

其他专用机械

安达智能（688125.SH）

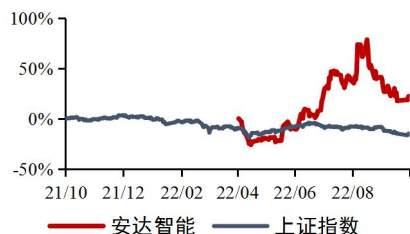
买入-A(首次)

流体控制设备量价优势显著，ADA 智能平台打开第二增长级

2022 年 10 月 14 日

公司研究/深度分析

公司上市以来股价表现



市场数据：2022 年 10 月 13 日

收盘价（元）：	55.60
总股本（亿股）：	0.81
流通股本（亿股）：	0.17
流通市值（亿元）：	9.36

基础数据：2022 年 6 月 30 日

每股净资产（元）：	22.31
每股资本公积（元）：	18.69
每股未分配利润（元）：	2.22

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

报告要点

国内领先的流体控制设备制造商，随着公司产品布局逐步走向多元化，等离子设备和固化设备、新品 ADA 智能平台等成为公司新的业务增长点。

公司于 2009 年推出选择性涂覆机，2010 年成功研发“国内首款全自动多功能高速点胶机”，随后相继推出包括点胶机、涂覆机、等离子清洗机、固化炉和智能组装设备、ADA 智能平台等在内的多种智能制造装备及核心零部件，形成了当前以高端流体控制设备为核心、覆盖多道工序的多元化产品布局。近三年营收、归母净利润 CAGR 分别为 31.5%、55.8%；依托优质客户资源优势、核心零部件自研自产优势、行业先发优势以及产品模块化优势，公司综合毛利率处于 60%以上。

流体控制设备量价优势显著，传统主营业务有望稳健增长。（1）市场规模保持较快增长，高端领域进口替代空间广阔。根据头豹研究院公开数据显示，2020 年中国精密流体控制设备市场规模为 272.3 亿元，预计 2025 年将达到 490.6 亿元，复合增长率达到 12.5%。公司的点胶机在定位精度、重复精度和运行速度方面，已与美国诺信等全球领先的流体控制设备企业保持一致水平，进口替代能力强。（2）受益于核心零部件自研自产及苹果链，2018~2021 年，公司流体控制设备的毛利率分别为 72.45%、70.95%、69.32%及 63.79%，大幅高于可比上市公司产品的毛利率水平。

国内首创 ADA 智能平台优势突出，第二增长极蓄势待发。ADA 智能平台模块化设计：通用机架+主机模组=通用平台+各种功能/供料/校准/输送模块=智能平台设备。公司从 2015 年开始研发 ADA 智能平台，2021 年完成并已获得正式销售订单。目前已经在汽车电子行业得到实际的验证及应用。ADA 智能平台可极大地降低客户每年对单一非标设备类固定资产的重复投资，具备明显的成本优势、效率优势，采用 ADA 智能平台，客户只需要更换功能头模块，其成本投入相比采购一台专用设备大幅降低。同时，ADA 智能平台可以单机生产模式，亦可以多机连线的生产模式，与传统专用设备相比更具有扩展性、灵活性，有效解决制造业设备通用性低、故障排除时间长、操作技术门槛高、换线转产不灵活的四大行业痛点。

苹果链受益 iPhone 新机发布，新能源、半导体、汽车电子等新兴领域拓展顺利，非苹果链客户类型不断丰富。2018~2021 年，苹果及其 EMS 厂商的销售占到公司营收 60%左右，是公司重要且优质的客户。iPhone 14 新机发布，Q4 或迎来全年销售高点，从而带动 iPhone 出货量上升及苹果公司产能需求扩张，预计将增加对公司设备采购量。根据公司投资者关系活动记录表



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

(2022.6.15)，公司已积累了一批优质的非苹果产业链客户，且覆盖了除消费电子外多个终端应用领域。其中在新能源领域，公司客户有亿纬锂能和宁德时代；智能家电领域有海尔智家和美的集团，均为合作多年客户；在汽车电子领域，主要客户有加贺电子以及和而泰；在工业控制领域，代表客户有汇川技术和四方光电；在通信领域有中兴通讯；在消费电子领域，有闻泰科技和维沃控股；半导体行业，代表客户有乐依文（联测优特半导体）等。

### 投资建议

➤ 我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 8.35、11.49、16.11 亿元，同比增长 32.9%、37.7%、40.2%；分别实现净利润 1.95、2.60、3.51 亿元，同比增长 27.6%、33.6%、34.7%；对应 EPS 分别为 2.41、3.22、4.34 元。以 10 月 13 日收盘价 55.60 元计算，对应公司 2022-2024 年 PE 分别为 23.1、17.3、12.8 倍，首次覆盖给予买入-A 评级。

### 风险提示

➤ 对苹果产业链依赖较高的风险；下游应用领域较为集中的风险；下游需求周期性波动导致业绩下滑的风险；宏观经济波动及国际贸易冲突加剧的风险；新冠疫情影响的风险等。

### 财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	507	628	835	1,149	1,611
YoY(%)	39.6	24.0	32.9	37.7	40.2
净利润(百万元)	133	153	195	260	351
YoY(%)	112.3	14.5	27.6	33.6	34.7
毛利率(%)	68.2	61.9	61.3	60.5	60.0
EPS(摊薄/元)	1.65	1.89	2.41	3.22	4.34
ROE(%)	25.2	22.0	9.5	11.4	13.4
P/E(倍)	33.7	29.4	23.1	17.3	12.8
P/B(倍)	8.5	6.5	2.2	2.0	1.7
净利率(%)	26.3	24.3	23.4	22.7	21.8

数据来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 国内领先的流体控制设备制造商，ADA 智能平台有望贡献新增长点.....	6
1.1 以高端流体控制设备为核心、覆盖多道工序.....	6
1.2 公司股权结构集中，核心团队激励充分.....	8
1.3 近三年净利润 CAGR 56%，毛利率保持 60%以上.....	8
2. 流体控制设备量价优势显著，传统主营业务有望稳健增长.....	10
2.1 市场规模保持较快增长，高端领域进口替代空间广阔.....	10
2.2 毛利率大幅高于可比公司，受益于核心零部件自研自产及苹果链.....	12
3. 国内首创 ADA 智能平台优势突出，第二增长极蓄势待发.....	13
3.1 非标机台标准化，可覆盖多道工序环节.....	13
3.2 有效解决四大行业痛点，成本及效率优势突出.....	15
3.3 下游应用领域广泛，21 年已获得正式销售订单.....	16
4. 苹果链受益 iPhone 新机发布，非苹果链客户类型不断丰富.....	17
4.1 六成收入来自苹果公司，iPhone 新机创新带来增量需求.....	17
4.2 新兴领域拓展顺利，优质非苹果链客户持续丰富.....	18
5. 盈利预测、估值分析和投资建议.....	19
6. 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1： 公司发展历程.....	6
图 2： 公司多元化产品布局.....	7
图 3： 公司分产品主营业务收入（单位：亿元）.....	7
图 4： 2022H1 公司分产品收入结构（单位：%）.....	7
图 5： 安达智能营业收入及同比增长率.....	8

图 6: 安达智能归母净利润及同比增长率.....	8
图 7: 安达智能销售毛利率走势.....	9
图 8: 安达智能分产品毛利率 (单位: %) .....	9
图 9: 安达智能各项费用率 (单位: %) .....	9
图 10: 安达智能销售净利率走势.....	9
图 11: 安达智能研发支出占营业收入比重.....	10
图 12: 安达智能研发投入及同比增长率.....	10
图 13: 中国精密流体控制设备市场规模及预测.....	10
图 14: 公司流体控制设备产品毛利率与可比公司相似产品毛利率的比较情况 (单位: %) .....	12
图 15: 公司流体控制设备直接材料占营业成本比重与可比公司的比较情况 (单位: %) .....	12
图 16: 公司 ADA 智能平台模块化设计图解.....	14
图 17: 公司 ADA 智能平台-手机 TP 屏组装线体.....	15
图 18: 公司各工序段销售金额占智能制造装备收入的比重 (单位: %) .....	16
图 19: 苹果及其 EMS 厂商的采购金额及占公司总营收的比重.....	17
图 20: 苹果智能手机全球市场份额.....	17
图 21: 苹果公司 iPhone 业务营业收入及同比增长率.....	18
图 22: 2022 年中国精密流体控制设备细分市场预测 (单位: 亿元) .....	19
图 23: 中国精密流体控制设备细分市场同比增速预测.....	19
图 24: 公司国内外优质客户资源.....	19
表 1: 公司点胶机的部分技术参数与同行业公司的对比情况.....	11
表 2: 公司主要配件及性能介绍.....	13
表 3: ADA 智能平台的设计理念.....	14



