

# 麦达数字 (002137)

证券研究报告  
2019年12月02日

## 稳健的智能硬件公司，扩张 5G 基站电源迎接 5G 时代

### 1、以硬件业务为核心，“智能硬件+智慧营销”双轮驱动的老牌硬件公司

深圳麦达数字股份有限公司原名为深圳市实益达科技股份有限公司，成立于 1998 年，2007 年 6 月在中小板上市。主要业务包括 LED 照明、智能锁具、智能电源及工业控制等智能硬件和以营销 SaaS 产品为主的智慧营销业务。依托稳定发展的智能硬件业务，同时并购切入智慧营销领域，公司形成了“智能硬件+智慧营销”双轮驱动的业务格局。2013-2018 年，公司营收从 6.19 亿元增长至 10.36 亿元，复合增速约为 10.9%，基本保持稳定增长。

### 2、新产品新客户，硬件板块再发力可期

公司智能硬件业务传统客户主要包括飞利浦、ENSEO 等，近几年陆续新增大量优质客户：2014-2015 年，成功切入北美最大的灯具供应商—ABL 供应链体系；2015-2016 年，切入全球最大的半导体和发光二极管行业的集成和封装设备供应商 ASM PT 中国制造中心；2017 年切入全球普通照明领域服务于专业客户和终端用户的领先供应商之一的 LEDVANCE；2018-2019 年，切入国内金融科技领域领导企业—怡化股份，以及欧美乃至全球最大的家居照明企业—EGLO；2019 年，公司前期接触的松下电器、SSG 等均开始批量出货。截至目前，公司的大部分客户为 2014 年转型之后开拓的新客户，已成功优化客户结构，有望再次发力。

### 3、切入 5G 基站电源迎接 5G 时代

公司与核达中远通签订合作协议，意味着公司已顺利进入 5G 基站电源产业链，成为华为、中兴等通讯行业巨头的间接供应商。经测算，5G 网络建设阶段基站电源市场空间有望超过 200 亿元。作为主力供应商，有望受益于 5G 网络建设的逐步提速升温，打开全新的增长空间。

### 4、盈利预测及投资建议：

公司的智能硬件板块业绩持续向好；客户资源连年丰富、客户结构逐步优化；新延伸的 5G 基站电源业务受益于 5G 网络建设的逐步提速升温，有望迎来快速增长，值得期待。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 1.50、2.30 和 3.14 亿元，对比行业同类型公司，我们给予公司 2020 年 20 倍 PE，对应合理股价为 8.0 元，给予增持评级。

**风险提示：**客户结构集中，受单一客户波动影响；汇兑波动风险及外贸政策变动风险；新产品推进不达预期风险

投资评级	
行业	传媒/营销传播
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	6.38 元
目标价格	8.0 元

基本数据	
A 股总股本(百万股)	577.50
流通 A 股股本(百万股)	364.84
A 股总市值(百万元)	3,684.48
流通 A 股市值(百万元)	2,327.71
每股净资产(元)	2.56
资产负债率(%)	16.21
一年内最高/最低(元)	9.19/5.27

作者	
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	
容志能	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003	
rongzhineng@tfzq.com	
王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	
wangyihong@tfzq.com	
王俊贤	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002	
wangjunxian@tfzq.com	



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	935.97	1,035.53	1,132.88	1,806.51	3,177.85
增长率(%)	17.16	10.64	9.40	59.46	75.91
EBITDA(百万元)	106.25	(335.93)	167.47	264.24	363.12
净利润(百万元)	75.33	(369.52)	150.02	230.07	313.66
增长率(%)	(49.78)	(590.55)	(140.60)	53.36	36.33
EPS(元/股)	0.13	(0.64)	0.26	0.40	0.54
市盈率(P/E)	49.22	(10.03)	24.71	16.12	11.82
市净率(P/B)	2.18	2.77	2.48	2.15	1.82
市销率(P/S)	3.96	3.58	3.27	2.05	1.17
EV/EBITDA	34.98	(11.07)	19.95	12.07	8.67

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 公司概况：投资资产现回报夯实基础，硬件板块再发力稳健成长可期 .....	4
1.1. 智能硬件板块持续发力，业绩收入稳定增长 .....	4
1.2. 分产品看，以智能硬件为基础，持续发力智慧营销，双轮驱动推动企业成长 .....	6
1.3. 控制权高度集中，管理层为智能硬件业内专家 .....	7
1.3. 前期投资回报初显 .....	7
2. 成长逻辑：新客户新产品，硬件板块再发力 .....	8
2.1. 智能硬件板块，实益达技术财务状况向好，多年深耕优势领域 .....	8
2.2. 持续突破优质客源，新客户新产品新气象 .....	12
2.3. 基站电源业务前景广阔，5G 网络建设逐步落地放量 .....	13
2.4. 团队核心骨干持股激励利益绑定 .....	17
3. 盈利预测及估值分析 .....	17
4. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1：公司历年营收及净利润（单位：百万元） .....	4
图 2：公司历年毛利率及净利率 .....	5
图 3：公司历年三大费用率 .....	5
图 4：公司历年研发费用 .....	5
图 5：前五名客户合计销售金额及占总额比例 .....	6
图 6：公司主要业务分类 .....	6
图 7：按产品分类的营业收入构成 .....	7
图 8：股权结构 .....	7
图 9：实益达历年营收及归母净利润 .....	8
图 10：实益达三大费用率 .....	9
图 11：实益达历年毛利率及净利率 .....	9
图 12：实益达历年研发费用（单位：万元） .....	9
图 13：公司主要客户 .....	12
图 14：5G 基站电源运行原理 .....	13
图 15：5G 基站电源智能温控 .....	14
图 16：5G 基站电源智能削峰 .....	14
图 17：工信部 5G 发牌仪式 .....	15
图 18：工信部发文拟在 3.3-3.6GHz 和 4.8-5GHz 两个频段上部署 5G .....	15
图 19：工信部发文公开征集毫米波频段用于 5G 高频通信 .....	15
图 20：我国 4G 新建基站进程（单位：万站） .....	16
图 21：我国 5G 新建宏基站进度预测（单位：万站） .....	16
表 1：主要投资标的列表 .....	8

表 2: 实益达主打产品 .....	9
表 3: 不同测试组测试结果对应 5G 小基站全覆盖建设规模测算 ( 万站 ) .....	16
表 4: 预计未来 5G 基站电源市场空间 .....	16
表 5: 实益达核心成员持股情况 .....	17
表 6: 麦达数字盈利情况预测 .....	17
表 7: 可比公司估值分析 .....	18

