

# 安达智能 (688125)

证券研究报告

2022年08月06日

## 扶摇直上，智能化新品&下游布局助力行业黑马

### 业内领先流体控制设备制造厂商

安达智能定位国内领先的流体控制设备制造厂商，是国内较早从事流体控制设备研发和生产的企业，于2009年率先推出智能选择涂覆机、次年成功研发并推出“国内首款全自动多功能高速点胶机”，目前已形成核心零部件研发、运动算法和整机结构设计的三大核心技术布局。

公司营业收入由2018年的4.48亿元增长至2021年6.28亿元，年复合增长率为11.94%；归母净利润由2018年的1.31亿元增长至2021年的1.53亿元，年复合增长率为5.3%。凭借优质的客户资源、核心零部件自研自产、产品模块化生产等优势以及行业本身具有天然的先发优势，公司毛利率水平基本维持在60%以上，高于同行业平均水平。同时，得益于营收规模的增加，公司的现金流较为充足，2021年达到1.29亿元。

### 传统业务：立足果链+拓展非果链客户群；对标诺信布局终端应用多元化

自2014年公司与苹果建立合作关系进入苹果产业链以来，公司深度参与苹果新产品的工艺验证项目并获得订单，公司的产品已覆盖应用于苹果手机、TWS耳机、电脑等多类型终端产品的生产制造，如公司的点胶机、组装机、清洗机、固化炉等。

国际市占率较高的从事流体控制设备的诺信公司终端市场呈现多元化布局，下游应用领域广泛。对标诺信，公司作为国内主要从事流体控制设备制造的厂商，生产的设备下游主要集中于消费电子领域，未来公司可以通过拓宽产品赛道、布局新兴业务的方式来扩大市场规模、扩充业务边界。

### ADA智能平台推动智能制造日臻成熟

国内首创ADA智能平台，可实现真正的智能制造。ADA智能组装机的运动轴可加载不同的工作模块，同时搭载多种上下料模块、物料输送模块等，从而完成点胶、涂覆、组装、等离子清洗、锁螺丝功能。ADA智能平台创新性地解决消费电子制造业因工序环节冗杂、需购买多种电子专用设备，或因工艺更新换代需频繁更换设备的行业痛点，是对现有主营业务的升级和优化，亦是公司推进为客户提供智能制造整体解决方案战略的重大尝试，未来或将成为公司FATP工序段实现市场份额扩展的重要产品。

**盈利预测：**我们预计2022-2024年公司营业收入分别为9.04亿、14.09亿、18.15亿，YOY为43.91%、55.89%、28.83%；归母净利润分别为2.04亿、3.36亿、4.40亿，YOY为33.38%、64.81%、31.04%。根据可比公司估值，选择2022年33.37X作为目标估值，目标市值68.01亿元，对应目标价为84.16元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**对苹果产业链依赖的风险、下游需求周期波动导致的风险、行业内部竞争风险、产品验证周期较长、短期股价波动风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	506.69	628.11	903.95	1,409.17	1,815.44
增长率(%)	39.64	23.96	43.91	55.89	28.83
EBITDA(百万元)	242.29	260.59	241.86	388.51	509.43
净利润(百万元)	133.40	152.77	203.77	335.82	440.06
增长率(%)	112.30	14.52	33.38	64.81	31.04
EPS(元/股)	1.65	1.89	2.52	4.16	5.45
市盈率(P/E)	35.97	31.41	23.55	14.29	10.90
市净率(P/B)	9.05	6.93	2.43	2.14	1.85
市销率(P/S)	9.47	7.64	5.31	3.41	2.64
EV/EBITDA	0.00	0.00	13.55	8.82	5.86

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/自动化设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	59.38元
目标价格	84.16元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	80.81
流通A股股本(百万股)	16.64
A股总市值(百万元)	4,798.38
流通A股市值(百万元)	987.90
每股净资产(元)	11.90
资产负债率(%)	16.71
一年内最高/最低(元)	69.50/34.35

### 作者

李鲁靖	分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 公司简介：先进流体控制设备厂商，ADA 组装机打造智能制造平台	4
1.1. “核心零部件研发+运动算法+整机结构设计” 三层核心技术布局	4
1.2. 业绩总体趋势向好，产品毛利率远高于行业平均	7
1.3. 股权结构稳定，激励计划调动核心员工积极性	9
2. 精密流体控制设备行业，工艺精进和需求的双向驱动	10
2.1. 精密流体控制设备市场规模稳步提升	10
2.2. 可比公司发展情况及参数对比，安达智能产品对标国外龙头	11
2.3. 工艺趋向精细化，下游 3C 消费电子拉升成长空间	13
2.3.1. 工艺段主要覆盖 SMT&FATP	13
2.3.2. 应用层面重点覆盖 3C 消费电子	14
3. 传统新兴业务双发力：拓展下游赛道 + 提高品牌认知度	16
3.1. 传统点胶、涂覆业务：对标诺信多元布局下游应用，果链非果链同步发展	16
3.1.1. 深度覆盖苹果产业链，非果链客户扩展初见成效	16
3.1.2. 拓宽赛道实现终端市场多元化，积极海外发展提高品牌知名度	18
3.2. 新兴产品：ADA 智能平台打造智能制造，去胶、分选机突破技术新领域	20
4. 盈利预测	22
5. 风险提示	24

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司设备应用领域	6
图 3：公司主要及在研产品情况	7
图 4：2018-2022Q1 营业收入（百万元）	7
图 5：2018-2022Q1 归母净利润（百万元）	7
图 6：2018-2021H1 公司及同行业平均毛利率	7
图 7：2019-2022Q1 经营现金流净额（百万元）	7
图 8：2018-2022Q1 各项费用率对比	8
图 9：2021H1 各项费用率与同行业对比	8
图 10：2018-2022 各项产品营收占比	8
图 11：2018-2022 各项产品毛利率	9
图 12：公司股权结构（截止至 2022 年 8 月 1 号）	9
图 13：安达 AD-16 智能精密点胶系统	10
图 14：安达智能 iCoat-3 选择性涂覆机	10
图 15：中国精密流体控制设备市场规模（亿元）	11
图 16：全球点胶机市场规模（亿美元）	11
图 17：FATP 组装流程	13

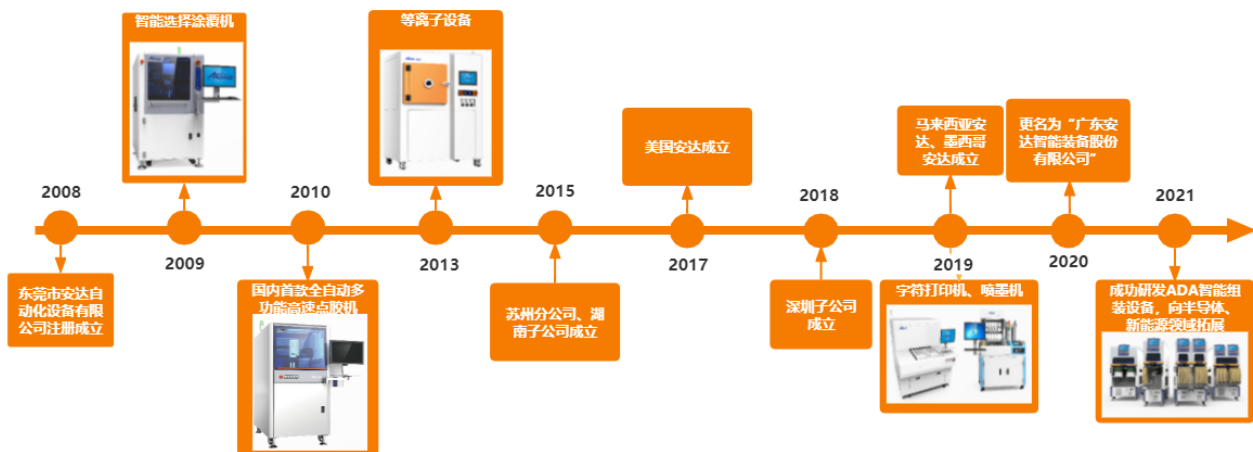
图 18: SMT 装联流程——以 PCB 板加工流程为例 .....	14
图 19: 点胶机在手机上的应用 .....	15
图 20: 国内消费电子市场规模 (亿元) .....	15
图 21: 2022 年 1-6 月份国内市场手机出货量同比 .....	15
图 22: 消费电子细分出货量 .....	16
图 23: 2022Q2 中国前五大智能手机厂商出货量 (百万台) .....	16
图 24: 2022Q2 中国前五大智能手机厂商市场份额 .....	16
图 25: 苹果公司直接采购和指定 EMS 厂商采购情况 (亿元) .....	17
图 26: 21 年诺信下游应用领域占比 .....	18
图 27: 21 年安达下游应用领域占比 .....	18
图 28: AD16-BDW 半导体智能精密点胶系统 .....	19
图 29: 诺信产品在半导体工艺中的覆盖情况 .....	20
图 30: 2021 年诺信海外市场情况 .....	20
图 31: 安达海外公司分布 .....	20
图 32: ADA 智能组装机 .....	21
图 33: ADA 智能平台-手机 TP 屏组装线体 .....	21
表 1: 公司产品介绍 .....	4
表 2: 海外流控设备参与公司 .....	11
表 3: 国内流控设备厂商 .....	12
表 4: 点胶机关键性能指标比较 .....	13
表 5: 点胶阀关键性能指标比较 .....	13
表 6: 公司与苹果公司及其主要 EMS 厂商的合作情况 .....	17
表 7: 安达非果链客户情况 (万元) .....	18
表 8: 公司终端应用客户 .....	19
表 9: 对半导体行业出货情况 (万元) .....	19
表 10: ADA 产品在研项目 .....	21
表 11: 其他重大研发项目 .....	22
表 12: 业绩测算 (万元) .....	22
表 13: 可比公司估值 (亿元) .....	23

# 1. 公司简介：先进流体控制设备厂商，ADA 组装机打造智能制造平台

## 1.1. “核心零部件研发+运动算法+整机结构设计” 三层核心技术布局

公司定位国内领先的流体控制设备制造厂商。公司是国内较早从事流体控制设备研发和生产的企业，于 2009 年率先推出智能选择涂覆机、次年成功研发并推出“国内首款全自动多功能高速点胶机”，目前已形成核心零部件研发、运动算法和整机结构设计的三大核心技术布局。公司直接向苹果公司、歌尔股份、广达、比亚迪和立讯精密等头部信息产业品牌商和代理工厂提供智能制造设备、零配件和技术服务。于 2021 年被工信部列为“建议支持的国家专精特新‘小巨人’企业”，于 2018 年获中国专利优秀奖。

图 1：公司发展历程





资料来源：公司官网、天风证券研究所

目前，公司主要业务为流体控制设备、等离子设备、固化及组装机等智能制造设备的研发、生产和销售。公司的主要产品包括点胶机、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，同时也为客户提供整线生产综合解决方案。产品应用广泛，覆盖的领域包括消费电子、汽车电子、新能源、智能家居和半导体等。

表 1：公司产品介绍

产品类别	具体产品	产品图示	产品介绍
	点胶机		包括智能精密点胶机、半导体智能精密点胶机、桌面点胶机。可用于半导体产品封装点胶、SMT 工艺段点胶等
流体控制设备	涂覆机		适用于多行业涂覆应用，可进行制程工艺多样的大面积选择性涂覆工艺、也可以对电子元器件和引脚等进行精确选择性涂敷。可进行全方位多角度喷涂，解决高精度零件死角喷涂的问题