表 4: 公司重要财务指标盈利预测..... 20

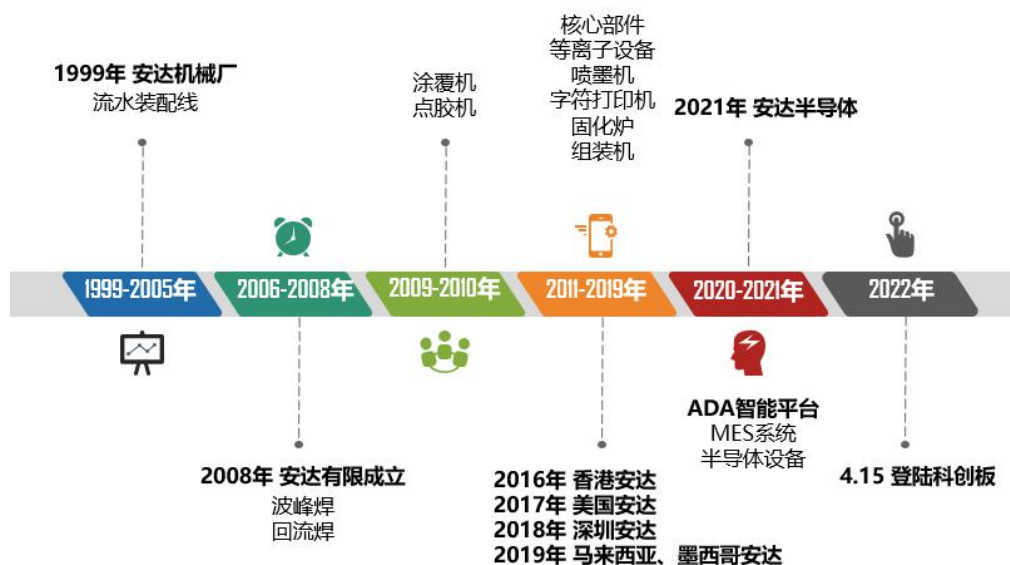
## 1. 国内领先的流体控制设备制造商，ADA 智能平台有望贡献新增长点

### 1.1 以高端流体控制设备为核心、覆盖多道工序

公司是国内较早从事流体控制设备研发和生产的企業，并于 2010 年成功研发“国内首款全自动多功能高速点胶机”，逐渐改变此前高端流体控制设备由国外厂商垄断的局面。公司主要从事流体控制设备、等离子设备、固化及组装设备等智能制造装备的研发、生产和销售。公司产品主要包括点胶机、涂覆机、等离子清洗机、固化炉和智能组装机等在内的多种智能制造装备，并为客户提供整线生产综合解决方案，可以广泛应用于消费电子、半导体、汽车电子、新能源、智能家居和工控及通信等多个领域。

公司成立于 2008 年，于 2022 年 4 月 15 日于上交所科创板上市。1999 年，安达的前身安达机械厂成立，主要做流水装配线、传输设备、波峰焊、回流焊的研发生产。2009-2010 年，公司向高附加值和高技术含量的产品进行转型，先后研发推出“选择性涂覆机”和“国内首款全自动多功能高速点胶机”，获得优质客户的验证机会。2011-2014 年，公司在点胶阀和涂覆阀技术方面实现了较大的突破，并于 2014 年获得苹果公司合格供应商认证。2015-2019 年，公司一方面加强对直线电机、电源等更多核心零部件的研发，另一方面推出字符打印机、喷墨机、固化炉等新设备，形成更加丰富的产品线，同时相继设立了香港安达、美国安达、深圳安达、马来西亚安达、墨西哥安达等子公司。2021 年，公司向市场推出国内首创非标机台标准化的 ADA 智能平台系列，当年成立东莞市安动半导体科技有限公司，切入半导体行业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司招股说明书，山西证券研究所



公司于 2009 年推出选择性涂覆机，2010 年成功研发“国内首款全自动多功能高速点胶机”，随后相继推出包括点胶机、涂覆机、等离子清洗机、固化炉和智能组装设备、ADA 智能平台等在内的多种智能制造装备及核心零部件，形成了当前以高端流体控制设备为核心、覆盖多道工序的多元化产品布局。

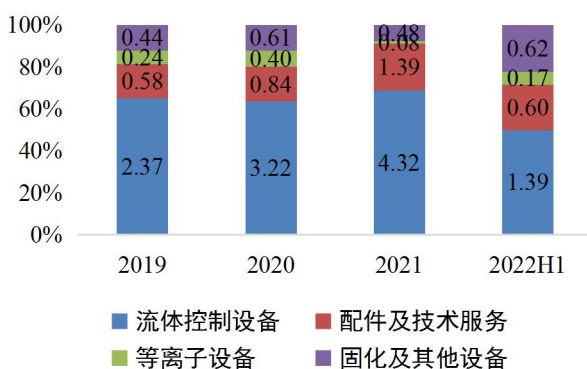
图 2：公司多元化产品布局



资料来源：公司官网，山西证券研究所

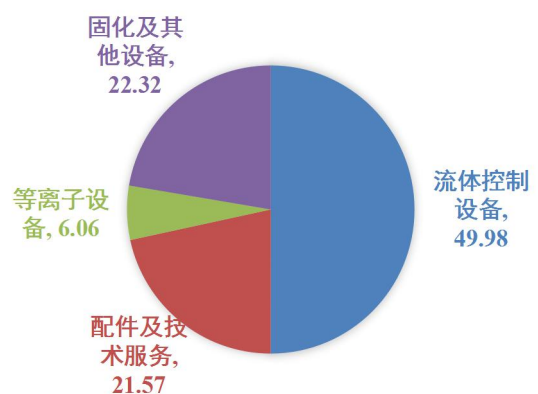
流体控制设备是公司主营产品和传统优势所在，随着公司产品布局逐步走向多元化，等离子设备和固化设备、新品 ADA 智能平台等成为公司新的业务增长点。公司流体控制设备业务收入占总收入的比重由 2018 年的 73% 逐渐下降至 2022H1 的 50%，与此同时，固化及其他设备的收入占比由 8% 逐渐提升至 22%。2022 上半年，公司流体控制设备实现营收 1.39 亿元，同比下降 19.74%，占总收入比重为 49.98%；固化及智能组装设备实现营收 0.62 亿元，同比增长 199.99%，占总收入比重为 22.32%；配件及技术服务实现营收 0.60 亿元，同比增长 49.46%，占总收入比重为 21.57%；等离子设备实现营收 0.17 亿元，同比增长 734.41%，占总收入比重为 6.06%。

图 3：公司分产品主营业务收入（单位：亿元）



资料来源：wind、山西证券研究所

图 4：2022H1 公司分产品收入结构（单位：%）



资料来源：wind、山西证券研究所

公司已具备包括高精度点胶在内的 7 项核心技术，并形成了核心零部件研发、运动算法和整机结构设计三大核心技术领域布局。多项产品已具备较高的技术参数水平，能满足包括 IC 封装等对精度要求较高的多领域应用。截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有授权发明专利 19 项，实用新型专利 131 项，外观设计专利 16 项，软件著作权 24 项。