## 1. 公司概况：投资资产现回报夯实基础，硬件板块再发力稳健成长可期

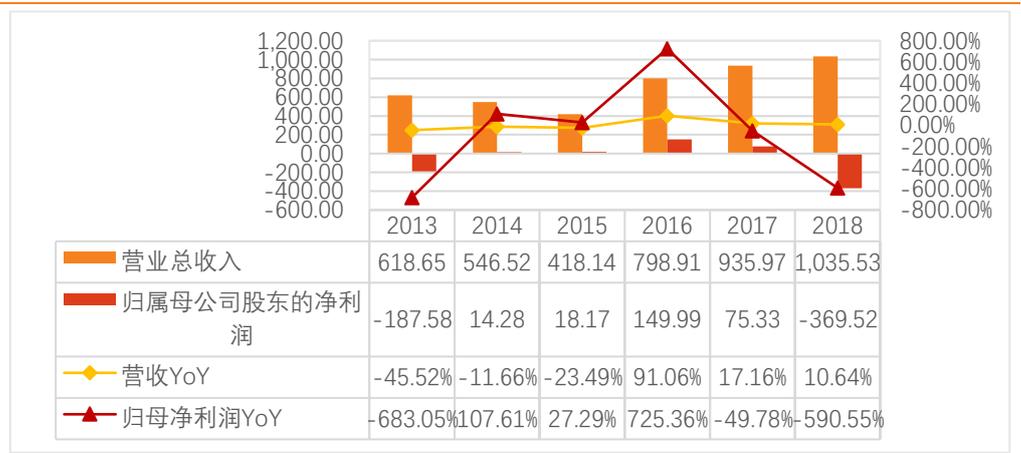
深圳麦达数字股份有限公司原名为深圳市实益达科技股份有限公司，成立于 1998 年，2007 年 6 月在中小板上市。2015 年，收购奇思国际广告（北京）有限公司、上海顺为广告传播有限公司和上海利宣广告有限公司，切入智慧营销行业，并更名为“麦达数字”。2016 年，集团旗下智能硬件板块子公司相继登陆新三板。

公司自成立至今，共经历了 4 个发展阶段：1998-2010 年，公司成立并成为首家 EMS 上市公司；2010-2015 年，持续探索自有品牌；2015-2016 年，并购切入数字营销；2016 年至今，智能硬件板块重新发力，进入快速增长的新阶段。

### 1.1. 智能硬件板块持续发力，业绩收入稳定增长

**智慧营销板块业绩下滑，整体营收稳步增长。**2013-2018 年，公司营收从 6.19 亿元增长至 10.36 亿元，复合增速约为 10.9%，保持基本稳定；归母净利润从 -1.88 亿元先增至 2016 年的 1.50 亿元，后下跌至 2018 年的 -3.70 亿元。其中营收端 2016 年扭转颓势，营收稳步上升，一方面源自此前并购顺为广告、奇思广告、利宣广告带来的并表效应，另一方面当年出售子公司元通孵化贡献了 1.18 亿元净利润。2018 年受行业结构调整、经济下行、中美贸易战影响，智慧营销板块业绩不及预期，因此计提了大额商誉减值准备，同时研发费用增加，导致归母净利润大幅下跌，但减值风险也得到充分释放，有利于公司后续发展。

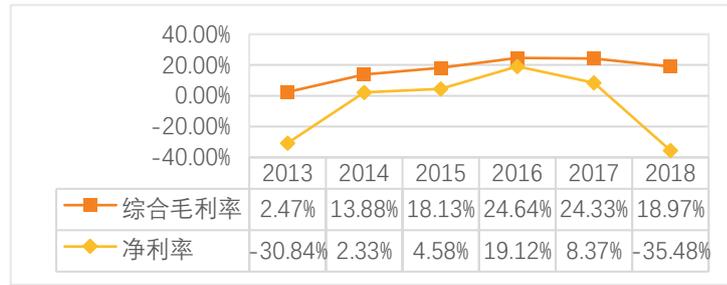
图 1：公司历年营收及净利润（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**毛利率整体呈现上升趋势，净利率出现暂时性波动。**2013-2018 年，公司毛利率略有波动，但整体呈现上升趋势；净利率受商誉减值准备影响暂时下跌。

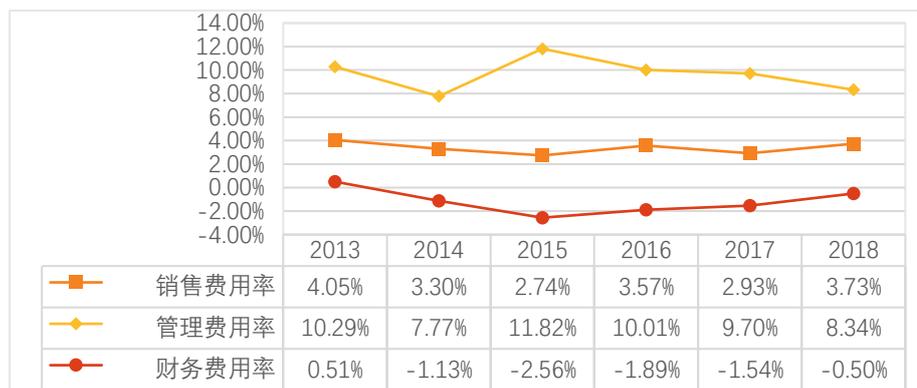
图 2：公司历年毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

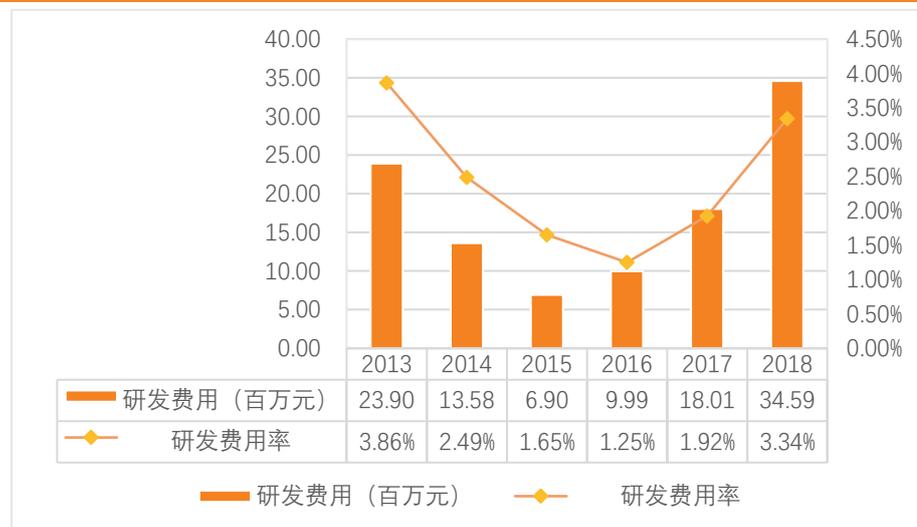
销售费用率稳中有降，管理费用率基本企稳，财务费用受会计政策变更影响有所上涨，研发费用创历年新高。由于客户结构稳定、智慧营销整合，管理费用率相对稳定，销售费用率呈现下降趋势。由于原来计入财务费用的理财收益重分类到投资收益，财务费用率略微上涨。2016 年至今，随着智能硬件板块进入快速增长阶段，公司持续加大投入，研发人员数量增加，导致研发费用大幅上涨。公司的研发投入重点在于智能照明、智能家居等新业态领域，并紧跟物联网快速发展所带来的机遇，力争在细分业务领域开拓更大的市场空间。

