 15.17%。公司业务集中于汽车行业, 主要包括智能焊装生产线和智能输送成套设备, 近年来公司的 AGV 机器人和物流仓储自动化等智能装备产业也开始快速发展, 营业收入持续增长。预计 20/21 年净利润分别为 3.47 亿/4.07 亿, 对应 PE 为 21 倍/18 倍, 首次覆盖, 给予“审慎推荐-A”评级。

- 公司经营情况向好, 同比去年有较大增长的原因在于: (1) 智慧物流业务进入快速成长期, 智能输送装备系统产线、智能仓储系统设备和 AGV 机器人业务市场订单趋势向好, 鑫燕隆的智能焊装产线业务体现出强大的行业竞争力, 依托技术实施和客户市场优势, 纵深拓宽优质新能源汽车客户, 收入利润双增长; (2) 非经营性损益预计 2400 万, 去年同期为 1630 万。
- 我们认为, 公司产品均与智能化相关, 是国家鼓励的大方向, 未来公司业绩有望加速发展。本次疫情, 一定程度上凸显了生产智能化的重要性, 公司业务线均与智能化相关: 公司早期从事智能物流输送成套装备的研发、设计及系统集成。2011 年公司登陆创业板, 随后通过设立、合资、兼并收购等多种资本运作方式, 向智能输送产业链横向和纵向扩张, 积极拓展新的业务领域。公司相继成立了三丰机器人、三丰小松自动化仓储设备、众达智能停车设备、易智控科技等公司, 发展了工业机器人、仓储物流自动化设备、智能立体停车设备、无人机、自动化包装设备等新兴产业。2017 年公司以 26 亿元的价格收购上海鑫燕隆 100% 的股权, 切入中高端整车制造的白车身智能焊装领域, 目前已经形成了智能焊装生产线+智能输送成套设备双主力产品布局。
- 子公司鑫燕隆竞争力强, 在手订单数目大。目前国内汽车行业发展长期景气程度确定性高, 2019 年年车市竞争加剧, 车型的更新速度加快, 拉动自动化设备需求。短期国内汽车行业处于洗牌期, ABB、柯马等国外公司市场份额正逐步被国内优秀企业替代, 技术与协同实力差的企业也将不断淘汰出局, 企业数量大幅降低, 鑫燕隆作为焊装自动化细分行业龙头, 市场优质客户订单量增幅每年不低于 20%, 市占率不断提升。截至 2019 年 Q3, 公司在手销售订单(含税)总额 34 亿元, 估计鑫燕隆订单在 20 亿左右。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	625	1792	1946	2345	2793
同比增长	91%	187%	9%	21%	19%
营业利润(百万元)	67	265	307	375	429
同比增长	634%	294%	16%	22%	14%
净利润(百万元)	65	235	272	347	407
同比增长	336%	264%	16%	27%	17%
每股收益(元)	0.14	0.43	0.34	0.44	0.51
PE	66.9	21.1	26.5	20.8	17.7
PB	1.8	1.4	1.9	1.8	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

**智能制造为时代大趋势，公司加大研发投入。**随着国家智能制造专项都在大量落地，重点领域的示范项目趋于成熟，对各行业、各企业产生了更加积极的促进和带动作用，智能制造项目未来将会大量启动。2019 年智能制造解决方案的市场规模将超过 300 亿元，预计未来几年将保持 20% 以上的增长率。公司目前研发团队不断壮大，现有技术人员 532 人，占公司员工总人数的 30.31%，同时，公司积极建立研发基地，例如“湖北省工程技术研究中心”、“湖北省认定企业技术中心”、“湖北省工程实验室”等，通过高层次的研发平台与高水平的专家团队保持公司的核心竞争力。

**公司与西门子签订战略合作协议，共同发展智能制造领域。**双方基于汽车制造和输送装备行业的自动化、数字化、Mindsphere 云端大数据分析等领域展开合作，建立长期战略合作关系，目前基于系统设备数据采集分析的研究，处于数据平台搭建的前期阶段，计划 2020 年向汽车行业推广设备智能监控与维护的业务服务模型。19 年 7 月，子公司三丰机器人与西门子展开深度合作，共同打造以西门子 MindSphere 操作系统为核心的 AGV 智能云平台，并在中国汽车行业推广数字化智能物流及装配解决方案。三丰机器人成为首家接入 MindSphere 的全套 AGV 系统解决方案的集成商，目前已实现了第一台样机进入测试阶段。同时，广汽宜昌与国能新能源项目 AGV 采用工业云数据采集目前正在展开中。与西门子的合作将促进公司在汽车行业智能制造领域更深层次的拓展。