<p>喷墨机</p>		<p>用于表面玻璃盖板 (CG) 及喷涂树脂液防破碎工艺 OC0 的表面处理, 实现纳米级别 CG 视窗喷墨。产品搭载扇形喷墨阀, 可垂直及四方位倾斜喷涂</p>
<p>灌胶机</p>		<p>应用于汽车电子行业功能模块的灌封、手机主板内填充灌胶、真空灌胶等。最多可 48 组胶阀同时工作, 多嘴式高精度溶剂可短时间处理大批材料。四种编程模式, 可实现在线、离线编程</p>
<p>等离子设备</p>		<p>在线式、全方位低温 (超低温) 清洗 FPC、PCB、玻璃和手机零部件等表面有机物, 提高表面附着力</p>
<p>红外固化</p>		<p>用于热固胶水涂覆后的固化</p>
<p>紫外固化</p>		<p>用于 UV 胶水涂覆或者点胶后的固化</p>
<p>热风固化</p>		<p>用于手机背板及盖板 (CG 与 BG) 喷墨后的预固化</p>
<p>固化及智能组装设备及其他</p>		<p>用于电子零部件的高速自动组装, 实现自动取料、放料、组装和检测等功能, 最快可于 1.2 秒内完成一个零部件的组装, 且良率高达 95%</p>
<p>上下料机</p>		<p>用于自动化产线前后端自动上料与收料</p>
<p>传输设备</p>		<p>应用于 SMT 涂覆生产线、点胶生产线及定制化生产线</p>

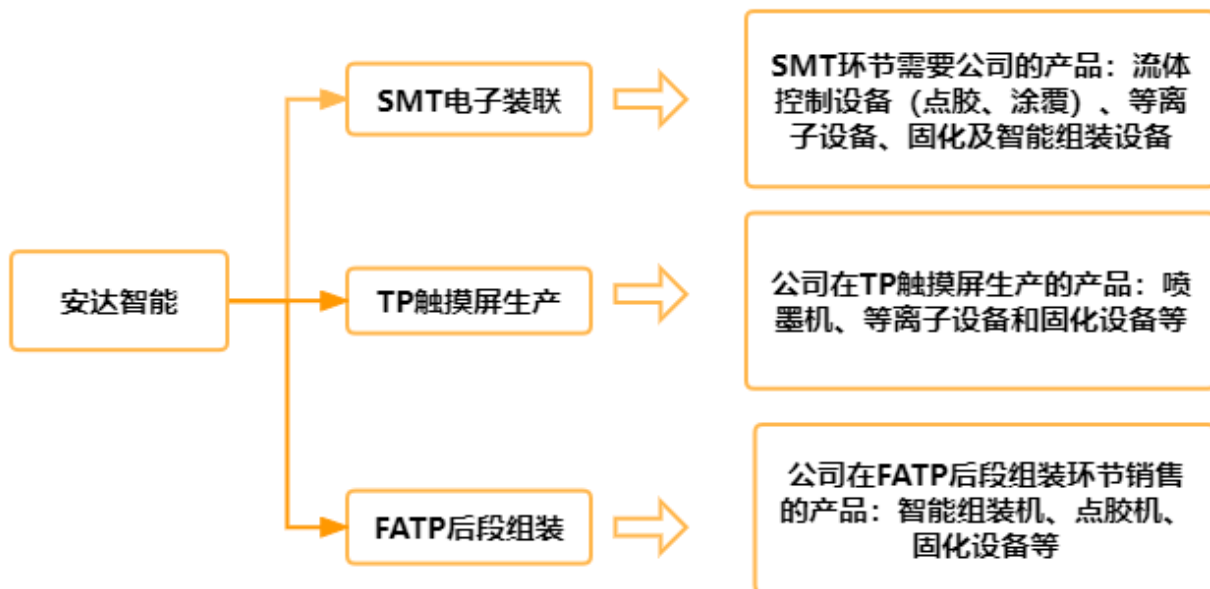
配件	点胶阀		用于消费电子、照明行业、汽车工业等多领域的表面贴装胶、导电银浆、IC 封装胶、底部填充胶等工序环节
	涂覆阀		用于消费电子、汽车工业等多领域的涂覆环节

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司的产品主要运用于 SMT 电子装联、TP 触摸屏生产和 FATP 后段组装环节，应用下游行业覆盖手机、电子、可穿戴设备、汽车电子、智能家居等。

- **SMT 电子装联**：即表面装贴技术，具有可加工小型化、高精度元器件等特点，已成为电子装联技术的主流技术。只要涉及 PCB 板、FPC 等电子元器件组装的生产制造环节，均需使用 SMT 设备。公司生产的流体控制设备、等离子设备、固化及智能组装设备覆盖 PCB 板加工 SMT 工艺流程中超一半的工序环节。此外，由于产品工艺设计，单个电子产品在 SMT 工序中，可能需要经过多次点胶。
- **TP 触摸屏生产**：TP 触摸屏由玻璃盖板、ITO 导电玻璃、柔性线路板等构成。广泛应用于包括手机、电脑、可穿戴设备在内的领域。公司设备可覆盖 TP 触摸屏生产中超一般以上的工序环节。
- **FATP 后段组装**：指在完成电子产品主要部件生产后的进行的最后组装及测试过程。公司设备可应用于手机 FATP 中一半的工序环节。

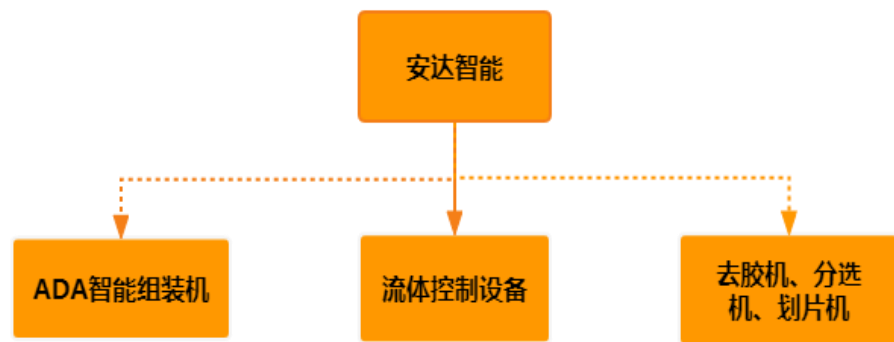
图 2：公司设备应用领域



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

此外，公司还将重点致力于未来有重大发展前景的新产品和新技术研发。2021 年成立安动半导体进军半导体行业，将研发中心建设项目投向科技创新领域，形成一系列产品和技术专利，正在研发的项目有针对半导体封装芯片测试后的 IC 分选机、激光划片机和去胶机，希望在未来 3-5 年内实现大规模应用。同时，公司研发的 ADA 智能组装机是推进为客户提供智能制造整体解决方案战略的又一重大尝试，与现有核心技术的关系来看，ADA 智能组装机是对公司现有核心技术的进一步突破和集中应用。

图 3：公司主要及在研产品情况

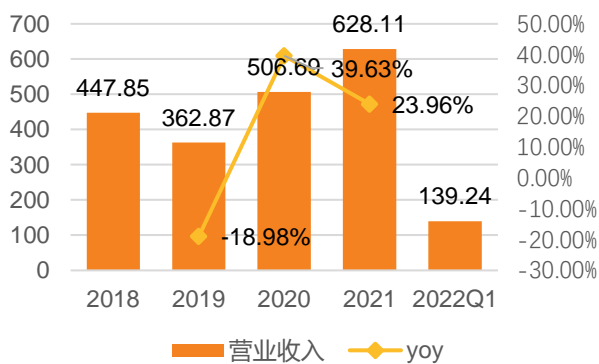


资料来源：招股说明书、天风证券研究所（虚线表示公司待放量及在研发产品）

### 1.2. 业绩总体趋势向好，产品毛利率远高于行业平均

公司业绩稳步增长，总体趋势向好。公司营业收入和归母净利润呈增长趋势，营业收入由 2018 年的 4.48 亿元增长至 2021 年 6.28 亿元，年复合增长率为 11.94%，归母净利润由 2018 年的 1.31 亿元增长至 2021 年的 1.53 亿元，年复合增长率为 5.3%。其中，除 2019 年营业收入及净利润有较大波动外，公司业绩总体呈稳步增长状态。2019 年营业收入及净利润有明显下滑的主要原因是公司下游客户集中度较高，苹果公司直接采购和苹果公司指定 EMS 厂商采购金额占公司主营业务收入均在 50%以上甚至 60%左右，2019 年苹果公司手机新增产能不及预期且新一代手机工艺变更幅度有限导致对公司占比最大的流体控制设备订单量下滑。

图 4：2018-2022Q1 营业收入（百万元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：2018-2022Q1 归母净利润（百万元）

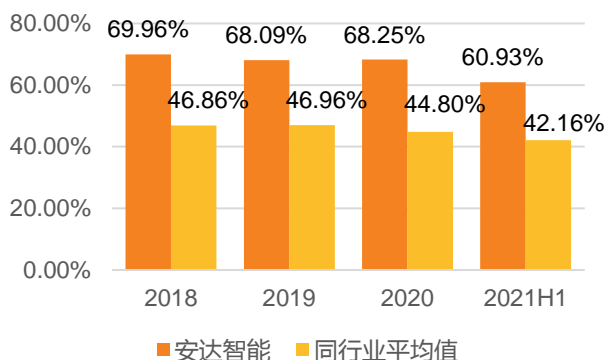


资料来源：wind、天风证券研究所

公司毛利率高于同行业平均值，现金流充足。公司凭借优质的客户资源、核心零部件自研自产、产品模块化生产等优势以及相关产品先发优势，在整体水平上，公司毛利率水平高于同行业其他公司平均毛利率水平，基本维持在 60%以上水平。同时，得益于营收规模的增加，公司的现金流较为充足，2021 年经营活动产生的现金流达 1.29 亿元。

