投资评级：买入（调高评级）

当前价格(元):	8.98
合理价格区间(元):	12.95~14.8

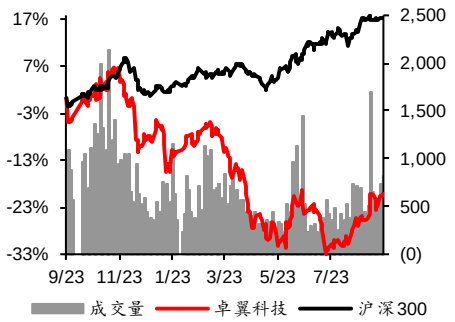
张騄 研究员 执业证书编号：S0570515060001
021-28972073
lu.zhang@htsc.com

彭茜 研究员 执业证书编号：S0570517060001
021-38476703
pengxi@htsc.com

相关研究

1《卓翼科技(002369,增持): Q2 大幅扭亏，看好下半年表现》2017.08
2《卓翼科技(002369,增持): 17Q2 显拐点，看好下半年业绩表现》2017.04
3《卓翼科技(002369,增持): 内修装备，外延光电，利空已尽》2017.04

股价走势图



资料来源：Wind

新 EMS 龙头崛起,股权激励显信心

卓翼科技(002369)

公司公布股权激励草案，彰显未来业绩高增长信心

卓翼科技原实际控制人公司公布 2017 年员工激励计划草案，涉及至个人层面和公司层面业绩双考核。公司层面考核净利润增速，要达到行权条件，2017 年业绩同比增长率不低于 108.33%，2018 年同比增长率不低于 85.72%，2019 年同比增长率不低于 50%。员工进行考评等级考核。本次激励计划考核体系全面、综合、可操作。同时，结合今年的逐季业绩表现，公司层面考核业绩指标的高增长，彰显公司进入发展快车道的强烈信心。

历史遗留问题消化完毕，管理新起点已现

卓翼科技原实际控制人为田昱和夏传武两人,分别持股 24.14%和 15.62%，两人签订《共同控制协议》共同经营公司。其中，田昱担任公司董事长、董事，夏传武先生担任公司董事、总经理。2013 年，两人协议到期并不再续签，第一大股东田昱成为公司单一实际控制人；2013 年 7 月，夏传武出任公司董事长。期间，田昱多次减持，夏传武多次增持，公司实际控制人变更为夏传武。期间，公司多名高管亦积极参与。公司股权的历史遗留问题解决，董事长及相关管理层在公司经营中更具话语权。

大客户战略得当，智能制造能力显著

公司客户涵盖中外大型品牌商；多年制造和自动化生产经验的积累，奠定了公司发展智能制造的基础，利于公司发展柔性制造的能力。此外，设立全资子公司卓博机器人,一方面建立机器人研发实验室，研制高质量的工业机器人，同时，将研制的机器人用于公司生产活动，降低企业生产成本和提升产品质量，提升公司竞争力；另一方面，公司可抓住当前工业机器人市场的发展机遇，积极布局，获得智能制造行业发展的红利。卓博机器人未来将成为公司智能制造平台的核心优势，最终实现公司持续稳定的发展！

与大客户小米深度合作，小米危机重生，公司显著受益

公司作为小米的重要供应商合作伙伴，此前一直与小米旗下的生态链公司合作，为其代工移动电源、小蚁智能摄像头等产品，预计未来将升级为替小米核心产品（如手机等）代工。作为小米一个重要的战略合作伙伴，卓翼亦受益于客户终端产品销售量的提升。同时，随着近年公司内部治理、研发能力及智能制造能力的持续提升，公司预计能与大客户在其他领域进行更为深度的合作，产品范围有望逐步扩大。

大客户深度合作，基本面进一步夯实，上调为“买入”评级

2016 年扭亏后，2017 年是公司调整恢复正常经营的第一年。考虑到公司在智能制造领域的能力特点及大客户深度挖潜的突破、光电产业的发展潜力，公司主营业务逐步迎来拐点机会。预计公司 17-19 年 EPS 为 0.10 元，0.37 元（上调），0.58 元（上调），未来 3 年复合增速 148%。给予公司 35 倍-40 倍（电子行业标的经营正常期估值当年上限区间）2018PE，对应目标价为 12.95 元-14.8 元，持续推荐，基于基本面的变化，上调为买入评级。

风险提示：智能硬件产品订单低于预期，光电产业产品化进度低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	576.77
流通 A 股(百万股)	419.81
52 周内股价区间(元)	7.52-11.98
总市值(百万元)	5,179
总资产(百万元)	3,223
每股净资产(元)	3.64

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,779	2,698	3,407	4,637	6,300
+/-%	5.37	(28.61)	26.27	36.10	35.86
归属母公司净利润(百万元)	(54.23)	16.82	55.14	212.37	338.57
+/-%	(222.35)	131.02	227.82	285.15	59.42
EPS (元，最新摊薄)	(0.09)	0.03	0.10	0.37	0.58
PE (倍)	(100.33)	323.48	98.68	25.62	16.07