## 1.2 公司股权结构集中，核心团队激励充分

根据公司 2022 年中报，公司控股股东为东莞市盛晟实业投资有限公司（以下简称“东莞盛晟”），持有公司 52.75% 股份。公司实际控制人系刘飞、何玉姣夫妇，两人通过直接、间接形式可以控制公司 72.99% 的股权，共同控制东莞盛晟。第二大股东东莞市易指通实业投资合伙企业（有限合伙）系公司的员工持股平台，持股比例为 11.14%，主要面向对公司发展做出贡献的中高层经营管理人员、业务骨干等。

## 1.3 近三年净利润 CAGR 56%，毛利率保持 60% 以上

公司近三年营收、归母净利润 CAGR 分别为 31.5%、55.8%。2019-2021 年，公司营业收入从 3.63 亿元上升到 6.28 亿元，复合增长率达到 31.53%；归母净利润从 6283.67 万元上升到 1.53 亿元，复合增长率达到 55.84%；扣非后归母净利润从 5631.63 万元上升到 1.43 亿元，复合增长率达到 59.80%。

2022 上半年，公司实现营业收入 2.79 亿元，同比增长 17.73%；归母净利润 6099.74 万元，同比增长 32.45%；扣非后归母净利润 5731.10 万元，同比增长 34.87%。2022 上半年，公司净利润增速快于营业收入增速，主要系财务费用同比减少较多，公司汇兑收益增加所致（受美元兑人民币汇率波动产生的汇兑收益等主要影响，本期财务费用对利润的贡献为 1,499.20 万元）。

图 5：安达智能营业收入及同比增长率



资料来源：wind、山西证券研究所

图 6：安达智能归母净利润及同比增长率



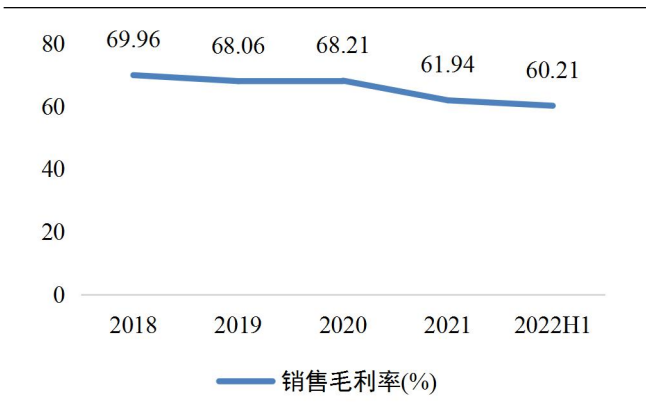
资料来源：wind、山西证券研究所

公司依托优质客户资源优势、核心零部件自研自产优势、行业先发优势以及产品模块化优势，实现了



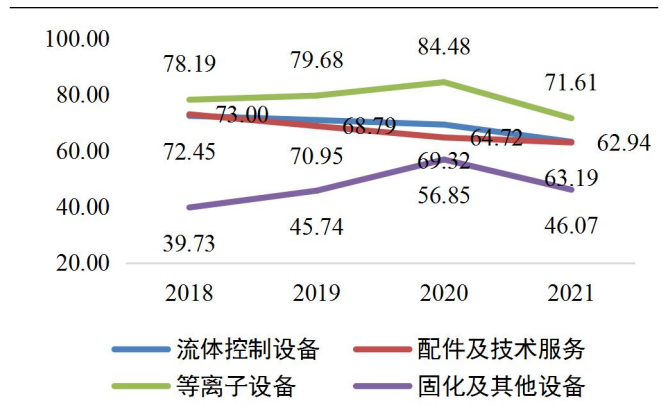
较高的产品溢价，使得公司综合毛利率处于 60% 以上。2018-2020 年，公司毛利率维持在 68% 以上，2021 年公司毛利率为 61.94%，同比下降的原因主要系产品销售结构变化、对非苹果产业链客户的销售占比上升、原材料价格上升所致，其中，主要产品流体控制设备毛利率为 63.19%，配件及技术服务、等离子设备、固化及其他设备的毛利率分别为 62.94%、71.61%、46.07%。

图 7：安达智能销售毛利率走势



资料来源：wind、山西证券研究所

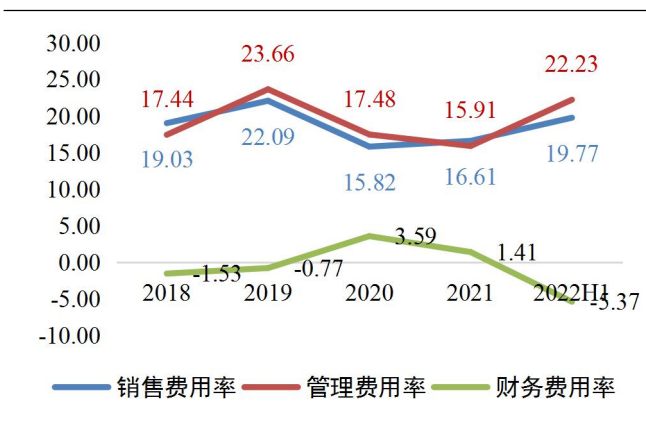
图 8：安达智能分产品毛利率（单位：%）



资料来源：wind、山西证券研究所

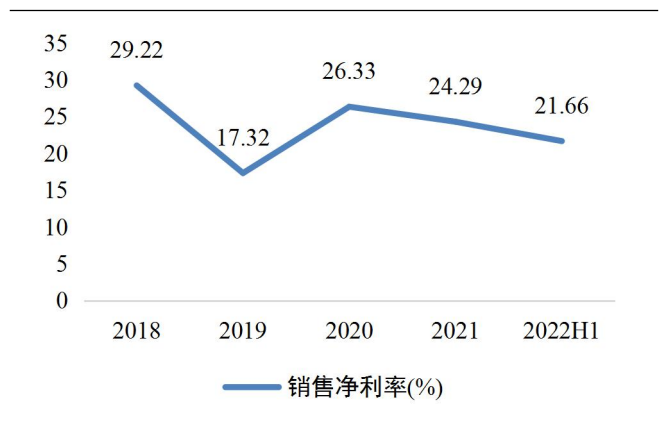
公司销售净利率保持在 20% 以上，期间费用率近 3 年持续下降。随着公司管理水平进一步加强，营业收入规模增长的同时，各项费用趋于稳定。2021 年，公司销售期间费用率为 33.94%，相对 2020 年、2019 年分别下降 2.95、11.04 个百分点。2021 年，公司净利率为 24.29%。2022 上半年，公司净利率为 21.66%，同比增加 2.24 个百分点，销售/管理/财务/研发费用率分别为 19.77%、10.19%、-5.37%、12.04%，同比分别变化+0.97、+1.15、-7.28、+2.04 个百分点。

图 9：安达智能各项费用率（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、山西证券研究所

图 10：安达智能销售净利率走势

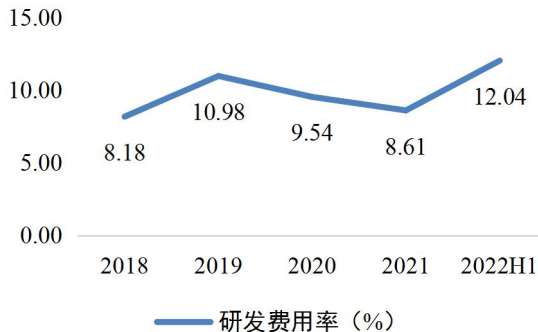


资料来源：公司招股说明书、山西证券研究所

公司持续进行技术创新，保持大规模研发投入。2018-2021 年，公司研发投入占营业收入的比重分别为 8.18%、10.98%、9.54%和 8.61%，研发投入复合增长率达到 13.85%。研发人员数量占比达到保持在 16%以