**首次覆盖，给予“审慎推荐-A”评级。**公司业务集中于汽车行业，主要包括智能焊装生产线和智能输送成套设备，近年来公司的 AGV 机器人和物流仓储自动化等智能装备产业也开始快速发展，营业收入持续增长。预计 20/21 年净利润分别为 3.47 亿/4.07 亿，对应 PE 为 21 倍/18 倍，首次覆盖，给予“审慎推荐-A”评级。

**风险提示：**

- (1) 下游投资不及预期：显著受下游汽车行业投资影响；
- (2) 智能化推进不及预期：存在智能化制造份额提升过于缓慢的风险；
- (3) 疫情影响：公司有湖北业务，可能会受到疫情影响。

## 公司基本信息

公司业务构成目前主要为智能焊装生产线和智能输送成套设备两项业务，2019 年上半年两项业务收入合计占比达 96%。智能焊装生产线业务 2018 年实现营业收入 13.04 亿元，同比增长 375.99%，占总收入的 72.78%，毛利率同比提升 1.16 个百分点，营业收入和盈利水平显著提升。智能输送设备作为公司传统业务，2018 年营收 3.81 亿，占比 21.26%，同比增长 34.87%，继续保持高速稳定增长。此外，公司高低压成套及电控设备、配件销售及其他收入占比分别为 1.18% 和 4.79%。随着智慧物流业务进入快速成长期和智能焊装产线业务头部规模优势，公司营业收入与净利润继续保持增长态势，2019 年营业收入 19.46 亿元，同比增长 8.57%，归母净利润 2.71 亿元，同比增长 15.17%。

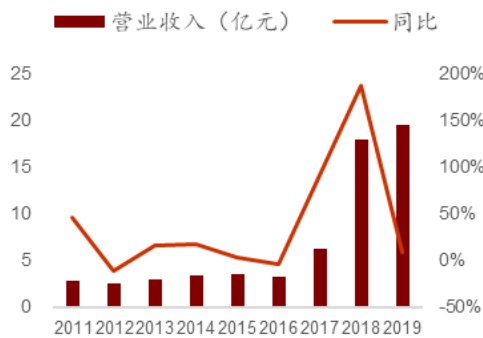
**近两年毛利率和净利率稳定提升。**2011-2016 年公司净利率持续下滑，从 19.30% 降至 4.96%。2017 年智能焊装生产线业务的加入，使公司净利率逐步回升，未来几年公司盈利能力有望持续好转。公司毛利率一直以来维持在 25%-35% 的区间内，较为稳健。

表 1: 公司主要子公司及业务梳理 (经营业绩为 2018 年)

子公司	股权	主要业务	营业收入	净利润
易智控	60%	智能输送: 无人机的研发、设计、生产、销售、集成应用	3.8 亿	2320 万
三丰汉巍	100%	智能输送: 智能输送成套设备、光机电一体化装备、涂装设备、工业机器人		
上海鑫燕隆	100%	智能焊装+集成应用: 汽车整车制造商提供车身智能焊装生产线整体解决方案	13 亿	2.23 亿
三丰小松	60%	智能仓储: 自动化物流系统方案设计、咨询及系统集成	4657 万	77 万元
三丰机器	51%	自引导小车+AGV 机器人	3900 万	-158 万
久丰智能	100%	高低压成套开关设备及电气设备	2437 万	307 万
三丰智联	55%	智能仓储+AGV 机器人	合同额: 2000 万	
上海策度	55%	机器人应用+智能焊装: 机电设备、机器人、计算机科技领域内的技术开发、技术咨询	合同额: 7500 万	
三扬石化	100%	油品销售: 销售各种油品、水泥、建材等	3700 万	-52 万
众达停车	60%	智能停车设备: 机械式停车设备的设计、制造、销售	3800 万	-125 万

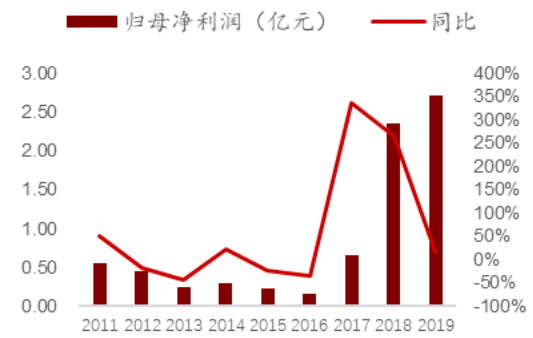
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 三丰智能收入情况