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

公司公布股权激励草案，彰显未来业绩高增长信心.....4
公司信心来源之一： 历史遗留问题消化完毕，管理新起点已现.....5
公司信心来源之二：大客户战略得当，智能制造能力显著.....6
公司为消费电子 ODM/EMS 领先企业之一，客户涵盖中外大型品牌商.....6
多年自动化生产经验奠定发展智能制造的基础，利于发展柔性制造能力.....7
产能的持续提升更加适应多品种批量生产模式.....7
研发持续投入和加强，科技创新能力持续提升.....8
智能工厂的实施使得节约人工效果明显.....8
深化布局附加值较高的关节机器人和并联机器人领域，增添智能制造平台核心优势 9
涉足光电板块，向背光及量子点等上游领域拓展.....10
完成对 LED 灯条生产测试自动化设备的研发，有望受益于 LED 背光国产替代的趋势。.....10
与大客户小米深度合作，小米危机重生，公司显著受益.....11
管理改善、研发增强、大客户复苏在公司经营中亦有体现.....12
盈利预测与投资建议.....13
风险提示.....13
PE/PB - Bands 14

图表目录

图表 1：卓翼科技激励计划个人考核等级对应行权比例 4
图表 2：公司实际控制人的变化 5
图表 3：公司此次非公开发行基本内容 5
图表 4：公司主要产品类型及其对应的客户资源 6
图表 5：电子外包业务流程 6
图表 6：公司品牌客户 7
图表 7：公司客户：华为、中兴在网络通讯领域领先 7
图表 8：SMT 自动化生产线流程 7
图表 10：公司研发投入逐年加大 8
图表 11：公司技术人员人数不断上升 8
图表 13：2016 年国内 LED 背光产值约 265 亿元 10
图表 14：小米智能手环 11
图表 15：小米小蚁摄像头 11
图表 16：公司 2007-2016 年营收情况 12
图表 17：公司的 2007-2016 年归母净利润情况 12
图表 18：2016-2017 年毛利率扭转此前下滑趋势 12
图表 19：2017 年 Q2 单季利润为近 3 年最高 12
图表 20：卓翼科技主营业务拆分预测（单位：百万元） 13
图表 21：卓翼科技历史 PE-Bands 14
图表 22：卓翼科技历史 PB-Bands 14

公司公布股权激励草案，彰显未来业绩高增长信心

9 月 21 日公司公告，公布 2017 年员工激励计划草案，总体激励计划包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分。股票来源为公司向激励对象定向发行的公司 A 股普通股。

股票期权激励计划：公司拟向激励对象授予不超过 1,184 万份股票期权，约占本激励计划公告时公司股本总额 57,676.92 万股的 2.05%。在满足行权条件的情况下，激励对象获授的每一份股票期权拥有在有效期内以行权价格购买 1 股公司股票的权利。**股票期权的行权价格为每股 8.85 元。**

限制性股票激励计划：公司拟向激励对象授予不超过 447 万股公司限制性股票，约占本激励计划公告时公司股本总额 57,676.92 万股的 0.78%，股票来源为公司向激励对象定向发行公司股票。**限制性股票授予价格为每股 4.43 元。**

此次激励计划的业绩考核，涉及至个人层面和公司层面业绩双考核。

从公司层面考核：以公司 2016 年归属于母公司股东的净利润为基数，2017 年归属于母公司股东的净利润与股份支付费用之和（以下简称“剔除股权激励影响后归属于母公司股东的净利润”）的增长率不低于 108.33%。以公司 2016 年归属于母公司股东的净利润为基数，2018 年剔除股权激励影响后归属于母公司股东的净利润增长率不低于 495.24%。以公司 2016 年归属于母公司股东的净利润为基数，2019 年剔除股权激励影响后归属于母公司股东的净利润增长率不低于 792.86%。**这意味着要达到行权条件，2017 年业绩同比增长率不低于 108.33%，2018 年同比增长率不低于 85.72%，2019 年同比增长率不低于 50%。**

从个人层面考核：

图表 1：卓翼科技激励计划个人考核等级对应行权比例

个人绩效考核等级	对应行权比例
优秀	100%
良好	100%
合格	80%
不合格	0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司层面业绩考核指标衡量公司盈利能力的成长性，衡量公司的经营效益。除公司层面业绩考核外，个人的绩效考核体系，能够对激励对象的工作绩效做出较为准确、全面的综合评价。本次激励计划的考核体系具有全面性、综合性及可操作性，考核指标设定具有良好的科学性和合理性，同时对激励对象具有约束效果，对促进达到激励计划的增长目标有实质性的作用。同时，**结合今年的逐季业绩表现，公司层面考核业绩指标的高增长，彰显公司进入发展快车道的强烈信心。**

公司信心来源之一：历史遗留问题消化完毕，管理新起点已现

卓翼科技原实际控制人为田昱和夏传武两人，分别持股 24.14%和 15.62%，两人签订《共同控制协议》共同经营公司。其中，田昱担任公司董事长、董事，夏传武先生担任公司董事、总经理。2013 年，两人协议到期并不再续签，第一大股东田昱成为公司单一实际控制人；2013 年 7 月，夏传武出任公司董事长。

期间，田昱多次减持，夏传武多次增持，公司实际控制人变更为夏传武。

图表 2：公司实际控制人的变化

时间	田昱持股比例	夏传武持股比例
2013 年报	24.14% 减持	15.62% --
2014.2.28	21.22% 减持	15.62% --
2014.3.3	19.15% 减持	15.62% --
2014.3.7	15.20% 减持	15.62% --
2014.6.6	14.36% 减持	16.46% 增持
2014 中报	11.85% 减持	16.06% 增持
2014 年报	11.80% 减持	16.06% --
2015.2.4	9.26% 减持	16.06% --
2015.2.17	4.28% 减持	16.06% --
2015 中报		16.16% 股权激励注销所致
2015 年报		16.17%股权激励注销所致
2016 中报		16.32%股权激励注销所致
2017.2.28		16.33%股权激励注销所致
2017.3.17		19.55% 定增增持