上。2022 上半年，公司研发投入同比增长 41.81%，占营业收入的比重提升至 12.04%。

图 11：安达智能研发支出占营业收入比重



资料来源：wind、山西证券研究所

图 12：安达智能研发投入及同比增长率



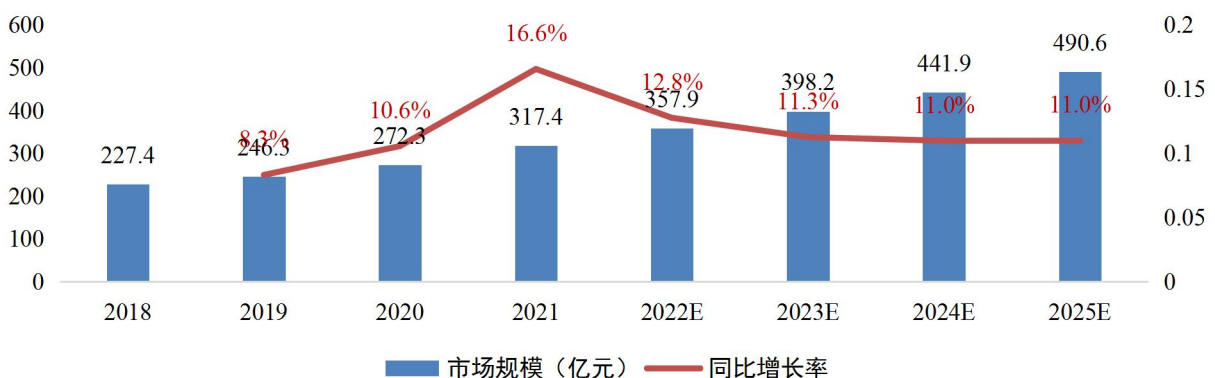
资料来源：wind、山西证券研究所

## 2. 流体控制设备量价优势显著，传统主营业务有望稳健增长

### 2.1 市场规模保持较快增长，高端领域进口替代空间广阔

近年来，我国电子信息制造业飞速发展，带动国产智能装备不断向高附加值产业链纵深。下游需求推动精密流体控制设备行业持续放量。公司主营产品点胶机作为电子产品 SMT 生产工序段中的重要设备，其应用范围较为广泛，且随着 PCBA 主板生产制程的不断复杂化、SMT 生产线所需设备的数量不断增加，需配备的点胶机数量亦在上升。根据国际半导体产业协会（SEMI）及相关资料整理，2022 年全球点胶机行业市场规模增长预测为 90.3 亿美元，其中亚太地区占比 53%，至 2028 年预测为 106.8 亿美元，点胶机的市场空间广阔。根据头豹研究院公开数据显示，2020 年中国精密流体控制设备市场规模为 272.3 亿元，预测 2022 年将达到 358 亿元，预计 2025 年将达到 490.6 亿元，复合增长率达到 12.5%。

图 13：中国精密流体控制设备市场规模及预测



资料来源：头豹研究院，山西证券研究所

从行业竞争格局来看，我国已经实现中低端产品替代，但在半导体、医疗等高端领域仍旧被外企占据，未来存在较大的替代空间。流体控制设备行业技术门槛较高，且国外企业布局时间较早，拥有完整的产业体系，市场认可度较高、客户黏性强，在全球以及我国市场具有较强影响力。当前国外企业主要占据半导体、医疗等高端领域（对精度要求较高），具有代表性企业有美国诺信、固瑞克、德国费斯托、微密斯、贺尔碧格、日本武藏高科等。我国精密流体控制设备代表企业包括铭赛科技、腾盛精密、轴心自控、上海盛普、安达智能等，通过持续创新技术和完善产业链，有望逐步实现高端领域的国产替代。

历经多年发展，公司的点胶机在定位精度、重复精度和运行速度方面，已与美国诺信等全球领先的流体控制设备企业保持一致水平，进口替代能力强。在加工工艺复杂化的当下，客户会根据产品工艺设计提出详细的加工精度要求，仅有能通过客户应用验证环节的设备供应商方能获得正式订单。公司可保证点胶机满足客户点胶速度、点胶精度、点胶效率等多维度的要求，在定位精度、重复精度和运行速度方面各种工艺要求下，均能保持较高的精度水平。例如，在点胶阀移动速度达 1500mm/s 的情况下，公司点胶机的定位精度和重复精度亦能与诺信的点胶机保持一致水平。

公司点胶机的大部分技术参数优于同行业公司，其中虽然铭赛科技在 XY 轴定位精度方面略高于公司产品的最优值，但在重复精度和设备运行速度等方面不及公司产品。此外，公司基于多阀同步立体点涂技术和点胶轨迹规划技术，自主研发了双阀点胶机，极大提升单台设备产能的同时保证了较高的副阀定位精度。因此，公司的点胶机产品在保证较高加工效率的同时，亦能实现领先大部分同行业公司产品的较高加工精度和加工速度。目前，公司的点胶机 X/Y 轴定位精度最小可达 0.015mm，重复精度可达 0.01mm，总胶量误差可达±5%以内。

表 1：公司点胶机的部分技术参数与同行业公司的对比情况

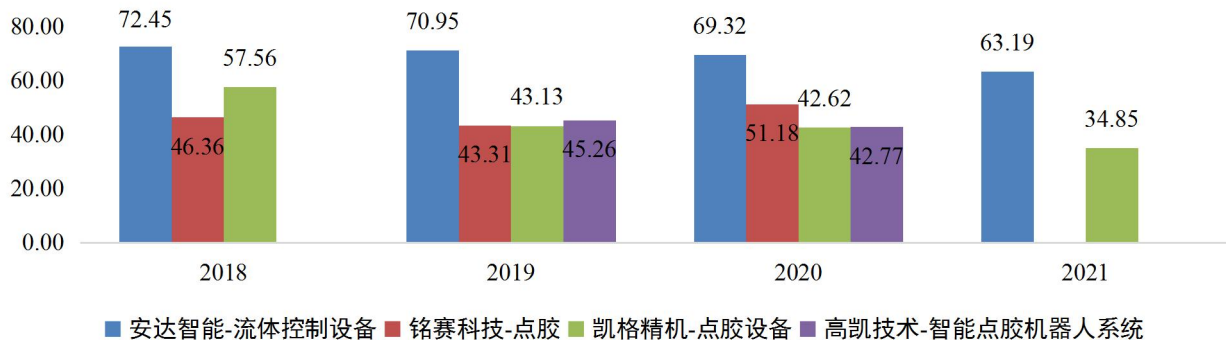
公司名称	机型	关键技术指标			
		XY 轴定位精度	XY 轴重复精度	点胶速度	最大加速度
安达智能	AD16-BDW	±0.015mm	0.01mm	1500mm/s	1.5g
	AD16	±0.025mm	0.01mm	1500mm/s	1.5g
	iJet-7H	±0.025mm	0.01mm	1500mm/s	1.5g
诺信	S2-900P	±0.015mm	±0.015mm	1000mm/s	1.0g
	SD-960	/	±0.01mm	1000mm/s	1.0g
凯格精机	DH350S	0.03mm	0.015mm	/	1.5g
快克股份	QM700	±0.020mm	±0.01mm	1500mm/s	1.5g
高凯技术	GD-800	±0.025mm	±0.015mm	/	/
铭赛科技	GS600SU/SUA	0.01mm	±0.003mm	1000mm/s	1.0g

资料来源：公司招股说明书、各公司官网，山西证券研究所

## 2.2 毛利率大幅高于可比公司，受益于核心零部件自研自产及苹果链

2018~2021年，公司流体控制设备的毛利率分别为72.45%、70.95%、69.32%及63.79%，大幅高于可比上市公司产品的毛利率水平。2020年，铭赛科技点胶业务、凯格精机点胶设备、高凯技术智能点胶机器人系统的毛利率分别为51.18%、42.62%和42.77%，分别低于公司流体控制设备毛利率18.14、26.70、26.55个百分点。公司流体控制设备的毛利率远高于可比公司，主要受益于：（1）核心零部件部分自研自产使得生产成本相对较低，导致点胶设备毛利率较高；（2）苹果产业链产品的毛利率相对较高。公司销售模式均为直销，近年来苹果公司直接采购和苹果公司指定EMS厂商采购的金额占比在50%以上。