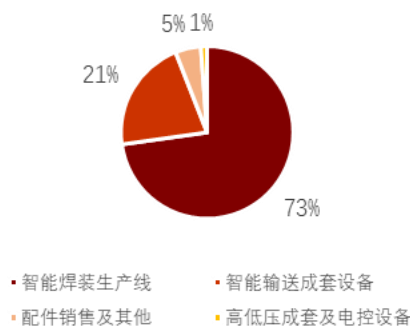
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 三丰智能利润情况



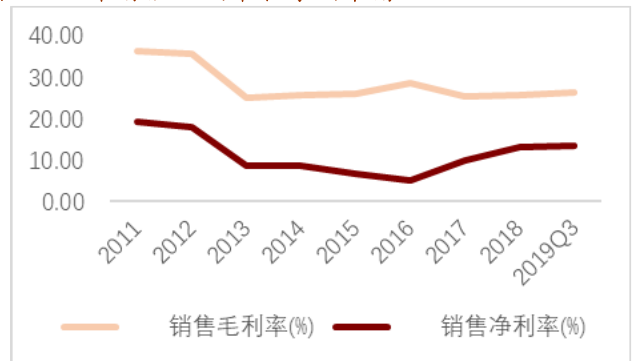
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 三丰智能收入结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 三丰智能毛利率和净利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

**收购鑫燕隆，切入智能焊接领域。**鑫燕隆成立于 2011 年，核心业务为提供汽车智能焊装生产线系统整体解决方案，产品包括地板智能焊装生产线、侧围智能焊装生产线、门盖智能焊装生产线以及车身智能主焊线等，覆盖汽车白车身焊装的全工艺流程，是国内白车身焊装生产线系统集成巨头企业。三丰智能于 2017 年以 26 亿元价格全资收购鑫燕隆，通过发挥销售、技术、产能等方面的协同效应，三丰智能得以切入中高端整车制造的白车身智能焊装领域，弥补了公司在焊装应用领域的不足。

**覆盖中高端优质客户，布局新能源汽车领域。**鑫燕隆核心/重要下游客户都是国内外一

流整车及零部件生产商，客户不仅涵盖上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、上汽大众、南京依维柯、长安标致等一线车企，同时也在积极推进与国际知名汽车制造商奔驰、宝马等公司的合作，市场优质客户订单量增幅每年不低于 20%，市场占有率不断提升。另外，除保证传统汽车业务稳定增长外，公司也向新能源汽车方向拓展，相关产品已经应用于特斯拉上海工厂、湖南中车、天津国能等新能源终端客户。未来随着国内车型升级换代速度的加快，以及鑫燕隆客户关系的拓展，公司智能焊装生产线需求有望持续扩展。

图 3 三丰智能与鑫燕隆拥有高质量的下游客户



资料来源：公司公告、招商证券

鑫燕隆 2017、2018、2019 年业绩承诺分别不低于 1.8 亿元、2.2 亿元、2.6 亿元，2017 年、2018 年扣非净利润 1.9 亿元、2.2 亿元，均已超额完成承诺业绩。2019 上半年鑫燕隆扣非净利润为 1.33 亿，已完成 2019 年业绩承诺的 51.52%，预计可以达到 2.6 亿元的业绩承诺。



表 2: 鑫燕隆业绩承诺及完成情况 (万元)

	2017 年	2018 年	2019 年
承诺净利润	18010	21760	25820
实际净利润	18529	22302	-
完成比例	102.9%	102.5%	-

资料来源：公司公告、招商证券

完善的智能输送产业链。公司传统主业智能输送成套设备主要分为悬挂式和地面式两大类，前者包括自行车悬挂输送系统等，后者包括滑板输送系统、地面链式输送系统、AGV 自导引小车、RGV 地面智能小车等，主要应用于汽车等行业的涂装、焊装和总装自动化生产线，也有少量应用于仓储物流、轻工、电子等行业的物流输送。