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2017 年 3 月，卓翼科技完成非公开发行，公司董事长夏传武直接参与定向增发，协同产业投资者向公司增资。此次定增计划向夏传武等 7 位特定对象非公开发行 9,680 万股，发行价格为 7.81 元/股，募集资金 7.56 亿，**主要用于智能制造项目和创新支持平台项目的建设。**

图表 3：公司此次非公开发行基本内容

项目	内容	
发行数量	96,769,204 股	
发行价格	7.81 元/股	
募集资金总额	755,767,483.24 元	
募集资金净额	744,950,714.04 元	
发行对象	夏传武、聚睿投资、上元投资、中科祥瑞、王卫、王杏才、李超	
募集资金运用	智能制造项目	3.50 亿元
	创新支持平台项目	1.66 亿元
	补充流动资金	2.40 亿元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

截至 2017 年中报披露，董事长夏传武持股比例为 19.55%。期间，公司多名高管亦积极参与。公司股权的历史遗留问题解决，董事长及相关管理层在公司经营中更具话语权。

公司信心来源之二：大客户战略得当，智能制造能力显著

公司为消费电子 ODM/EMS 领先企业之一，客户涵盖中外大型品牌商

深圳市卓翼科技股份有限公司成立于 2004 年，于 2010 年在深交所中小企业板上市。**公司主要从事网络通讯、消费电子、智能终端类产品的研发、制造与销售，属于内资电子制造外包服务行业的领先企业之一。**公司主要产品涵盖 XDSL 宽带接入设备、路由器、数据卡、4G 网关、无线 AP、PON 及平板电脑、智能手机、移动电源、智能手环/智能手表、无线音响、蓝牙音响等。

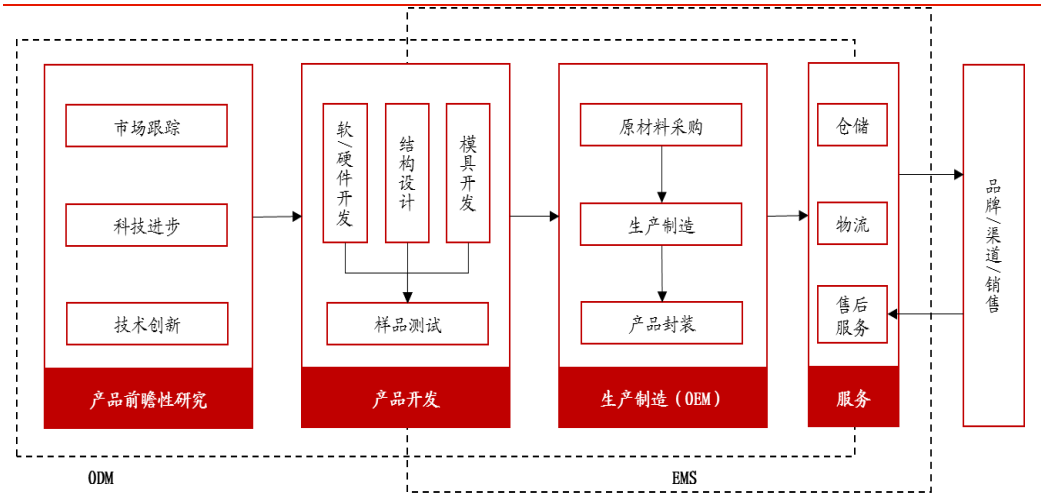
图表 4: 公司主要产品类型及其对应的客户资源

产品领域	产品名称	主要品牌客户
网络通讯终端类	XDSL 宽带接入设备、XPON 接入、路由器、WiFi 放大器、无线 AP、数据卡、无线通讯模组	华为、中兴、烽火、上海贝尔、360
便携式消费电子类	智能手机、平板电脑、无线音箱、智能手环、智能手表等	华为、海尔、三星、小米、360、OPPO、格力、德国 Medion、巴西 Positivo

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电子外包业务主要分为 ODM、EMS、OEM 等模式。

图表 5: 电子外包业务流程



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

OEM 模式下，企业为品牌商提供的仅是产品制造服务；ODM 模式下，企业为品牌商提供的服务包括从市场研究、产品设计开发、原材料采购一直到产品制造；EMS 模式下，企业为品牌商提供的服务包括原材料的采购、产品的制造和相关的物流配送、售后服务等环节。**公司主要以 ODM/EMS 等模式为国内外的品牌渠道商提供网络通讯类和消费电子类产品的合约制造服务。这也意味着研发与设计能力是公司开展业务的核心竞争力，也是公司竞争优势的重要体现。**

公司所属的外包行业特性决定了其前几大客户收入占总收入比重较高，因此客户资源对于公司来说十分重要，知名品牌通常会选择其认可的合约制造服务商作为固定供应商，进行长期合作。公司在各个产品领域与国内知名的品牌商形成了较为稳定的合作关系，客户主要包括：华为、小米、Medion、阿尔卡特贝尔、中兴等中外大型品牌商。

图表6: 公司品牌客户

资料来源：华泰证券研究所

图表7: 公司客户：华为、中兴在网络通讯领域领先

资料来源：电子产品世界，ABI Research，，华泰证券研究所

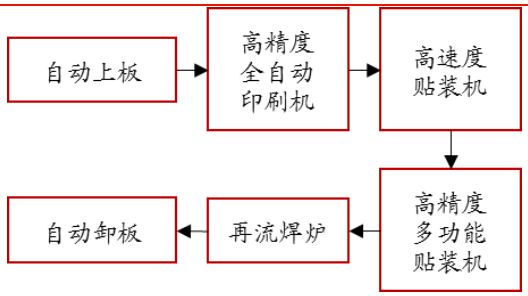
多年自动化生产经验奠定发展智能制造的基础，利于发展柔性制造能力

公司经过多年在网络通信和消费电子领域的研发和实践，积累了较为成熟的制造自动化技术储备和实践经验，为智能制造的发展奠定了基础。
公司的技术积累，一方面在于产能的持续提升，另一方面在于研发的投入和加强。