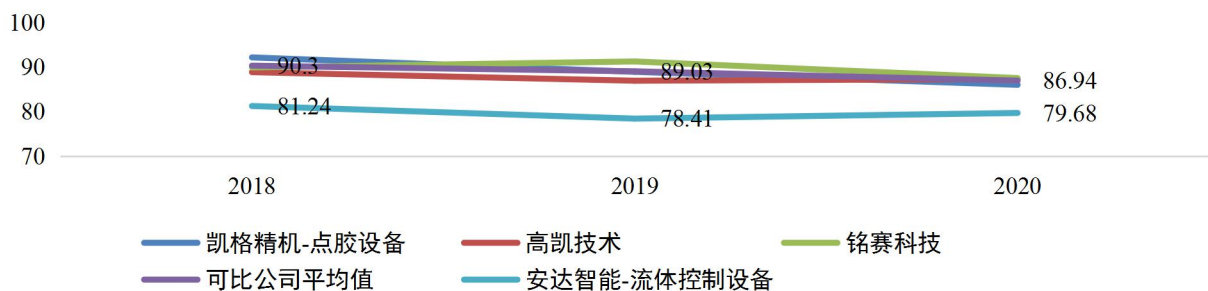
图 14：公司流体控制设备产品毛利率与可比公司相似产品毛利率的比较情况（单位：%）



资料来源：wind、山西证券研究所

公司已实现主要核心零部件的自制、向客户交付的智能制造装备以自制为主所致，原材料供应保障优势突出，使公司产品生产成本相对较低。同行业公司中博众精工、赛腾股份等公司作为 FATP 段设备的供应商，均存在对外采购成品设备，而后向客户销售交付整线设备的情形。由于生产成本物料投入相对较低，公司流体控制设备产品的直接材料占比低于凯格精机、高凯技术、铭赛科技等同行业公司。2020年，公司流体控制设备产品的直接材料占比为79.68%，低于可比公司均值7.26个百分点。

图 15：公司流体控制设备直接材料占营业成本比重与可比公司的比较情况（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、山西证券研究所

注：高凯技术、铭赛科技未披露具体明细产品成本构成情况，图表数据为其整体主营业务成本构成数据。



目前公司产品所用的点胶阀、涂覆阀和直线电机等核心零部件均已实现自研自产，其中点胶阀在最小点胶直径和点胶速度等关键技术参数方面已达行业领先水平，是公司点胶机和涂覆机得以实现更高加工精度和工作效率的硬件保证。目前公司的核心零部件分为阀门机构、运动控制机构、视觉机构，等离子机构四大类，主要包括点胶阀、涂覆阀、直线电机定子转子、伺服驱动器、驱控一体控制器、光源、等离子控制器和等离子头等。技术水平方面，公司自主设计和生产的点胶阀和涂覆阀在最小点胶直径、点胶速度、胶量精度等关键技术参数方面已实现较高技术水平。比如公司自主研发的喷射式点胶阀最小点胶直径可达0.2mm，是得以实现高精度点胶的关键因素之一。

表 2：公司主要配件及性能介绍

主要配件	典型产品图示	产品性能与应用领域
点胶阀	气动喷射阀体 JET-8600 	1.用于消费电子、照明行业、汽车工业等多领域的表面贴装胶、导电银浆、IC 封装胶、底部填充胶等工序环节 2.单一机械部件可进行调整，可用性高，设有消声设计，充分降低噪音接液部件易拆卸，清洗维护方便 3.采用气动式喷射阀设计。粘度范围可达 20,000Cps，能满足大部分胶水的粘度要求
	PV-09A 压电喷射阀 	1.用于消费电子、照明行业、汽车工业等多领域的表面贴装胶、导电银浆、IC 封装胶、底部填充胶等工序环节 2.采取压电驱动方式，可实现 0.002 毫克级别的精准点胶，最快持续运行工作频率可达到 1000Hz，点胶直径线条宽度最小可精细到 0.3mm，最佳粘度范围可达 1~500,000mPas
涂覆阀	涂覆阀体 SA-W5 	1.运用于消费电子、汽车工业等多领域的涂覆环节 2.采用突出式针头设计，零残留、无需拆卸即可清洗 3.溶剂型涂层厚度可达 10~200 微米，100%固含量涂料层厚度可达 100-200 微米 4.采用锥形喷雾阀结构设计。粘度范围 0 至 3500CPS，可用于丙烯酸类，硅类，环氧类，UV 胶等胶体的喷涂

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 3. 国内首创 ADA 智能平台优势突出，第二增长极蓄势待发

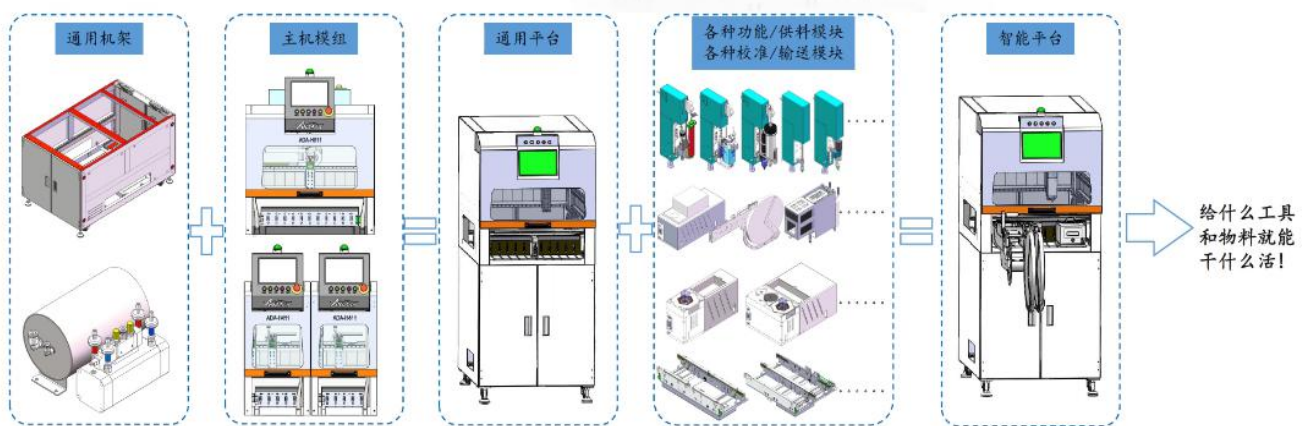
#### 3.1 非标机台标准化，可覆盖多道工序环节

公司 ADA 智能组装平台设备是国内首创的非标准机台的标准化，实现了制造业的通用化、模块化、智能化、平台化、柔性化及小型化升级。在过去，各类自动化设备可能更多的是针对客户需求进行定制化开发，具有独立的功能，一款设备实现一种工艺，例如点胶设备进行工艺点胶、视觉检测设备进行 AOI 视觉检测等。ADA 智能平台是采用“平台+应用”的设计模式，在通用机架的基础上搭载主机模组形成一个通



用平台，再在通用平台基础上搭载不同的功能头模块、供料模块、输送和校准模块以快速形成一台智能平台设备，实现给什么工具和物料就能完成相应的工序工作（ADA 智能平台模块化设计：通用机架+主机模组=通用平台+各种功能/供料/校准/输送模块=智能平台设备）。ADA 智能平台基于对机架结构的标准化设计，以及设备关键零部件可拆卸的模块化独立驱动设计，使得同一智能制造装备可通过加载不同功能的关键零部件，即可完成点胶、涂覆、组装、锁付、等离子清洗等多种功能，从而可覆盖多道工序环节。

