

智能切割翘楚，自柳暗到花明

核心观点

- **公司深耕智能切割设备行业，境外业务占比近半。**爱科科技以智能切割设备为主要产品，并为客户提供相关的行业应用软件、技术定制设备和开放服务。公司管理层深耕行业多年，且均为公司元老级人物，对智能切割行业理解深刻，有利长远战略发展。2021 年公司实现收入 3.19 亿，同比增长 43.2%；实现归母净利润 5322 万，同比增长 8.9%，2017-2021 年收入、归母净利润复合增速分别为 15.9%、15.0%，其中境外业务收入复合增速 32.6%，2021 年占主营业务收入比重为 47%。
- **增量市场景气复苏，存量市场渗透率有望提升。**随着精密运动控制技术、切割制造技术的成熟，智能切割设备可以切割的材料从原来局限于布匹、纸张等柔性材料，逐渐向玻璃纤维、碳纤维等新材料发展，得以进入航空航天、风电、光伏等多个新行业材料的切割工序中，应用领域持续延伸。1) 以碳纤维为代表的复合材料行业维持较高的需求景气度，广告文印、纺织服装等行业疫情后有望逐步修复，有利智能切割设备需求回暖。2) 从存量市场看，我国智能切割设备起步较晚，且此前受制于较为昂贵的成本，行业渗透率较低，在人力成本上涨和产业转型升级的驱动下，下游行业的智能切割设备渗透率有望提升。
- **公司以强劲的产品力奠定基石，研发销售进取打开空间。**精密运动控制系统软件是控制设备运动的核心，公司自研精密运动控制系统可媲美国内专业运动控制系统生产商。在强大的底层技术支持下，公司主打的 BK、TK 系列产品的核心技术参数已达到或接近国外知名厂商水平，而价格显著低于国外知名厂商同类型产品，具备较高性价比，产品力强劲。从销售渠道看，公司 2020 年之前针对境内客户以直销模式为主，2021 年公司专门设置了行业经理和区域销售经理，销售团队由 105 人增长至 164 人，同时借鉴海外经销模式的经验，转变境内原有的直销模式，加大国内经销商队伍的建设，为市场规模的快速扩大打下基础。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.23、1.79、2.34 元，由于公司核心的运动控制系统存在较高技术壁垒，根据可比公司估值，我们认为公司合理的估值水平为 2023 年 18X 市盈率，对应合理股价为 32.28 元，首次给予买入评级。

风险提示

下游行业增长不及预期；市场竞争加剧；疫情反复风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	223	319	409	558	728
同比增长(%)	5.4%	43.2%	28.2%	36.5%	30.6%
营业利润(百万元)	52	56	78	115	150
同比增长(%)	4.9%	6.9%	38.5%	47.8%	30.9%
归属母公司净利润(百万元)	49	53	73	106	138
同比增长(%)	9.3%	8.9%	36.7%	45.8%	30.3%
每股收益(元)	0.83	0.90	1.23	1.79	2.34
毛利率(%)	48.8%	43.9%	46.4%	48.3%	48.2%
净利率(%)	22.0%	16.7%	17.8%	19.0%	19.0%
净资产收益率(%)	22.0%	13.9%	13.2%	17.2%	19.7%
市盈率	30.8	28.3	20.7	14.2	10.9
市净率	6.1	2.9	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入(首次)

股价(2022年09月14日)	25.42元
目标价格	32.28元
52周最高价/最低价	44.3/20.29元
总股本/流通A股(万股)	5,916/2,610
A股市值(百万元)	1,504
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2022年09月15日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.97	-14.75	-1.15	-34.61
相对表现	-0.93	-8.17	9.39	-8.51
沪深300	-1.04	-6.58	-10.54	-26.1



证券分析师

邢立力 xinglilili@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860522070001

联系人

韩冰 hanbing@orientsec.com.cn

目录

智能切割设备龙头，多元下游成长稳健	5
深耕智能切割行业，产品系列不断丰富	5
管理团队经验丰富，核心员工激励充分	7
收入利润稳健增长，海外业务占比近半	9
增量市场景气复苏，存量市场渗透率有望提升	11
存量市场：应用领域持续延伸，渗透率有望提升	11
增量市场：复合材料高景气，印后、纺织疫后复苏	13
强劲产品力奠定基石，研发销售进取打开空间	15
研发团队实力雄厚，高筑技术壁垒	15
强劲产品力奠定成长基石，产品结构不断优化	18
完善销售网络布局，国内外业务协同发力	19
以法国力克为镜，观公司成长潜力	21
盈利预测与投资建议	24
盈利预测	24
投资建议	24
风险提示	25

图表目录

图 1: 爱科科技发展历程	5
图 2: 爱科 BK 高速度数字化切割系统.....	6
图 3: 爱科 TK4S 大幅面切割系统	6
图 4: 爱科 GLSA 全自动多层裁剪系统	6
图 5: 爱科 PK 全自动数码打印模切机.....	6
图 6: 爱科科技股权结构（截至 2022 年二季度末）.....	8
图 7: 公司主营业务收入分产品结构.....	10
图 8: 公司主要业务收入及增速.....	10
图 9: 公司主要业务毛利率（%）	10
图 10: 公司主营业务收入分地区结构.....	10
图 11: 智能切割设备下游应用.....	11
图 12: 爱科科技下游领域收入结构（不含配件及服务收入）	12
图 13: 我国轻工、纺织、石化、冶金行业关键工序数控化率.....	12
图 14: 我国轻工、纺织业关键工序数控化率（分企业类型）	12
图 15: 城镇非私营单位制造业就业人员平均工资.....	13
图 16: 2018 年中国新装修和家具购买人群意愿选择.....	13
图 17: 智能裁切设备应用在服装行业.....	13
图 18: 全球碳纤维市场需求及增长	13
图 19: 中国碳纤维市场需求及增长	13
图 20: 中国网民规模、增速及互联网普及率.....	14
图 21: 中国线下广告市场细分类别规模.....	14
图 22: 中国户外广告市场规模及增速.....	14
图 23: 广告刊例花费变化	15
图 24: 传统户外广告和电梯海报花费变化	15
图 25: 服装鞋帽针纺织品类年零售额及同比.....	15
图 26: 服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比.....	15
图 27: 智能切割设备工作原理和应用.....	16
图 28: 公司核心技术.....	16
图 29: 公司 2021 年底员工结构.....	16
图 30: 公司研发费用率.....	16
图 31: 公司不同系列切割设备产品收入（百万）	19
图 32: 公司主要切割设备产品毛利率（%）	19
图 33: 公司境内业务直销、经销渠道收入分布	19
图 34: 公司员工数量变动（人）	19

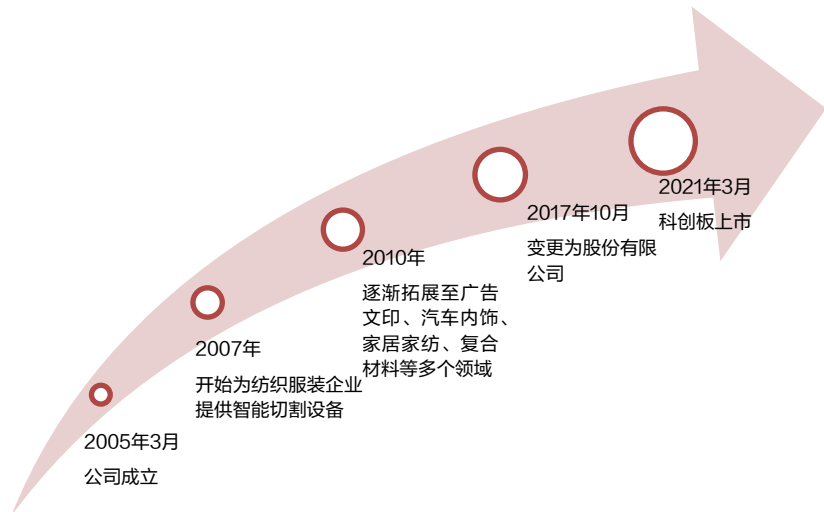
图 35: 公司境内外业务收入及增速 (百万)	20
图 36: 公司境外业务直销、经销渠道收入分布	20
图 37: 公司境内外业务毛利率 (%)	20
图 38: 公司境外主要国家业务收入占总收入比重	20
图 39: 法国力克发展历程	21
图 40: 力克主营业务收入及增速	21
图 41: 力克分地区收入结构	21
图 42: 力克 2021 年收入结构 (剔除收购影响)	22
图 43: 法国纺织服装占制造业增加值的比重	22
图 44: 力克与爱科销售和管理费用率对比	22
图 45: 2020 年部分国家地区制造业增加值占 GDP 比重	23
图 46: 2021 年我国轻工业规模以上企业收入和利润	23
图 47: 2021 年我国轻工行业规模以上企业收入行业结构	23
表 1: 爱科科技智能切割设备类别	5
表 2: 爱科科技管理团队	7
表 3: 爱科科技 2021 年限制性股票激励计划	8
表 4: 爱科科技各环节技术水平	17
表 5: 爱科科技精密运动控制系统与固高科技通用性运动控制系统技术参数对比	17
表 6: 爱科科技核心技术人员	17
表 7: 爱科科技 BK 系列与国内外产品对比	18
表 8: 爱科科技 TK 系列与国内外产品对比	18
表 9: 爱科科技 GL 系列与国内外产品对比	19
表 10: 可比公司估值	24

智能切割设备龙头，多元下游成长稳健

深耕智能切割行业，产品系列不断丰富

爱科科技以智能切割设备为主要产品，并为客户提供相关的行业应用软件、技术定制设备和开放服务。公司成立于 2005 年 3 月，设立之初主要从事纺织服装行业 CAD/CAM 软件的研发销售，并自主研发出可以控制步进电机的运动控制卡，拥有了最初的运动控制技术；2007 年开始为纺织服装企业提供智能切割设备，2010 年以来逐渐拓展至广告文印、汽车内饰、家居家纺、复合材料等多个领域。公司业务范围覆盖全球 100 多个国家和地区，售后服务网络遍布全国 30 多个省市自治区，累计服务超过一万家客户，包括光威复材、双一科技、喜临门、顾家家居、北京航空航天大学、航天材料及工艺研究所、中国航天空气动力技术研究院等多家上市公司、大型企业、高等院校和研究机构。

图 1：爱科科技发展历程



数据来源：公司官网、公司公告，东方证券研究所

公司智能切割设备产品包括 BK 系列、TK 系列、SC 系列、LCP 系列、PK 系列、GL 系列等。1) BK 系列是公司的基础性产品，适合高精度、小幅面、多功能的材料切割，可以在汽车内饰、广告包装、复合材料等领域广泛应用。2) TK 系列主要针对大幅面、高精度切割需求，可根据客户需求，通过增加模块扩展切割幅面，完成不同工艺的精确加工。3) GL 系列为多层智能切割设备，适用于大规模批量化生产；PK 系列为公司 2019 年推出的新系列产品，主要应用于办公自动化领域，具有体积小、单价低的特点，2021 年销售数量同比增长 1 倍以上。