表 3: 智能输送成套设备

产品种类	主要产品	示意图
智能悬挂输送成套设备	自行车悬挂输送系统； 链式悬挂输送系统	
地面智能输送成套设备	滑板输送系统；地面链式输送系统； AGV 自导引小车；RGV 地面智能小车	

资料来源：公司公告、招商证券

**深耕 AGV 研发，布局 AGV 业务。** 三丰机器人公司借鉴吸收了国外先进技术再经自主研发，掌握了产品的核心技术，经过多年的发展已经成为国内技术先进、AGV 产品齐全的科技型企业。公司作为高新技术企业，拥有一支以资深专家为核心的创新团队，2019 年重视 AGV 业务研发，不仅 AGV 驱动器和激光导航全向举升装配 AGV 自动驾驶车进入测试阶段，同时开始对智能组合分体承载式 AGV 项目进行研发。

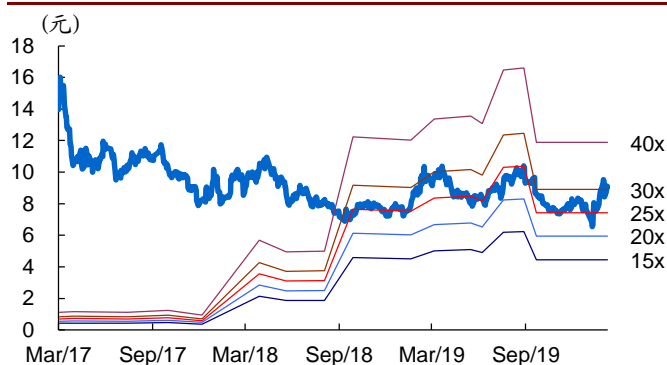
**领行 AGV 产业，知名下游客户。** 在 AGV 行业，公司凭借 AGV 产品的稳定性、突出的售后赢得用户的口碑及青睐。在 AGV 解决方案上，对汽车、电子等行业的物流工艺理解，达到行业领导者水平。主要用户有江铃汽车小蓝工厂（福特生产线）、江铃控股、江淮汽车、上汽通用五菱、东风沃尔沃发动机厂、北汽昌河、长安汽车、柯马（上海）、川崎机器人等国内知名企业，2018 年销售额超过 1.5 亿元。

表 4：三丰智能主营业务收入假设表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>328</b>	<b>625</b>	<b>1792</b>	<b>1946</b>	<b>2345</b>	<b>2793</b>
智能焊装生产线		274	1304	1422	1777	2186
智能输送成套设备	214	282	381	411	444	471
高低压成套及电控设备	17	17	21	23	25	27
配件销售及其他	97	52	86	90	99	109
<b>收入增长率</b>	<b>-4.9%</b>	<b>90.9%</b>	<b>186.6%</b>	<b>8.6%</b>	<b>20.5%</b>	<b>19.1%</b>
智能焊装生产线			376.0%	9.0%	25.0%	23.0%
智能输送成套设备	-8.4%	32.1%	34.9%	8.0%	8.0%	6.0%
高低压成套及电控设备	-39.2%	0.9%	26.3%	7.0%	11.0%	9.0%
配件销售及其他	15.7%	-46.3%	64.1%	5.0%	10.0%	10.0%
<b>毛利率</b>	<b>28.4%</b>	<b>25.5%</b>	<b>25.7%</b>	<b>26.2%</b>	<b>26.2%</b>	<b>25.5%</b>
智能焊装生产线		26.2%	26.5%	27.0%	27.0%	26.0%
智能输送成套设备	30.8%	25.1%	23.9%	24.0%	23.5%	23.4%
高低压成套及电控设备	28.3%			28.0%	28.3%	28.6%
配件销售及其他	23.3%			23.0%	23.0%	23.0%