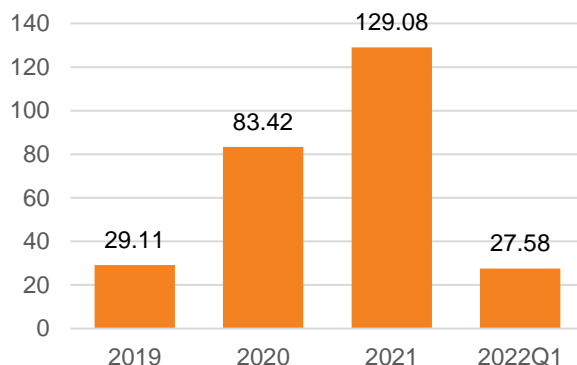
图 6：2018-2021H1 公司及同行业平均毛利率

图 7：2019-2022Q1 经营现金流净额（百万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

注：同行业平均值为凯格精工、博众精工、联得装备、易天股份、深科达、劲拓股份、赛腾股份、快克股份、高凯技术、铭赛科技平均值

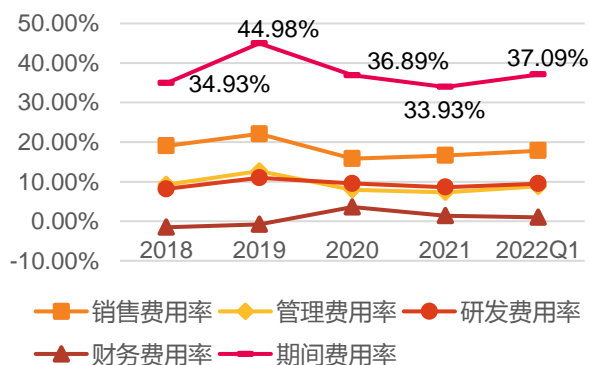


资料来源：wind、天风证券研究所

**较高的销售、管理费用率保证对接情况。**期间费用率基本稳定在 35%左右，占比最高的为销售费用率。

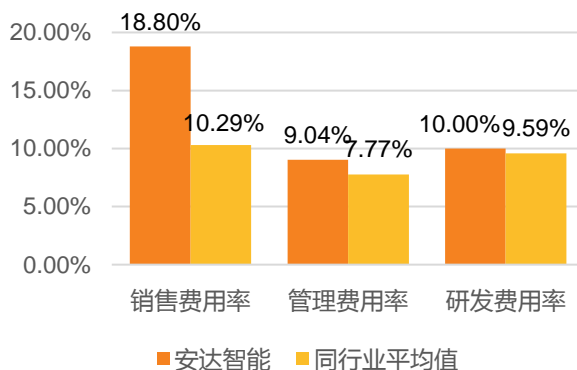
- 销售费用率高于同行业平均水平是因为公司的销售人员不仅仅负责产品的销售，其中还包括了所有对产品的售后服务人员等。因此，其销售费用率水平较高的主要原因有二：一方面，为更好地开拓市场及服务客户，公司较为重视市场及售后人员配备，建立了完善且高效的售后服务体系和薪酬激励机制，从而导致销售费用中职工薪酬及售后维保费用较高；另一方面，公司在多个国家和地区如美国、中国香港等地设有子公司，负责公司海外市场的开拓和维护，因此公司相应产生的销售人员薪酬、办公费、折旧摊销等费用较高。
- 2021 年上半年公司的管理费用率、研发费用基本与行业平均水平持平。

图 8：2018-2022Q1 各项费用率对比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：2021H1 各项费用率与同行业对比



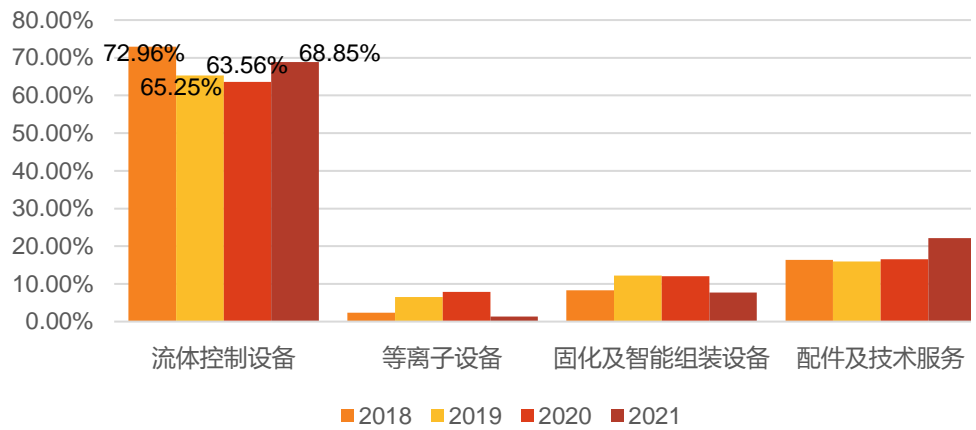
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

注：同行业平均值为凯格精工、博众精工、联得装备、易天股份、深科达、劲拓股份、赛腾股份、快克股份、高凯技术、铭赛科技平均值

**流体控制设备是公司的核心产品,产品毛利率普遍较高。**公司营收中占比最大的为流体控制设备，第二为与设备相关的配件销售及技术服务收入。流体控制设备、等离子设备、配件及技术服务的毛利率普遍较高，2018-2021 年平均在 70%左右，固化及智能组装设备毛利率相对较低，但也维持在 40%-60%的较高水平。

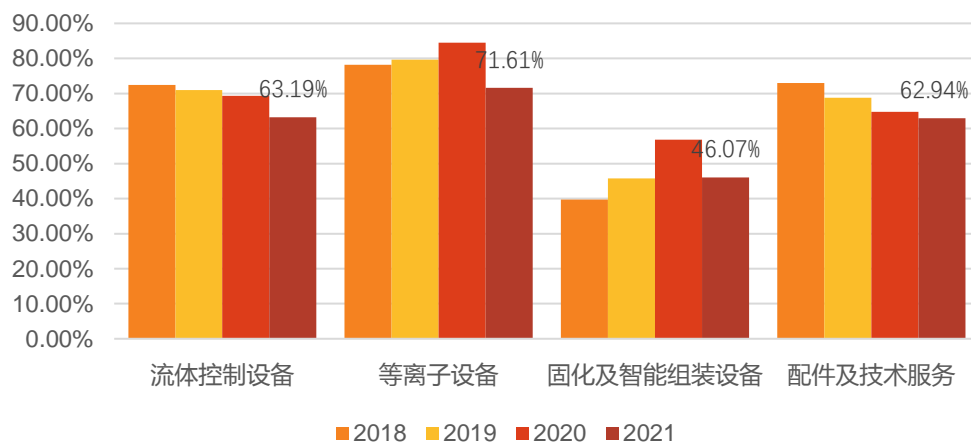
图 10：2018-2022 各项产品营收占比





资料来源：招股说明书、wind、天风证券研究所

图 11：2018-2022 各项产品毛利率

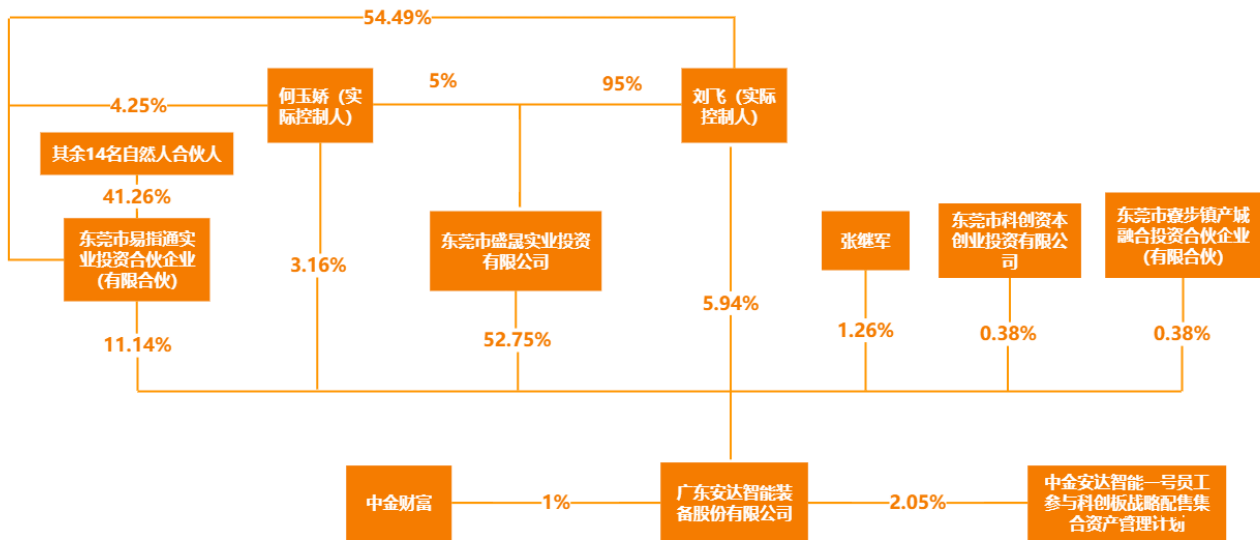


资料来源：招股说明书、wind、天风证券研究所

### 1.3. 股权结构稳定，激励计划调动核心员工积极性

公司的实际控制人为刘飞、何玉娇夫妇，两人直接持有公司 9.1% 的股份，并通过东莞盛晟、易指通间接控制公司 59.29% 的股份，两人共直接或间接控制公司 68.39% 的股份，股权结构比较稳定。其中，董事长刘飞是公司核心技术人员之一，从 2003 年起从事电子专用设备制造业并于 2016 年荣获东莞市科学技术进步奖，期间作为发明人协助公司获得专利合计 72 项，其中发明专利 11 项。

图 12：公司股权结构（截止至 2022 年 8 月 1 号）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

股权激励计划调动公司管理层及核心人员积极性，保证公司长远健康发展。公司于 2017 年 4 月制定并通过了针对公司管理层、核心技术人员和业务骨干的《持股计划管理办法》。分三次实施股权激励计划。

- 2017 年 12 月 25 日，公司实施第一次股权激励计划，授予副总经理陈园园、仓库部经理张红辉等 19 名员工共 100.47 万股，授予价格为 5.1 元/股。
- 2018 年 12 月 15 日，公司实施第二次股权激励计划，授予副总经理陈园园、人力行政中心总监何华等 6 位员工股份 10.59 万股。
- 2020 年 5 月 5 日，公司实施第三次股权激励计划，授予公司董事会秘书兼财务总监易伟桃 3.53 万股，授予价位 38.25 元/股。

## 2. 精密流体控制设备行业，工艺精进和需求的双向驱动

### 2.1. 精密流体控制设备市场规模稳步提升

流体控制设备，是指通过运动算法与结构设计，实现对包括工业胶水在内的多种液体的精准控制，从而进行点胶、喷涂、灌胶等多种工艺加工。流体控制设备主要包括点胶机、涂覆机、喷墨机和灌胶机等，可广泛应用于 SMT 电子装联、FATP 后段组装的点胶和 TP 触摸屏涂覆等工序。

图 13：安达 AD-16 智能精密点胶系统



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 14：安达智能 iCoat-3 选择性涂覆机

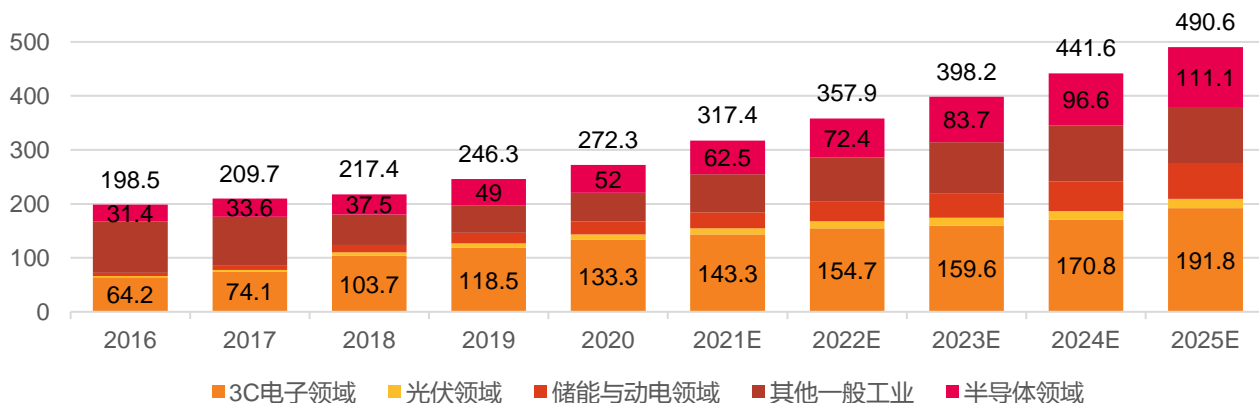


资料来源：招股说明书、天风证券研究所

根据头豹研究院数据，2020 年我国精密流体控制设备市场规模为 272.3 亿元，2025 年预

计上涨到 490.6 亿元，复合增长率为 12.5%。从应用领域细分来看，2020 年流体控制设备在 3C 电子领域的市场规模为 133.3 亿元，2025 年将达到 191.8 亿元，复合增长率为 7.55%。2020 年流体控制设备在新能源光伏和电池领域的市场规模为 33.6 亿元，2025 年将达到 83.9 亿元，复合增长率为 20.08%。