图 16：公司 ADA 智能平台模块化设计图解



资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 3：ADA 智能平台的设计理念

设计理念	主要内容
“模块化”	指通用机架+主机模组=通用平台，通用平台搭载较准模块、供料模块、功能模块快速组建智能平台，即实现了“提供什么工具和物料就能干什么活”的功能。
“通用化”	指无需定制多种单一功能的电子专用设备，智能平台上的每个工作模块插在每台机器上都能马上使用，可多种组装工艺串接，可多功能自由组线。
“平台化”	指各工作模块共用一类主机平台，各平台间相互通用，操作技术门槛降低。
“柔性化”	指基于前述的模块化功能，各工作模块可快速拔插互换，换线转产方便灵活。
“智能化”	指各功能头均拥有独立控制器并可预设运动轨迹，集软件、逻辑任务程序、参数、报警提示、自动功能检测、自动校准程序存储于一控制器里，功能头只需与主机模组通电、通气、通讯即可。
“小型化”	指以 ADA-H 系列产品为例，一个模组 780mm 宽、1320mm 深、1530mm 高，占地面积小。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

目前公司已开发出八大系列近 30 种功能头模块，如点胶系列模块、贴装系列模块、锁付系列模块、等离子系列模块、贴/撕膜系列模块、涂覆系列模块、视觉检测系列模块及功能测试系列模块，未来将根据客户现场工序应用需求开发更多种型号的功能头模块。ADA 智能平台可根据产品工艺不同选择不同功能头（工作模块），例如点胶头、贴膜头、锁付头、3D 激光检测头、夹取头等，实现诸如点胶、贴装、锁螺丝、离子除尘、激光切割、字符图案或 Logo 喷码、焊接、检测等功能。

### 3.2 有效解决四大行业痛点，成本及效率优势突出

ADA 智能平台可极大地降低客户每年对单一非标设备类固定资产的重复投资，可响应不同行业产品的快速切换需求，具备明显的成本优势。以主要下游领域电子制造业为例，其具有多品种、小批量、且产品生命周期越来越短的特点，厂商只是需要设备的使用功能，而某个生产项目或产品的项目周期是短于设备的使用寿命的，导致生产所需设备的使命寿命较短、定制改造周期长、重复投资。所以制造厂商可能因此放弃使用专用设备，或者减少设备类的投资，以减少专用设备存在的设备重复投资问题。公司 ADA 智能平台打破了传统的、单一的、非标的设备设计理念，在一个通用平台的基础上，各个功能模块均可独立控制、独立装配和灵活拆卸，适用但不局限于组装类、点胶类、涂覆类、检测类、等离子类设备的多种工艺应用场景，当厂商更换生产项目或工艺时，客户仅需采购及更换运动轴的不同工作模块即可完成制造业上的多种加工工序。采用 ADA 智能平台，客户只需要更换功能头模块，其成本投入相比采购一台专用设备大幅降低，相比专机具有更好的经济性。

ADA 智能平台相比专用设备，具备明显的效率优势（特别是在换线转产的情境下）。此外，使用传统专用设备的情况下，项目结束后需要对设备和产线进行重新设计与布局，既要符合工艺过程的要求，还要有效利用空间，因此必然会涉及到物理空间的挪移、物料搬运费用等问题，采用 ADA 则只需要调换功能模块或者舍弃不用，有效地提升了生产效率、节约了生产成本。

图 17：公司 ADA 智能平台-手机 TP 屏组装线体

指纹模组压机+等离子清洗机+撕膜机+点胶机+胶线检测机+TP组屏机+TP组屏机+贴膜机+（180度旋转+撕膜机）+等离子清洗机+（180度旋转+撕膜机）+TP摆盘



资料来源：公司官网，山西证券研究所

ADA 智能平台可以单机生产模式，亦可以多机连线的生产模式，与传统专用设备相比更具有扩展性、灵活性。（1）单机生产模式：只需一个模组及多个功能模块，即可实现客户多样少量的产品定制化需求；（2）多功能整线生产模式：根据产品的工艺流程，对多模组生产线进行扩展，自定义布局模组，选配功能模块，换线生产仅需换模块，可实现大批量生产。根据产品的工艺流程、产能需求与排线平衡，公司 ADA 智能平台可以为客户自定义布局模组，不同工作站选配不同功能模块，或与人工位或与其他专用设备混搭结合使用，能实现产线的无限扩展，为快速搭建大型生产线提供一站式智能制造服务，搭载 LMES 系统实

现离线排产、离线编程、离线生产等，有效解决制造业设备通用性低、故障排除时间长、操作技术门槛高、换线转产不灵活的四大行业痛点。

ADA 智能平台的“智能”体现在设备具有自感知、自学习、自决策、自执行、自适应的功能，具体来看，ADA 智能平台把一道工序做完之后，会自动上传数据，自行分析是否需要调整位移等，可以有效提升产品品质。

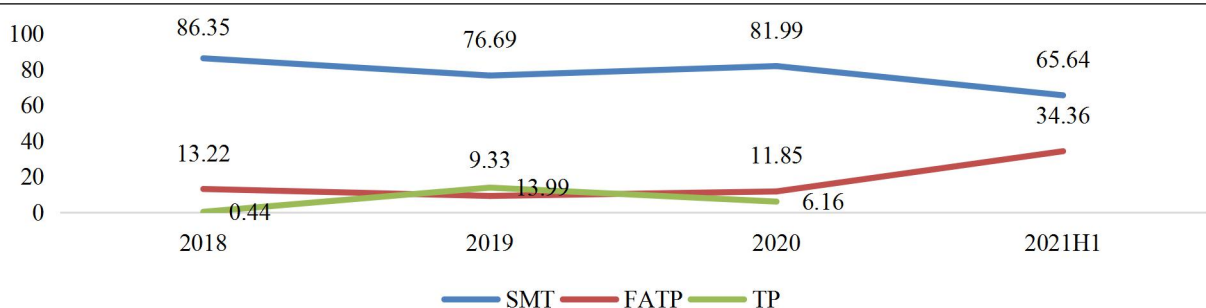
### 3.3 下游应用领域广泛，21 年已获得正式销售订单

公司自 2015 年就开始进行 ADA 智能平台产品的研发，通过多年的经验积累和技术攻关，于 2021 年成功推出 ADA 系列工作平台及多功能模块的智能平台设备，并已获得了正式销售订单。按照公司目标与规划，ADA 智能平台产品未来会成为公司主要的收入来源。

根据公司投资者关系活动记录表（2022.7.14），ADA 智能平台可广泛应用于消费电子、汽车电子、半导体、新能源、智能家居等行业。目前，ADA 智能平台已经在汽车电子及工控行业得到验证及应用。

预计 ADA 智能平台产品未来两年内有望放量，可进一步拓展 FATP 工序段。FATP 后段组装工序指完成电子产品主要部件生产后，进行的最后阶段组装及测试过程，因每一代电子产品的结构设计都会发生变化，该段工序的设备均需进行更新迭代和定制化的设计。例如，当手机的摄像头模组增加，相对应的贴装设备、送料设备和视觉检测设备等均需根据摄像头数量及贴装位置变化等因素，进行设计和生产。因此，FATP 后段组装相较于 SMT 工序而言标准化程度更低，ADA 智能平台在 FATP 工序段具有显著优势。2018~2020 年，公司 FATP 工序段销售金额占智能制造装备收入的比重分别为 13.22%、9.33%和 11.85%。依托 ADA 智能组装设备等新产品，2021 上半年，公司 FATP 工序段销售金额占智能制造装备收入的比重大幅提升至 34.36%。