产能的持续提升更加适应多品种批量生产模式

SMT（Surface Mounted Technology），即表面组装技术，是目前电子组装行业里最流行的一种工艺。SMT 设备是电子制造业的核心设备，一家电子制造外包服务商拥有的 SMT 数量和先进程度是国际上评判其制造能力强弱的一项关键指标。一条完整的 SMT 生产线流程包括印刷、贴片、焊接、检修四道重要工艺。

图表8: SMT 自动化生产线流程

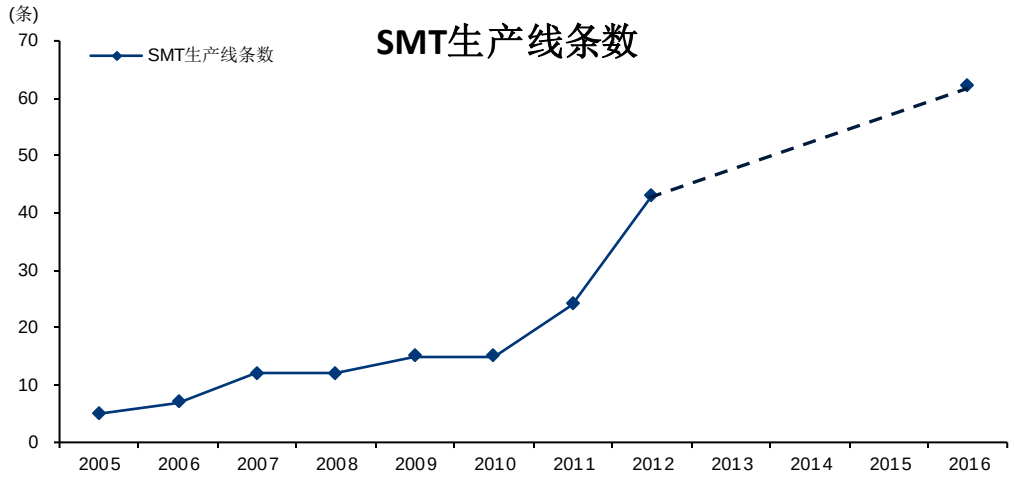


资料来源：日联科技，华泰证券研究所

SMT 生产线的生产高效率主要体现在 SMT 生产线的产能效率和控制效率，就是在计算数据网络的支持下，采用智能控制的方式，优化设计参数、控制进程和贴装方式，能够准确有效地转换模式和调换参数，从而实现无缺陷生产。

公司通过上市、非公开发行募集资金持续进行 SMT 生产线的建设与升级，**公司拥有的 SMT 生产线条数已经从上市之初的 5 条增长至 2016 年的 62 条，年平均复合增长率达到 25.72%，公司的产能和生产效率得以提升，能够更加适应多品种批量化生产。**

图表 9: 公司 SMT 生产线数目增长

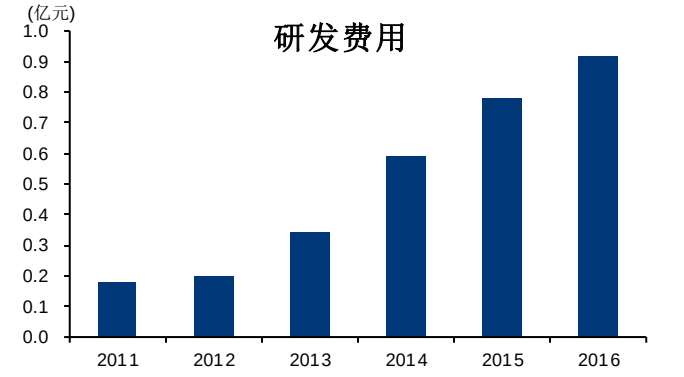


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

研发持续投入和加强，科技创新能力持续提升

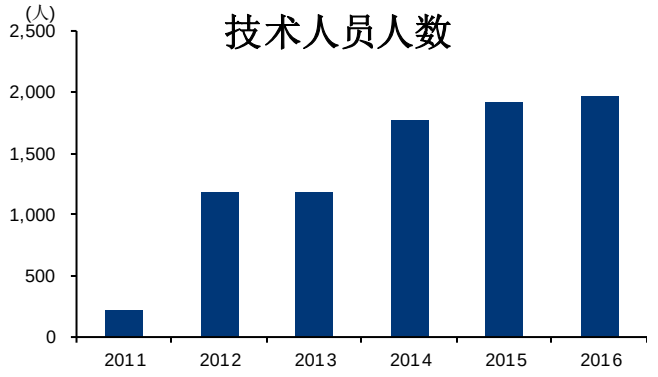
公司自上市以来注重研发投入，2010 年至 2016 年研发投入数目及占总营收的比例逐年提升，2014-2016 年公司研发投入分别为 5,856.42 万元、7,758.31 万元和 9180.19 万元；公司技术人员人数不断上升，2016 年公司拥有技术人员 1,968 人，占员工总数的 32.03%，为提高公司的科技创新能力奠定基础。

图表 10: 公司研发投入逐年加大



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 11: 公司技术人员人数不断上升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