表 1：爱科科技智能切割设备类别

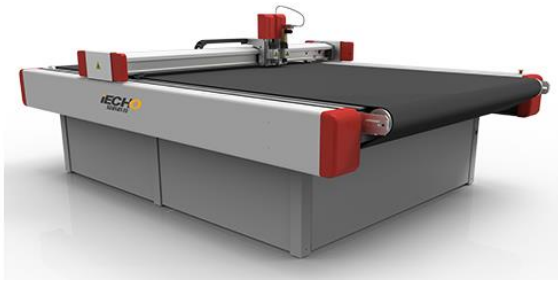
产品名称	产品系列	图例	主要特点
基础性智能切割设备	BK 系列		适合高精度、小幅面、多功能的材料切割，可以精准完成多种工艺

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

可扩展智能切割设备	TK 系列		可根据切割需求，通过增加模块扩展切割幅面，针对大幅面、高精度的切割需求设计的产品，可完成不同工艺的精确加工
高速大幅面智能切割设备	SC 系列		针对大幅面、高速度的切割需求设计的产品，可完成对大幅面材料的高速加工
真皮裁剪流水线设备	LCP 系列		针对真皮切割专门设计的智能切割设备，曾获得过多个奖项
微型智能切割设备	PK 系列		针对办公自动化专门设计的产品，可实现小批量、多批次生产，体积小，性价比高
多层智能切割设备	GL 系列		针对多批量切割需求设计的产品，适用于大规模批量化生产

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：爱科 BK 高速度数字化切割系统



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 3：爱科 TK4S 大幅面切割系统



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 4：爱科 GLSA 全自动多层裁剪系统

图 5：爱科 PK 全自动数码打印模切机



数据来源：公司官网，东方证券研究所



数据来源：公司官网，东方证券研究所

管理团队经验丰富，核心员工激励充分

管理团队经验丰富，行业理解深刻。公司管理层深耕行业多年，且均为公司元老级人物，董事长方小卫 1977-1992 年任杭州自动化研究所软件研究室软件开发工程师，2005 年创立爱科科技，是国家信息产业部“全国劳动模范”、中国服装行业协会专家委员会成员、浙江省科技厅技术专家库成员、杭州市创新型先进人才。总经理方云科 2008-2009 年任阿里巴巴集团品牌营销专员，2009 年加入公司。副总经理、董事会秘书王鹏 2013 年加入公司，此前曾就职于德国 Top-cut Bullmer GmnH 公司。多年稳定且经验丰富的核心高管团队对智能切割行业理解深刻，有利公司长远战略发展。

表 2：爱科科技管理团队

姓名	职务	职称	年龄	履历
方小卫	董事长	教授级高级工程师	64	1989 年毕业于浙江大学，研究生学历，是国家信息产业部“全国劳动模范”、中国服装行业协会专家委员会成员、浙江省科技厅技术专家库成员、杭州市创新型先进人才。1977-1992 年任杭州自动化研究所软件研究室软件开发工程师，1992 年至今任杭州爱科电脑技术有限公司执行董事；2005 年创立爱科科技，任爱科科技董事长兼总工程师。
方云科	总经理	高级工程师	37	2008 年毕业于英国华威大学，研究生学历，2008-2009 年任阿里巴巴集团品牌营销专员，2009 年加入公司。
王鹏	副总经理， 董事会秘书	高级工程师	57	1988 年毕业于国防科技大学，研究生学历，1988-2004 年任解放军信息工程大学讲师；2004-2009 年任杭州爱科电脑技术有限公司副总经理；2009-2012 年任德国 Top-cut Bullmer GmnH 公司董事总经理及台州拓卡奔马公司总经理；2012-2013 年任上海和鹰机电科技股份有限公司副总经理；2013 年加入公司。
周云龙	副总经理		45	1999 年毕业于太原重型机械学院，本科学历，1999-2000 年任东风集团公司杭州重型机械厂工程师，2000-2004 年任日本三洋半导体厂课长，2004-2009 年任日本新日铁杭州日茂新材料有限公司部长，2009-2017 年任航天科工杭州优能通信系统有限公司运营总经理，2017 年加入公司。
程小平	副总经理		35	2010 年毕业于湖北民族大学并取得商务英语专业学士学位，2011-2016 年任杭州爱科科技有限公司外贸销售专员，

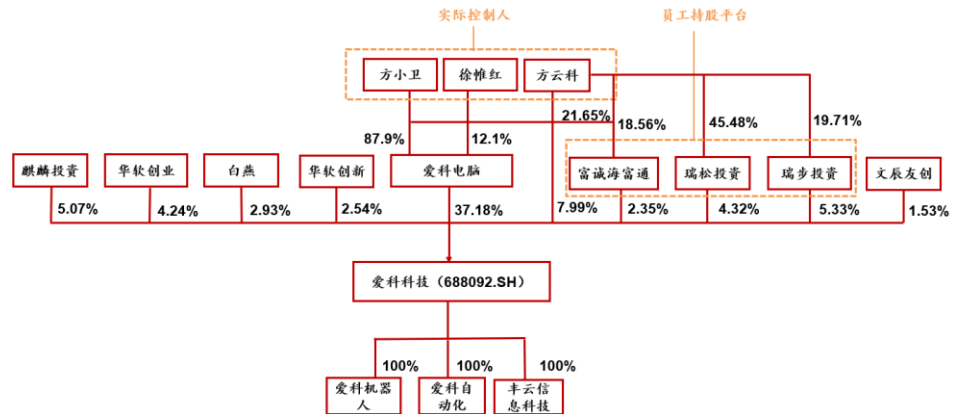
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

				2016-2021 年任杭州爱科科技股份有限公司海外营销总监；2022 年开始担任公司国际贸易事业部总经理。
吴云香	财务负责人	58		1988 年毕业于浙江丝绸工学院，本科学历，1988-1994 年任湖州东风丝织厂技术员，1994-2006 年任浙江通普电气股份有限公司会计，2006 年加入公司。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

股权结构集中，有利战略决策。公司控股股东为杭州爱科电脑技术有限公司，实际控制人为方小卫（公司董事长）与配偶徐帷红、儿子方云科（公司总经理）。方小卫与徐帷红通过爱科电脑间接持有公司 37.18% 的股份。方云科直接持有公司 7.99% 的股份，并作为瑞步投资和瑞松投资的执行事务合伙人分别控制公司 5.33% 和 4.32% 的表决权，合计拥有爱科科技 17.64% 的表决权。公司实控人合计可支配公司 57.17% 的表决权，股权结构较为集中，有利于公司战略制定和执行。

图 6：爱科科技股权结构（截至 2022 年二季度末）



数据来源：wind，东方证券研究所

核心员工激励充分，释放发展活力。公司 2015、2016 年分别成立员工持股平台瑞步投资、瑞松投资，两家持股平台截至 2022Q2 分别持有公司 5.33%、4.32% 的股份（共覆盖包括总经理方云科、系统控制部技术负责人伍郁杰、销售总监王永峰等在内的 35 名高管和核心骨干）。2021 年 3 月上市时，公司 13 名高管和核心员工参与 IPO 战略配售（富诚海富通爱科科技资产管理计划），获配 147.9 万股，占发行规模 10%。2021 年 9 月公司出台限制性股票激励计划，首次授予对象为 69 名高管、核心技术和业务骨干，授予价格 21.53 元/股；预留部分于 2022 年 4 月 28 日授予核心技术骨干 21 人。公司通过持续充分的股权激励深度绑定核心员工，为长远发展注入活力。

表 3：爱科科技 2021 年限制性股票激励计划

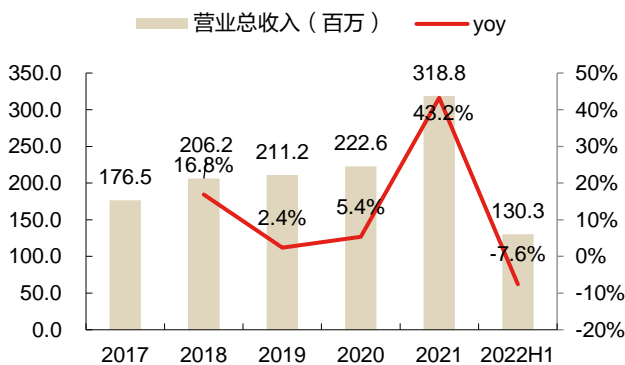
授予数量（万股）	75			
授予时总股本（万股）	5915.84			
授予数量占总股本比例	1.27%			
授予价格（元/股）	21.53			
激励对象	首次授予对激励对象共计 69 人，约占公司员工总数 469 人的 14.71%；预留授予 21 名技术骨干			
考核目标（百万）	目标营业收入	较 2020 年增长率	目标扣非净利润	较 2020 年增长率
2020	222.57		43.4	
2021E	300.47	35%	58.59	35%
2022E	367.24	65%	71.61	65%
2023E	445.14	100%	86.8	100%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

收入利润稳健增长，海外业务占比近半

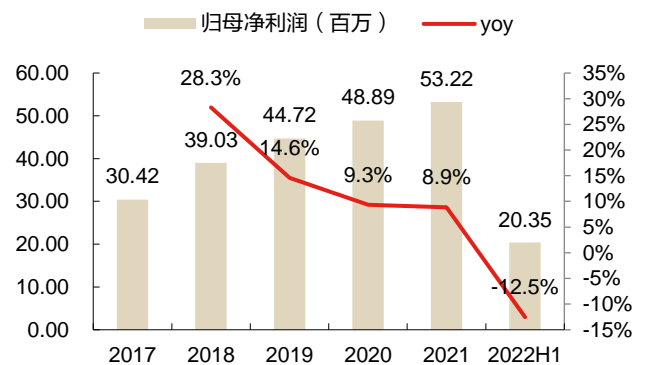
收入利润增长稳健，期间费用平稳波动。公司整体业绩增长稳健，2017-2021 年收入、归母净利润复合增速分别为 15.9%、15.0%，2021 年实现收入 3.19 亿，同比增长 43.2%，主要因产能逐步释放；实现归母净利润 5322 万，同比增长 8.9%，低于收入增速主要系原材料价格和海运费上涨扰动下，2021 年公司毛利率较上年同期下滑 4.9pct 至 43.6%。今年二季度由于疫情防控的需求，人员流动的控制影响了国内市场需求，而海内外发货和供应链受阻影响了订单交付和签订，导致上半年公司收入同比下滑 7.6%至 1.3 亿，归母净利润同比下滑 12.5%至 2035 万。2018 年以来公司期间费用率整体稳定在 28%左右，2021 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 15.7%、3.7%、8.5%、0.3%。