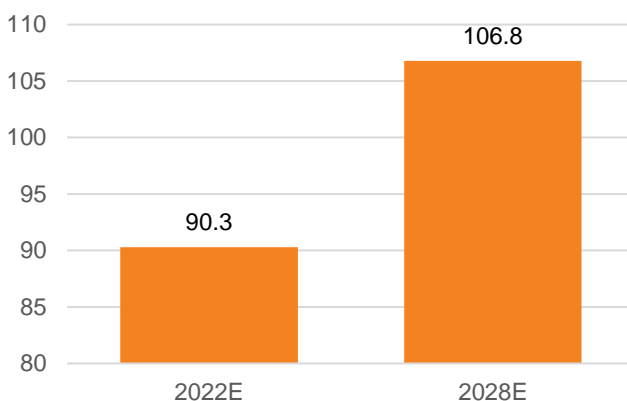
图 15：中国精密流体控制设备市场规模（亿元）



资料来源：头豹研究院、天风证券研究所

点胶机是流体控制设备中最主要的产品，是对各种胶水等流体进行控制，点滴或涂覆于产品表面或产品内部的专用机器。点胶机作为电子产品 SMT 生产工序中的重要设备，其应用广泛，随着 PCBA 主板生产制程的不断复杂化、SMT 生产线所需要的设备数量不断增加，配备的点胶机数量也在不断上升。根据国际半导体产业协会的数据，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，点胶机有广阔的市场空间。

图 16：全球点胶机市场规模（亿美元）



资料来源：国际半导体产业协会、公司公告、天风证券研究所

## 2.2. 可比公司发展情况及参数对比，安达智能产品对标国外龙头

### ● 在公司发展进程上看

国外公司较早地将压电驱动技术应用于精密流体控制领域，目前半导体制造、生命医疗等高端市场份额主要掌握在美国诺信、德国微密斯、费斯托和贺尔碧格等外资企业手中，这些企业技术实力雄厚，在高端应用领域具有先发优势和丰富的行业经验。

此外，国外厂商经过多年的发展，通过前瞻性布局新兴业务、横向拓展产品种类及合理的产业链并购，已在精密流体控制领域建立的较为完善的产品体系，市场认可度及客户黏性较强。

表 2：海外流控设备参与公司

公司名称	成立年份/总部	公司介绍及技术优势
诺信	1954 年/美国	诺信为全球流体控制设备的领导者，拥有世界领先的自动精密点胶、喷射技术，以及表面涂覆的解决方案，设计并制造了全系列流体控制设备，适用于 SMT 组装、3D 和晶圆级封装、半导体封装、相机模块组装和其他广泛的精密制造领域。
武藏高科技株式会社	1978 年/东京	武藏专注于点胶行业的开发和制造，主要产品有点胶控制器、各类点胶机械臂及储胶桶、点胶针筒、点胶针头等配件，产品应用领域包括消费电子、汽车、医疗生物、通信等。
微密斯点胶科技有限公司	1946 年/德国	微密斯主要产品为点胶系统、喷射点胶监控系统及配套组件等，覆盖的领域包括汽车、医药、智能手机、电视、灯、晶片、LED、微机电组件、射频识别标签、LCD 显示屏及其他电子设备等。

资料来源：招股说明书、微密斯公司官网、天风证券研究所

近些年，随着高端智能制造产业链由发达国家向发展中国家转移，在精密电子组装、MEMS 器件和 IC 封装工艺迭代升级的背景下，以上海盛普、铭赛科技、轴心自控、安达智能和高凯技术等为代表的一众国内企业逐步实现流体控制设备产业链纵伸和核心零部件国产替代。

表 3：国内流控设备厂商

公司名称	成立年份/总部	公司介绍及优势
铭赛科技	2008/江苏省	铭赛科技主要从事高精度智能点胶设备及其关键零部件的研发、生产和销售，产品主要用于精密电子组装、MEMS 器件等领域的点胶环节。
轴心自控	2007 年/深圳市	轴心自控主要产品包括点胶机、涂覆机等流体控制设备，运用于电子元器件的点胶密封、表面涂覆等工序环节，运用领域以消费电子产品加工为主，同时包括家电、新能源、汽车电子等领域。轴心自控于 2016 年被瑞典上市公司 Mycronic AB 收购。
凯格精机	2005 年/东莞市	凯格精机主要产品为锡膏印刷设备，以及部分点胶设备、柔性自动化设备及 LED 封装设备，主要应用于电子信息制造业的 SMT 电子装联环节及 LED 封装环节。凯格精机的主要客户包括富士康、比亚迪等代工制造商，以及华为、传音控股等电子信息终端产品品牌商。凯格精机已于 2020 年 11 月向深圳证券交易所提交创业板首次公开发行并上市申请。
安达智能	2008 年/广东省	广东安达智能装备股份有限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、离子清洗机、固化炉和智能组装机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。是国内较早从事流体控制设备研发和生产的公司。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。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

### ● 在公司产品参数上

从点胶机构成及应用上来看，我们认为点胶机的关键参数包括 XY 轴定位精度，重复精度等，而作为点胶机上最重要的结构件——点胶阀，其最小点胶直径、胶量范围等参数的精细程度也直接影响到点胶机的产品性能。定位精度指视觉成像系统将点胶头对准点胶位置的最大误差，该指标越小说明产品质量越好；重复点胶指在重复点胶过程中的平均精度偏差，该指标越小说明产品一致性程度越高；最小点胶量指点胶机喷射的每一点胶水的微小控制量，该指标越小说明控制能力越精细。

国内厂商如安达智能点胶机的定位精度可以达到 15um，与诺信公布的 S2-900P 点胶机 XY 轴定位精度一致，同样在重复精度方面，安达智能可以达到 10um 与诺信持平；在最大运动速度上，安达智能点胶机甚至相较于诺信更胜一筹，达到 1500mm/s，最大加速度 1.5g 优于诺信的 1g。

在点胶阀关键技术参数上，安达智能点胶阀最小点胶直径可达 0.15mm，相较于诺信的 DV-01 点胶阀 0.25mm 更胜一筹，但在胶量精度上，安达 PV-20S 可达 ±1%，与诺信 Vortik 螺杆泵持平。综上所述可以看出，在点胶机和点胶阀核心技术参数方面，安达智能已经可以和国外点胶机龙头诺信处在同一水平线上。

表 4：点胶机关键性能指标比较

公司	机型	关键技术指标			
		XY 轴定位精度	XY 重复精度	最大运动速度	最大加速度
安达智能	AD16	25um	10um	1500mm/s	1.5g
	AD16-BDW	15um	10um	1500mm/s	1.5g
诺信	S2-900P	15um	15um	1000mm/s	1g
	SD-960		10um	1000mm/s	1g
轴心自控	Au99M	25um	10um	15mm/s	1.5g
	Au99L	50um	25um	800mm/s	0,8g
	Au99S	25um	10um	1500mm/s	1.5g
铭赛科技	GS600SU/SU A	10um	3um	1000mm/s	1g

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 5：点胶阀关键性能指标比较

公司	型号	关键技术指标			
		最小点胶直径	粘度范围 (cps)	胶量精度	持续运行频率
安达智能	JET-8600	0.2mm	1~20,000	<5%	不适用
	TDS-25	0.2mm	100~500,000	<5%	不适用
	PC-1000 螺杆 泵	0.15mm	1-200,000	<5%	不适用
	PV-20S ( 压电 阀 )	0.18mm		± 1%	1,000Hz
诺信	DV-01	0.25mm	( 可点锡膏 )		1,000Hz
	Vortik 螺杆泵		1~500,000	± 1%	不适用
轴心自控	APJ1000S( 压电 阀 )	0.2mm	1~300,000		~500 cycles/s
	V-6500D	0.2mm	1~200,000		不适用
腾盛精密	JVS96 ( 压电阀 )	0.2mm		± 2%	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

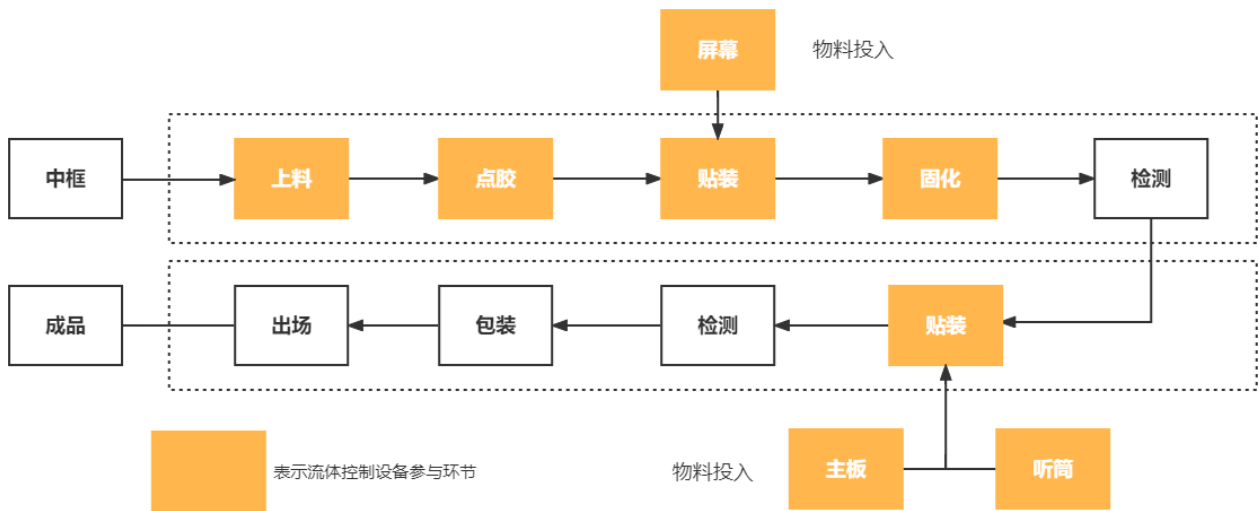
## 2.3. 工艺趋向精细化，下游 3C 消费电子拉升成长空间

### 2.3.1. 工艺段主要覆盖 SMT&FATP

流体控制设备主要覆盖的工艺段包括 SMT 表面贴装，FATP 后段组装。

FATP（后段组装）是指完成电子产品主要部件生产后，进行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。FATP 后段组装相较于 SMT 工序而言标准化程度更低。