目前，公司现已获得显示装置及其显示模组、USB 端口扩展电路以及移动终端、低通微带滤波器、数字用户线路防雷路由器、便携式音频视频一体化硬盘播放器等多项专利，具备较强的研发实力。

智能工厂的实施使得节约人工效果明显

以一条产线所需工作人员前后变化为例：

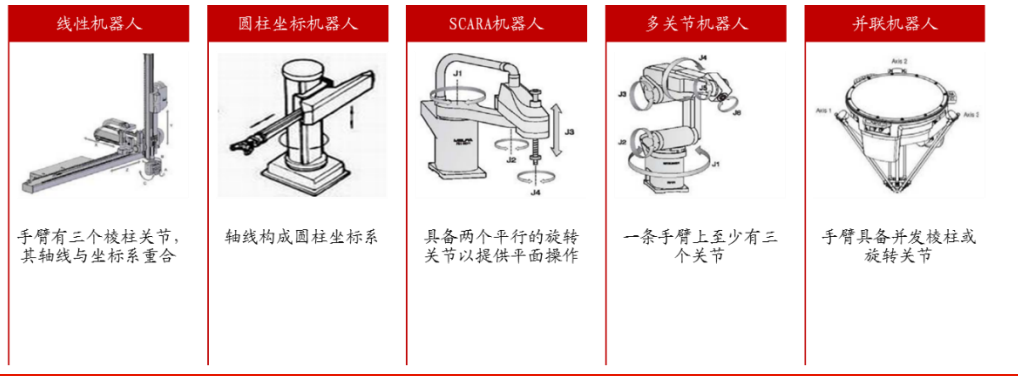
- 云米模块自动化改造，升级成本约 57 万元，升级前原需人力 4.5 人，升级后需人力 0.5 人，节省人力 4 人。
- 移动电源半自动化线改造，升级成本约 122.3 万元，升级前原需人力 37 人，产能为 400pcs/H；升级后需人力 23 人，产能 450pcs/H，节省人力 14 人，单线每天原材料成本节省 1,100 元。
- 手环半自动化产线改造，升级成本约 108 万，升级前焊接测试段需人力 18 人，产能 750pcs/H，组装包装段需人力 43 人，产能 300pcs/H；升级后焊接测试段需人力 11 人，产能 750pcs/H，组装包装段需人力 23 人，产能 450pcs/H。

未来公司将进一步实施智能制造的升级和自动化改造，逐渐实现**单一大批量产品与多品种小批量的柔性制造切换自如，能够针对客户需求及时进行产线调整。**

深化布局附加值较高的关节机器人和并联机器人领域，增添智能制造平台核心优势

工业机器人是面向工业领域的多关节机械手或多自由度的机器装置，它能自动执行工作，是靠自身动力和控制能力来实现各种功能的一种机器。根据 IFR（国际机器人联合会）的分类，机械结构工业机器人可以分为线性机器人、圆柱坐标机器人、SCARA（平面关节）机器人、多关节机器人、并联机器人（delta）等类型。

图表 12： 机器人分类及机械结构特性



资料来源：IFR，华泰证券研究所

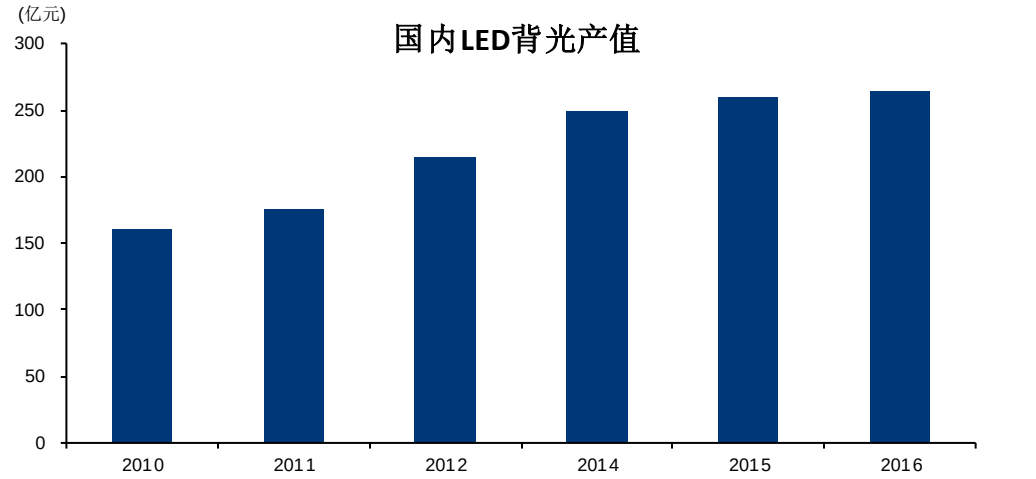
其中，并联机器人在需要高刚度、高精度或大负载而无需很大空间的领域得到了广泛应用，包括食品、医药、电子等轻工业领域。公司在该领域深入研发 delta（3 自由度）并联机器人，能够实现定位移动目标和快速抓取，提高了生产效率，节约成本，提升公司制造实力。

卓翼科技设立全资子公司卓博机器人,一方面建立机器人研发实验室，研制高质量的工业机器人（比如公司此前积极进行 Scara 及 Delta 机器人的自主研发和测试），迎合市场需求，促进公司发展，同时，将研制的机器人用于公司的生产活动，降低企业生产成本和提升产品质量，提升公司竞争力；**另一方面，**我国的**工业机器人市场还处于一个初步发展阶段，仍有很大的市场空间，公司可抓住当前的发展机遇，积极布局机器人市场，借助智能制造行业发展的红利。**未来卓博机器人将成为公司智能制造平台的核心优势，最终实现公司持续稳定的发展！