图 5：公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

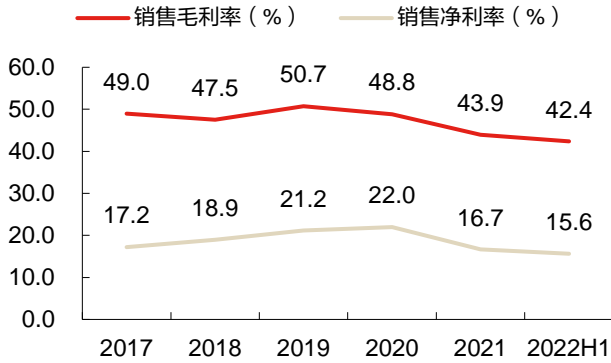
图 6：公司归母净利润及增速



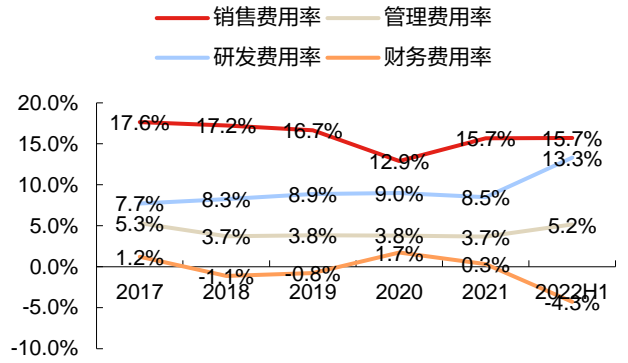
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司毛利率和净利率

图 6：公司期间费用率



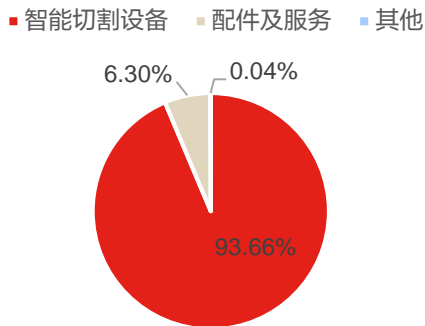
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

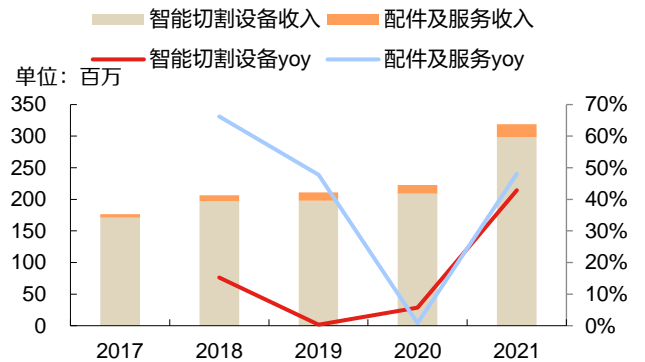
配件及服务占比提升，海外业务收入贡献近半。从业务结构来看，2021年公司智能切割设备、配件及服务分别实现收入 2.99 亿、2010 万，占收入比重分别为 93.7%、6.3%。公司配件及服务毛利率高于智能切割设备，2017-2021 年收入复合增速 38.4%，占总收入比重由 3.1%提升至 6.3%。随着公司覆盖客户范围增长，配件及服务收入占比有望继续提升，优化公司盈利能力。分地区来看，公司境外业务持续发力，2021 年实现收入 1.5 亿元，同比增长 91.9%，占主营业务收入比重由 2017 年的 28%提升至 2021 年的 47%。

图 7：公司主营业务收入分产品结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

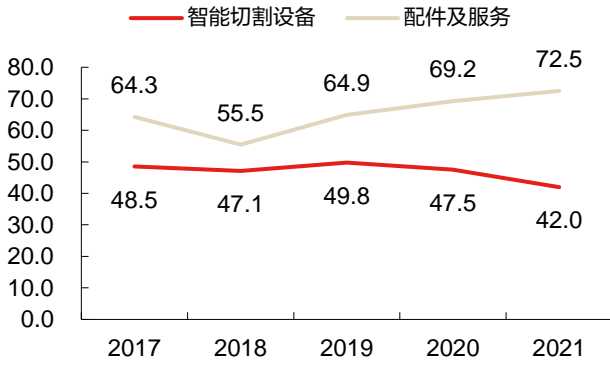
图 8：公司主要业务收入及增速



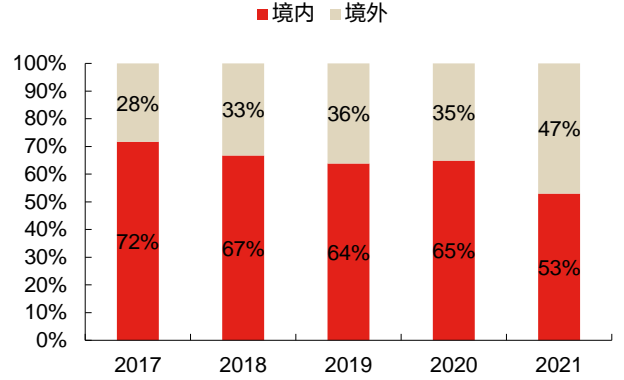
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：公司主要业务毛利率 (%)

图 10：公司主营业务收入分地区结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

增量市场景气复苏，存量市场渗透率有望提升

存量市场：应用领域持续延伸，渗透率有望提升

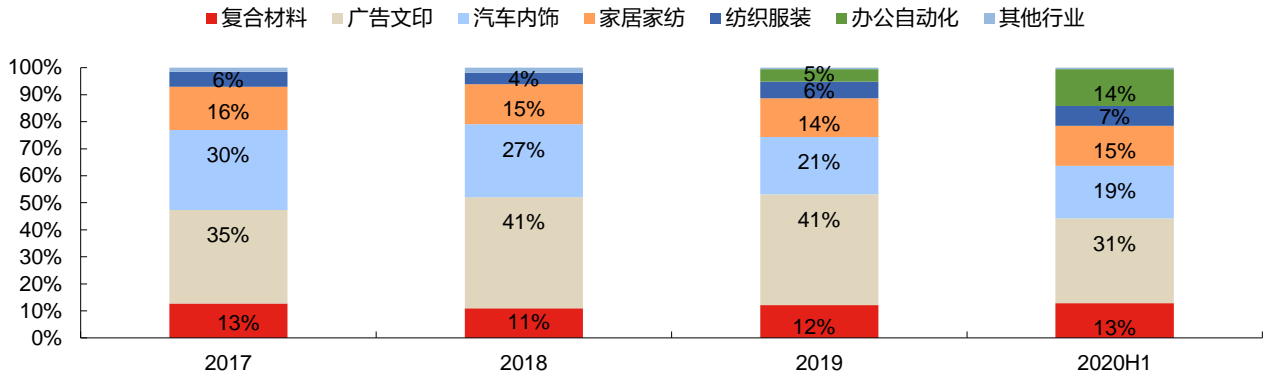
技术不断成熟，应用领域持续延伸。随着精密运动控制技术、切割制造技术的成熟，智能切割设备可以切割的材料从原来局限于布匹、纸张等柔性材料，逐渐向玻璃纤维、碳纤维、亚克力板、PVC、ETFE、PTFE、HAPALON 等新材料发展，得以进入航空航天材料、船舶材料、风电材料、光伏材料等多个新行业的切割工序中，应用领域持续延伸。以爱科科技为例，公司2019年智能切割设备收入中，广告文印、汽车内饰、家居家纺、复合材料、纺织服装分别占 41%、21%、14%、12%、6%，下游应用多元。

图 11：智能切割设备下游应用



数据来源：公司公告，东方证券研究所

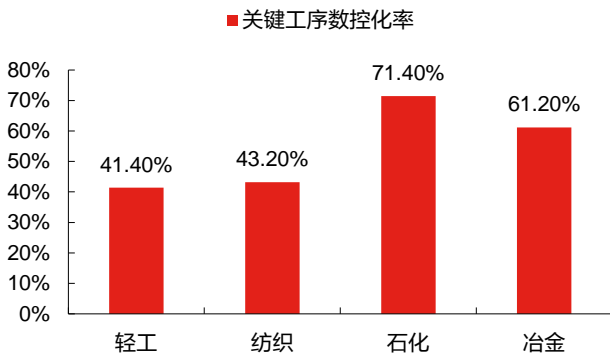
图 12：爱科科技下游领域收入结构（不含配件及服务收入）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

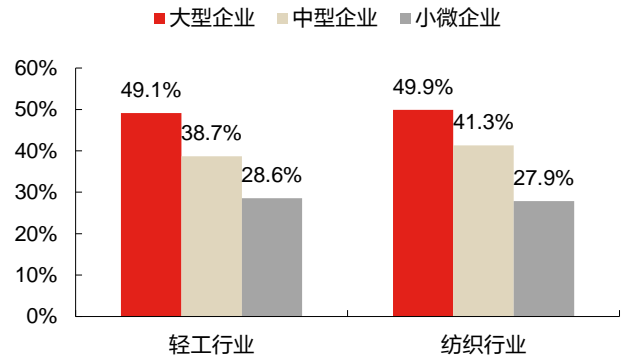
国内起步较晚，存量市场渗透率仍低。20 世纪 80 年代左右，智能切割设备开始引入我国，国家先后通过“六五计划”和 863 计划的实施，对智能切割设备的研发与制造进行鼓励，但受制于智能切割设备较为昂贵的成本，制造业实现装备自动化的需求较少。《中国两化融合发展数据地图（2018）》显示，智能切割行业下游相关的轻工行业关键工序数控化率为 41.4%，纺织行业关键工序数控化率为 43.2%，其中中型轻工、纺织企业关键工序数控化率分别为 38.7%、41.3%，与石化行业、冶金行业相比还有较大提升空间。