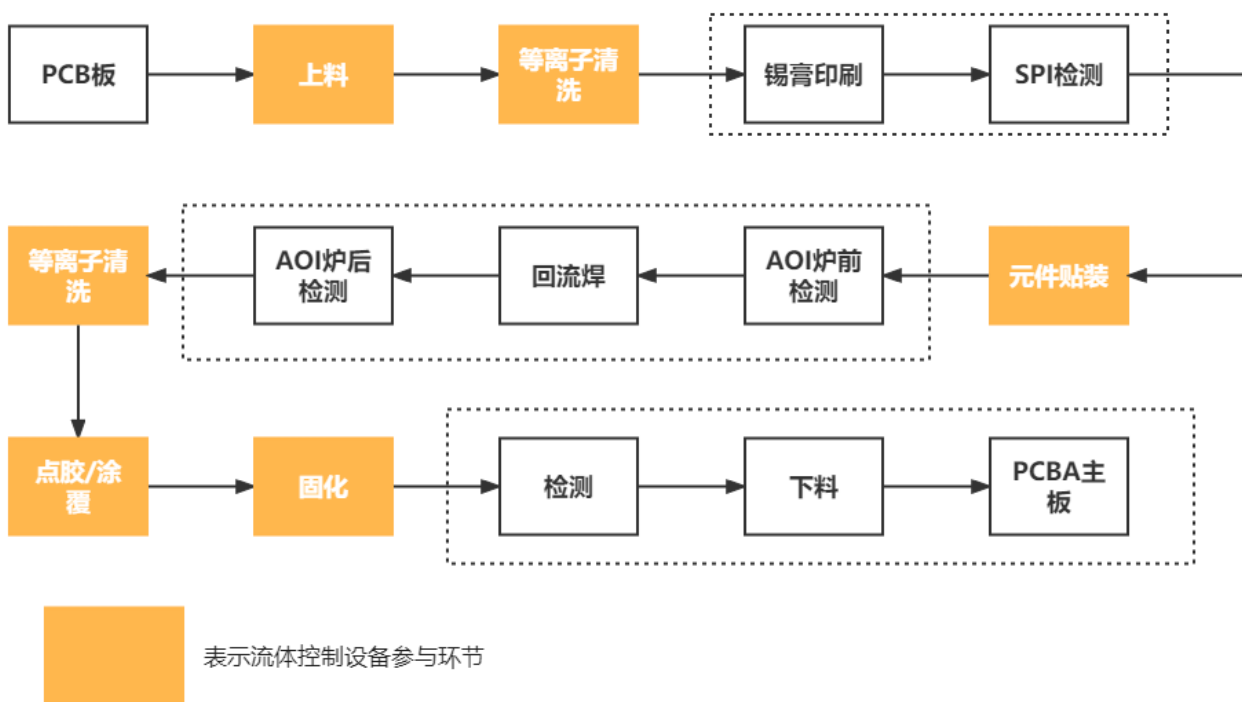
图 17：FATP 组装流程



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

SMT 即表面贴装技术，是电子装联技术的一种。电子装联是指对电子元器件，如 PCB 板等实现装配和电气联通的制造过程，因此只要涉及 PCB 板、FPC 等电子元器件组装的生产制造环节，均需使用 SMT 设备，因此 SMT 设备市场空间较大。SMT 工序流程包括锡膏印刷、贴装元件、点胶等环节，此外根据产品工艺设计，单个电子产品在 SMT 工序中，可能需要经过多次点胶或锡膏印刷，因此一条 SMT 生产线可能包含多台流体控制设备。

图 18：SMT 装联流程——以 PCB 板加工流程为例



资料来源：安达智能招股说明书、天风证券研究所

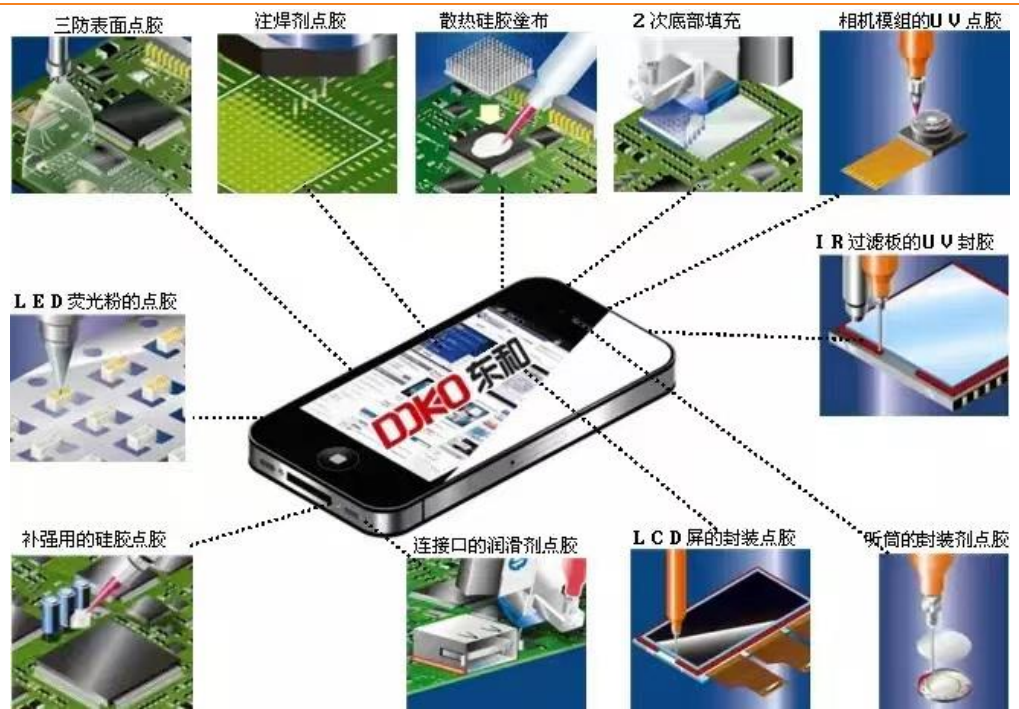
### 2.3.2. 应用层面重点覆盖 3C 消费电子

从下游 3C 电子领域来看，3C 电子设备指计算机、通讯、消费电子产品三类电子产品的简称，主要有电脑、手机、智能穿戴设备等。3C 产品的消费属性明显，更新换代周期一般较短，呈现出市场容量大、产业庞大、更换频繁的特点。随着 3C 电子行业的不断发展，3C 电子产品朝着更高集成化、精密化的方向发展。

以手机为例，手机是 3C 行业的核心驱动力，其组成零部件将近 20 种，包括触摸屏、显示面板、PCB、电池、摄像头等。手机内部需要点胶的地方包括 1) 手机主板的固定；2) 塑料壳体的粘合；3) 手机屏幕和边框的粘接；4) 摄像头窗口的固定；5) 侧按键粘接固定；6) 充电和耳机插孔固定。

手机的装配和检测是 3C 行业自动化最被看好的环节，随着组装技术和工艺标准化程度的提高，精密流体控制设备例如焊锡、点胶在 3C 行业的应用程度会越来越大。

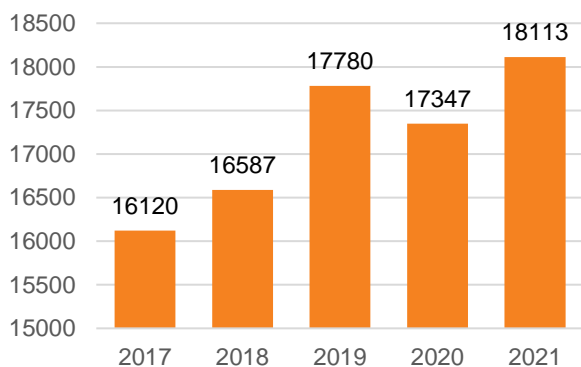
图 19：点胶机在手机上的应用



资料来源：DOKO 东和公众号、天风证券研究所

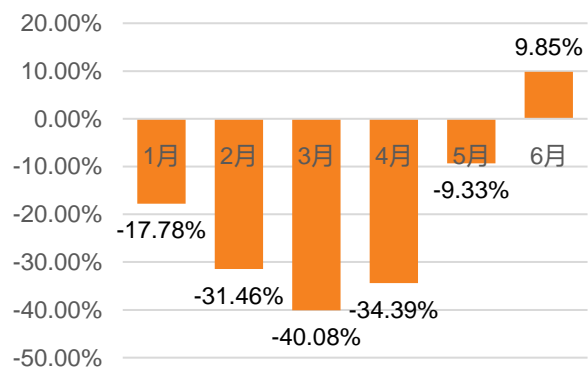
从国内数据来看，国家先后出台了一系列政策支持消费电子行业的发展，在政策的支持下，消费电子行业获得了良好的发展机会，我国传统的消费电子已经逐步进入了成熟阶段。华经情报网数据显示，2017 年-2019 年我国消费电子市场规模分别为 16120 亿元、16587 亿元和 17780 亿元。受到疫情影响，2020 年市场规模稍有下降，2021 年疫情好转，市场规模恢复到 18813 亿元，同比增长 4.42%。进入 2022 年，受到俄乌战争、部分地区疫情反复的影响，上半年消费电子的出货量有所下降。下半年来看，随着疫情得到有效控制、涉疫地区复工复产，多地政府出台多项政策刺激需求，上半年压抑的需求有望在下半年得到释放。根据中国信通院 CAICT 的数据及测算，按照手机出货总量等于 5G 加 4G 手机出货量来计算，2022 年 6 月国内市场手机出货量为 2788 万部，同比增长 9.85%，实现今年首次同比增长。

图 20：国内消费电子市场规模（亿元）



资料来源：中商情报网、天风证券研究所

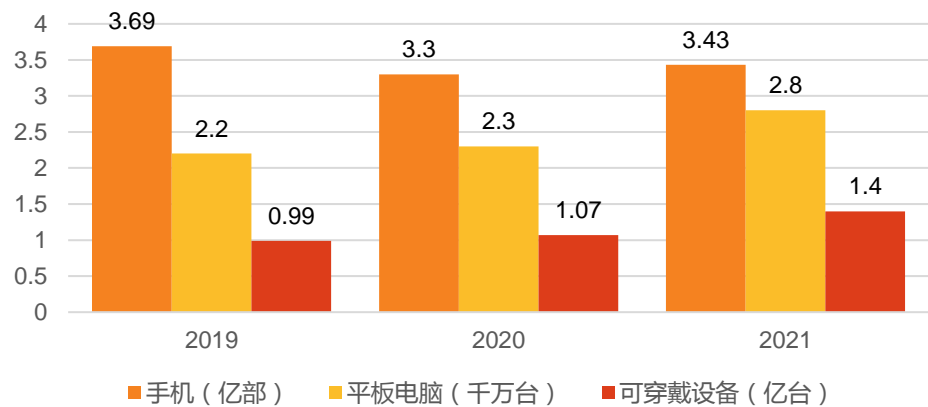
图 21：2022 年 1-6 月份国内市场手机出货量同比



资料来源：中国信通院 CAICT、芯智讯、天风证券研究所

从消费电子类型细分来看，2019 年我国手机、平板电脑、可穿戴设备的出货量分别为 3.69 亿部、2.20 千万台、0.99 亿台；2021 年我国平板电脑和可穿戴设备增长至 2.80 千万台和 1.40 亿台，手机略有下降至 3.43 亿部。