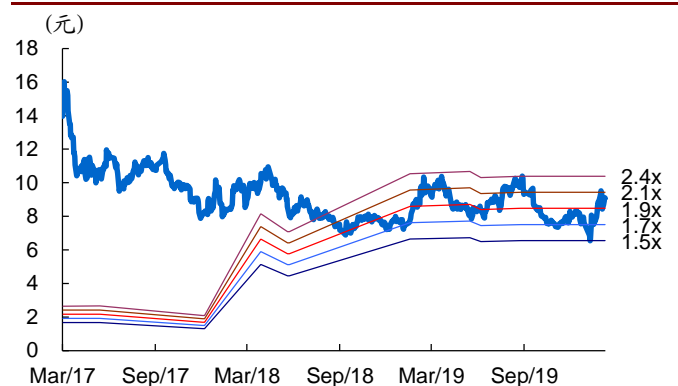
数据来源：招商证券

图 5：三丰智能历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：三丰智能历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1846	2401	2727	3394	4162
现金	138	269	453	652	875
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	69	84	91	110	131
应收款项	488	451	469	565	673
其它应收款	40	42	45	55	65
存货	1059	1377	1476	1779	2139
其他	53	178	193	232	278
<b>非流动资产</b>	2653	2631	2592	2557	2526
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	282	266	252	240	229
无形资产	264	249	224	202	182
其他	2107	2116	2116	2116	2116
<b>资产总计</b>	<b>4499</b>	<b>5032</b>	<b>5319</b>	<b>5951</b>	<b>6688</b>
<b>流动负债</b>	2044	1416	1475	1771	2121
短期借款	25	45	0	0	0
应付账款	562	606	653	788	947
预收账款	515	727	784	946	1137
其他	943	37	37	37	37
<b>长期负债</b>	66	69	69	69	69
长期借款	0	0	0	0	0
其他	66	69	69	69	69
<b>负债合计</b>	<b>2110</b>	<b>1485</b>	<b>1544</b>	<b>1840</b>	<b>2191</b>
股本	477	548	795	795	795
资本公积金	1631	2481	2375	2375	2375
留存收益	249	485	574	914	1304
少数股东权益	32	33	31	27	24
归属于母公司所有者权益	2357	3514	3744	4083	4473
<b>负债及权益合计</b>	<b>4499</b>	<b>5032</b>	<b>5319</b>	<b>5951</b>	<b>6688</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	34	185	268	201	233
净利润	65	235	272	347	407
折旧摊销	26	51	59	54	50
财务费用	1	3	(2)	(4)	(6)
投资收益	(0)	(2)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(58)	(96)	(39)	(178)	(201)
其它	(0)	(6)	(2)	2	2
<b>投资活动现金流</b>	32	(995)	1	1	1
资本支出	(31)	(28)	(19)	(19)	(19)
其他投资	62	(968)	20	20	20
<b>筹资活动现金流</b>	(8)	930	(85)	(3)	(11)
借款变动	(1696)	11	(45)	0	0
普通股增加	103	71	247	0	0
资本公积增加	1590	850	(106)	0	0
股利分配	(4)	(5)	(183)	(8)	(17)
其他	(0)	3	2	4	6
<b>现金净增加额</b>	<b>57</b>	<b>120</b>	<b>184</b>	<b>199</b>	<b>223</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	625	1792	1946	2345	2793
营业成本	466	1332	1436	1731	2082
营业税金及附加	6	13	14	17	21
营业费用	21	34	39	47	56
管理费用	71	86	93	106	120
研发费用	0	71	78	93	111
财务费用	2	3	(2)	(4)	(6)
资产减值损失	(0)	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	20	20	20	20
<b>营业利润</b>	67	265	307	375	429
营业外收入	11	3	3	20	35
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	77	267	309	395	464
所得税	14	34	39	51	60
<b>净利润</b>	63	233	270	344	404
少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>65</b>	<b>235</b>	<b>272</b>	<b>347</b>	<b>407</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	91%	187%	9%	21%	19%
营业利润	634%	294%	16%	22%	14%
净利润	336%	264%	16%	27%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.5%	25.7%	26.2%	26.2%	25.5%
净利率	10.4%	13.1%	14.0%	14.8%	14.6%
ROE	2.7%	6.7%	7.3%	8.5%	9.1%
ROIC	2.3%	6.4%	7.0%	7.8%	8.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.9%	29.5%	29.0%	30.9%	32.8%
净负债比率	0.6%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.9	1.7	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.4	0.7	0.8	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.7	1.1	1.0	1.1	1.1
应收帐款周转率	1.5	3.3	3.6	3.8	3.8
应付帐款周转率	1.4	2.3	2.3	2.4	2.4
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.14	0.43	0.34	0.44	0.51
每股经营现金	0.07	0.34	0.34	0.25	0.29
每股净资产	4.94	6.41	4.71	5.14	5.63
每股股利	0.01	0.00	0.24	0.02	0.03
<b>估值比率</b>					
PE	69.0	21.8	27.4	21.5	18.3
PB	1.9	1.5	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	91.6	27.5	22.9	19.6	17.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。