图 13：我国轻工、纺织、石化、冶金行业关键工序数控化率



数据来源：《中国两化融合发展数据地图（2018）》，东方证券研究所

图 14：我国轻工、纺织业关键工序数控化率（分企业类型）

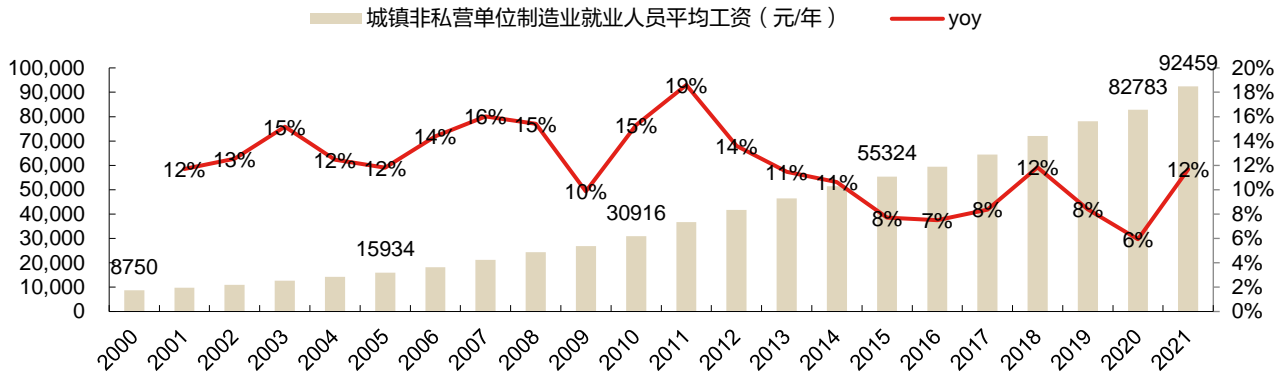


数据来源：《中国两化融合发展数据地图（2018）》，东方证券研究所

人力成本上涨和产业转型升级拉动需求，智能切割设备渗透率有望提升。一方面，我国人力成本稳步上涨，2021 年制造业就业人员年平均工资达到 9.25 万，2016-2021 年 CAGR 为 9.2%，机器换人降本需求迫切。另一方面，广告文印、纺织服装、汽车内饰、家居家纺等行业趋向定制化，根据艾瑞咨询 2018 年发布的《定制家居行业趋势和消费者洞察报告》，近两年有过新装修或购买过新家具的人群中选择定制家居和成品家居的比例分别为 62%、75%，而在未来一年有装修需求和家具购买计划的人群中有 65% 计划选购定制家居，高于选择成品家居的 62%；消费升级同样促进了服装行业的个性化、定制化需求，据央视财经，目前国内定制服装市场规模接近 2000 亿元。切割设备下游行业的个性化、多元化需求需要新的“小批量、多批次”生产模式来匹配，传统的手工或电剪刀等工艺很难满足生产要求，企业存在较强的自动化、智能化需求。在人力成本上涨

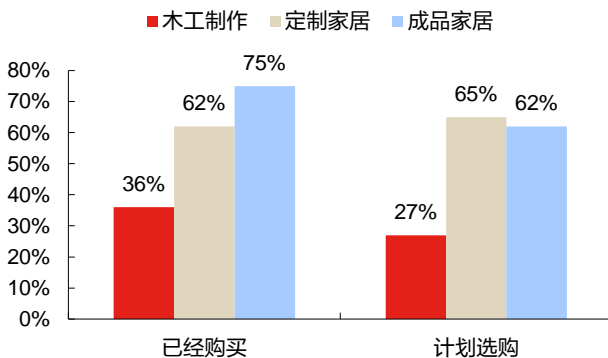
和产业转型升级两个主要因素的驱动下，我们判断广告文印、纺织服装、汽车内饰、家居家纺等行业的智能切割设备渗透率有望提升。

图 15：城镇非私营单位制造业就业人员平均工资



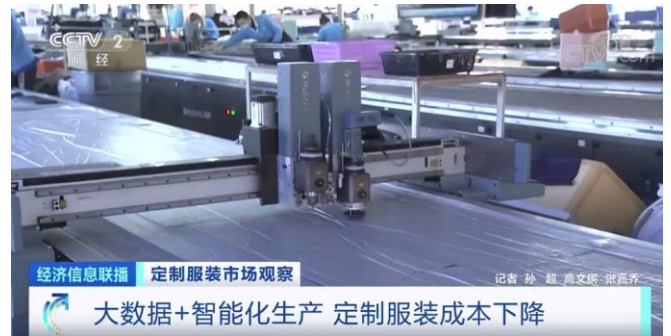
数据来源：wind，东方证券研究所

图 16：2018 年中国新装修和家具购买人群意愿选择



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 17：智能裁切设备应用在服装行业



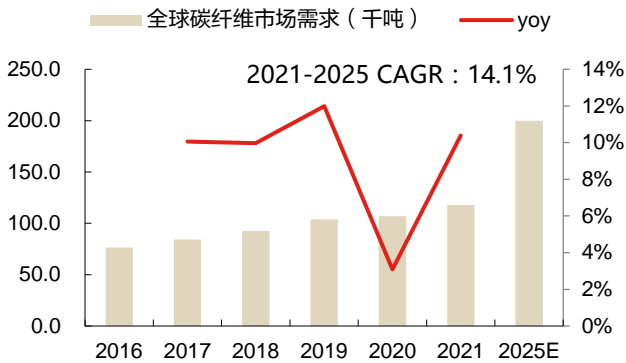
数据来源：央视财经，东方证券研究所

增量市场：复合材料高景气，印后、纺织疫后复苏

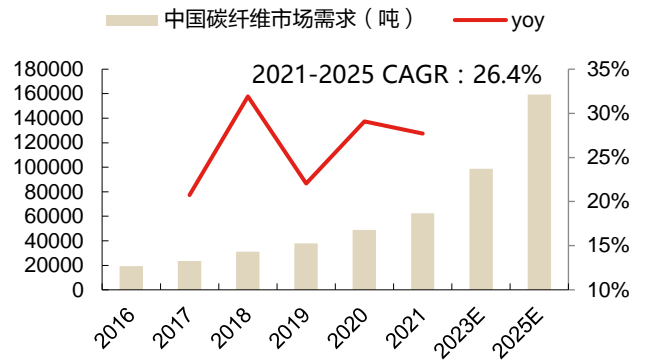
1) 复合材料市场：作为主要的复合材料之一，碳纤维由于其高比强度、高比刚度、耐腐蚀等特性，广泛应用于航空航天、海洋工程、新能源装备、交通设施等领域，根据赛奥碳纤维数据，2025 年全球和国内碳纤维市场需求将分别达到 20 万吨、15.9 万吨，2021-2025 年 CAGR 分别为 14.1%、26.4%，市场需求旺盛。碳纤维预浸料遇到水、激光后会变性，一般无法使用水刀或激光切割，对加工设备技术要求较高，目前国内一般采取手工或电动剪刀的方式进行加工，切割精度不足、效率较低，存在较强的智能切割设备替代需求。以碳纤维为代表的复合材料行业较高的需求景气度，将为智能切割设备贡献明显增量。

图 18：全球碳纤维市场需求及增长

图 19：中国碳纤维市场需求及增长



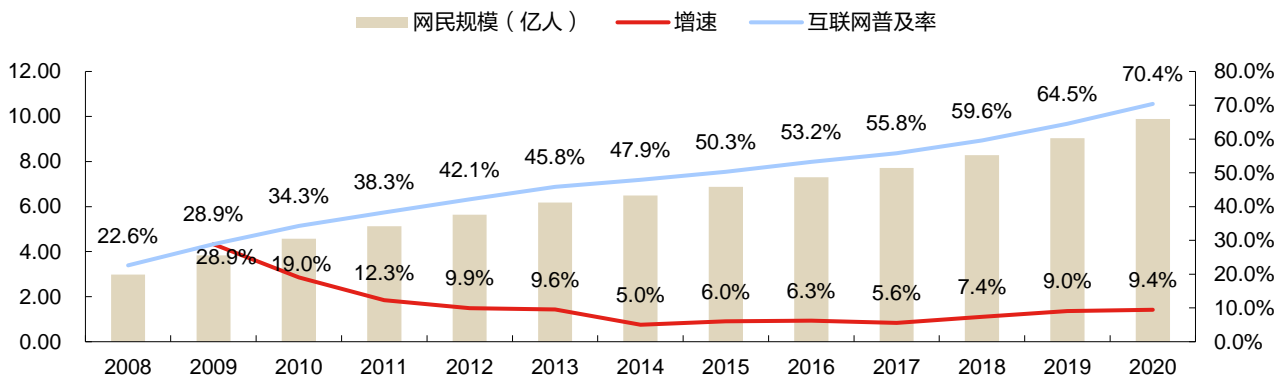
数据来源：赛奥碳纤维技术《全球碳纤维复合材料市场报告》，东方证券研究所



数据来源：赛奥碳纤维技术《全球碳纤维复合材料市场报告》，东方证券研究所

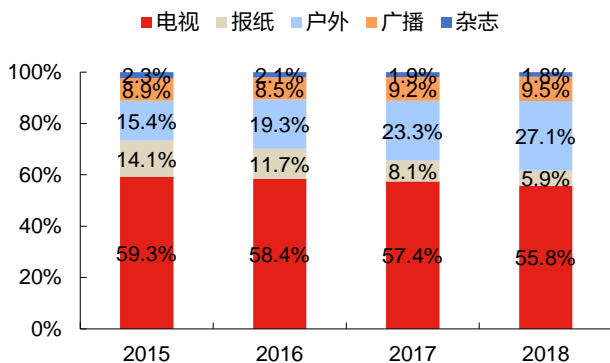
2) 广告文印市场：广告文印行业下游主要是户外广告行业，随着线上人口红利减弱，线下流量价值的凸显使市场关注点聚焦在触达率更高、展示形式不断翻新的户外广告上，根据艾瑞咨询2019年发布的《中国户外广告市场研究报告》，国内户外广告2018年在线下广告中占比27.1%，较2015年提升11.7pct。智研咨询《2020年中国户外广告市场规模及广告花费分析》显示2020年国内户外广告市场规模达到1952亿元，2015-2020年CAGR为12.6%。