图 18：公司各工序段销售金额占智能制造装备收入的比重（单位：%）



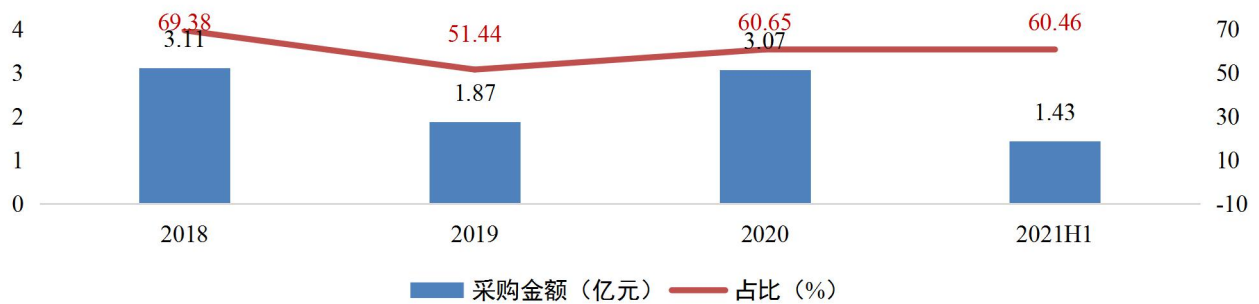
资料来源：公司招股说明书、山西证券研究所

## 4. 苹果链受益 iPhone 新机发布，非苹果链客户类型不断丰富

### 4.1 六成收入来自苹果公司，iPhone 新机创新带来增量需求

公司自 2014 年进入苹果产业链，深度参与苹果公司新产品的工艺验证项目并获得正式订单，与苹果公司及其 EMS 厂商的合作保持稳定态势。公司为苹果公司提供的智能制造装备已广泛应用于手机、TWS 耳机、电脑、手表等产品的多个工序段的生产制造中，实现了对诺信等其他国外高端点胶机厂商的替代。2018~2021 年，苹果及其 EMS 厂商的销售占到公司营收 60%左右，是公司重要且优质的客户。与此同时，公司也与包括歌尔股份和立讯精密等苹果产业链客户建立了稳定的深度合作关系。

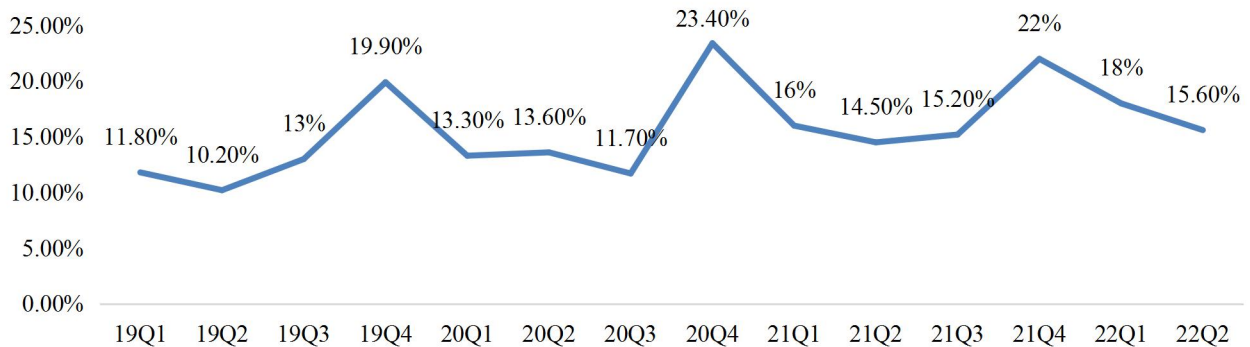
图 19：苹果及其 EMS 厂商的采购金额及占公司总营收的比重



资料来源：招股说明书、山西证券研究所

苹果 iPhone 在全球智能手机市占率位居第一。2022 上半年，苹果是智能手机 TOP5 企业中唯一实现连续两个季度正向增长的厂商，体现了 iPhone 产品较强的韧性。根据苹果 2022 年第三财季财报（即 2022 自然年二季度），iPhone 实现销售收入 406.7 亿美元，同比增长 2.8%，实现连续两季度逆市增长；在消费电子传统淡季以及供应限制的背景下，iPhone 出货量 4460 万部，安卓品牌更换为 iPhone 的用户创下新高。

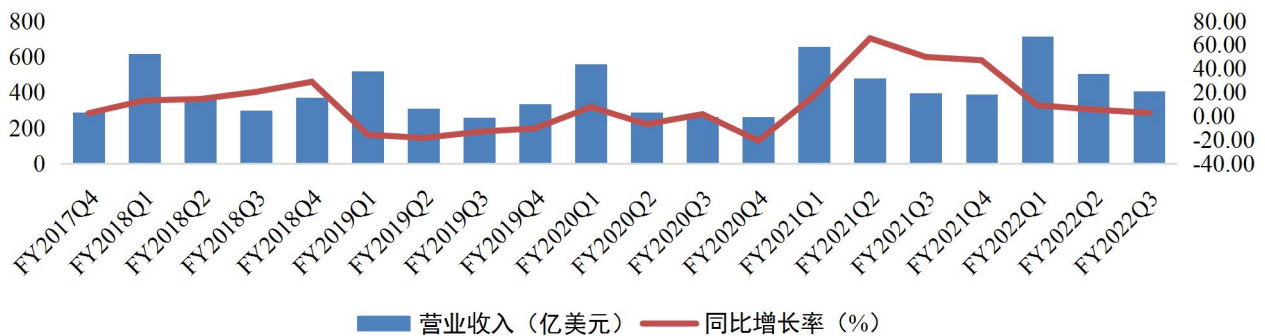
图 20：苹果智能手机全球市场份额



资料来源：IDC、山西证券研究所



图 21：苹果公司 iPhone 业务营业收入及同比增长率



资料来源：wind、山西证券研究所

iPhone 新机发布，Q4 或迎来全年销售高点，从而带动 iPhone 出货量上升及苹果公司产能需求扩张，预计将增加对公司设备采购量。苹果在高端手机市场的主导地位正变得越来越稳固，苹果公司及其 EMS 厂商对智能制造装备的采购需求还将继续对公司经营业绩产生重大影响。Q4 进入消费电子销售和备货旺季，iPhone 新机的发布对销售的拉动值得期待，苹果对公司流体控制设备的采购量有望继续增长。

同时，每一代产品的工艺变更幅度，直接影响了客户采购全新工艺水平设备的需求。iPhone 产品更新换代带来的工艺变更也将为果链厂商带来增量需求，公司有望凭借等离子设备、ADA 智能平台等获得苹果更多工艺段的订单、替代有关工艺段其他供应商，使得公司的供应份额上升。

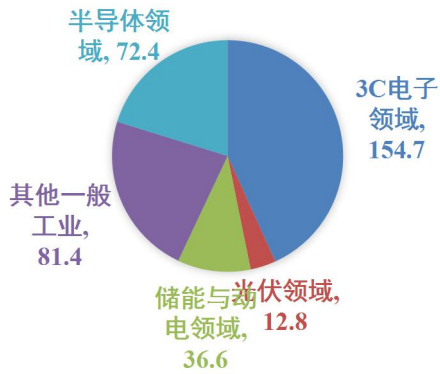
## 4.2 新兴领域拓展顺利，优质非苹果链客户持续丰富

中国精密流体控制设备细分市场中，起步较早且竞争激烈的消费电子逐渐趋于稳定发展态势，半导体产业处于快速增长阶段，新能源和光伏领域属于新兴领域，未来具有较强的增长潜力。随着新能源汽车和电动车市场快速发展，精密流体控制设备在动力电池领域的体量和增速则呈现持续增长趋势。根据头豹研究院，2020 年中国精密流体控制设备在新能源光伏和电池领域的市场规模为 33.60 亿元，预计 2025 年将上涨为 83.90 亿元，5 年间年均复合增长率可达到 20.08%。

公司以消费电子为切入口，将下游应用领域逐步拓展至增长动能更强的半导体、光伏、动力电池、汽车电子等领域。随着国内通用市场的开发力度加大，公司非苹果产业链客户类型不断丰富。根据公司投资者关系活动记录表（2022.6.15），公司已积累了一批优质的非苹果产业链客户，且覆盖了除消费电子外多个终端应用领域。其中在新能源领域，公司客户有亿纬锂能和宁德时代；智能家电领域有海尔智家和美的集团，均为合作多年客户；在汽车电子领域，主要客户有加贺电子以及和而泰；在工业控制领域，代表客户有汇川技术和四方光电；在通信领域有中兴通讯；在消费电子领域，有闻泰科技和维沃控股；半导体行业，代表客户有乐依文（联测优特半导体）等。