图 3：公司历年三大费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

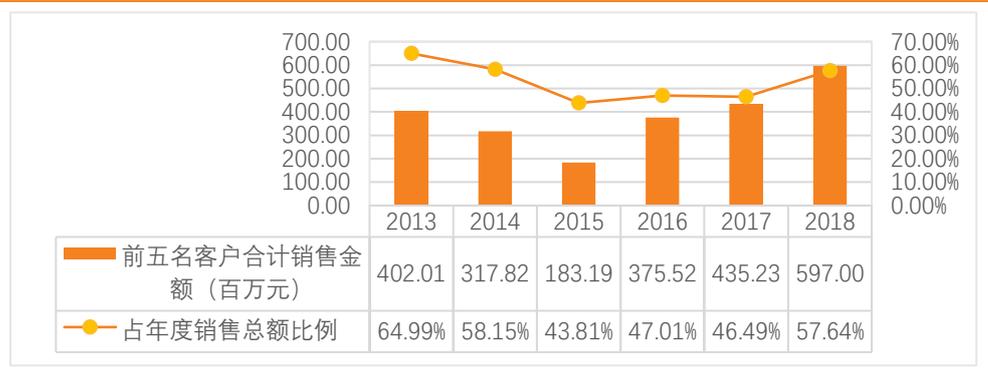
图 4：公司历年研发费用



资料来源：Wind，天风证券研究所

**客户集中度较高，销售费用率较低。**2013-2018年，公司前五名客户合计销售金额占年度销售总额的比重始终保持在高位，2018年该比率达57.64%。客户集中度较高，因此公司的销售费用较稳定，占总体营收比例也不高，有利于公司实现规模效应。

图 5：前五名客户合计销售金额及占总额比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 分产品看，以智能硬件为基础，持续发力智慧营销，双轮驱动推动企业成长

公司业务目前主要包括智能硬件和智慧营销两个业务板块，智能硬件作为麦达公司的成熟业务板块，持续为公司战略转型提供稳定的业绩支持。2015年开始，公司通过并购和引入高技术人才，着力发展智慧营销业务，成功打造“智慧营销+智能硬件”的双轮驱动模式。

**智能硬件业务主要包括 LED 照明业务和智能硬件制造，板块业绩改善明显。**LED 照明业务主要包括 LED 智能照明产品和 LED 非智能照明产品的设计、研发、生产和销售，为用户提供照明解决方案。智能硬件制造业务中，公司为品牌商提供智能工业设备及其他智能硬件产品的工程测试、制造、供应链管理等一系列服务。

**智慧营销业务主要包括营销 SaaS 产品、互联网媒体全案营销服务、创意策略服务、互联网整合营销服务、社会化媒体营销业务服务和广告制作服务。**营销 SaaS 产品主要包括营销自动化、会员忠诚度、CRM、SCRM、DMP、DSP、小程序应用、数据挖掘、微信客服系统、AI 智能营销等营销 SaaS 产品，如公司自研的“移动 CRM 系统”智慧营销解决方案。互联网媒体全案营销服务、互联网整合营销服务、社会化媒体营销业务服务致力于提供基于互联网或论坛、自媒体等社会化媒体平台的营销和广告服务；创意策略服务则是为广告主提供全套市场营销创意策略服务方案，并协助对接平面、电视、互联网等全媒体渠道，指导营销推广；广告制作服务是指平面、视频等广告的制作、和监制服务。

图 6：公司主要业务分类

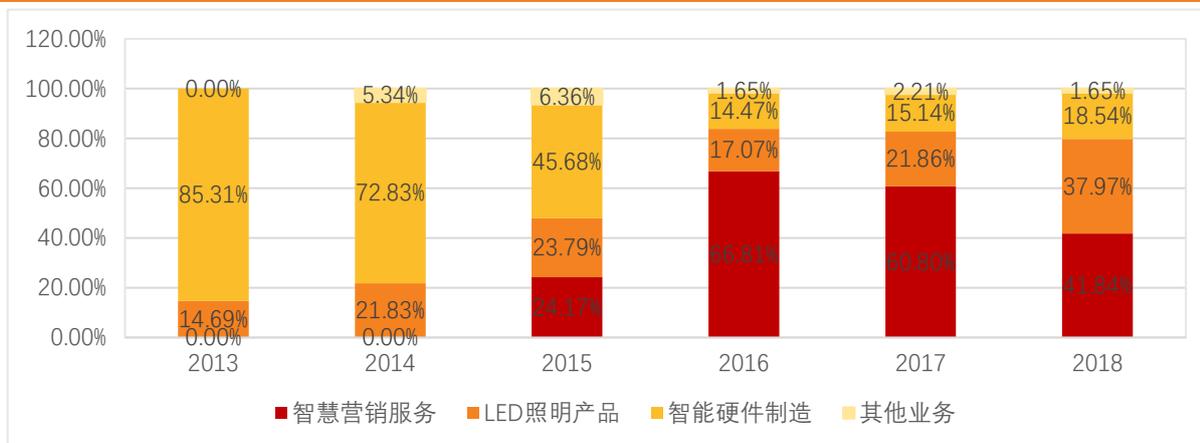


资料来源：2018 年报，天风证券研究所

分类产品营收来看，智能硬件板块为主要收入增长点；智慧营销板块波动幅度较大。智能硬件板块包括 LED 照明产品、智能硬件制造两部分，2018 年智能硬件板块营收占总营收

的比例为 56%，其中 LED 照明产品营收比例逐渐扩大至 2018 年的 38%；智慧营销板块（2015 年新增）占总营收比重较高，甚至一度超 60%，受近年行业结构调整、经济周期性低迷影响，2018 年营业收入出现较大幅度下滑。

图 7：按产品分类的营业收入构成

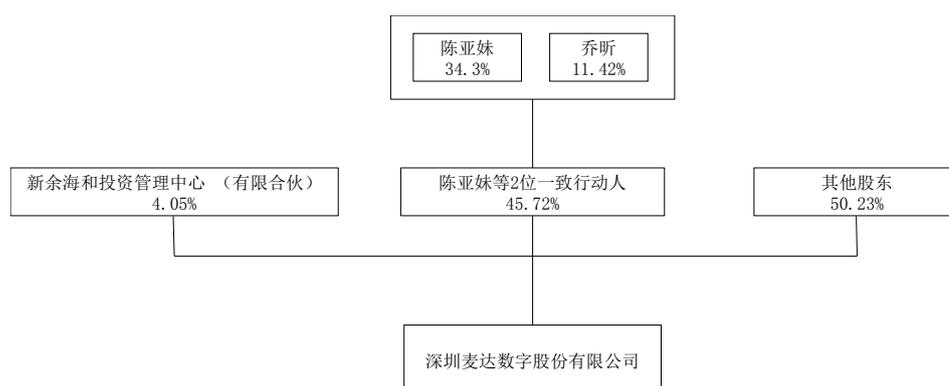


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 控制权高度集中，管理层为智能硬件业内专家

公司股权结构相对单一，管理层为业内专家。公司控股股东为陈亚妹、乔昕夫妇，二人作为一致行动人，合计直接持有公司股份 45.72%，其中陈亚妹女士任董事长，乔昕先生任公司 CEO。董事长陈亚妹拥有 21 年智能硬件领域从业经验；总裁高礼强曾担任甲骨文(中国)软件系统有限公司全球副总裁和中国区技术总经理职务，在计算机软件和服务领域拥有逾 25 年的从业及高级管理经验。

图 8：股权结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 前期投资回报初显

贯彻产投研相结合的发展战略，投资溢价回报初显。截至目前，公司已先后投资六度人和、舜飞科技、麦盟科技等优质标的，根据公司 2019 年半年报，公司投资的麦盟科技、六度人和在报告期内完成新一轮股权融资，因此增加公司净利润 9192.52 万元。同时，已投资企业赢销通、六度人和拟申报科创板上市，预计将为公司带来更多投资收益。