涉足光电板块，向背光及量子点等上游领域拓展

完成对 LED 灯条生产测试自动化设备的研发，有望受益于 LED 背光国产替代的趋势。根据高工产研数据，2016 年国内 LED 背光产值约 265 亿元，同比增长 2.5%，增速较 15 年下滑 5pct，行业增速有所放缓。但是在国际面板大厂陆续关闭部分 LCD 产线，本土面板大厂逐步承接 LCD 产业中心转移的过程中，**背光模组的国产化进程也将持续推进，国产替代马不停蹄。**

图表 13：2016 年国内 LED 背光产值约 265 亿元



资料来源：高工 LED，华泰证券研究所

公司 2015 年完成对 LED 灯条生产测试自动化设备的研发，打破了日韩国家对此类设备的垄断，提高了生产效率、节约了人力成本，提升了产品的一致性和质量水平，预计公司未来有望受益于 LED 背光国产替代的趋势。

此外，公司目前研发光致发光的量子点技术，正处于研发阶段，尚未进行市场化，预计未来公司有望受益于量子点技术的产品化。

同时，公司 2016 年报中明确表示，研发投入的 17 个项目中，与 LED 光电业务相关的研发项目达到 4 个，显示出公司进军光电产业的野心。公司将保持对光电显示业务持续的研发投入，抓住市场机会，加快量子点新材料技术的积累和行业应用，使其早日成为公司的又一利润增长点。

考虑到公司在 SMT 领域的优势，参考台湾竞争对手台表科从 SMT 到 LED Lightbar，并成为苹果的主力供应商的成长路径。我们认为 LED Lightbar 将是公司进军光电产业的最佳切入点。而基于量子点技术的 LED Lightbar 具备发展前景，有望成为公司未来的发展重心。

与大客户小米深度合作，小米危机重生，公司显著受益

卓翼科技与小米有非常深的合作关系。**2014 年公司与小米旗下安徽华米信息科技有限公司（主要覆盖可穿戴产品）签署了协议，为其生产智能手环等相关电子产品。**每年小米的智能手环超过 60%的份额都是由卓翼科技制造生产。**除了智能手环，作为深得小米信赖的优秀合作对象，公司与小米的合作关系日益密切，产品范围日益扩大，包括移动电源、小蚁智能摄像头等。**

图表 14： 小米智能手环

资料来源：小米官网，华泰证券研究所

图表 15： 小米小蚁摄像头

资料来源：小米官网，华泰证券研究所

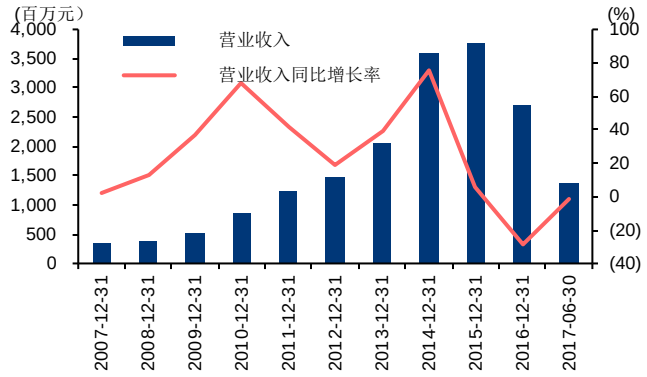
小米危机重生，从小米最大体量的智能手机销售情况即可观察出。2014 年，小米手机出货量为 6110 万只，2015 年为 7070 万只，2016 年为 5290 万只；而 2017 年，根据雷军公布的 2 季度单季小米的出货量 2316 万只，叠加我们从产业调研了解的一季度情况，小米上半年累计出货约 4000 万只左右，而消费电子下半年景气度高于上半年，预计全年小米实现 8000 万只手机的出货量为大概率事件。

公司作为小米的重要供应商合作伙伴，此前一直与小米旗下的生态链公司合作，为其代工移动电源、小蚁智能摄像头等产品，预计未来将升级为替小米核心产品（如手机等）代工。作为小米一个重要的战略合作伙伴，卓翼亦受益于客户终端产品销售量的提升。同时，随着近年公司内部治理、研发能力及智能制造能力的持续提升，公司预计能与大客户在其他领域进行更为深度的合作，产品范围有望逐步扩大。

管理改善、研发增强、大客户复苏在公司经营中亦有体现

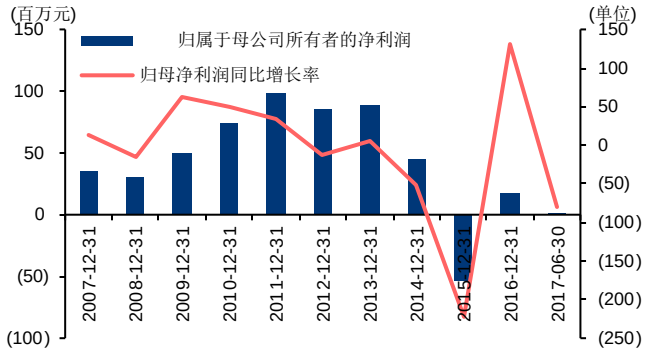
公司不断加强研发，增加新业务投入，业务转型初具成效，经营状况较 2015 年更为乐观。2016 年净利润实现扭亏为盈，2017 年 Q2 单季净利润近 3 年最高，且毛利率扭转此前下滑态势。