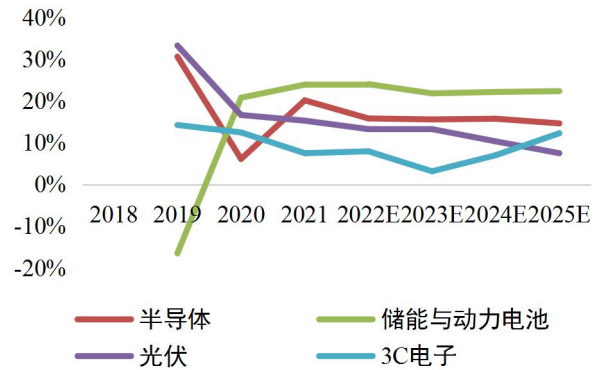


图 22：2022 年中国精密流体控制设备细分市场规  
模预测（单位：亿元）



资料来源：头豹研究院，山西证券研究所

图 23：中国精密流体控制设备细分市场规  
模同比增速预测



资料来源：头豹研究院，山西证券研究所

图 24：公司国内外优质客户资源



资料来源：公司招股说明书、公司 2022 年中报、山西证券研究所

## 5. 盈利预测、估值分析和投资建议

我们根据公司产品结构、历史业绩及市场空间情况，对公司 2022-2024 年盈利预测核心假设如下：

**流体控制设备：**公司点胶机是公司营收占比最大的产品，历经多年发展，公司的点胶机在定位精度、重复精度和运行速度方面，已与美国诺信等全球领先的流体控制设备企业保持一致水平，进口替代能力强，未来有望保持稳健增长。2022 上半年因订单确认节奏出现下降，营收有一定波动，预计下半年将有所回升。同时，随着苹果 iPhone 14 新机发布，Q4 或迎来全年销售高点，从而增加对公司流体控制设备采购量。我们预计该部分业务 2022-2024 年实现营业收入 4.90、5.92、7.30 亿元，同比增长 13.36%、20.82%、23.31%，综合毛利率分别为 63.27%、63.34%、63.70%。

**配件及技术服务：**随着公司已售设备增多，客户配件更换、操作培训、定期检查、维护保养、故障分析、设备改造升级等需求也将持续增加。我们预计该部分业务 2022-2024 年实现营业收入 2.05、2.85、3.90 亿元，同比增长 47.39%、39.02%、36.84%，毛利率分别为 62.93%、62.81%、62.82%。

**等离子设备：**随着公司对半导体领域的持续拓展，等离子设备销售收入有望稳步提升。与此同时，2022 上半年，苹果加大了对公司等离子设备的采购，随着苹果 iPhone 14 新机发布，Q4 或迎来全年销售高点，预计进一步增加对公司等离子设备的采购量。我们预计该部分业务 2022-2024 年实现营业收入 0.24、0.32、0.41 亿元，同比增长 194.83%、30.61%、28.13%，毛利率分别为 72.24%、72.81%、72.68%。

**固化及其他设备：**预计固化设备保持稳定增长，新品 ADA 智能平台在通过大客户工艺验证并完成方案对接后，2023 年有望迎来放量，逐步在 FATP 工序段实现市场份额扩张。FATP 后段组装相较于 SMT 工序而言标准化程度更低，ADA 智能平台在 FATP 工序段具有显著优势。我们预计该部分业务 2022-2024 年实现营业收入 1.15、2.40、4.50 亿元，同比增长 138.84%、108.70%、87.50%，毛利率分别为 47.83%、49.17%、50.44%。

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 8.35、11.49、16.11 亿元，同比增长 32.9%、37.7%、40.2%；分别实现净利润 1.95、2.60、3.51 亿元，同比增长 27.6%、33.6%、34.7%；对应 EPS 分别为 2.41、3.22、4.34 元。以 10 月 13 日收盘价 55.60 元计算，对应公司 2022-2024 年 PE 分别为 23.1、17.3、12.8 倍，首次覆盖给予买入-A 评级。

表 4：公司重要财务指标盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	507	628	835	1,149	1,611
YoY(%)	39.6	24.0	32.9	37.7	40.2
净利润(百万元)	133	153	195	260	351
YoY(%)	112.3	14.5	27.6	33.6	34.7
毛利率(%)	68.2	61.9	61.3	60.5	60.0
EPS(摊薄/元)	1.65	1.89	2.41	3.22	4.34
ROE(%)	25.2	22.0	9.5	11.4	13.4
P/E(倍)	33.7	29.4	23.1	17.3	12.8
P/B(倍)	8.5	6.5	2.2	2.0	1.7
净利率(%)	26.3	24.3	23.4	22.7	21.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

## 6. 风险提示

对苹果产业链依赖较高的风险；下游应用领域较为集中的风险；下游需求周期性波动导致业绩下滑的风险；宏观经济波动及国际贸易冲突加剧的风险；新冠疫情影响的风险等。

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	591	767	2111	2330	2640
现金	232	281	1531	1524	1609
应收票据及应收账款	181	194	247	357	477
预付账款	2	1	4	4	6
存货	123	178	226	324	443
其他流动资产	52	113	103	121	104
<b>非流动资产</b>	80	86	138	216	305
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	55	57	88	130	178
无形资产	17	17	22	29	40
其他非流动资产	8	12	28	57	87
<b>资产总计</b>	670	853	2249	2546	2946
<b>流动负债</b>	125	142	181	237	312
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	66	85	118	168	239
其他流动负债	59	57	62	69	73
<b>非流动负债</b>	15	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	140	159	197	254	328
少数股东权益	0	2	2	2	1
股本	61	61	81	81	81
资本公积	397	406	1609	1609	1609
留存收益	74	227	403	631	927
归属母公司股东权益	530	693	2050	2290	2616
<b>负债和股东权益</b>	670	853	2249	2546	2946

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	83	129	100	105	213
净利润	133	153	195	260	351
折旧摊销	9	10	10	16	25
财务费用	18	9	-10	-15	3
投资损失	-7	-6	-5	-6	-6
营运资金变动	-89	-56	-91	-151	-159
其他经营现金流	19	20	0	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	24	-64	-20	-107	-98
<b>筹资活动现金流</b>	-77	-1	1169	-5	-30
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.65	1.89	2.41	3.22	4.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.60	1.24	1.30	2.64
每股净资产(最新摊薄)	6.56	8.57	25.37	28.34	32.37

**利润表(百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	507	628	835	1149	1611
营业成本	161	239	323	454	644
营业税金及附加	4	4	6	8	11
营业费用	80	104	146	199	269
管理费用	40	46	63	85	120
研发费用	48	54	78	109	147
财务费用	18	9	-10	-15	3
资产减值损失	-6	-9	-9	-16	-21
公允价值变动收益	0	2	0	1	1
投资净收益	7	6	5	6	6
<b>营业利润</b>	156	173	224	299	401
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	1	2	1
<b>利润总额</b>	156	173	223	297	401
所得税	23	20	28	37	50
<b>税后利润</b>	133	153	195	260	351
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	133	153	195	260	351
EBITDA	158	174	206	268	378

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	39.6	24.0	32.9	37.7	40.2
营业利润(%)	88.4	10.8	29.8	33.1	34.4
归属于母公司净利润(%)	112.3	14.5	27.6	33.6	34.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	68.2	61.9	61.3	60.5	60.0
净利率(%)	26.3	24.3	23.4	22.7	21.8
ROE(%)	25.2	22.0	9.5	11.4	13.4
ROIC(%)	24.0	20.9	8.3	9.6	11.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.9	18.6	8.8	10.0	11.1
流动比率	4.7	5.4	11.7	9.8	8.5
速动比率	3.6	4.1	10.2	8.3	7.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.2	3.3	3.8	3.8	3.9
应付账款周转率	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>估值比率</b>					
P/E	33.7	29.4	23.1	17.3	12.8
P/B	8.5	6.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	26.8	23.6	14.0	10.8	7.4

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。



### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴  
世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业  
园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话: 010-83496336