表 1: 主要投资标的列表

参投公司	投资时间	原始投资 (万元)
新余久益投资管理合伙企业 (有限合伙)	2014	80
六度人和	2016	16,994
电明科技	2010	300
赢销通	2016	2,337
富数科技	2018	2,140
舜飞科技	2018	4,000
麦盟科技	2018	2,700
奇异果互动	2018	1,012
惠赢天下	2017	4,676
<b>合计</b>		<b>35,439</b>

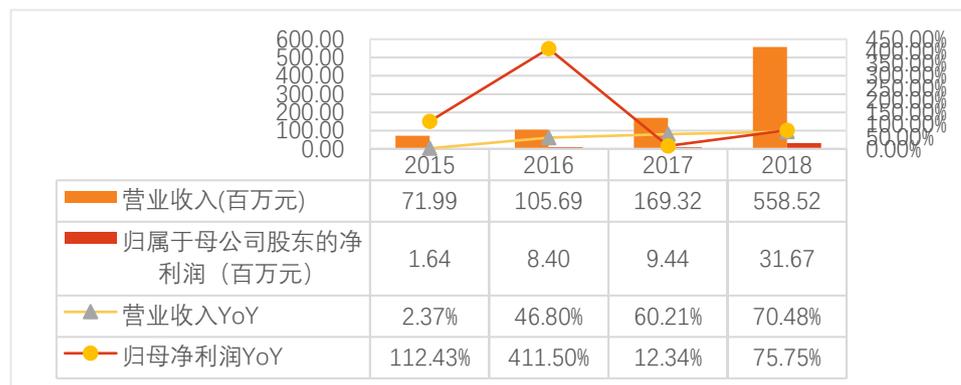
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. 成长逻辑: 新客户新产品, 硬件板块再发力

### 2.1. 智能硬件板块, 实益达技术财务状况向好, 多年深耕优势领域

控股子公司深圳实益达技术股份有限公司为麦达数字智能硬件板块的经营实体, 实益达财务状况整体向好, 营收和净利润稳步增长。2015-2018 年, 实益达的营业收入从 0.72 亿元增长至 5.59 亿元, 年均复合增长率为 97.97%; 归属于母公司股东的净利润从 0.016 亿元增长至 0.32 亿元, 年均复合增长率为 168%。2016 年实益达登陆新三板, 营业收入、归母净利润均实现大幅增加。

图 9: 实益达历年营收及归母净利润

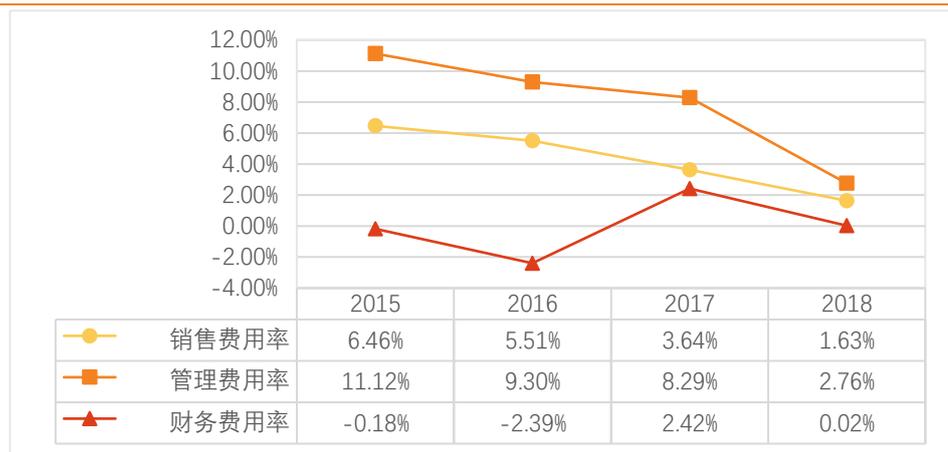


资料来源: Wind, 天风证券研究所

实益达的毛利率逐渐趋于稳定并略有上升。2015-2018 年, 受美元汇率波动影响, 实益达出口业务 (以美元结算) 的毛利率波动较大, 毛利率有所下跌, 但随着新产品逐步上量, 预计毛利率将逐步趋于稳定并略有上升。

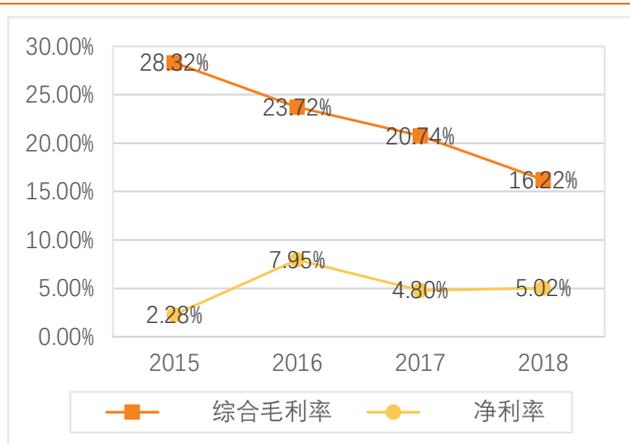
三大费用率持续下降, 研发费用率稳定在较低水平。受益于管理水平提升, 实益达的管理费用率、销售费用率持续下跌; 财务费用率受美元汇率波动带来的汇兑效应、现金管理收益变动的的影响有所波动, 但维持在较低水平。研发费用持续攀升, 但相对于总营收的比例稳定在 5%左右。

图 10: 实益达三大费用率



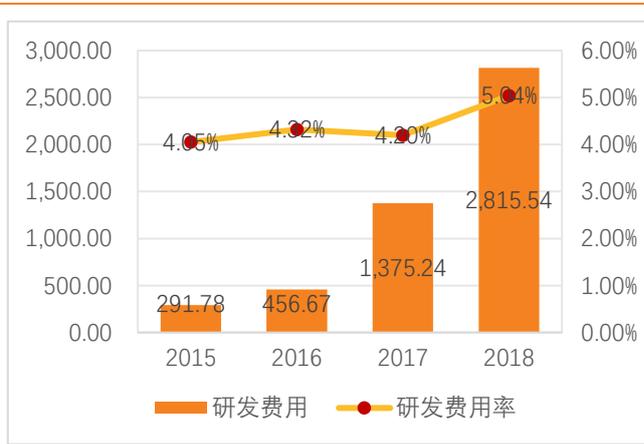
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 实益达历年毛利率及净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 12: 实益达历年研发费用 (单位: 万元)



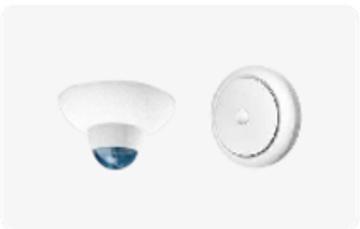
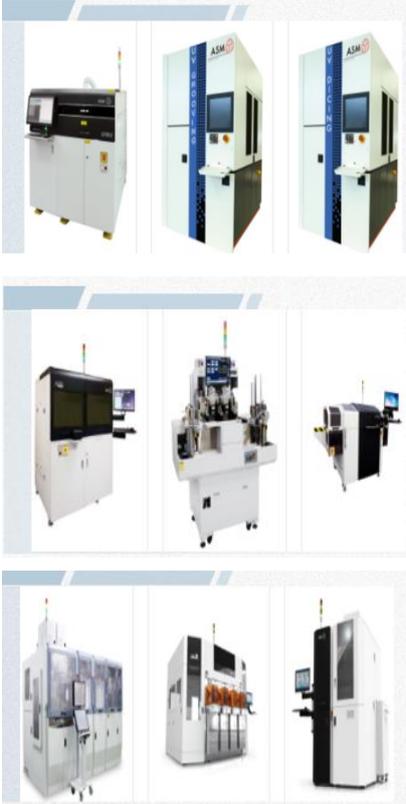
资料来源: Wind, 天风证券研究所