图表 16：公司 2007-2016 年营收情况



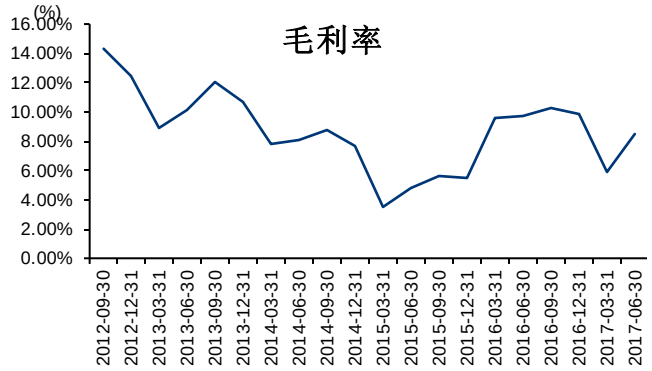
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 17：公司的 2007-2016 年归母净利润情况



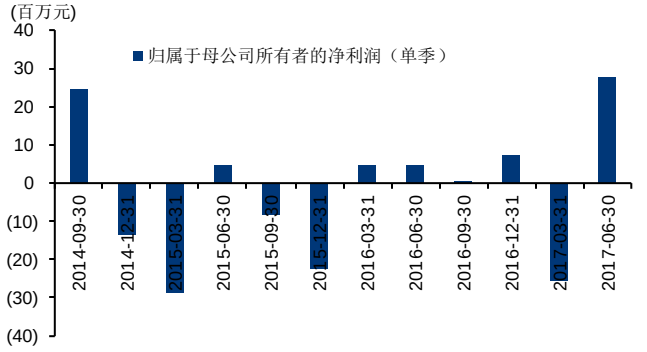
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 18：2016-2017 年毛利率扭转此前下滑趋势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 19：2017 年 Q2 单季利润为近 3 年最高



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

假设网络类产品保持稳定；智能手机代工类产品受益于国内智能手机终端品牌的崛起，同时公司智能制造能力提升，我们预计明年便携式消费电子类产品随着与大客户合作的深入，订单存在较大幅度增长的可能性，给与此块较大幅度的收入增长预期；且机器人逐步提升公司的制造效率，总体利润率有望提升。

具体假设如下：

图表 20：卓翼科技主营业务拆分预测（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
网络通讯终端类						
收入	1877	2616	1239	1425	1639	1885
增速			-52.61%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	6.21%	4.80%	10.56%	10.00%	10.60%	11.20%
便携类消费电子						
收入	1534	825	1222	1467	2289	3433
增速			48.12%	20.00%	56.02%	50.00%
毛利率	9.78%	4.82%	9.25%	9.00%	14.30%	14.00%
量子点						
收入				200	300	450
增速					50.00%	50.00%
毛利率				15%	15%	15%
其他						
收入	101	308	210	315	409	532
增速		206.05%	-31.89%	50.00%	30.00%	30.00%
毛利率	6.81%	11.98%	8.97%	9.00%	9.00%	9.00%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

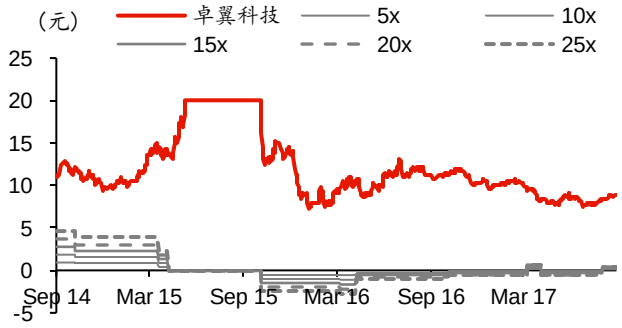
2017 年的公司的综合经营环境及各领域的产品布局好于 2016 年，2017 年是 2016 年扭亏后通过产品布局调整恢复正常经营的第一年。考虑到公司在智能制造领域的能力特点，光电产业的发展潜力，公司主营业务逐步迎来拐点机会，前期合作客户出现新品类深度合作可能性；预计随着国内外客户需求启动，物联网创新品平台的 VR、AR、共享单车等产品量产，预计公司 17-19 年 EPS 为 0.095 元，0.37 元（上调），0.58 元（上调），17-19 年因为长期合作伙伴新产品品类的合作，预计未来 3 年复合增速 148%。考虑到公司能力积攒带来长期合作大客户合作品类拓宽的可能性，进一步带来公司盈利持续改善，基本面拐点机会显现，给予公司 35 倍-40 倍 2018PE（电子类公司，即便恢复性增速再高，当年估值上限均为 35-40 倍），对应目标价为 12.95 元-14.8 元，持续推荐，上调为买入评级。

风险提示

智能制造效率提升低于预期，智能硬件产品订单低于预期，光电产业产品化进度低于预期。

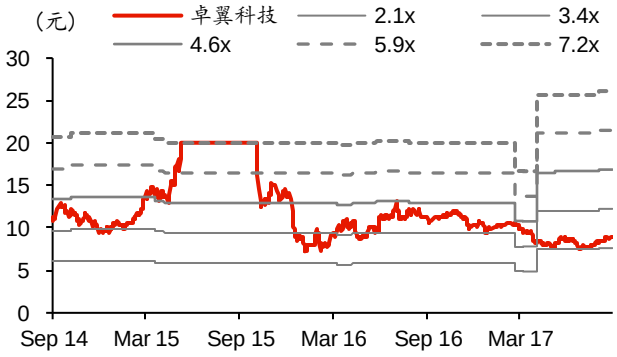
PE/PB - Bands

图表 21：卓翼科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 22：卓翼科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,813	1,288	1,898	2,478	3,370
现金	356.90	317.26	674.80	863.98	1,167
应收账款	610.64	508.49	583.39	813.14	1,110
其他应收账款	45.18	40.85	45.20	62.40	87.91
预付账款	20.12	5.44	12.01	14.75	19.19
存货	403.60	378.83	392.17	536.30	760.37
其他流动资产	376.24	37.26	190.00	186.96	224.92
非流动资产	1,396	1,344	1,270	1,169	1,062
长期投资	86.78	99.33	95.14	96.54	96.07
固定投资	1,027	1,008	994.85	945.20	875.76
无形资产	44.47	35.64	30.13	24.15	18.18
其他非流动资产	237.94	200.75	149.96	102.69	72.14
资产总计	3,209	2,632	3,168	3,646	4,432
流动负债	1,842	1,255	1,003	1,270	1,718
短期借款	781.31	399.80	150.00	150.00	150.00
应付账款	613.99	567.80	526.10	715.24	1,034
其他流动负债	446.47	287.72	326.68	404.93	534.44
非流动负债	27.13	25.86	26.45	26.42	26.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	27.13	25.86	26.45	26.42	26.30
负债合计	1,869	1,281	1,029	1,297	1,745
少数股东权益	(0.74)	2.05	1.80	0.55	(0.36)
股本	488.64	483.91	580.68	580.68	580.68
资本公积	668.05	648.85	1,270	1,270	1,270
留存公积	217.45	234.27	285.89	498.26	836.83
归属母公司股	1,340	1,348	2,137	2,349	2,688
负债和股东权益	3,209	2,632	3,168	3,646	4,432

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	333.43	263.58	(92.74)	209.78	311.12
净利润	(54.97)	12.03	54.88	211.13	337.66
折旧摊销	128.40	136.57	124.66	132.81	137.93
财务费用	36.69	21.94	(0.00)	(20.65)	(30.84)
投资损失	(9.19)	(9.29)	(7.95)	(8.60)	(8.50)
营运资金变动	233.12	115.30	(248.38)	(125.21)	(149.69)
其他经营现金	(0.61)	(12.97)	(15.95)	20.31	24.57
投资活动现金	(344.73)	114.41	(34.98)	(40.57)	(38.79)
资本支出	107.21	46.00	30.00	30.00	30.00
长期投资	89.00	3.44	(4.41)	1.47	(0.49)
其他投资现金	(148.51)	163.86	(9.39)	(9.10)	(9.28)
筹资活动现金	(39.07)	(258.84)	485.27	19.97	31.07
短期借款	(325.03)	(381.51)	(249.80)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(3.34)	(4.72)	96.77	0.00	0.00
资本公积增加	(10.06)	(19.21)	621.21	0.00	0.00
其他筹资现金	299.36	146.61	17.09	19.97	31.07
现金净增加额	(43.13)	126.92	357.54	189.19	303.40

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,779	2,698	3,407	4,637	6,300
营业成本	3,570	2,433	3,074	4,054	5,493
营业税金及附加	8.18	13.24	12.39	16.55	25.43
营业费用	59.51	56.90	62.69	85.32	99.54
管理费用	158.62	183.47	204.41	268.94	330.74
财务费用	36.69	21.94	(0.00)	(20.65)	(30.84)
资产减值损失	25.65	1.85	9.78	7.14	8.02
公允价值变动收益	0.05	(0.05)	(0.01)	(0.01)	(0.02)
投资净收益	9.19	9.29	7.95	8.60	8.50
营业利润	(70.31)	(2.97)	51.55	234.14	382.70
营业外收入	14.39	23.88	17.51	19.11	19.37
营业外支出	4.92	5.42	4.48	4.87	4.83
利润总额	(60.84)	15.49	64.57	248.39	397.24
所得税	(5.87)	3.46	9.69	37.26	59.59
净利润	(54.97)	12.03	54.88	211.13	337.66
少数股东损益	(0.74)	(4.79)	(0.26)	(1.24)	(0.92)
归属母公司净利润	(54.23)	16.82	55.14	212.37	338.57
EBITDA	94.77	155.54	176.21	346.30	489.79
EPS (元)	(0.09)	0.03	0.10	0.37	0.58

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	5.37	(28.61)	26.27	36.10	35.86
营业利润	(227.23)	95.78	1,836	354.24	63.45
归属母公司净利润	(222.35)	131.02	227.82	285.15	59.42
获利能力 (%)					
毛利率	5.53	9.83	9.77	12.57	12.81
净利率	(1.43)	0.62	1.62	4.58	5.37
ROE	(4.05)	1.25	2.58	9.04	12.60
ROIC	(1.84)	1.09	2.91	11.98	19.45
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.25	48.68	32.49	35.56	39.37
净负债比率 (%)	41.81	31.21	14.57	11.57	8.60
流动比率	0.98	1.03	1.89	1.95	1.96
速动比率	0.76	0.72	1.49	1.52	1.51
营运能力					
总资产周转率	1.17	0.92	1.17	1.36	1.56
应收账款周转率	6.47	4.58	5.92	6.30	6.22
应付账款周转率	6.85	4.12	5.62	6.53	6.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.09)	0.03	0.10	0.37	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.45	(0.16)	0.36	0.54
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.32	3.68	4.05	4.63
估值比率					
PE (倍)	(100.33)	323.48	98.68	25.62	16.07
PB (倍)	4.06	4.04	2.55	2.32	2.02
EV_EBITDA (倍)	56.94	34.70	30.63	15.58	11.02

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com