图 20：中国网民规模、增速及互联网普及率



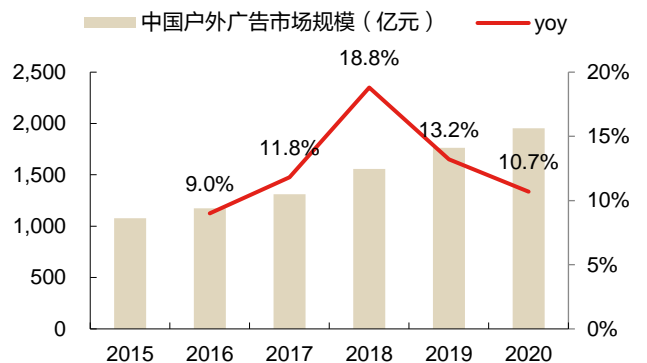
数据来源：wind，东方证券研究所

图 21：中国线下广告市场细分类别规模



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 22：中国户外广告市场规模及增速

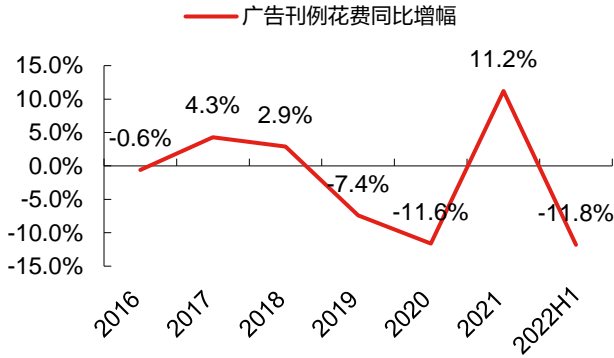


数据来源：智研咨询，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

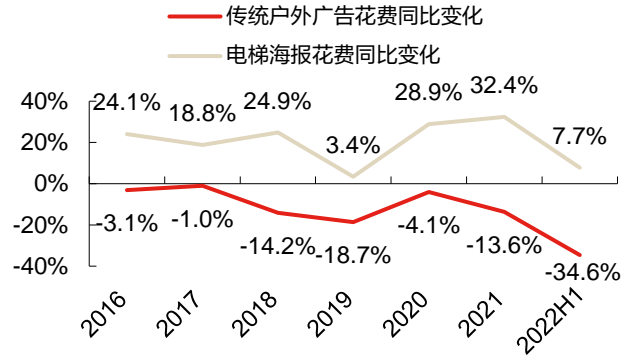
疫情冲击下广告行业受损严重，2020年、2021年、2022年上半年广告刊例花费同比分别-11.6%、+11.2%、-11.8%，其中传统户外广告受损更为突出，花费同比分别-4.1%、-13.6%、-34.6%，今年上半年电梯海报增速骤降至7.7%。随着疫情好转，预计传统户外广告和电梯海报市场将逐步修复，有利智能切割设备需求回暖。

图 23：广告刊例花费变化



数据来源：CTR，东方证券研究所

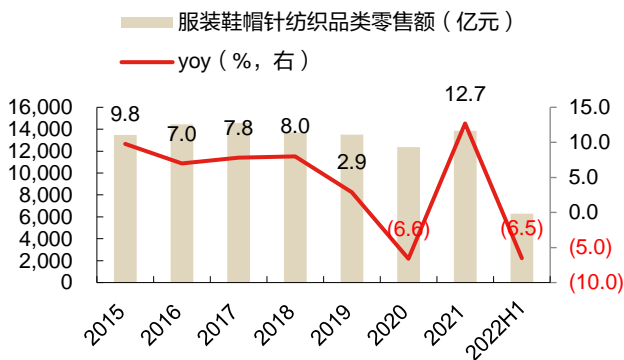
图 24：传统户外广告和电梯海报花费变化



数据来源：CTR，东方证券研究所

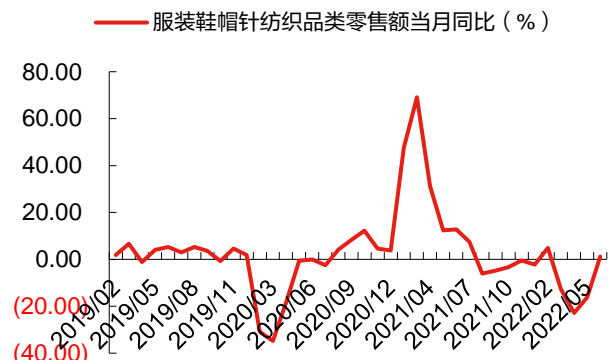
3) 纺织服装市场：疫情影响下，2020年上半年我国服装鞋帽针纺织品类零售额同比下滑 19.6%至 5120 亿元，下半年海外疫情扩散带动出口增加，全年增速修复至-6.6%。2021年在海外和国内需求拉动下，我国服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速达到 12.7%。今年上半年由于高基数、国内疫情以及复杂的国际环境影响，纺织服装行业受损，6 月份服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速弱复苏至 1.2%，我们认为服装内销市场有望继续保持恢复性增长，带动智能切割设备需求。

图 25：服装鞋帽针纺织品类年零售额及同比



数据来源：wind，东方证券研究所

图 26：服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比



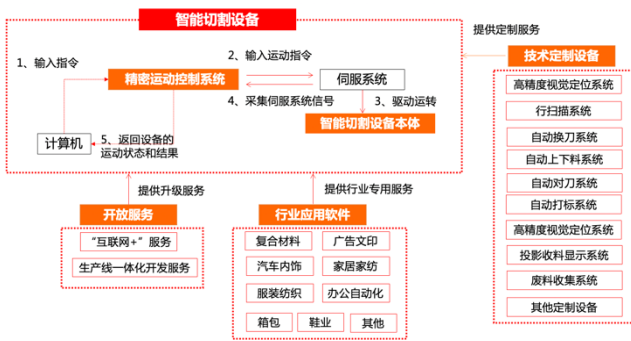
数据来源：wind，东方证券研究所

强劲产品力奠定基石，研发销售进取打开空间

研发团队实力雄厚，高筑技术壁垒

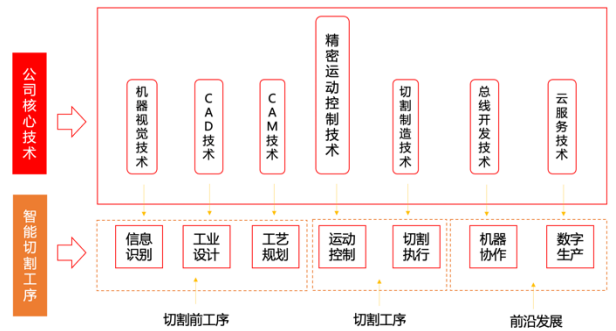
重视研发投入，核心技术贯穿各环节。智能切割设备主要包括精密运动控制系统、伺服系统和智能切割设备本体：精密运动控制系统作为核心部件，驱动伺服系统，从而带动智能切割设备本体运转，对材料进行切割加工。智能切割设备研发和生产过程中涉及自动化、机械、计算机、数学、光学、电学等多个专业学科领域，需要包括算法、软件、精密运动控制、切割制造、机器视觉等领域大量的技术积累。公司高度重视研发，2018年以来研发费用率稳定在8%以上，2021年研发投入达到2700万，年底技术人员115人，占员工总人数的25.7%。经过多年积累，公司打造了精密运动控制、CAD/CAM、切割制造、机器视觉、云服务、总线开发等核心技术，贯穿切割前工序、切割工序和前沿发展路径。

图 27：智能切割设备工作原理和应用



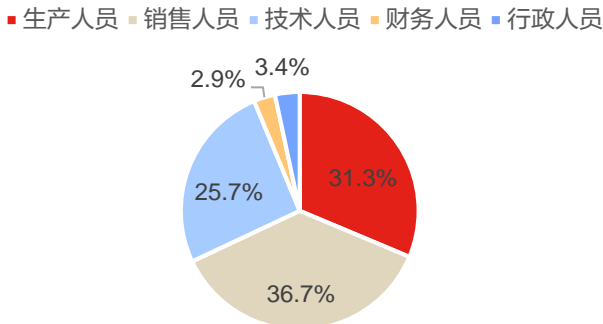
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：公司核心技术



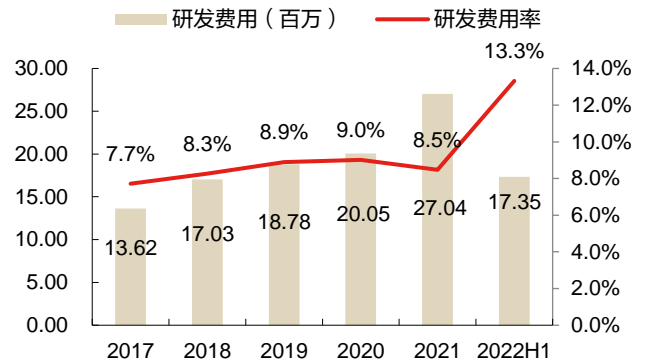
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：公司 2021 年底员工结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 30：公司研发费用率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

自研精密运动控制系统可媲美国内专业运动控制系统生产商。精密运动控制系统软件是控制设备运动的核心，公司经过多年的技术研发，掌握了精密运动控制技术，主要包括高精度伺服控制技术、QSPI 快速通信技术、多轴联动插补技术、速度规划算法、精度补偿技术以及嵌入式开发技术等关键核心技术。在强大底层技术支持下，公司自主研发出精密运动控制系统，封装了高性能多轴运动控制算法和工艺算法库，通过设定参数可适应不同材料、不同厚度材料、不同工艺的精确切割需求，在运动控制周期、多轴联动、加工控制精度等技术指标方面，接近甚至超越国内专业运动控制系统生产商的技术水平。公司是行业内少有的拥有精密运动控制核心技术的

设备商，多数竞争对手主要采购或定制通用型的运动控制系统，功能扩展和提升受制于所选型的运动控制系统的功能和性能。

表 4：爱科科技各环节技术水平

技术领域	技术水平
切割领域	在运动控制方面有着较强的优势，但在多层切割的切割执行领域与杰克股份存在少许差距，在多元化机头技术、机头可配置技术与瑞士迅特等国外知名企业还有一定差距。
切割前领域	整体技术水平优于国内企业，在图像识别等领域与法国力克、美国格柏等竞争对手有一定差距，但行业覆盖范围较广泛。
前沿发展领域	在总线开发技术方面具有一定的独特性，在云服务技术方面仅有法国力克、美国格柏、宁波经纬等少数竞争对手与公司拥有相似技术。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 5：爱科科技精密运动控制系统与固高科技通用性运动控制系统技术参数对比

细分技术领域	固高科技	爱科科技
控制周期	125us-400us	100us
直线插补	支持 3-4 轴直线插补	支持 6 轴直线插补
误差补偿	部分型号拥有	拥有

数据来源：公司公告，东方证券研究所

研发团队实力雄厚，核心技术人员长期稳定。公司研发团队以方小卫、方云科、白燕、张东升、伍郁杰等为核心，核心技术人员在公司任职均超过十年。董事长、总工程师方小卫在精密运动控制、智能制造与自动化领域丰富的科研与管理经验，曾经主持负责完成了多项国家科技部“863”计划项目、国家信息产业部电子发展基金和国家经信委电子发展基金项目等重大项目。总经理方云科毕业于英国华威大学，2009 年加入公司，拥有高级工程师职称。应用软件部技术负责人白燕曾任解放军信息工程大学信息安全学院计算机系副教授，2007 年加入公司。