实益达业务范围主要为智能家居产品和智能电源及工业控制。智能家居产品主要包括智能 LED 照明、智能控制系统, 智能电源及工业控制包括高端工业设备、智能交通类产品等。实益达在该领域深耕多年, 积累了大量优质客户资源和一定的品牌声誉。实益达主打产品见下表 2。

表 2: 实益达主打产品

产品类型	详细分类	图示	产品介绍
智能 LED 产品	光环境控制器		智能照明开关, 能适应多种工具, 连接微信小程序, 根据用户需求智能管控照明场景。

	百合深防眩射灯		智能灯具，智能调光、调色，无线控制。
	黑钻深照防眩射灯		智能灯具，智能调节亮度、色温，无线控制。
	天籁明装射灯		智能灯具
	缤利轨道灯		智能灯具
	XR 轨道射灯		智能灯具
	兰花筒灯		智能灯具
智能控制系统	语音控制端口		应用于智能家居设备，实现用户语音控制。

	手机 APP		用于联系智能家居设备的手机应用软件。
	本地控制		智能开关、遥控器等。
	多功能传感器		智能家居设备使用的传感器。
高端工业设备	贴片线体		应用场景包括圆晶切割、固晶系统、塑封设备、焊线机、大额存取款机、智能设备、智能终端等。
	组装线体		
	测试设备		

			
智能交通类产品	智慧灯杆		智能城市诱导屏、悬臂式可变信息标志、单立柱式可变信息标志、立柱式可变信息标志、门架式可变信息标志、隧道内可变信息标志等。
	ETC 显示屏		引用于高速公路 ETC 的显示屏,可根据需要组成不同显示颜色和不同尺寸。根据现场安装环境,采用前维护式屏体设计,安装维护便捷。车道使用时,显示黄色“ETC 专用”。
	其他		交通灯、雾灯、LED 诱导灯、费额显示器、车道显示标志等。

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

## 2.2. 持续突破优质客源, 新客户新产品新气象

**持续开拓新客源, 业务潜在空间广阔。**公司传统客户主要有飞利浦、ENSEO 等, 近几年陆续新增大量优质客户, 先后切入 ABL、EGLO、SSG 等国际一线客户的供应链体系: 2015-2016 年, 切入全球芯片制造的集成和封装设备供应商 ASM PT 中国制造中心, 与其达成紧密业务合作; 2017 年切入全球普通照明领域服务于专业客户和终端用户的领先供应商之一的 LEDVANCE; 2018-2019 年, 切入国内金融科技领域领导企业—怡化股份, 以及欧洲的家居照明企业—EGLO, 目前业务已陆续开始上量出货, 预计将成为公司未来主要业绩增长点之一; 2019 年, 公司前期接触的松下电器、SSG 等均开始批量出货。截至目前, 公司的大部分客户为 2014 年转型之后开拓的新客户, 转型前留存客户 (飞利浦、ENSEO 等) 的业务比重下降至不到 10%, 已成功优化客户结构, 并通过资金充裕的优质新客户拓展潜在业务空间, 降低应收账款回收风险, 促进营业收入稳步增长。

图 13: 公司主要客户



资料来源：Wind，天风证券研究所

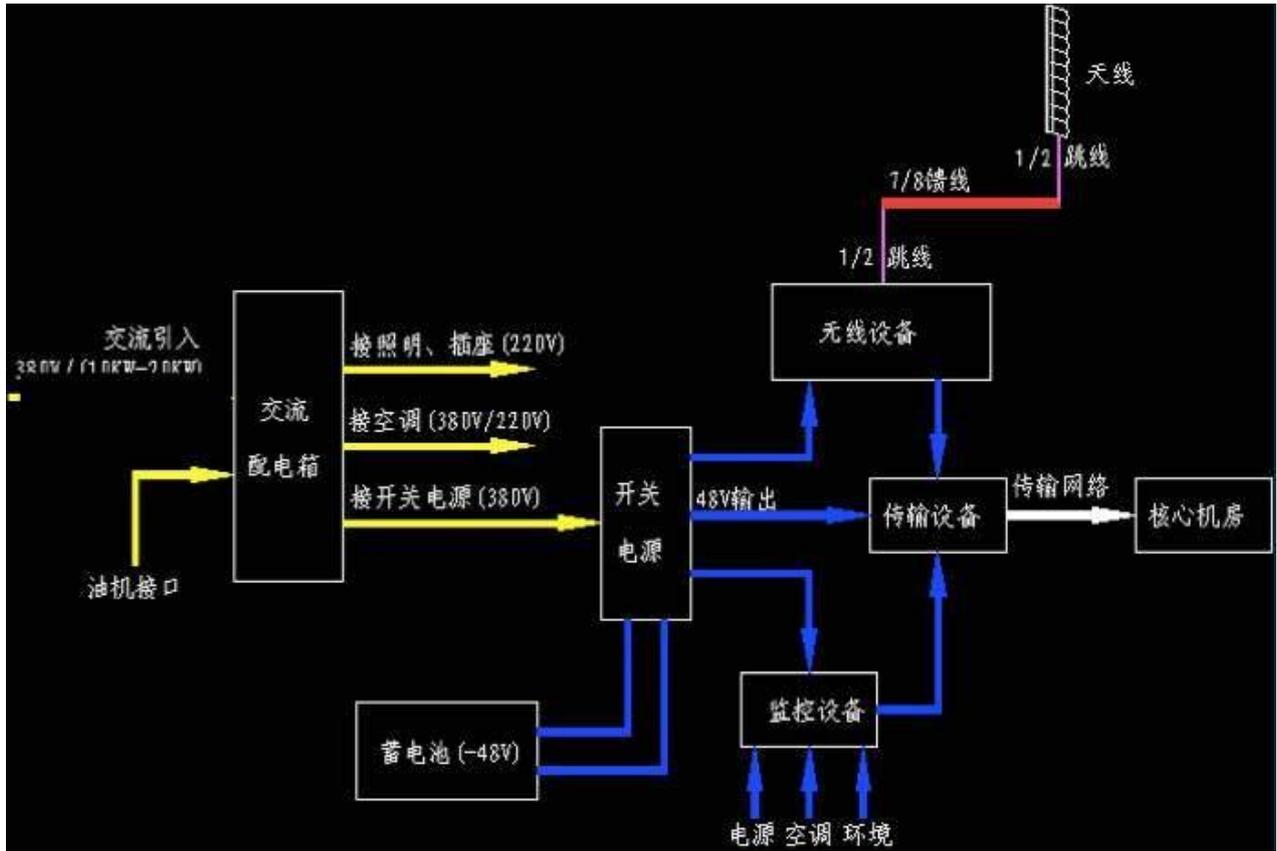
**基站电源产品成为新突破，有望成为公司未来新的增长点。**公司已顺利切入 5G 基站电源市场，目前已顺利通过深圳市核达中远通电源技术股份有限公司“合格供应商”审核，成为华为、中兴等通讯行业巨头的间接供应商。

### 2.3. 基站电源业务前景广阔，5G 网络建设逐步落地放量

通信电源是将交流电转变为直流电的系统，其目的是为通信设备供应充足稳定的电力，确保其正常运转与工作。电网市电一般为交流电 380V 或 220V，通信设备需要 48V 或 24V 直流电。通常，基站的供电系统由市电引入，通过交流配电箱、开关电源转换为 -48V 直流后连接到基站设备，基站设备再通过馈线/光纤连接到铁塔上的天线。

5G 基站供电系统有两大主流产品路线，一是 UPS (uninterruptable power system, 不间断电源) 供电系统，二是 HVDC (high-voltage direct current, 高压直流) 供电系统。UPS 主要由蓄电池组、整流器和逆变器、静态开关等几部分组成，广泛应用于各大行业机房配电间以及办公室个人电脑等；HVDC 供电由交流配电单元、整流单元、直流配电单元等组成，适用于通信系统，为通信设备供电。相较于 UPS，HVDC 具有运行效率高、占地面积少、投资成本和运营成本低的特点，有望成为未来市场主流。

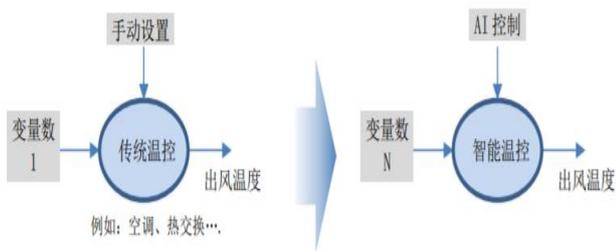
图 14：5G 基站电源运行原理



资料来源：网优雇佣军，天风证券研究所

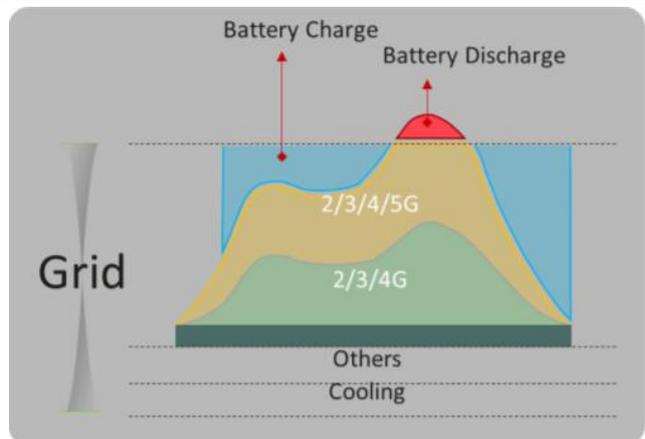
相对于 4G 基站电源，5G 基站电源与负载设备协同，基于智能算法结合负载设备的功率、供电线缆损耗等因素，动态调节电源输出电压，实现端到端的供电效率最优；智能储能实现电池平滑扩容（新旧并联、不同容量并联、不同厂家并联、不同类型并联等应用）、动态升压、准确预测容量及健康状态等智能特性；基于 AI 智能，由传统温控仅由 1 个变量（环境温度）控制，转变到温控与基站其他多个因素协同联动（如环境温度、设备温度、业务状态、天气预测等），实现高效节能；基于软件定义电源及智能储能的智能能源调度算法，支持市电输入相对传统方案必须按照峰值功率配置，降低为按照典型功率配置，大幅降低市电改造的费用。

图 15：5G 基站电源智能温控



资料来源：华为《5G 电源白皮书》，天风证券研究所

图 16：5G 基站电源智能削峰



资料来源：华为《5G 电源白皮书》，天风证券研究所

5G 牌照正式发放，地方建设进程高速推进，打开长期成长空间。2019 年 6 月 6 日工信部正式向三大运营商以及中国广电发放 5G 商用牌照。商用牌照落地标志着网络运营单位可以正式推进 5G 网络组网和建设，5G 商用建设将进入实质落地阶段。由于运营商的商业模式同质化较强，新一代通信技术成熟后，运营商有较大动力快速推进网络建设和商用进程以争取先发优势，因此 5G 网络建设有望以 2019 年为起点快速启动。同时，此次发放的 5G 商用牌照除三大运营商外，中国广电也获得了 5G 商用牌照，有望成为国内的第四大运营商，进一步增加 5G 产业链整体投资规模。

图 17：工信部 5G 发牌仪式



资料来源：央视网，天风证券研究所

国内目前分配的 5G 频段包括 6GHz 以下（中国移动，2515MHz-2675MHz、4800MHz-4900MHz 共 260MHz 带宽；中国电信，3400MHz-3500MHz 共 100MHz 带宽；中国联通，3500MHz-3600MHz 共 100MHz 带宽）和 6GHz 以上（24.75-27.5GHz、37-42.5GHz 或其他毫米波频段）。相比主要部署在低频段的 4G 网络，5G 基站单基站覆盖范围更小，低频段部分仍可通过宏基站实现范围覆盖，但在高频领域，使用传统的宏基站进行大范围深度覆盖的难度很高，需要引入小基站进行高频网络的密集覆盖。

图 18：工信部发文拟在 3.3-3.6GHz 和 4.8-5GHz 两个频段上部署 5G



资料来源：工信部官网，天风证券研究所

图 19：工信部发文公开征集毫米波频段用于 5G 高频通信

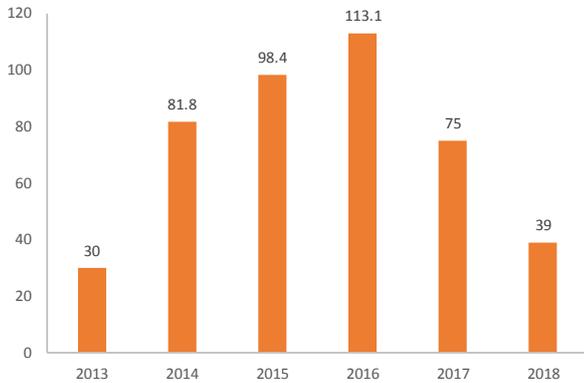


资料来源：工信部官网，天风证券研究所

由于 5G 部署在较高频段，基站密度有望显著增长，根据我们的测算，5G 宏基站整体建设规模有望达到 627 万站，建设高峰期 2021-2023 年每年建设量有望达到 100 万站左右。从体量看，根据 COST-HATA 公式以及中国联通 5G 试验网测试结果，由于 5G 部署频段更高，

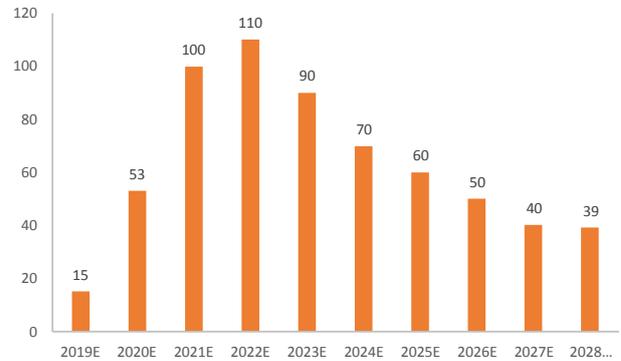
预计 5G 基站数量将达到 4G 的 1.5-2 倍。根据我国 4G 基站建设历程，我们预测 5G 达到相同覆盖水平，新建 5G 宏基站约 627 万站。**从建设节奏看**，2019 年 5G 商用牌照落地后运营商 5G 建设将开始启动（对应 4G 牌照落地的 2013 年），2020 年 5G 网络覆盖快速推进，但由于用户数以及网络带宽需求的提升需要一个过程，2020 年完成初步覆盖，2021-2022 年伴随网络带宽需求的激增，5G 建设有望进入高峰期，实现大规模深度覆盖和扩容（对应 4G 时期的 15-16 年）。

图 20：我国 4G 新建基站进程（单位：万站）



资料来源：三大运营商年报，天风证券研究所

图 21：我国 5G 新建宏基站进度预测（单位：万站）



资料来源：工信部、《邮电设计技术》，天风证券研究所测算

**5G 另一重要覆盖方式是小基站。**从网络规划角度看，早期先铺设宏基站，随着部分区域宏基站建设基本完成、高频段逐步投入使用，小基站建设将逐步启动。乐观假设下，小基站实现全覆盖，则不同测试组给出的测试结果对应每年建设基站规模和市场空间测算见下表，**高峰期 2024 年小基站年建设量有望达到 960-5600 万站。实际组网中小基站可能主要应用于热点城区高密度流量覆盖，若只覆盖热点城区，假设城区面积占比 10-20%，则小基站整体建设量 1000-3000 万站左右，高峰期建设量在 96-560 万站。**

表 3：不同测试组测试结果对应 5G 小基站全覆盖建设规模测算（万站）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	合计
UMa-NLOS	48	240	480	960	960	960	480	240	240	4800
COST-HATA	280	1400	2800	5600	5600	5600	2800	1400	1400	28000

资料来源：工信部、《邮电设计技术》，天风证券研究所测算

根据新雷能投资者关系活动记录表披露，基站电源价值量为建站成本的 2-3%，因而以 2.5% 的中值估计，未来 10 年内 5G 宏基站电源市场空间将达到 237.3 亿元。根据公司官网信息，目前实益达顺利通过深圳市核达中远通电源技术股份有限公司“合格供应商”审核，并签订了正式合作协议。依据合作协议，实益达将为核达中远通提供包括 5G 基站电源在内的通讯设备类电源制造服务。深圳市核达中远通电源技术股份有限公司隶属广东核电集团，是国内最大的电源企业，专注 5G 通讯电源、新能源汽车充电设施电源的研究、研发、生产和销售，是华为、中兴、诺基亚、爱立信、北汽福田等国内外知名企业的优秀供应商。公司与核达中远通签订合作协议，意味着公司已顺利进入 5G 基站产业链，成为华为、中兴等通讯行业巨头的间接供应商。受益于广阔的市场空间，公司 5G 基站电源业务有望展现快速增长态势。

表 4：预计未来 5G 基站电源市场空间

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028~	合计
新建基站数量（万站）	15	53	100	110	90	70	60	50	40	39	627
新建基站占比	2%	8%	16%	18%	14%	11%	10%	8%	6%	6%	

基站单价 (万元)	30	20	17	15.3	14.5	13.8	13.1	12.5	11.8	11.2	
单价下滑幅度				-10%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	
5G 基站市场空间 (亿元)	450	1060	1700	1683	1308	967	787	623	474	439	9490
5G 基站电源市场空间 (亿元)	11.3	26.5	42.5	42.1	32.7	24.2	19.7	15.6	11.9	11.0	237.3

资料来源：三大运营商年报，天风证券研究所测算

## 2.4. 团队核心骨干持股激励利益绑定

团队核心骨干成员通过持股，实现利益绑定，形成长期股权激励。公司智能硬件板块的业务核心团队为深圳实益达技术有限公司。通过使实益达核心成员增持上市公司股份，以及对子公司增资入股方式，有效实现深度利益绑定和长期股权激励。

表 5：实益达核心成员持股情况

股东	职务	持股比例				
		上市公司麦达数字	深圳市实益达技术股份有限公司	无锡市益明光电有限公司	江苏实益达智能光电有限公司	深圳实益达智能技术有限公司
薛桂香	实益达董事长、总经理	1.6%	1.18%	2.58%		
刘艳丽	实益达董秘、财务总监		0.30%	-	-	-
刘基勇	实益达董事、益明总经理	-		10.38%	-	-
沙新荣	益明研发总监	-		3.44%	-	-
高艳芳	益明采购总监	-		1.83%	-	-
杨春竹	江苏实益达智能总经理	-		-	40.00%	-
刘学唐	深圳实益达智能总经理	-		-	-	13.61%
<b>总计</b>		<b>1.6%</b>	<b>1.48%</b>	<b>18.23%</b>	<b>40.00%</b>	<b>13.61%</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 3. 盈利预测及估值分析

**盈利预测：**智慧营销板块保持稳定增长，毛利率也相对稳定；LED 照明产品板块，切入 LEDVANCE 及 EGLO 等新客户有望持续放量快速增长；智能硬件制造板块，随着 5G 基站电源以及智能路灯控制等新产品放量，也有望快速增长。

表 6：麦达数字盈利情况预测

年份		2018	2019E	2020E	2021E
智慧营销	业务收入 (百万元)	433.30	338	372	409
	同比增长率%	-23.90%	-22.00%	10.00%	10.00%
	毛利率%	20.38%	21.00%	21.00%	21.00%
LED 照明产品	业务收入 (百万元)	393.20	531	796	1194

	同比增长率%	92.20%	35.00%	50.00%	50.00%
	毛利率%	17.33%	20.00%	20.00%	20.00%
智能硬件制造	业务收入 (百万元)	192.00	250	624	1560
	同比增长率%	35.50%	30.00%	150.00%	150.00%
	毛利率%	16.81%	19.00%	19.00%	19.00%
其他收入	业务收入 (百万元)	17.00	14	14	14
	同比增长率%	-17.70%	-15.00%	0.00%	0.00%
	毛利率%	45.14%	45.00%	45.00%	45.00%
主营业务收入合计	业务收入 (百万元)	1035.50	1132.84	1806.45	3177.74
	同比增长率%	11.00%	9.40%	59.46%	75.91%
	毛利率%	18.97%	20.40%	20.06%	19.75%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

**估值分析:** 我们选取 A 股上市智能硬件公司和而泰、拓邦股份和新雷能进行比较, 公司估值低于行业平均水平, 我们给予公司 2020 年 20 倍 PE, 对应合理股价为 8.0 元, 给予增持评级。

表 7: 可比公司估值分析

	利润 (Wind 一致预期中值) (亿元)			市值 (亿元) (2019.11.27)	利润中值对应 PE		
	2019	2020	2021		2019	2020	2021
002402 和而泰	3.2	4.4	6.1	93.1	29.0	21.2	15.2
002139 拓邦股份	3.0	3.8	4.9	49.3	16.4	13.0	10.1
300593 新雷能	0.7	1.1	1.5	30.0	44.2	28.3	19.8
平均				0.0	29.9	20.9	15.0
002137 麦达数字	1.5	2.3	3.14	37.4	24.9	16.2	11.9

资料来源: Wind, 天风证券研究所(备注: 其中麦达数字为本报告预测结果)

## 4. 风险提示

- 1、客户结构集中, 易形成依赖, 存在业绩波动风险。
- 2、存在一定比例的海外营收, 将面临汇兑风险。
- 3、新产品研发及销售不达预期的风险。公司在推进基站电源业务时, 有存在新产品研发及销售不达预期风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	264.65	103.02	268.55	425.12	468.26
应收票据及应收账款	268.23	229.52	395.06	464.21	1,047.33
预付账款	5.44	10.17	8.77	19.48	30.82
存货	54.49	67.16	62.43	147.44	219.83
其他	504.83	626.63	537.58	604.58	634.74
<b>流动资产合计</b>	<b>1,097.64</b>	<b>1,036.50</b>	<b>1,272.38</b>	<b>1,660.82</b>	<b>2,400.98</b>
长期股权投资	173.06	240.98	240.98	240.98	240.98
固定资产	108.09	76.06	93.53	131.05	167.59
在建工程	0.00	0.20	36.12	69.67	71.80
无形资产	48.57	46.63	44.86	43.09	41.32
其他	650.24	266.55	264.13	263.34	263.36
<b>非流动资产合计</b>	<b>979.97</b>	<b>630.42</b>	<b>679.62</b>	<b>748.13</b>	<b>785.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,077.61</b>	<b>1,666.92</b>	<b>1,952.00</b>	<b>2,408.95</b>	<b>3,186.03</b>
短期借款	8.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	215.45	198.72	298.63	475.26	868.66
其他	121.36	92.73	117.38	164.02	231.59
<b>流动负债合计</b>	<b>344.81</b>	<b>291.46</b>	<b>416.02</b>	<b>639.28</b>	<b>1,100.25</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	3.15	0.97	2.25	2.13	1.78
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.15</b>	<b>0.97</b>	<b>2.25</b>	<b>2.13</b>	<b>1.78</b>
<b>负债合计</b>	<b>347.96</b>	<b>292.43</b>	<b>418.27</b>	<b>641.41</b>	<b>1,102.03</b>
少数股东权益	32.16	34.40	36.83	40.57	43.37
股本	579.34	579.06	577.50	577.50	577.50
资本公积	959.80	961.17	961.17	961.17	961.17
留存收益	1,137.52	769.38	919.40	1,149.47	1,463.12
其他	(979.17)	(969.54)	(961.17)	(961.17)	(961.17)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,729.65</b>	<b>1,374.49</b>	<b>1,533.73</b>	<b>1,767.54</b>	<b>2,084.00</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,077.61</b>	<b>1,666.92</b>	<b>1,952.00</b>	<b>2,408.95</b>	<b>3,186.03</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	78.29	(367.39)	150.02	230.07	313.66
折旧摊销	13.71	16.58	8.38	10.70	13.09
财务费用	(14.78)	(1.66)	(1.40)	(2.61)	(3.36)
投资损失	7.44	(36.10)	(40.00)	(50.00)	(60.00)
营运资金变动	49.38	(182.08)	57.85	(7.92)	(236.41)
其它	(28.73)	572.63	92.49	93.83	92.87
<b>经营活动现金流</b>	<b>105.31</b>	<b>1.99</b>	<b>267.34</b>	<b>274.07</b>	<b>119.85</b>
资本支出	(19.36)	(362.01)	58.72	80.13	50.34
长期投资	(7.44)	67.92	0.00	0.00	0.00
其他	27.85	144.03	(168.60)	(200.17)	(130.35)
<b>投资活动现金流</b>	<b>1.05</b>	<b>(150.07)</b>	<b>(109.89)</b>	<b>(120.04)</b>	<b>(80.01)</b>
债权融资	8.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	27.34	17.30	8.20	2.61	3.36
其他	(11.07)	(48.76)	(0.13)	(0.06)	(0.06)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>24.27</b>	<b>(31.45)</b>	<b>8.07</b>	<b>2.54</b>	<b>3.30</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00
<b>现金净增加额</b>	<b>130.64</b>	<b>(179.53)</b>	<b>170.53</b>	<b>161.57</b>	<b>48.14</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>935.97</b>	<b>1,035.53</b>	<b>1,132.88</b>	<b>1,806.51</b>	<b>3,177.85</b>
营业成本	708.22	839.14	901.81	1,444.12	2,550.18
营业税金及附加	7.69	7.25	7.93	12.65	22.24
营业费用	27.45	38.61	45.32	59.61	104.87
管理费用	90.81	86.33	96.29	117.42	200.20
研发费用	112.30	34.59	37.39	54.20	95.34
财务费用	(14.42)	(5.20)	(1.40)	(2.61)	(3.36)
资产减值损失	0.80	450.58	20.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.07	0.05	89.94	90.02	90.00
投资净收益	(7.44)	36.10	45.00	55.00	65.00
其他	(97.75)	(79.72)	(269.89)	(290.04)	(310.01)
<b>营业利润</b>	<b>108.24</b>	<b>(372.21)</b>	<b>160.49</b>	<b>256.14</b>	<b>353.38</b>
营业外收入	5.76	17.13	20.00	20.00	20.00
营业外支出	0.83	0.92	1.00	1.00	1.00
<b>利润总额</b>	<b>113.17</b>	<b>(356.00)</b>	<b>179.49</b>	<b>275.14</b>	<b>372.38</b>
所得税	34.87	11.39	26.92	41.27	55.86
<b>净利润</b>	<b>78.29</b>	<b>(367.39)</b>	<b>152.56</b>	<b>233.87</b>	<b>316.52</b>
少数股东损益	2.97	2.13	2.55	3.80	2.87
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>75.33</b>	<b>(369.52)</b>	<b>150.02</b>	<b>230.07</b>	<b>313.66</b>
每股收益(元)	0.13	(0.64)	0.26	0.40	0.54

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.16%	10.64%	9.40%	59.46%	75.91%
营业利润	-38.96%	-443.88%	-143.12%	59.60%	37.96%
归属于母公司净利润	-49.78%	-590.55%	-140.60%	53.36%	36.33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.33%	18.97%	20.40%	20.06%	19.75%
净利率	8.05%	-35.68%	13.24%	12.74%	9.87%
ROE	4.44%	-27.57%	10.02%	13.32%	15.37%
ROIC	4.41%	-28.55%	11.93%	19.07%	24.63%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.75%	17.54%	21.43%	26.63%	34.59%
净负债率	-14.84%	-7.49%	-17.51%	-24.05%	-22.47%
流动比率	3.18	3.56	3.06	2.60	2.18
速动比率	3.03	3.33	2.91	2.37	1.98
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.56	4.16	3.63	4.20	4.20
存货周转率	17.94	17.03	17.49	17.22	17.31
总资产周转率	0.47	0.55	0.63	0.83	1.14
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.13	-0.64	0.26	0.40	0.54
每股经营现金流	0.18	0.00	0.46	0.47	0.21
每股净资产	2.94	2.32	2.59	2.99	3.53
<b>估值比率</b>					
市盈率	49.22	-10.03	24.71	16.12	11.82
市净率	2.18	2.77	2.48	2.15	1.82
EV/EBITDA	34.98	-11.07	19.95	12.07	8.67
EV/EBIT	39.69	-10.62	21.00	12.58	8.99

## 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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