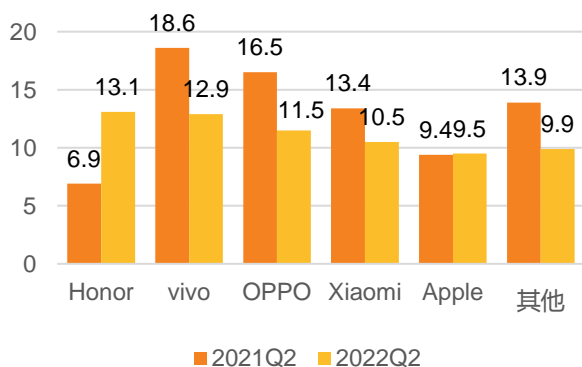
图 22：消费电子细分出货量



资料来源：中商情报网、天风证券研究所

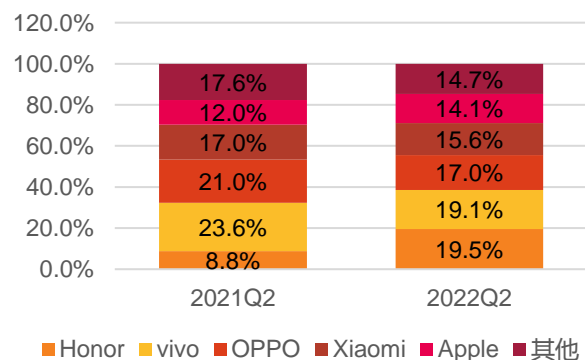
从消费电子品牌细分来看，2022 年上半年国内智能市场低迷，但苹果出货量较为稳定，保持小幅增长。根据国际数据公司 (IDC)，2022 年整个上半年中国智能手机市场出货量约为 1.4 亿台，同比下降 14.4%，其中，Q2 出货量约为 6720 万台，同比下降了 14.7%。五大智能手机厂商多数出货量同比下降 20%-30% 不等，苹果凭借着在“6.18”期间调整产品销售结构、优惠降价等方策略将 iPhone13 打造成“爆款”，帮助苹果在市场大盘低迷的背景下，依然获取了同比 1.1% 的正增长。此外，在市场份额方面，苹果的市场份额由 2021Q2 的 12% 增加至 2022Q2 的 14.1%，进一步扩大了产品的市占率。

图 23：2022Q2 中国前五大智能手机厂商出货量 (百万台)



资料来源：IDC、天风证券研究所

图 24：2022Q2 中国前五大智能手机厂商市场份额



资料来源：IDC、天风证券研究所

### 3. 传统新兴业务双发力：拓展下游赛道 + 提高品牌认知度

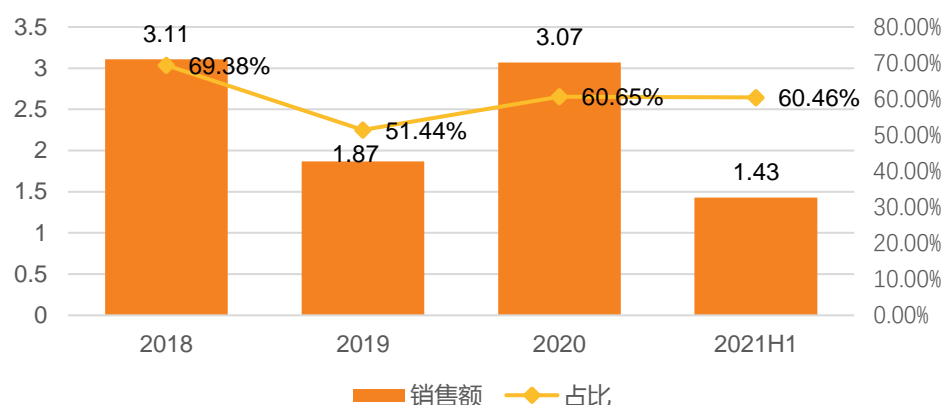
#### 3.1. 传统点胶、涂覆业务：对标诺信多元布局下游应用，果链非果链同步发展

##### 3.1.1. 深度覆盖苹果产业链，非果链客户扩展初见成效

公司较早从事高端流体控制设备，并且实现了对苹果产业链的深度覆盖，在点胶机、涂覆机等流体控制设备领域享有较高的行业地位和声誉。自 2014 年公司与苹果建立合作关系进入苹果产业链以来，公司深度参与苹果新产品的工艺验证项目并获得订单，公司的产品已覆盖应用于苹果手机、TWS 耳机、电脑等多类型终端产品的生产制造，如公司的点胶机、组装机、清洗机、固化炉等。



图 25：苹果公司直接采购和指定 EMS 厂商采购情况（亿元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

注：占比为采购额占主营业务收入的比重

表 6：公司与苹果公司及其主要 EMS 厂商的合作情况

客户名称	取得供应商代码时间	首次合作所售产品用途	合作情况
蓝思科技	2013 年	生产苹果公司可穿戴设备	公司与蓝思科技于 2013 年建立合作关系，并通过其获得了参与苹果公司新产品工艺验证的机会。2014 年公司通过苹果公司工艺验证后，苹果公司指定其采购公司产品、用于苹果产品的生产制造
广达	2016 年	生产苹果公司 Mac 产品	广达为主要从事电脑产品生产制造的 EMS 厂商，2016 年苹果公司开始指定其采购公司产品，因此公司于 2016 年获得其合格供应商代码
纬创	2020 年	生产苹果手机	纬创为主要从事手机等消费电子产品生产制造的 EMS 厂商，2020 年起苹果公司开始指定其采购公司产品，因此公司于 2020 年获得其合格供应商代码
立讯精密	2017 年	更换生产 TWS 耳机设备的配件	苹果公司于早期采购公司产品后，将设备放置于立讯精密。为维护设备正常运转，立讯需向公司采购零部件进行更换，因此公司于 2017 年获得立讯精密的供应商代码。2019 年开始，公司开始向其销售苹果公司指定采购的设备
歌尔股份	2018 年	更换生产 TWS 耳机设备的配件	苹果公司于早期采购公司产品后，将设备放置于歌尔股份。为维护设备正常运转，该公司需向公司采购零部件进行更换，因此公司于 2018 年获得歌尔股份的供应商代码。2019 年开始，公司开始向其销售苹果公司指定采购的设备
富士康	2019 年	更换手机设备的配件	苹果公司采购公司产品后，将设备放置于富士康。为维护设备正常运转，该公司需向公司采购配件进行更换；2019 年起，公司获得富士康合格供应商代码，开始直接向其销售设备更换所需的配件

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

截止 2021 年 6 月，公司对非果链客户的业务开拓已初见成效。目前，我们认为公司对非果链客户市场开拓力度有限的原因是公司的技术人员有限、客户开发资源不足，随着公司不断加大业务开发力度，已实现了对诸多非苹果产业链客户的覆盖，正在验证阶段的客户下单金额可能会高于正在工艺验证样机的金额，预计未来公司对非苹果链客户的销售规模有望会有进一步的上升。

表 7: 安达非果链客户情况 (万元)

客户开发阶段	主要客户	所属领域应用场景	销售产品	合计金额
已出货未确认收入	苏州加贺、重庆信恩、惠州拓邦、深圳市亚美斯通、卡士莫实业(东莞)、其他非苹果产业链客户	汽车电子、消费电子	点胶机、涂覆机、智能组装设备等	3,805.96
已下单未出货	达功(上海)电脑、珮泰科技(深圳)、台达电子、宁德时代、联测优特半导体(东莞)、其他非苹果产业链客户	消费电子、新能源、半导体封装	点胶机、涂覆机、智能组装机、周边设备	2,992.65
正在工艺验证	珮泰科技(深圳)、东莞长城开发、江苏菲沃泰纳米、闻泰通讯、联测优特半导体(东莞)、其他非苹果产业链客户	消费电子、半导体封装	点胶机、涂覆机、周边设备等	724.93
合计				7,523.54

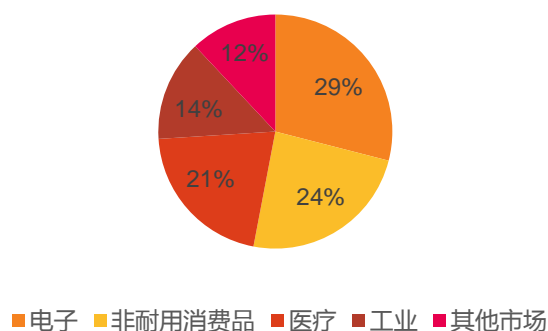
资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

注: 该数据截至时间为 2021 年 6 月末

### 3.1.2. 拓宽赛道实现终端市场多元化, 积极海外发展提高品牌知名度

国际市占率较高的从事流体控制设备的诺信公司终端市场呈现多元化布局, 下游应用领域广泛。其主要的下游应用领域包括: 电子、非耐用消费品、医疗、工业和其他市场, 产品在电子行业的应用比重最大, 占比 29%, 但电子部分除了消费电子外还包括半导体、汽车电子等。

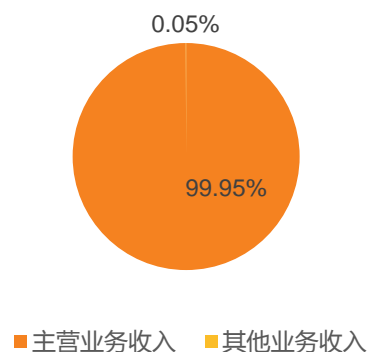
图 26: 21 年诺信下游应用领域占比



资料来源: 诺信 2022Q2 投资者演示稿、天风证券研究所

注: 电子领域包括半导体封装、晶圆封装、印刷电路板、消费电子、汽车电子等。

图 27: 21 年安达下游应用领域占比



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

注: 安达主营业务收入包括流体控制设备、等离子设备、配件及固化和 ADA 智能组装机, 其他业务收入为租金、水电、废料出售等收入

作为全球流体控制设备的领导者, 以及拥有世界领先的自动精密点胶喷射技术和表面涂覆的解决方案的设备厂商, 诺信产品的下游应用领域较为多元, 电子领域仅占有下游应用领域的 29%。而安达同样是从从事流体控制设备的公司, 其主营业务收入主要应用于消费电子领域, 且主营业务收入占公司总收入高达 99.95%, 下游应用领域较为集中于消费电子。

因此，对标诺信，公司作为国内主要从事流体控制设备制造的厂商，生产的设备下游主要集中于消费电子领域，未来公司有望通过拓宽产品赛道、布局新兴业务的方式来扩大市场规模、扩充业务边界。

公司业务外延之势初显。公司以产业发展趋势为导向，将半导体等高端电子信息制造业作为未来重点拓展的应用领域，并加大了对汽车电子和新能源等领域的拓展力度。目前，公司已积累了一批优质的客户，覆盖了除消费电子外多个终端应用领域。

表 8：公司终端应用客户

所属领域	代表客户	开拓情况
新能源	亿纬锂能、宁德时代	于 2019 年开始合作，已获得正式销售订单
智能家电	海尔智能、美的集团	均为合作多年客户，具备稳定合作基础
汽车电子	苏州加贺、和而泰	与苏州加贺于 2019 年开始合作，与和而泰合作多年
工业控制	汇川技术、四方观点	与汇川技术合作多年；与四方光电于 2020 年开始合作，目前正在进行工艺验证
通信	中兴通讯	于 2019 年开始合作、并实现销售

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2021 年 10 月，公司成立全资子公司——安动半导体，专注于半导体封装及前制程设备的研发、生产和销售。此外，公司研发中心下设半导体部专门从事半导体设备核心技术研发工作。

公司涉足半导体行业的产品有 AD16-BDW 半导体智能精密点胶系统，该产品可用于关于半导体产品封装点胶，包括 IC 点围坝胶、封装、零件包裹、芯片底填等，X/Y 的重复精度可达 0.005mm 精度，最大移动速度可达 1300mm/s，最大加速度 1.5G。产品可满足半导体加工洁净度要求，附带洁净送风单元，采用双层往复式上下料方式，并搭配 AOI 检测及定位功能及激光高度检测系统，实现整机精度检验。此外，公司的真空等离子清洗机和常压等离子清洗机可用于清洗半导体引线支架等表面有机物，提高产品表面附着力，从而提升产品可靠度。

图 28：AD16-BDW 半导体智能精密点胶系统



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

**半导体是公司未来 3-5 年的重点新技术投入方向**，公司通过进一步优化智能制造装备技术，满足半导体生产制造的工艺需求，并基于成熟的点胶和等离子相关技术，优先研发可用于半导体后段封装环节所需设备。公司已于 2017 年研发出一种半导体盖板贴合机及一种用于半导体贴膜的贴合机，为满足半导体封装环节精度和洁净度要求的精密加工的双轴点胶设备也处于研发阶段，有望达到行业领先水平、实现技术创新。

表 9：对半导体行业出货情况（万元）

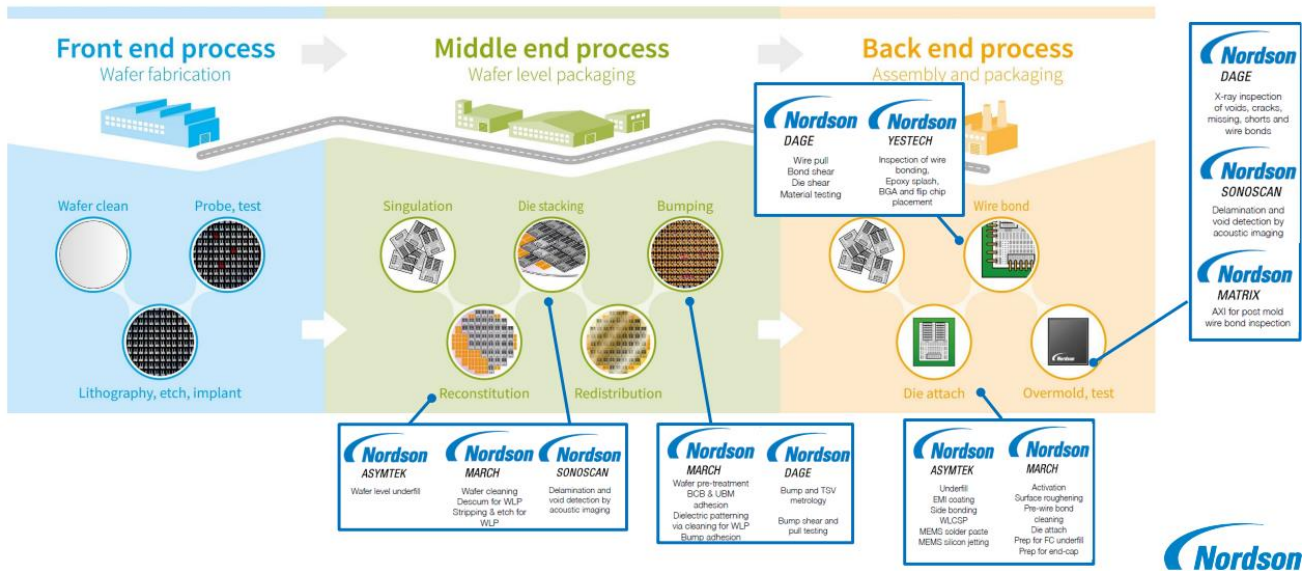
客户	所属领域及应用场景	销售产品	客户开发阶段	金额
联测优特半导体（东莞）有限公司	半导体封装	周边设备	已下单未出货	39.32
联测优特半导体（东莞）有限公司	半导体封装	点胶机、周边设备	正在进行工艺验证	59.45

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

注：数据截至 2021 年 6 月末

诺信公司的产品不仅覆盖芯片封装工序，也应用于晶圆级的封装工序。在晶圆的封装工序过程中，诺信的 ASYMTEK 可进行晶圆底填、MARCH 可进行晶圆清洗等，在最后的芯片封装工序段中，诺信的产品应用于芯片装片、引线键合等环节。对标诺信，安达目前优先研发用于芯片封装工序的智能制造设备，未来可逐步向如晶圆封装等更多半导体生产工序环节延伸。

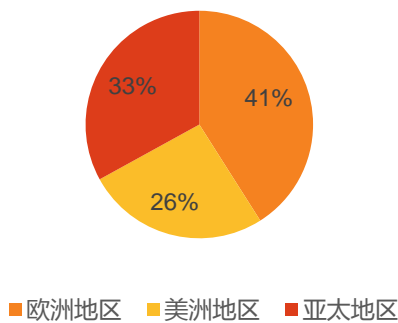
图 29：诺信产品在半导体工艺中的覆盖情况



资料来源：诺信 2022Q2 投资者演示稿、天风证券研究所

诺信公司的另一持续增长力为积极布局海外市场，提高品牌的认知度。诺信的海外市场包括欧洲和亚太地区，2021 年除美洲外的销售额占比达到 67%，产品直接销售到 35 个国家，业务覆盖孟加拉、丹麦、卢森堡、马其顿等多个国家和地区。2019 年，安达提高了线下参展的数量，并且将参会地点由国内拓展到了美国、德国、泰国等多个国家和地区来提高公司品牌的国际认知度和品牌影响力。此外，公司已在美国、墨西哥、马来西亚建立全资子公司，并配备了有丰富经验的人员，以加强海外市场的拓展和运营能力。未来公司还将继续在海外市场扩展业务。对标诺信的发展历程，主动扩展海外市场的业务是诺信持续发展的一主要驱动力，我们认为不断地拓宽海外市场或将是安达未来发展的一大新方向。

图 30：2021 年诺信海外市场情况



资料来源：诺信 2022Q2 投资者演示稿、天风证券研究所

图 31：安达海外公司分布



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

### 3.2. 新兴产品：ADA 智能平台打造智能制造，去胶、分选机突破技术新领域

**国内首创 ADA 智能平台，可实现真正的智能制造。**ADA 智能组装机运动轴可加载不同的工作模块，同时搭载多种上下料模块、物料输送模块等，从而完成点胶、涂覆、组装、等离子清洗、锁螺丝功能。同一设备更换运动轴的工作模块即可覆盖多道工序，拉通工序前后段，实现“给什么工具和物料干什么活”，使换线转产更为灵活。真正同时集小型化、模块化、通用化、平台化、柔性化和智能化于一身。

图 32：ADA 智能组装机



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

**ADA 智能组装机是公司为客户提供智能制造整体解决方案的重要凸显。**创新性地解决消费电子制造业因工序环节冗杂、需购买多种电子专用设备，或因工艺更新换代需频繁更换设备的行业痛点。ADA 智能组装机主要应用于消费电子产品的 FATP 段组装生产，是对现有主营业务的升级和优化，亦是公司推进为客户提供智能制造整体解决方案战略的重大尝试，未来有望成为公司 FATP 工序段实现市场份额扩展的重要产品。

表 10：ADA 产品在研项目

项目名称	项目进度
微型智能组装机 ADA450 系列	在研中
智能组装机 ADA700 系列	在研中
ADA 智能组装机的自动化软件平台研发	在研中

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

注：项目进度截至 2021 年上半年

公司持续开展 ADA 设备的研发工作，截至 2021 年 6 月在研产品包括 ADA 智能组装机、微型智能组装机、ADA 组装机的自动化软件平台。公司已实现 ADA 平台的行业案例包括 ADA 手机组装线、手机 TP 屏组装线体以及车载空调控制器组装线。以手机 TP 屏组装线体 ADA 智能平台为例，实现指纹模组压合机、等离子清洗剂、撕膜机等多产品一体化的智能平台。

图 33：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、天风证券研究所

此外，公司通过开展 IC 分选机、ASHER 去胶机等重大研发项目，实现在半导体领域除点胶、涂覆外的技术突破和积累。

表 11：其他重大研发项目

研究项目名称	项目主要内容	预计达到目标
IC 分选机	针对半导体封装芯片测试后的结果进行分类，将多种类良品与不良品的全自动分类；通过模块化整合设计，测试取放和视觉检查等功能的集成，一款设备可以满足多种工艺要求，占地面积小，提升单位面积产能	实现国产领先、进口替代
激光划片机	使用激光代替机械切割，客户无需使用昂贵的专用切割片。且以更小切割槽切割，提高晶圆密度，解决传统机械切割划片导致的晶粒崩裂、位置偏差等问题	实现国产领先、进口替代
ASHER 去胶机项目	利用射频、微波驱动等技术，对完成刻蚀的 IC 在刻蚀或离子注入后，去除光刻胶，是干法去胶的一种。等离子体与光刻胶发生化学反应，生成 CO，CO <sub>2</sub> 和 H <sub>2</sub> O 并由真空系统抽走	实现国产领先、进口替代

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

## 4. 盈利预测

公司目前的主要业务为流体控制设备、配件及技术服务、等离子设备、固化及其他设备和其他业务，我们根据公司产品结构、历史业绩及市场空间情况做出估计：

- 1) 流体控制设备：点胶机产品部分零部件外发后可以增加现有产能，同时将 ADA 设备和去胶机及分选机等半导体设备计入该项目中，我们预计 22-24 年收入分别为 6.03、10.08、13.12 亿元，综合毛利润分别为 3.74、6.15、7.87 亿元。
- 2) 配件及技术服务业务：由于考虑到设备保质期一般为两年，除了升级改造费用外，质保期过后存在一定的设备零部件购买需求，我们预计 22-24 年这部分业务收入分别为 2.23、3.12、4.05 亿元，综合毛利分别为 1.40、1.96、2.55 亿元。
- 3) 等离子设备：我们认为公司半导体领域开发后，等离子设备销售数量或将稳步提升，因此预测 22-24 年收入分别为 0.18、0.25、0.32 亿元。
- 4) 固化及其他设备：我们预测未来这部分收入 22-24 年分别为 0.61、0.65、0.66 亿元。
- 5) 其他业务收入：其他收入主要包括租金、水电、废料出售等收入，预计收入在 22 年有小幅增长后维持不变，22-24 年均均为 50 万元。

基于此，我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 9.04 亿、14.09 亿、18.15 亿，YOY 为 43.91%、55.89%、28.83%；归母净利润分别为 2.04 亿、3.36 亿、4.40 亿，YOY 分别为 33.38%、64.81%、31.04%。

表 12：业绩测算（万元）

总收入 (万元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (万元)	44,785	36,287	50,669	62,811	90,395	140,917	181,544
YOY		-18.98%	39.63%	23.96%	43.91%	55.89%	28.83%
毛利率	69.96%	68.06%	68.21%	61.94%	61.35%	60.94%	60.38%
<b>流体控制设备</b>							
收入 (万元)	32,669	23,667	32,165	43,224	60,280	100,760	131,240
YOY		-27.56%	35.91%	34.38%	39.46%	67.15%	30.25%
点胶机收入	29335	17999	26316	37000	48000	60000	75000
涂覆机收入	3267	3801	4356	4800	5280	5760	6240
其他装置	68	1867	1494	1424	7000	35000	50000
毛利率	72.45%	70.95%	69.32%	63.19%	62.00%	61.00%	60.00%
<b>配件及技术服务</b>							
收入 (万元)	7,339	5,795	8,370	13,909	22,254	31,156	40,503
YOY		-21.04%	44.43%	66.18%	60.00%	40.00%	30.00%
毛利率	73.00%	68.79%	64.72%	62.94%	63.00%	63.00%	63.00%
<b>等离子设备</b>							
收入 (万元)	1,056	2,371	3,976	831	1,750	2,450	3,150
YOY		124.53%	67.67%	-79.11%	110.70%	40.00%	28.57%
毛利率	78.19%	79.68%	84.48%	71.61%	75.00%	75.00%	75.00%
<b>固化及其他设备</b>							
收入 (万元)	3,714	4,436	6,094	4,815	6,060	6,500	6,600
YOY		19.45%	37.38%	-21.00%	25.87%	7.26%	1.54%
固化炉收入	1160	1830	3154	2310	3360	3600	3600
其他设备收入	2554	2607	2941	2505	2700	2900	3000
毛利率	39.73%	45.74%	56.85%	46.07%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>其他业务</b>							
收入 (万元)	7	17	64	33	50	50	50
YOY		156.87%	270.83%	-48.50%	100.00%	0.00%	0.00%
毛利率	48.18%	7.49%	36.40%	66.58%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: wind、天风证券研究所

注: 流体控制设备中的其他装置包括 ADA 智能组装机、分选机、去胶机等。

根据公司主营业务,我们选取同为果链企业、立足于 FATP 组装段的设备公司博众精工作为可比公司;考虑到公司下游向半导体设备领域拓展,布局去胶机、分选机,所以选取半导体设备公司长川科技作为对比公司;选用同为 SMT&精密电子组装&半导体封装检测领域的快客股份、华天科技作为可比公司;选用与公司业务结构相似,涉足消费电子领域的赛腾股份作为可比公司。2022 年可比公司 PE 平均值为 33.37X。我们看好公司未来 ADA 智能组装机的发展以及流体控制设备应用赛道的拓展潜力,因而选择 2022 年 33.37X 作为目标估值,目标市值 68.01 亿元,对应目标价为 84.16 元,首次覆盖给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值 (亿元)

代码	股票	净利润			总市值		PE	
		2021	2022E	2023E	2022/8/5	2021	2022E	2023E
688097.SH	博众精工	1.93	4.57	6.13	141.73	73.31	31.01	23.12
300604.SZ	长川科技	2.18	4.68	7.12	336.49	154.19	71.83	47.27
002185.SZ	华天科技	14.1567	15.2933	17.0833	328.46	23.20	21.48	19.23
603203.SH	快客股份	2.68	3.49	4.49	63.75	23.82	18.27	14.20
603283.SH	赛腾股份	1.79	2.35	3.23	57.08	31.83	24.29	17.67
	平均值	4.55	6.08	7.61	185.50	61.27	33.37	24.30

688125.SH	安达智能	1.53	2.04	3.36	47.98	31.41	23.55	14.29
-----------	------	------	------	------	-------	-------	-------	-------

资料来源：wind、天风证券研究所（除安达智能外采用 wind 一致预期）

## 5. 风险提示

- 1、对苹果产业链依赖的风险：**18-21H1，苹果公司直接采购和苹果公司指定 EMS 厂商采购的金额占公司主营业务收入的比例分别为 69.38%、51.44%、60.65%和 60.46%，均在 50% 以上。公司存在对苹果产业链依赖的倾向，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。
- 2、下游需求周期波动导致的风险：**智能制造装备技术已趋于成熟，设备的使用周期达 3-5 年，当新发布产品的部分生产工序设计的工艺变动幅度不大时，下游客户对设备的采购需求可能会相对低迷，对公司的业绩造成风险。
- 3、行业内部竞争风险：**智能制造设备行业是一个快速变化发展的行业，现有竞争者和潜在竞争者数量较多，若未来公司不能保持技术的先进性或未能准确预测市场动态，尤其是如果苹果公司及其 EMS 厂商引入了新的设备供应商，公司存在被其他同类供应商代替同时市场份额下降的风险。
- 4、产品验证周期较长风险：**公司即将进入的半导体行业芯片封装领域对设备的验证周期较长，可能需要 1 年左右甚至更长时间的验证时间，因此验证是否能够通过也会影响短期的业绩情况。
- 5、短期股价波动风险：**该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	231.89	281.04	1,418.85	1,267.08	1,708.12
应收票据及应收账款	181.35	194.06	273.92	561.10	495.36
预付账款	2.37	1.50	5.44	5.78	7.78
存货	123.36	177.75	263.70	498.96	443.50
其他	48.30	112.20	117.81	119.54	122.58
<b>流动资产合计</b>	<b>587.27</b>	<b>766.55</b>	<b>2,079.72</b>	<b>2,452.45</b>	<b>2,777.35</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	54.53	57.14	59.07	73.16	81.66
在建工程	0.00	0.00	18.00	40.80	36.48
无形资产	16.86	17.13	16.09	15.06	14.02
其他	8.19	11.68	7.41	8.06	8.64
<b>非流动资产合计</b>	<b>79.58</b>	<b>85.95</b>	<b>100.57</b>	<b>137.08</b>	<b>140.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>670.14</b>	<b>853.09</b>	<b>2,180.29</b>	<b>2,589.54</b>	<b>2,918.15</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	65.69	85.00	104.22	237.35	206.52
其他	42.50	43.50	84.09	91.42	98.55
<b>流动负债合计</b>	<b>108.19</b>	<b>128.50</b>	<b>188.30</b>	<b>328.77</b>	<b>305.07</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.17	16.77	14.54	15.09	15.39
<b>非流动负债合计</b>	<b>15.17</b>	<b>16.77</b>	<b>14.54</b>	<b>15.09</b>	<b>15.39</b>
<b>负债合计</b>	<b>139.96</b>	<b>158.58</b>	<b>202.85</b>	<b>343.86</b>	<b>320.47</b>
少数股东权益	0.00	1.79	1.73	1.61	1.42
股本	60.61	60.61	80.81	80.81	80.81
资本公积	397.29	406.49	1,506.09	1,506.09	1,506.09
留存收益	74.47	227.24	390.25	658.91	1,010.96
其他	(2.18)	(1.61)	(1.44)	(1.74)	(1.60)
<b>股东权益合计</b>	<b>530.18</b>	<b>694.51</b>	<b>1,977.44</b>	<b>2,245.68</b>	<b>2,597.68</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>670.14</b>	<b>853.09</b>	<b>2,180.29</b>	<b>2,589.54</b>	<b>2,918.15</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	133.40	152.56	203.77	335.82	440.06
折旧摊销	8.93	9.94	11.10	14.14	16.86
财务费用	19.70	9.43	(17.00)	(26.86)	(29.75)
投资损失	(6.54)	(5.87)	(10.00)	(8.00)	(5.00)
营运资金变动	(44.95)	(49.13)	(133.04)	(384.15)	92.18
其它	(27.11)	12.14	(6.25)	(0.15)	(0.24)
<b>经营活动现金流</b>	<b>83.42</b>	<b>129.08</b>	<b>48.59</b>	<b>(69.19)</b>	<b>514.11</b>
资本支出	5.02	10.83	32.23	49.46	19.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.59	(74.88)	(39.87)	(91.46)	(34.70)
<b>投资活动现金流</b>	<b>23.61</b>	<b>(64.04)</b>	<b>(7.65)</b>	<b>(42.00)</b>	<b>(15.00)</b>
债权融资	(18.17)	(6.51)	17.64	26.86	29.75
股权融资	427.29	(71.04)	1,079.23	(67.44)	(87.82)
其他	(485.96)	76.76	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(76.84)</b>	<b>(0.79)</b>	<b>1,096.87</b>	<b>(40.58)</b>	<b>(58.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>30.20</b>	<b>64.25</b>	<b>1,137.81</b>	<b>(151.78)</b>	<b>441.04</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>506.69</b>	<b>628.11</b>	<b>903.95</b>	<b>1,409.17</b>	<b>1,815.44</b>
营业成本	161.08	239.06	349.36	550.37	719.25
营业税金及附加	4.06	4.17	7.23	11.27	14.52
销售费用	80.17	104.34	162.71	239.56	290.47
管理费用	40.23	45.88	72.32	105.69	127.08
研发费用	48.33	54.06	90.39	140.92	181.54
财务费用	18.17	8.87	(17.00)	(26.86)	(29.75)
资产/信用减值损失	(9.97)	(10.19)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
公允价值变动收益	0.00	1.75	(6.18)	0.00	0.00
投资净收益	6.54	5.87	10.00	8.00	5.00
其他	2.03	1.45	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>156.05</b>	<b>172.85</b>	<b>236.76</b>	<b>390.22</b>	<b>511.32</b>
营业外收入	0.24	0.23	0.20	0.20	0.20
营业外支出	0.10	0.15	0.10	0.10	0.10
<b>利润总额</b>	<b>156.19</b>	<b>172.93</b>	<b>236.86</b>	<b>390.32</b>	<b>511.42</b>
所得税	22.79	20.37	33.16	54.64	71.60
<b>净利润</b>	<b>133.40</b>	<b>152.56</b>	<b>203.70</b>	<b>335.68</b>	<b>439.82</b>
少数股东损益	0.00	(0.21)	(0.07)	(0.15)	(0.24)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>133.40</b>	<b>152.77</b>	<b>203.77</b>	<b>335.82</b>	<b>440.06</b>
每股收益(元)	1.65	1.89	2.52	4.16	5.45

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	39.64%	23.96%	43.91%	55.89%	28.83%
营业利润	88.40%	10.77%	36.97%	64.82%	31.03%
归属于母公司净利润	112.30%	14.52%	33.38%	64.81%	31.04%
<b>获利能力</b>					
毛利率	68.21%	61.94%	61.35%	60.94%	60.38%
净利率	26.33%	24.32%	22.54%	23.83%	24.24%
ROE	25.16%	22.05%	10.31%	14.96%	16.95%
ROIC	64.08%	61.63%	63.43%	68.80%	47.41%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.89%	18.59%	9.30%	13.28%	10.98%
净负债率	-43.74%	-40.13%	-71.60%	-56.29%	-65.64%
流动比率	4.73	5.41	11.04	7.46	9.10
速动比率	3.74	4.16	9.64	5.94	7.65
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.23	3.35	3.86	3.38	3.44
存货周转率	4.72	4.17	4.10	3.70	3.85
总资产周转率	0.80	0.82	0.60	0.59	0.66
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.65	1.89	2.52	4.16	5.45
每股经营现金流	1.03	1.60	0.60	-0.86	6.36
每股净资产	6.56	8.57	24.45	27.77	32.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.97	31.41	23.55	14.29	10.90
市净率	9.05	6.93	2.43	2.14	1.85
EV/EBITDA	0.00	0.00	13.55	8.82	5.86
EV/EBIT	0.00	0.00	14.20	9.16	6.06

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com