表 6：爱科科技核心技术人员

姓名	职务	履历
方小卫	董事长、总工程师	1989 年毕业于浙江大学，研究生学历，教授级高级工程师，是国家信息产业部“全国劳动模范”、中国服装行业协会专家委员会成员、浙江省科技厅技术专家库成员、杭州市创新型先进人才。1977-1992 年任杭州自动化研究所软件研究室软件开发工程师，1992 年至今任杭州爱科电脑技术有限公司执行董事；2005 年创立爱科科技，任爱科科技董事长兼总工程师。
方云科	总经理	2008 年毕业于英国华威大学，研究生学历，高级工程师，2008-2009 年任阿里巴巴集团品牌营销专员，2009 年加入公司。
白燕	应用软件部技术负责人	1994 年毕业于解放军信息工程学院，研究生学历。1994-2007 年任解放军信息工程大学信息安全学院计算机系副教授，2007 年加入公司。
张东升	产品部技术负责人	1993 年毕业于杭州电子学院，本科学历。1986-1997 年任杭州磁钢厂产品设计经理，1997-1999 年任杭州西子集团磁钢厂产品设计经理，1999-2000 年任杭州西子集团成套厂产品设计经理，2000-2008 年任杭州开源电脑技术有限公司事业部总经理，2008 年加入公司。
伍郁杰	系统控制部技术负责人	1996 年毕业于湖南大学，本科学历，中级工程师。1996-2000 年任广东顺德容生电器有限公司工程师，2000-2004 年任广东顺德微创芯片软件有限公司技术经

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		理，2004-2010 年任杭州柯瑞自动化技术有限公司运动控制软件工程师，2010 年加入公司。
--	--	--

数据来源：公司公告，东方证券研究所

强劲产品力奠定成长基石，产品结构不断优化

产品性能接近海外龙头，价格优势显著。在强大的底层技术支持下，公司主打的 BK、TK 系列产品的主要技术参数已达到或接近国外知名厂商水平，优于国内厂商对应产品；GL 系列最大切割速度低于国外知名厂商，最大切割加速度低于德国奔马，其他技术参数基本优于或接近国外先进产品。公司产品价格优势明显，BK 系列价格区间 10-40 万元，显著低于瑞士迅特 S3 系列的 50-70 万元，以及比利时艾司科 XP AUTO20 系列的 45-65 万元；TK 系列产品 15-50 万元、GL 系列 20-40 万元也明显低于瑞士迅特、比利时艾司科、美国格柏、德国奔马等厂商的同类型产品价格。总体来看，公司产品具备较高性价比，强劲产品力奠定公司成长基石。

表 7：爱科科技 BK 系列与国内外产品对比

厂商	爱科科技	瑞士迅特	比利时艾司科	宁波经纬	广东瑞洲
产品型号	BK 系列	S3 系列	XP AUTO20 系列	BK03 II 系列	RZCRT5 系列
最大切割宽度	1.1m-1.7m	1.33m-2.27m	1.68m	1.3m-1.6m	1.3m-1.6m
最大切割长度	1.3m-2.5m	0.83m-1.63m	1.43m	1.1m-2.5m	1.8m-2.5m
最大切割厚度	50mm	25mm	未披露	20mm	50mm
定位精度	±0.03mm	±0.03mm	±0.05mm	±0.1mm	±0.1mm
切割精度	±0.1mm	±0.1mm	±0.20mm	—	—
最大切割速度	1.5m/s	2m/s	1.67m/s	1.5m/s	0.1-1.2m/s
最大切割加速度	15m/s ²	14m/s ²	15m/s ²	—	—
价格区间	10~40 万元	50~70 万元	45~65 万元	—	—

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 8：爱科科技 TK 系列与国内外产品对比

厂商	爱科科技	瑞士迅特	比利时艾司科	美国格柏	德国奔马	爱科科技	宁波经纬	广东瑞州
产品型号	TK 系列	G3 系列	XP AUTO44 系列	Z1 系列	PREMIUMC - UT ELC 系列	TK3532	CB08II-3132-PM	RZCRT5-3016E
最大切割宽度	1m-5.1m	1.33m-3.21m	2.21mm	1.81m-2.54m	1.4m-5m	3.2m	3.2m	1.6m
最大切割长度	1.5m-15.5m	1.6m-3.2m	3.2m	1.82m-3.04m	1.2m-3.2m	3.5m	3.1m	3m
最大切割厚度	50mm	未披露	未披露	未披露	50mm	50mm	50mm	50mm
定位精度	±0.03mm	±0.03mm	±0.06mm	未披露	未披露	±0.03mm	±0.05mm	±0.1mm
切割精度	±0.1mm	±0.1mm	±0.3mm	未披露	±0.1mm	—	—	—
最大切割速度	1.5m/s	2m/s	1.67m/s	1.1m/s	2m/s	1.5m/s	1.2m/s	1.0m/s
最大切割加速度	15m/s ²	9.49m/s ²	14m/s ²	15m/s ²	20m/s ²	—	—	—
价格区间	15~50 万元	70~100 万元	60~90 万元	50~70 万元	30~140 万元	—	—	—

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

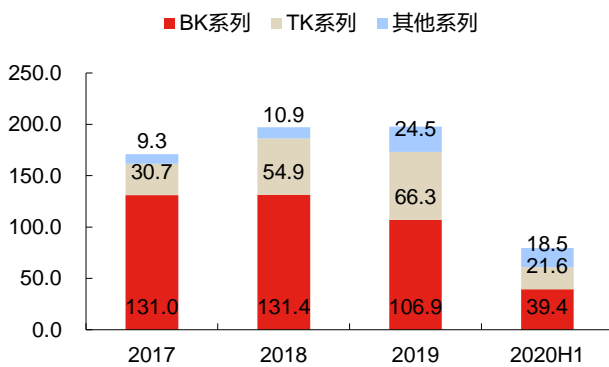
数据来源：公司公告，东方证券研究所 注：爱科科技与国内厂商对比为 TK3532 系列

表 9：爱科科技 GL 系列与国内外产品对比

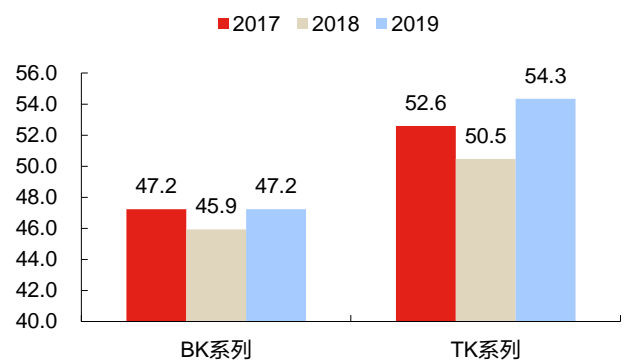
厂商	爱科科技	美国格柏	法国力克	德国奔马
产品型号	GL 系列	XLc7000 系列	iG50/iG80 系列	PROCUT D8003 系列
最大切割宽度	1.6m-2.5m	2m	1.8m-2.2m	1.8m-2.4m
最大切割长度	1.8m-3.2m	1.8m	1.7m	1.8m-3.5m
最大切割厚度	75mm	72mm	50mm-80mm	80mm
最大切割速度	0.5m/s	0.51m/s	1m/s	1.67m/s
最大切割加速度	5m/s ²	2.4m/s ²	4m/s ²	12m/s ²
价格区间	20~40 万元	60~100 万元	100~150 万元	30~50 万元

数据来源：公司公告，东方证券研究所

产品线持续丰富，高毛利产品占比提升。在 BK、TK 系列之外，公司还开发了真皮裁剪流水线切割设备 LCP 系列、高速大幅面智能切割设备 SC 系列、多层智能切割设备 GL 系列等产品，并于 2019 年推出主要应用于办公自动化领域的 PK 系列，产品线持续丰富。从产品结构变化来看，公司 TK 系列近年来收入规模持续提升，2019 年实现收入 6631 万，占切割设备产品收入的 34%，较 2017 年提升 16pct。公司 TK 系列 2017-2019 年毛利率保持在 50%以上，明显高于基础性产品 BK 系列，高毛利产品占比提升有利公司盈利能力优化。

图 31：公司不同系列切割设备产品收入（百万）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 32：公司主要切割设备产品毛利率（%）


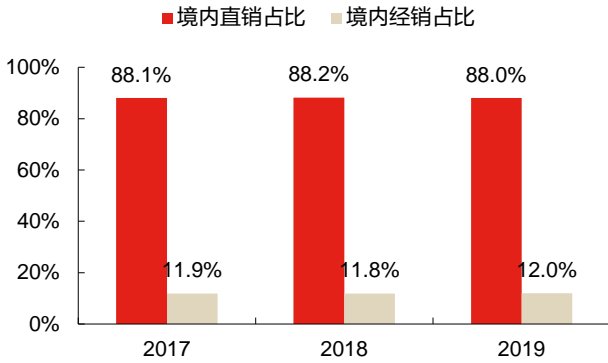
数据来源：公司公告，东方证券研究所

完善销售网络布局，国内外业务协同发力

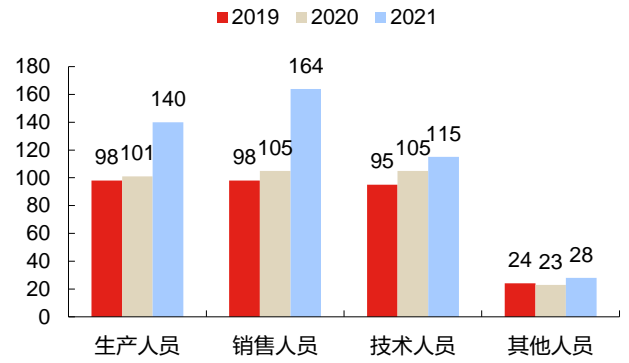
针对境内客户，公司 2020 年之前以直销模式为主，2019 年境内业务直销渠道收入占 88%。2021 年，针对众多下游行业和境内不同的销售区域，公司专门设置了行业经理和区域销售经理，销售团队由 105 人增长 56.2%至 164 人，同时借鉴海外经销模式的经验，转变境内原有的直销模式，加大国内经销商队伍的建设，为市场规模的快速扩大打下基础。

图 33：公司境内业务直销、经销渠道收入分布
图 34：公司员工数量变动（人）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：公司公告，东方证券研究所

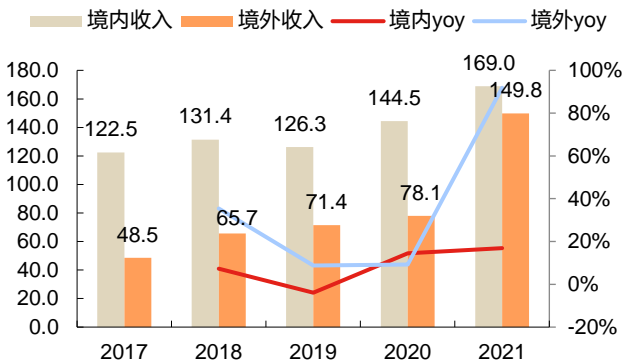


数据来源：公司公告，东方证券研究所

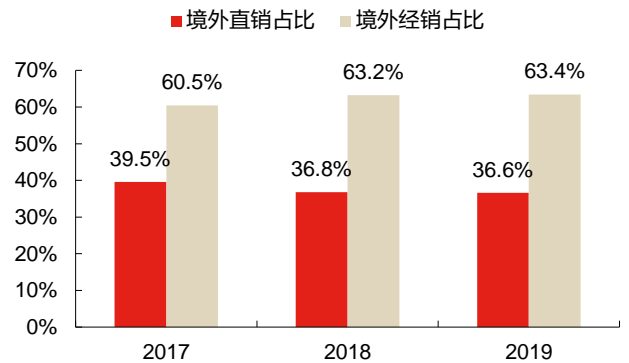
公司 2017-2021 年境外业务收入复合增速 32.6%，显著高于境内业务 8.4%的收入复合增速。针对境外客户，公司以经销模式为主，产品覆盖俄罗斯、土耳其、美国、韩国、巴西、中国台湾、泰国等 100 多个国家和地区。公司境外布局总体比较均衡，2019 年第一大市场是俄罗斯，占总收入 4%左右。境外业务毛利率较境内高出 10pct 左右，公司产品性价比显著优于海外厂商，境外存量市场替代有望持续兑现，带来盈利能力优化。

图 35: 公司境内外业务收入及增速 (百万)

图 36: 公司境外业务直销、经销渠道收入分布



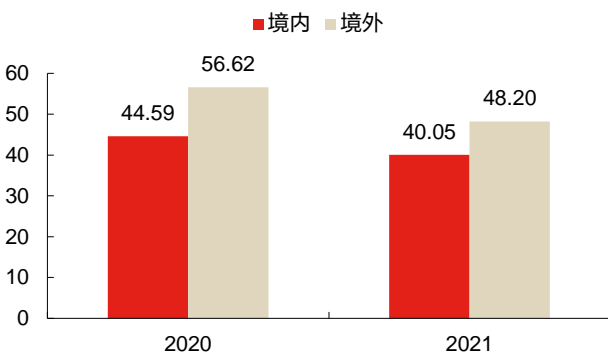
数据来源：公司公告，东方证券研究所



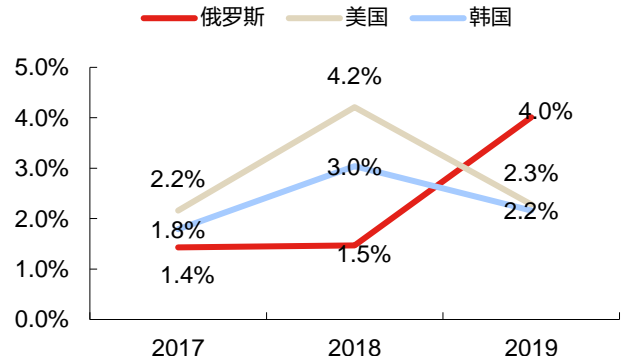
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 37: 公司境内外业务毛利率 (%)

图 38: 公司境外主要国家业务收入占总收入比重



数据来源：公司公告，东方证券研究所



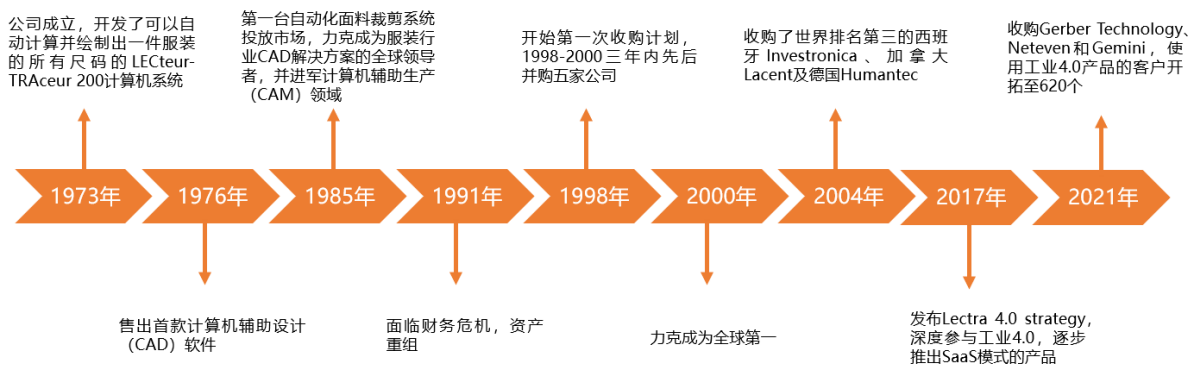
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

以法国力克为镜，观公司成长潜力

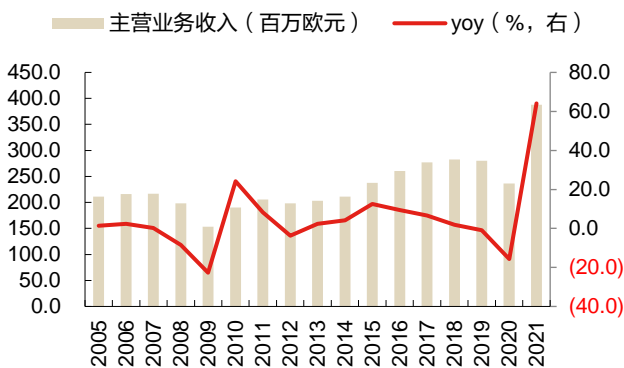
智能切割设备全球龙头，历史悠久底蕴深厚。法国力克成立于1973年，于1976年售出第一套服装打版及放码CAD系统，并于1985年推出其第一台自动化面料裁剪系统，是最早从事智能切割业务的企业之一。力克1995年成为CAD/CAM软件设备方面的全球领导者之一，1998年开始第一次并购，2000年成为全球第一。2017年，力克发布Lectra 4.0 strategy，深度参与工业4.0，并逐步推出SaaS模式的产品，2021年收购年收入超过1.6亿欧元的老牌智能切割设备龙头美国格柏科技（Gerber Technology）后，力克主营业务收入规模达到3.88亿欧元。

图 39：法国力克发展历程



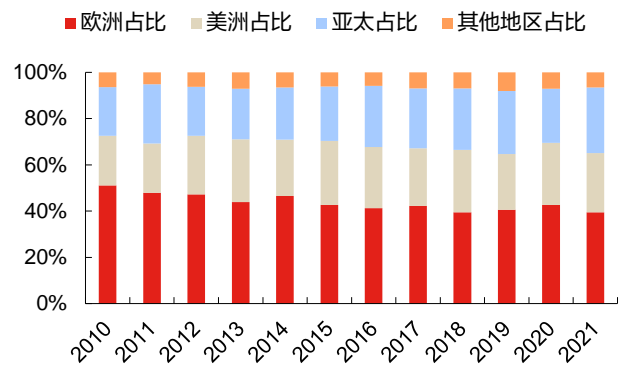
数据来源：公司官网、公司公告，东方证券研究所

图 40：力克主营业务收入及增速



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 41：力克分地区收入结构

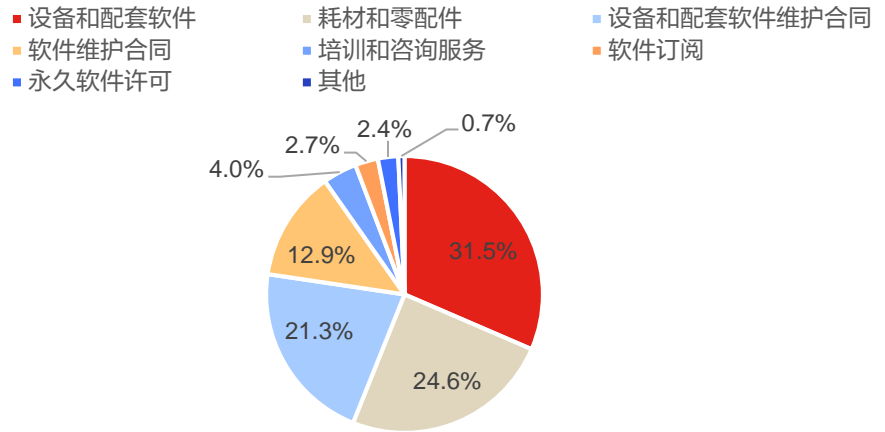


数据来源：公司公告，东方证券研究所

存量业务占比过半，高费用率拖累扩张。纵观力克的发展历程，其诞生于“欧美制造业空心化”之时，上世纪70年代以来，欧美发达国家开始推行“去工业化”，大量的中低端制造业向劳动力更加廉价的国家转移，逐渐导致这些发达国家出现“制造业空心化”，法国纺织服装占制造业增加值的比重1970年为10.01%，1990年降低至7.32%，2020年进一步降低至2.89%。宏观环境和产业结构造成力克的业务以存量市场为主，耗材和零配件、软硬件维护收入占比超过50%。虽

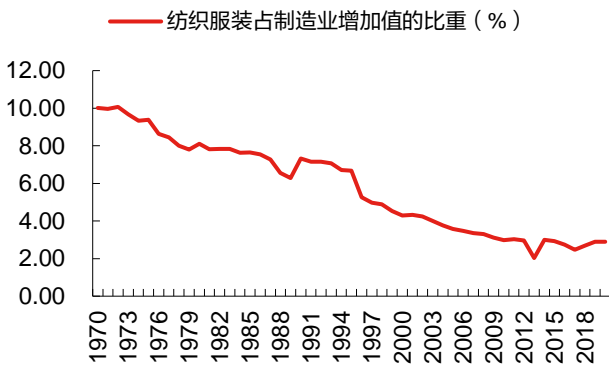
然力克进行了全球业务布局，2021年欧洲以外地区的业务收入占比超过60%，但过高的销售和管理费用率拖累了其业务扩张，力克的销售和管理费用率较爱科科技高出30pct左右。

图 42：力克 2021 年收入结构（剔除收购影响）



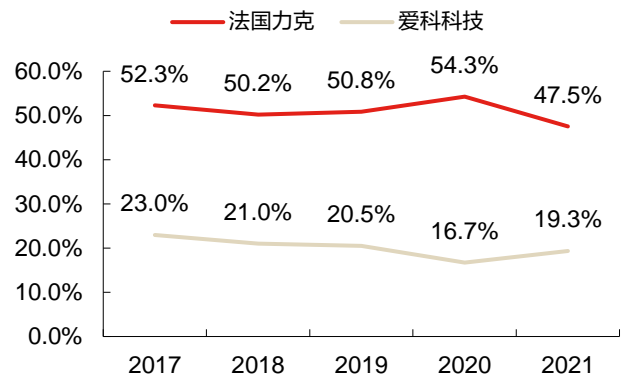
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：法国纺织服装占制造业增加值的比重



数据来源：wind，东方证券研究所

图 44：力克与爱科销售和管理费用率对比



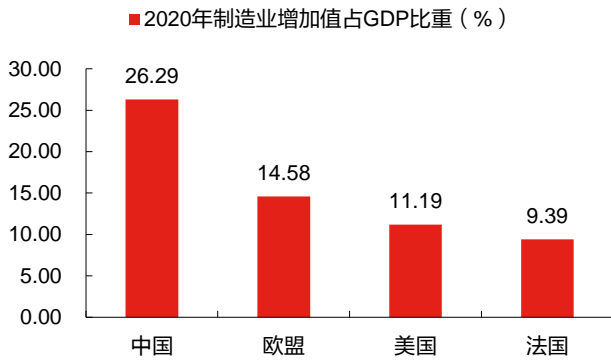
数据来源：Bloomberg、wind，东方证券研究所

国内产业和政策支持，爱科更具成长潜力。2020年我国制造业增加值占GDP比重为26.3%，欧盟、美国、法国分别为14.6%、11.2%、9.4%，2021年我国制造业增加值达到31.4万亿元，占全球比重接近30%，持续保持世界第一制造大国地位，我国产业门类齐全、体系完整的制造业为爱科科技提供了性价比更高的原材料供应链。2021年我国轻工行业规模以上工业企业数11.3万个，占全国工业的27.6%；轻工行业规模以上工业企业实现收入22.4万亿元，占全国工业的17.5%，其中智能切割设备下游的造纸、皮革及羽绒收入占比分别为6.7%、4.9%，为国内智能切割设备提供肥沃的发展土壤。

2022年6月工信部、商务部等五部门联合发布《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》，提出到2025年轻工业综合实力显著提升，占工业比重基本稳定，提升产业链现代化水平，在家用电器、家具、皮革、造纸、塑料制品、缝制机械、五金制品、洗涤用品、食品等行业推广一批智能

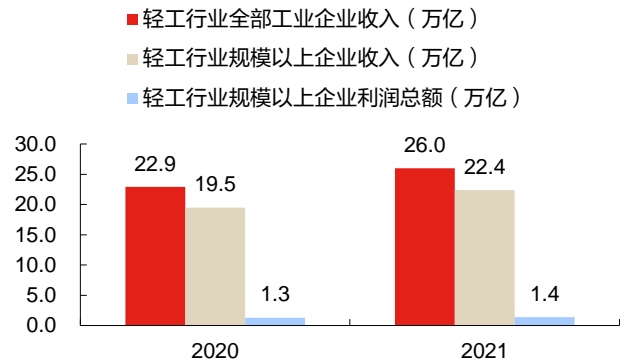
制造优秀场景，国内配套产业政策的支持也将不断推动智能切割设备的渗透。总体来看，我国更深厚的制造业根基和配套政策支持下，爱科科技相较法国力克具有更大的成长潜力。

图 45：2020 年部分国家地区制造业增加值占 GDP 比重



数据来源：wind，东方证券研究所

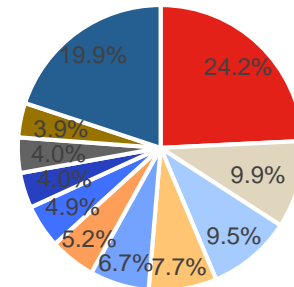
图 46：2021 年我国轻工业规模以上企业收入和利润



数据来源：wind，东方证券研究所

图 47：2021 年我国轻工业规模以上企业收入行业结构

- 农副食品加工
- 塑料制品
- 食品制造
- 家电
- 造纸及纸制品
- 电池制造
- 皮革及羽绒
- 金属制品
- 工美
- 酿酒
- 其他行业



数据来源：中国轻工业联合会《2021 年轻工业行业发展统计公报》，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于智能切割设备。公司 IPO 募投项目“新建智能切割设备生产线项目”完全达产后预计年产 4000 台智能切割设备，2021 年产能逐步释放，随着智能切割设备增量市场复苏、存量市场渗透，我们预计 22-24 年该产品收入分别为 3.83 亿、5.23 亿、6.81 亿，同比分别增长 28.1%、36.7%、30.3%。
- 2) 公司 22-24 年毛利率分别为 46.4%、48.3%和 48.2%。随着原材料价格回落及公司此前的部分高价原材料库存消化，公司的毛利率将逐步恢复至 2020 年水平。
- 3) 公司 22-24 年销售费用率为 15.8%、15.7%和 15.5%，管理费用率为 3.56%、3.45%和 3.38%。销售费用率和管理费用率的小幅下降主要考虑到公司收入的增长对销售和管理费用有一定的摊薄影响。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
智能切割设备					
销售收入（百万元）	209.0	298.6	382.6	523.0	681.3
增长率	5.7%	42.9%	28.1%	36.7%	30.3%
毛利率	47.5%	42.0%	44.5%	46.5%	46.3%
配件及服务					
销售收入（百万元）	13.6	20.1	26.1	34.8	46.9
增长率	0.8%	48.1%	30.0%	33.0%	35.0%
毛利率	69.2%	72.5%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	222.6	318.8	408.7	557.7	728.2
增长率	5.4%	43.2%	28.2%	36.5%	30.6%
综合毛利率	48.8%	43.9%	46.4%	48.3%	48.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.23、1.79、2.34 元，考虑公司以软硬一体的智能切割设备为主要产品，核心的运动控制系统存在较高技术壁垒，因此我们选取了深耕运动控制领域的维宏股份、机床和激光加工设备制造商亚威股份、以多层智能切割设备见长的杰克股份、高端数控机床龙头海天精工、工业激光加工设备与自动化配套设备生产商大族激光作为可比公司。根据可比公司估值，给予公司 2023 年 18 倍市盈率，对应合理股价为 32.28 元，首次给予买入评级。

表 10：可比公司估值

代码	公司	最新价格 (元) 2022/9/14	每股收益（元）				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

300508.SZ	维宏股份	22.55	0.65	0.67	0.84	1.04	34.69	33.66	26.85	21.68
002559.SZ	亚威股份	6.93	0.23	0.27	0.33	0.39	30.13	25.67	21.00	17.77
603337.SH	杰克股份	18.90	1.05	1.40	1.67	2.05	18.00	13.50	11.32	9.22
601882.SH	海天精工	19.53	0.71	0.91	1.18	1.49	27.51	21.46	16.55	13.11
002008.SZ	大族激光	29.85	1.87	1.95	2.42	3.00	15.96	15.31	12.33	9.95
	平均						25.26	21.92	17.61	14.35
688092.SH	爱科科技	25.42	0.90	1.23	1.79	2.34	28.25	20.67	14.18	10.88

数据来源：wind，东方证券研究所 注：维宏股份、亚威股份、杰克股份、海天精工、大族激光盈利预测取自 wind 一致预期

风险提示

1、下游行业增长不及预期

公司下游行业涉及广告文印、汽车内饰、复合材料、家居家纺、纺织服装、办公自动化等领域，若下游行业整体增长放缓，会影响对智能切割产品的市场需求，导致公司收入增长不达预期。

2、市场竞争加剧

近年来，随着智能切割行业的高速发展，吸引了越来越多的企业发展智能切割行业相关产业，如果市场竞争加剧，会对公司产品价格、毛利率、市场份额等产生不利影响。

3、疫情反复风险

疫情对公司生产和交付均会造成影响，同时也会影响下游客户的采购意愿，若公司主要生产基地或重要销售区域持续受到疫情影响，会拖累公司生产销售。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	57	214	271	280	374	营业收入	223	319	409	558	728
应收票据、账款及款项融资	44	53	70	102	125	营业成本	114	179	219	289	378
预付账款	3	6	8	12	15	营业税金及附加	2	2	4	6	8
存货	58	101	114	144	189	销售费用	29	50	65	88	113
其他	60	115	129	145	162	管理费用及研发费用	29	39	50	67	87
流动资产合计	222	490	592	682	865	财务费用	4	1	(1)	(0)	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	4	3	4	3
固定资产	95	99	111	122	132	公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	1	4	2	2	2
无形资产	14	14	13	13	13	其他	9	7	8	8	9
其他	4	23	20	19	17	营业利润	52	56	78	115	150
非流动资产合计	113	136	144	153	162	营业外收入	2	2	2	2	3
资产总计	335	627	736	836	1,027	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	34	20	71	利润总额	55	58	80	117	153
应付票据及应付账款	45	44	55	72	94	所得税	6	5	7	11	15
其他	38	48	60	79	102	净利润	49	53	73	106	138
流动负债合计	83	92	149	171	267	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	2	0	0	0	0	归属于母公司净利润	49	53	73	106	138
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.83	0.90	1.23	1.79	2.34
其他	4	13	9	9	9						
非流动负债合计	6	13	9	9	9						
负债合计	88	105	158	181	276						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
实收资本(或股本)	44	59	59	59	59		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	61	282	282	282	282	成长能力					
留存收益	142	180	237	314	410	营业收入	5.4%	43.2%	28.2%	36.5%	30.6%
其他	0	0	0	0	0	营业利润	4.9%	6.9%	38.5%	47.8%	30.9%
股东权益合计	247	521	578	655	751	归属于母公司净利润	9.3%	8.9%	36.7%	45.8%	30.3%
负债和股东权益总计	335	627	736	836	1,027	获利能力					
						毛利率	48.8%	43.9%	46.4%	48.3%	48.2%
						净利率	22.0%	16.7%	17.8%	19.0%	19.0%
						ROE	22.0%	13.9%	13.2%	17.2%	19.7%
						ROIC	21.5%	13.5%	12.3%	16.0%	18.1%
						偿债能力					
						资产负债率	26.4%	16.8%	21.5%	21.6%	26.9%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.68	5.33	3.98	3.98	3.25
						速动比率	1.94	4.18	3.17	3.08	2.49
						营运能力					
						应收账款周转率	5.5	6.7	6.6	6.4	6.3
						存货周转率	2.0	2.1	1.9	2.1	2.1
						总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.83	0.90	1.23	1.79	2.34
						每股经营现金流	1.34	0.37	1.07	1.32	1.89
						每股净资产	4.17	8.81	9.77	11.07	12.69
						估值比率					
						市盈率	30.8	28.3	20.7	14.2	10.9
						市净率	6.1	2.9	2.6	2.3	2.0
						EV/EBITDA	20.2	19.0	14.5	9.9	7.6
						EV/EBIT	21.5	21.2	15.7	10.6	8.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn