

积极布局可穿戴与智能家居领域， 盈利能力逐步改善

投资要点

- **积极布局可穿戴设备与智能家居领域。**公司长期专注于网络通讯类和消费电子类的电子制造服务，近年来，随着可穿戴设备与智能家居的兴起，公司也积极加大在这一新兴领域的布局。可穿戴设备与智能家居领域的主要参与者包括互联网企业和传统家电厂商，互联网企业崇尚专业化分工，传统家电厂商制造优势在此新兴领域不适用，对公司来说都是绝佳的机遇。目前，公司在可穿戴领域的客户主要有小米，智能家居领域的客户主要是格力和三星。
- **在大客户小米生态链陆续获得突破。**2014年3月，公司与小米旗下的紫米电子签署《委托生产加工框架协议》，采用EMS模式为其生产移动电源等相关产品，标志公司正式切入小米生态链。9月，公司又收获小米智能手环订单。目前，公司为小米代工的移动电源和智能手环出货量保持稳步上升，供应比例均在50%左右。鉴于小米产品链的丰富，公司有望陆续收获小米其他产品的订单，来自小米的营收贡献还有很大提升空间。
- **盈利能力有望逐步改善。**目前，公司毛利率水平只有8%~10%，净利率水平只有2%~3%，盈利能力处于历史低位，后期有望得到逐步改善。主要基于以下几点：一、随着相对高毛利率的消费电子产品营收占比的提升，将拉升公司整体毛利率水平；二、公司通过提升生产线的自动化水平，提升生产效率，节约人力成本；三、完善员工考核与激励机制，加强费用管控。
- **估值与评级：**预计公司2014-2016年EPS分别为0.20元、0.45元和0.84元，对应的PE分别为52X、23X和12X。鉴于公司长期专注于网络通讯类和消费电子类的电子制造服务，积累了丰富的电子产品制造经验，同时公司积极布局可穿戴设备与智能家居等新兴领域，在小米生态链陆续获得突破，后期成长空间大，我们首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**客户开拓进展低于预期；可穿戴与智能家居行业发展不及预期；生产线自动化进程低于预期。

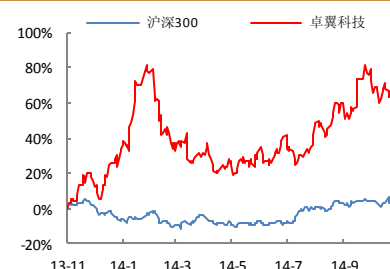
指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2043.62	3490.00	5081.60	7114.24
增长率	39.04%	70.78%	45.60%	40.00%
归属母公司净利润(百万元)	89.58	98.62	219.13	415.05
增长率	5.46%	10.10%	122.19%	89.41%
每股收益EPS(元)	0.18	0.20	0.45	0.84
净资产收益率ROE	6.56%	6.98%	14.45%	24.24%
PE	57.34	52.08	23.44	12.38
PB	3.76	3.64	3.39	3.00

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：李孝林
执业证号：S1250513090002
电话：023-63786247
邮箱：lixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.92
流通A股(亿股)	3.51
52周内股价区间(元)	6.96-13.61
总市值(亿元)	51.36
总资产(亿元)	32.05
每股净资产(元)	2.96

相关研究

目 录

一、公司介绍：长期专注于电子制造服务	1
二、积极布局可穿戴设备与智能家居等新兴领域	1
（一）大客户小米陆续获得突破	2
（二）智能家居市场潜力更大	3
三、盈利能力有望逐步改善	3
四、盈利预测与投资建议	5

图 目 录

图 1: 近年来公司业绩增长情况	1
图 2: 2014 年上半年公司营收分产品情况	1
图 3: 小米销售规模快速增长	3
图 4: 单季度公司毛利率与净利率走势	4
图 5: 分产品毛利率走势	4
图 6: 单季度公司期间费用率走势	4
图 7: 研发支出占营收比重	4
图 8: 消费电子类产品营收占比持续上升	5

表 目 录

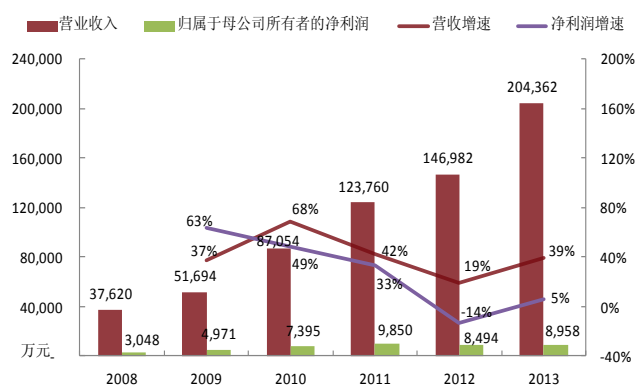
表 1: 2014 年上半年公司前五名客户情况	2
附表: 财务预测与估值	6

一、公司介绍：长期专注于电子制造服务

卓翼科技成立于 2004 年，集研发、制造、服务于一体，主要以 ODM/EMS 模式为国内外品牌厂商提供网络通讯类和消费电子类产品的合约制造服务。公司产品涵盖两大领域，网络通讯类的 XDSL 宽带接入设备、无线路由器、无线网卡、数据卡、以太网交换机及路由器、数字电视机顶盒、4GLTE 网关等，以及消费电子类的音频产品、移动手持终端设备、智能手机、平板电脑、移动电源、随身 WIFI 等，终端品牌客户包括华为、Medion、上海贝尔、小米、中兴、三星、联想、烽火电子、奇虎 360、海尔、格力等。

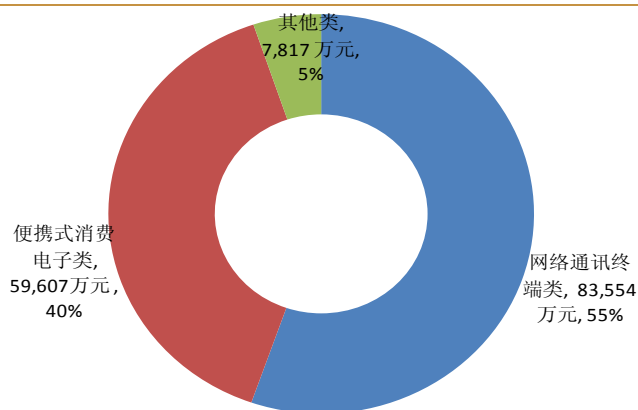
伴随着中国电子制造外包服务行业的快速发展，公司凭借成本控制与快速响应优势，营收规模持续扩大。

图 1：近年来公司业绩增长情况



数据来源：Wind, 西南证券

图 2：2014 年上半年公司营收分产品情况



数据来源：Wind, 西南证券

二、积极布局可穿戴设备与智能家居等新兴领域

智能可穿戴终端品牌商基本都是新兴的互联网企业，如 Google、小米、百度等，其特点是普遍没有自己的生产基地，崇尚专业化分工，专注于产品设计领域，将制造外包给专业的电子制造厂商。

市场规模更大的智能家居领域，其主要的参与者包括新兴的互联网企业和传统的家电企业。新兴的互联网企业将制造外包给电子制造厂商；传统家电企业虽然拥有自己的制造基地，但由于智能控制器、WIFI 模组等智能家居核心模块具有消费电子属性，与家电企业的传统制造区别较大，不属于传统家电企业的优势所在，多数家电企业也会将智能家居模块外包给电子制造厂商。

公司作为专业的电子制造服务商，为迎接可穿戴设备与智能家居市场的爆发，已经配备了相关的制造产能。全资子公司天津卓达作为公司天津制造基地，即定位于可穿戴设备与智能家居及其配件等高精密度领域。

目前，公司拥有近 60 条 SMT 生产线，其中天津生产基地 19 条。公司 SMT 生产线大多数为松下双轨高精密度的高速生产线。

（一）大客户小米陆续获得突破

2014 年 3 月，全资子公司天津卓达与小米科技旗下的江苏紫米电子签署了《委托生产加工框架协议》，采用 EMS 模式为紫米电子生产移动电源等相关产品，预计合作产品一年的销售额约 3.0 亿元~5.0 亿元。这是公司首次切入小米生态链，为未来更多领域的合作奠定了基础。紫米电子是一家致力于开发高端智能手机及智能手机周边设备、智能应用的高科技公司，现阶段产品主要包括小米移动电源、蓝牙音箱、蓝牙路由器等，其中小米移动电源已经成为全球销量第一的移动电源。

2014 年 9 月，天津卓达与安徽华米信息科技有限公司签署了《委托生产加工框架协议》，为其生产小米智能手环等相关电子产品。华米信息是小米旗下研发销售智能可穿戴产品及提供互联网服务的企业，其业务涵盖小米智能手环等智能可穿戴产品的研发和销售。天津卓达与华米信息合作，是公司继与紫米电子合作之后，在小米生态链的又一突破。

2014 年上半年，小米移动电源出货量尚处于爬坡期，紫米即成为公司的第四大客户。目前，公司为小米代工的移动电源和智能手环出货量保持稳定上升，供应比例均在 50% 左右。下半年，公司对小米出货新增智能手环，且随着移动电源和智能手环出货量的爬升，预计 2014 年全年小米有望进入公司前三大客户。

表 1：2014 年上半年公司前五名客户情况

	营业收入：万元	占公司总营收比例
华为	56,735	36.13%
Medion	20,601	13.12%
上海贝尔	13,059	8.32%
紫米	6,691	4.26%
中兴	6,249	3.98%
合计	103,335	65.81%

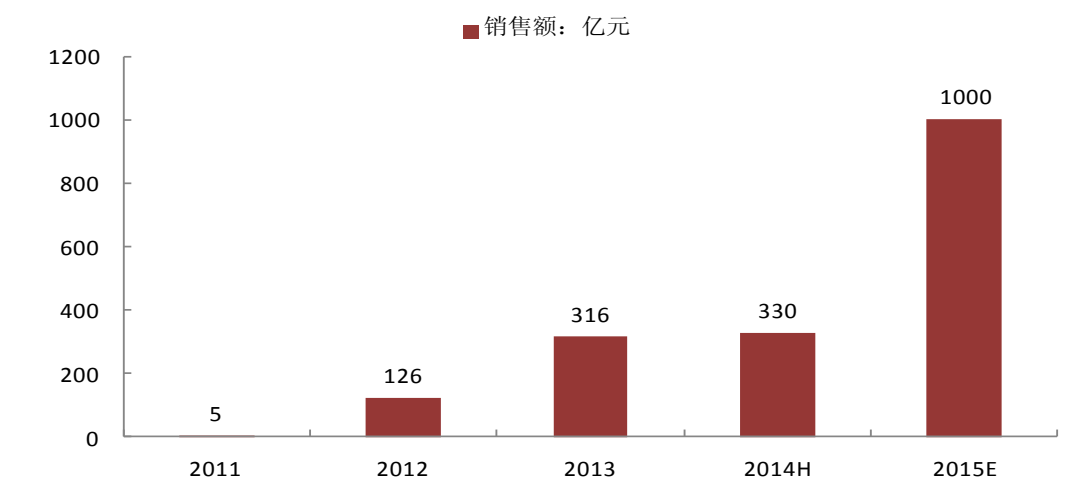
数据来源：公司公告，西南证券

小米科技旗下硬件产品除移动电源和智能手环外，还有智能手机、平板、电视、盒子、路由器、耳机、音箱、随着 WIFI 等产品。此外，2014 年 10 月，小米发布了智能家居四件套：小蚁智能摄像机、小米智能插座、Yeelight 智能灯以及小米智能遥控中心，开始布局智能家居产业。

从销售收入来看，小米科技自成立以来销售规模保持快速增长，2014 年上半年 330 亿元，已经超过了 2013 年全年的销售额。随着小米产品线的进一步扩大，以及优良的品牌效应，预计其 2015 年大概率超出原定 1000 亿元的销售目标。

公司已成为小米生态链中的一员，未来随着生产工艺的成熟，公司有望切入小米更多产品链，享受大客户高成长带来的福利。

图 3: 小米销售规模快速增长



数据来源: 公开资料, 西南证券

(二) 智能家居市场潜力更大

智能家居是以住宅为平台, 利用综合布线技术、网络通信技术、安全防范技术、自动控制技术、音视频技术将家居生活有关的设施集成, 构建高效的住宅设施与家庭日程事务的管理系统, 提升了家居生活的安全性、便利性、舒适性和艺术性, 并实现节能环保的居住环境。

2014 年, 谷歌以 32 亿美元的高价收购生产智能恒温器和烟雾报警系统的初创企业 Nest Labs, 苹果在全球开发者大会上发布了其智能家居管理应用平台 HomeKit, 随后, 三星、微软、索尼等相继通过并购或新品研发等进入智能家居市场。国内方面, 小米、百度、腾讯等互联网巨头亦纷纷开始布局智能家居市场。

根据市场研究公司 Juniper 发布的数据, 2013 年全球智能家居市场规模 330 亿美元, 同比增长 32%, 预计 2018 年全球智能家居市场规模将达到 710 亿美元。

智能家居方面, 公司自主研发的 WIFI 模组、蓝牙模块已经进入了主流电视、空调等家用电器产品的应用, 且根据不同的家居需求, 应用于图像、音乐、空气净化等多方面。

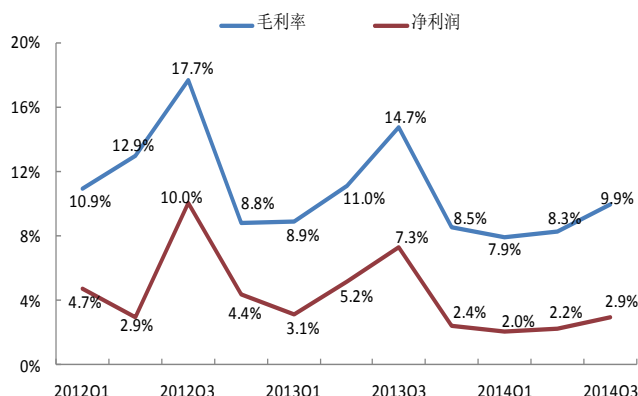
目前, 公司主要为三星电视和格力空调供应 WIFI 模组、蓝牙模块, 未来, 随着智能家居产品的进一步丰富, 公司有望切入更多产品应用领域。

三、盈利能力有望逐步改善

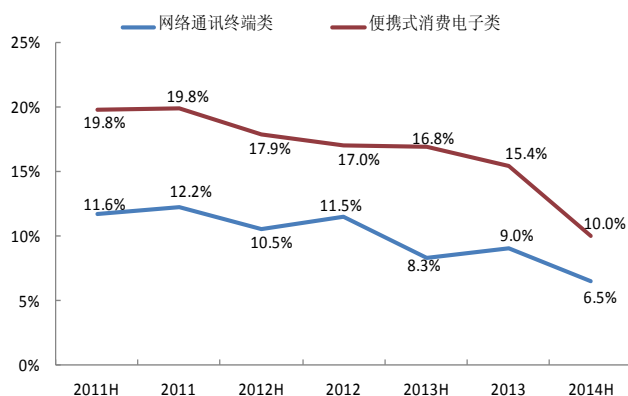
2014 年前三季度, 公司毛利率水平 8.7%, 净利率水平 2.4%, 相对 2013 年 10.7% 的毛利率和 4.4% 的净利率出现明显下滑, 主要原因是人工成本的上升和管理费用的增加。从 2014 年半年报来看, 网络通讯终端类毛利率较上年同期下降 1.8 个百分点至 6.5%, 消费电子类较上年同期下降 6.9 个百分点至 10.0%, 消费电子类毛利率下降的原因主要是市场价格变化导致。

从期间费用率来看,自 2012 年以来,公司期间费用率一直稳定在 5%~6% 区间内,其中管理费用率占比最大,基本稳定在 3%~4% 区间内,管理费用主要体现在研发支出。虽然公司营业收入规模持续扩大,但公司的费用水平也保持同步增长,导致规模效应没有体现。

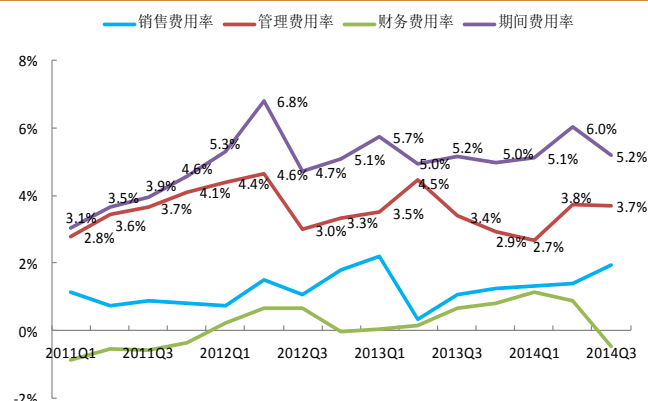
2014 年上半年,公司研发投入 4994 万元,同比增长 111%,研发投入占总营收的比重 3.2%。公司上市以来,一直比较重视研发投入,研发支出占总营收比一直保持在 3% 以上。

图 4: 单季度公司毛利率与净利率走势


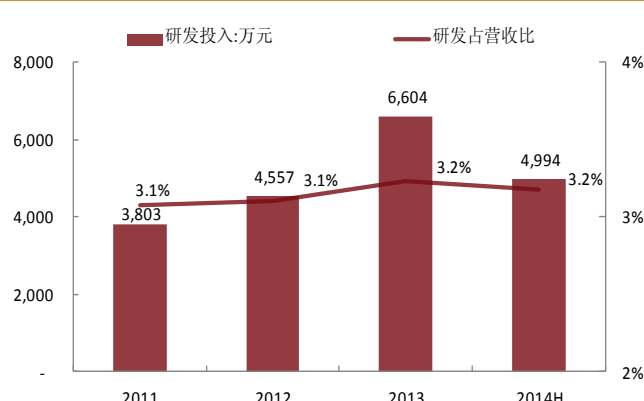
数据来源: Wind,西南证券

图 5: 分产品毛利率走势


数据来源: Wind,西南证券

图 6: 单季度公司期间费用率走势


数据来源: Wind,西南证券

图 7: 研发投入占营收比重


数据来源: Wind,西南证券

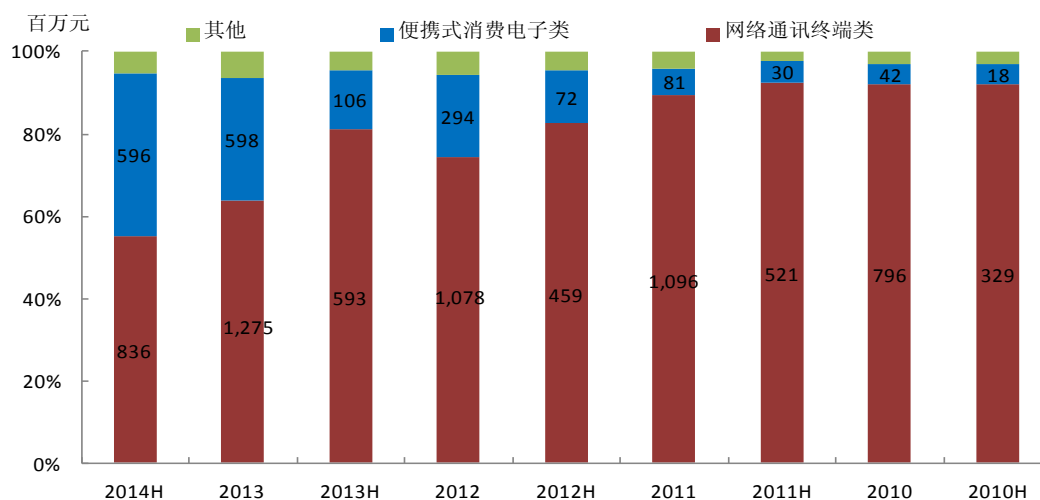
2014 年上半年,公司毛利率与净利率水平处于历史低位,后期有望逐步改善。2014 年第三季度,公司毛利率水平上升至 9.9%,净利率水平上升至 2.9%,盈利能力相对一、二季度已经明显改善。公司后续盈利能力改善主要基于以下几点:

1、相对高毛利率水平的消费电子类产品营收占比持续上升

公司自成立以来,业务结构就是以 ADSL 为主的网络通讯类产品为主,传统产品价格比较明朗,毛利率相对较低。2013 年下半年以来,随着公司自主研发的平板电脑、智能手机等产品的放量,公司来自消费电子类产品的收入占比快速上升,而消费电子类产品毛利率水平相对要高,将持续拉升公司整体毛利率水平。

此外，2014 年上半年小米移动电源出货量尚处于爬坡过程中，随着小米移动电源、智能手环，以及 WIFI 模组、蓝牙模块等智能家居产品的逐步放量，将带动公司毛利率水平的进一步提升。

图 8：消费电子类产品营收占比持续上升



数据来源: Wind, 西南证券

2、生产线自动化水平的提升

SMT 设备是电子制造业的核心设备，其数量与先进程度代表了一家电子制造企业的制造能力。SMT 设备用于电子制造生产线的前段，自动化水平较高，而只有同样提升生产线后段的自动化水平，才能提升整条生产线的生产效率。

公司拥有一个 60~70 人的团队，专门负责生产线的自动化改造。公司自主研发的自动螺丝机、自动检测机、压合机、贴膜机等自动化设备已用于深圳、天津两大生产基地的智能手机、平板电脑、移动电源、智能手环的生产制造，大幅节约了人力成本，进一步提高了生产效率和产品的精密制造水平。

3、优化管理，加强费用控制

进一步完善绩效考核与激励机制，实现业绩与绩效挂钩；并加强对费用的管控力度。

四、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 34.9 亿元、50.8 亿元和 71.1 亿元，归属于母公司的净利润分别为 0.99 亿元、2.19 亿元和 4.15 亿元，EPS 分别为 0.20 元、0.45 元和 0.84 元，对应的 PE 分别为 52X、23X 和 12X。鉴于公司长期专注于网络通讯类和消费电子类的电子制造服务，积累了丰富的电子产品制造经验，同时公司积极布局可穿戴设备与智能家居等新兴领域，在小米生态链陆续获得突破，后期成长空间大，我们首次给予公司“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2043.62	3490.00	5081.60	7114.24	净利润	89.58	98.62	219.13	415.05
营业成本	1824.49	3177.30	4548.03	6260.53	折旧与摊销	77.50	131.28	159.74	182.44
营业税金及附加	5.09	8.69	12.66	17.72	财务费用	10.50	30.65	43.00	46.78
销售费用	23.88	53.05	68.60	88.93	资产减值损失	4.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	70.68	110.28	156.51	216.98	经营营运资本变动	-185.91	-24.52	-135.92	-172.33
财务费用	10.50	30.65	43.00	46.78	其他	41.52	9.36	11.67	16.08
资产减值损失	4.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	38.17	245.39	297.62	488.02
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-402.94	-316.95	-407.00	-288.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	13.78	5.10	4.25	4.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-389.16	-311.85	-402.75	-283.75
营业利润	104.00	110.03	252.80	483.30	短期借款	360.79	590.00	-200.00	-100.00
其他非经营损益	4.62	6.00	5.00	5.00	长期借款	8.00	-8.00	100.00	200.00
利润总额	108.62	116.03	257.80	488.30	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	19.05	17.40	38.67	73.24	支付股利	-36.00	-52.06	-115.66	-219.08
净利润	89.58	98.62	219.13	415.05	其他	-186.52	-30.65	-43.00	-46.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	146.27	499.29	-258.66	-165.86
归属母公司股东净利润	89.58	98.62	219.13	415.05	现金流量净额	-204.71	432.83	-363.79	38.41
资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	305.21	738.04	374.25	412.66	成长能力				
应收和预付款项	402.46	523.00	612.00	738.00	销售收入增长率	39.04%	70.78%	45.60%	40.00%
存货	310.79	450.00	520.00	612.00	营业利润增长率	13.41%	5.80%	129.76%	91.18%
其他流动资产	104.25	104.25	104.25	104.25	净利润增长率	5.46%	10.10%	122.19%	89.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	29.46%	44.51%	65.69%	55.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	997.38	1149.68	1357.18	1389.69	毛利率	10.72%	8.96%	10.50%	12.00%
无形资产和开发支出	31.93	80.66	137.72	212.78	三费率	5.14%	5.56%	5.28%	4.96%
其他非流动资产	123.26	108.95	94.65	94.65	净利率	4.38%	2.83%	4.31%	5.83%
资产总计	2275.28	3154.58	3200.05	3564.02	ROE	6.56%	6.98%	14.45%	24.24%
短期借款	465.51	1055.51	855.51	755.51	ROA	5.05%	4.65%	9.40%	15.01%
应付和预收款项	398.88	648.57	687.57	753.57	ROIC	8.59%	7.69%	14.25%	20.98%
长期借款	8.00	0.00	100.00	300.00	EBITDA/销售收入	9.41%	7.96%	9.06%	10.09%
其他负债	36.95	38.00	41.00	43.00	营运能力				
负债合计	909.35	1742.09	1684.09	1852.09	总资产周转率	0.90	1.11	1.59	2.00
股本	240.00	240.00	240.00	240.00	固定资产周转率	2.72	3.96	5.05	6.03
资本公积	872.17	872.17	872.17	872.17	应收账款周转率	5.26	7.72	9.59	11.10
留存收益	253.76	300.32	403.79	599.76	存货周转率	5.87	7.06	8.75	10.23
归属母公司股东权益	1365.93	1412.50	1515.96	1711.93	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.78	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1365.93	1412.50	1515.96	1711.93	资产负债率	39.97%	55.22%	52.63%	51.97%
负债和股东权益合计	2275.28	3154.58	3200.05	3564.02	带息债务/总负债	52.07%	60.59%	56.74%	56.99%
					流动比率	1.27	1.05	1.03	1.22
					速动比率	0.80	0.73	0.63	0.75
					股利支付率	40.19%	52.78%	52.78%	52.78%
					每股指标				
					每股收益	0.18	0.20	0.45	0.84
					每股净资产	2.78	2.87	3.08	3.48
					每股经营现金	0.08	0.50	0.60	0.99
					每股股利	0.07	0.11	0.24	0.45
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E					
EBITDA	192.34	277.96	460.54	717.51					
PE	57.34	52.08	23.44	12.38					
PB	3.76	3.64	3.39	3.00					
PS	2.51	1.47	1.01	0.72					
EV/EBITDA	14.01	10.28	6.81	4.49					
股息率	0.70%	1.01%	2.25%	4.27%					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn