

精伦电子 (600355)

强烈推荐

行业：通信设备

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：余伟民

S0960115090015

0755-82026565

yuweimin@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 11.20

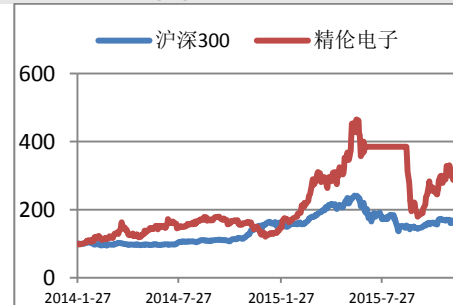
当前股价： 8.02

评级调整： 首次

基本资料(2015 年 12 月 18 日)

总股本(百万股)	492
流通股本(百万股)	492
总市值(亿元)	39.47
流通市值(亿元)	39.47
成交量(百万股)	25.91
成交额(百万元)	211

相对股价表现(%)



相关报告

智能制造+身份核验+平台整合，业绩反转加速

精伦电子是一家以各类电子智能终端的研发，设计和生产为主的上市公司。目前，公司转型方向确定，三大主营业务缝机电控，身份核验和别致科技业务发展空间较大，相互之间整合效果明显。随着工业 4.0 和国家信息化需求的快速提升，我们看好精伦电子的长期发展，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

投资要点：

✧ **员工持股短期费用上升，注入长期发展活力。**15 年二季度，通过大股东免费赠与+现金购买的方式推行精伦电子员工持股 3.41%，同时子公司鲍麦克斯的员工持股计划也在推进中。该方案产生 6240 万的费用，导致公司 15 年呈亏损状态。但实际公司业绩已有所好转，员工持股也将促进公司的长远发展。

✧ **缝机电控实力突出，打开成长空间。**14 年子公司鲍麦克斯在全行业评比中被评为第一品牌，技术实力和影响力突出。目前我国缝机电控中高端领域渗透率较低，提升空间较大。鲍麦克斯着力打造缝制行业智能制造平台，随着高利润率产品的市场拓展加速和工业 4.0 需求提升，发展空间巨大。

✧ **身份核验需求提升，迎来快速发展。**公司是公安部最早选定的十家二代身份证阅读机具生产企业之一，技术实力突出。受电信实名制影响，15 年前三季度该业务比 14 年全年翻一番。实名制有望快速拓展到其他领域，预计会迎来业务快速发展。

✧ **平台整合前景广阔，看好长期潜力。**别致云平台和缝机电控及身份核验设备联系紧密，在产品的智能化及人性化效果方面提升作用明显。同时广告物联网前景广阔，三大平台相互融合有望进一步提升产品价值，发展潜力突出。

✧ **首次覆盖给予“强烈推荐”评级。**我们看好缝机智能制造和身份核验业务的长期发展，公司三大平台融合也将进一步打开成长空间。预计 15-17 年 EPS 为 0.07 元，0.14 元和 0.26 元，对应 15-17 年的 P/E 为 116.17x, 57.49x, 31.14x。中短期来看，缝机电控和身份核验业务有望迎来快速发展；长期来看，公司三大平台融合性较好，具有较大潜力。给予公司 16 年 80 倍 PE，目标价 11.20，强烈推荐。

✧ **风险提示：**缝机业务不及预期；身份核验竞争超预期；平台整合不及预期

主要财务指标

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	383	459	663	922
收入同比(%)	22%	20%	44%	39%
归属母公司净利润	6	-34	69	127
净利润同比(%)	-89%	-662%	102%	85%
毛利率(%)	26.6%	29.4%	33.0%	35.8%
ROE(%)	1.5%	-8.9%	15.2%	21.9%
每股收益(元)	0.01	-0.07	0.14	0.26
P/E	652.69	-116.17	57.49	31.14
P/B	9.47	10.31	8.75	6.83
EV/EBITDA	416	-130	49	27

资料来源：中国中投证券研究总部

目录

一、	精伦电子：转型中逐渐确立发展方向	4
二、	员工持股短期费用上升，提升长期发展动力	7
1.	着力推行员工持股，费用上升致 15 年大幅亏损	7
2.	细分领域逐步推进，业绩稳步向好	7
三、	缝机电控品牌突出，智能制造打开成长空间	9
1.	缝机行业整体发展平稳，渗透率和高端市场仍有较大空间	9
2.	鲍麦克斯技术实力突出，中高端产品前景广阔	11
四、	构建身份核验大生态，平台化布局着眼未来	13
1.	实名制逐步铺开，行业需求提升明显	13
2.	横向领域积极拓展，打造身份核验生态系统	14
3.	公司布局长远，平台融合潜力较大	16
五、	盈利预测及公司估值	16
1.	员工持股+智能制造+身份核验，营收将快速增长	16
2.	公司估值	17
六、	风险提示	18

图目录

图 1 公司股权结构	4
图 2 公司营收情况	5
图 3 公司利润情况	5
图 4 公司盈利能力情况	6
图 5 公司营收构成	6
图 6 公司当前产品布局情况	6
图 7 精伦电子和鲍麦克斯推进员工持股计划	7
图 8 公司单季营收情况	8
图 9 公司单季利润情况	8
图 10 公司单季度利润率情况	8
图 11 公司分产品毛利率情况	8
图 12 分产品营业收入情况	9
图 13 2010 年全球缝机产值比例	10
图 14 2013 年国内缝机市场情况	10
图 15 国内缝制机械制造营收稳定	10
图 16 缝制机械出口稳中有增	10
图 17 缝制机电行业发展情况	11
图 18 鲍麦克斯发展分析	13
图 19 公司产品分析	13
图 20 智能卡营收稳定增长	15
图 21 我国软件和信息服务业收入	15
图 22 身份核验生态逐步完善	15
图 23 精伦电子发展布局分析	16

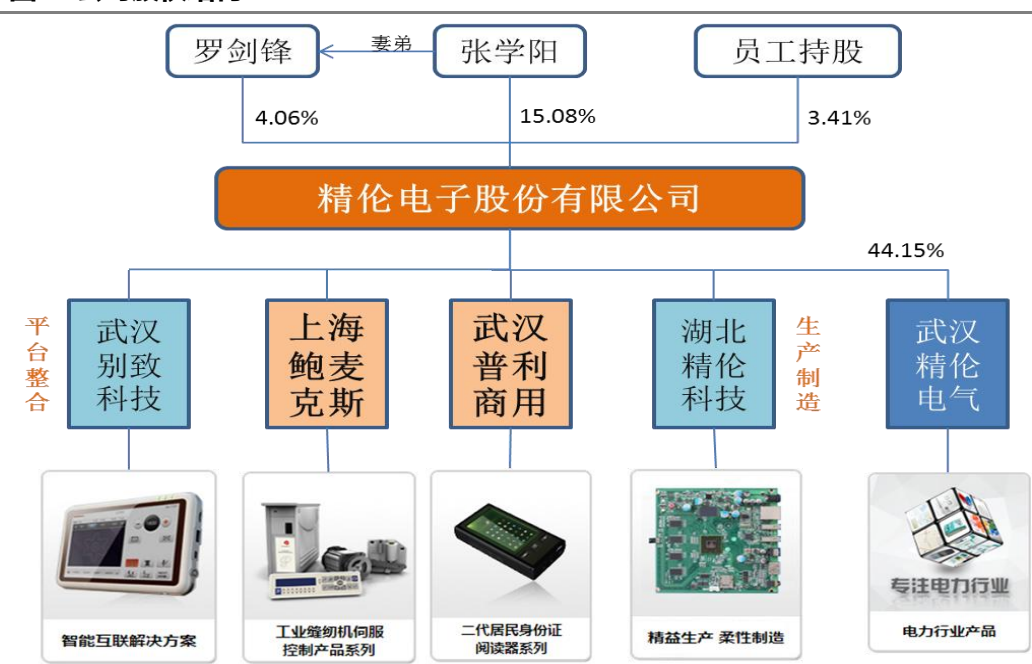
表目录

表 1 精伦电子历史沿革	5
表 2 鲍麦克斯历史沿革	11
表 3 大豪科技和鲍麦克斯比较	12
表 4 身份核验业务快速增长	14
表 5 精伦电子同行业公司比较	17
表 6 营收情况预计	17
表 7 2015 年前三季度业绩及估值比较	18

一、精伦电子：转型中逐渐确立发展方向

精伦电子股份有限公司，位于湖北武汉光谷高新技术开发区，公司成立于 1994 年，并于 2002 年上市。目前公司的实际控制人为董事长张学阳，控股比例 15.08%，同时关联方罗剑锋控股 4.06%，员工持股 3.41%。目前公司已逐步成为以精伦科技底层生产制造，上海鲍麦克斯和武汉普利商用专注细分领域，武汉别致科技着力产品智能化整合，专注于行业产品和高端电子消费品的一流企业。另外，公司还拥有武汉精伦电气 44.15% 的股权，精伦电气专注于电力信息化领域，具有一定市场竞争力，但未并表于母公司。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

上市初始公司以公用电话计费管理相关产品为主，在发展过程中，公司积累了深厚的科研实力和丰富的客户资源，并于 2002 年被人事部批准为“博士后科研工作站”。公用电话计费方面公司技术实力突出，业绩也不断提升，市占率一度接近 65%。但随着通信行业的发展和移动电话的兴起，自 07 年开始该项产品业务逐步下滑。

自 06 年开始，公司依托原有的技术实力和产业资源，不断调整发展方向，先后进入并退出金融税控，视频监控，车载导航等多个领域。在转型期间，公司注重于研发的投入，科研实力稳步提升。其中，02 年公司与留美博士成立的鲍麦克斯表现突出，同时依托母公司精伦电子（最早入围“二代身份证阅读机具生产资质”的十家企业之一）的普利商用业绩稳健，目前鲍麦克斯和普利商用都处于行业前列的地位。

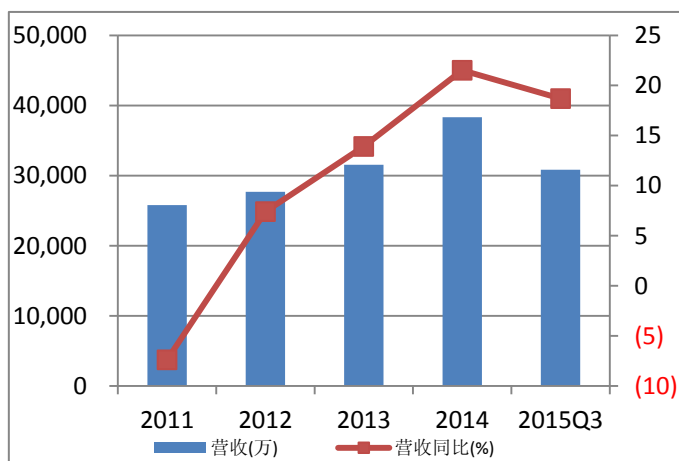
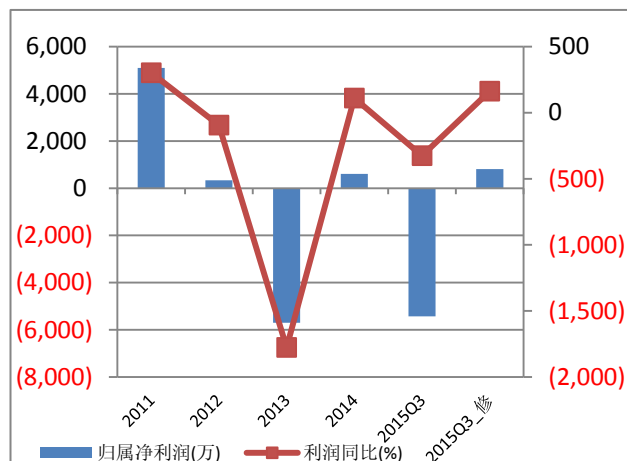
近年来，公司逐步确立了三大发展方向。专业化产品发展方面，以缝制电控智能制造和身份核验生态系统为主，二者稳居行业前列，业绩具有较大弹性。另外，别致科技以打造人性化的智能终端为主，和上述两个领域结合紧密，平台化效果突出，子产品互动媒体产品应用前景广阔。

表 1 精伦电子历史沿革

时间	事件
1994 年	张学阳等创立了武汉精伦电子股份有限公司，主营业务为电话计费管理系统等
2002 年	公司 A 股上市，当年营收 3.6 亿，净利润约 8300 万
2004 年	公司成为公安部确立的十家“二代身份证阅读机具生产资质”企业之一
2005 年	公司确立了金融税控产品（08 年退出），视频监控产品，电子通信产品，智能商用终端产品等四大方向；
2006 年	商用终端产品，智能终端产品，视频监控产品(09 年退出)，电力终端产品等全面进入实质性销售阶段
2006 年	原海归人员退出，鲍麦克斯成为精伦电子全资子公司，缝机控制类产品开始贡献业绩
2007 年	公司进军消费电子产品领域，并自主开发了车载导航电脑 P 系列（11 年退出）；原电话业务开始下滑
2009 年	确立了缝机电控，电子通信，三网融合，网络系统四大主营业务，但受市场竞争影响，净利润下滑严重
2010 年	确立了四大主营业务：网络媒体产品解决方案，身份证阅读机具，缝机电控，三网融合解决方案
2012 年	继续延续之前的四大主营业务解决方案
2015 年	进一步确立了以 缝制设备电控，身份核验，以及智能人机交互解决方案 为主的三大发展方向

资料来源：相关公告、中国中投证券研究总部

15 年之前，由于公司处于转型期，虽然收入连年稳步增长，但科研及相关费用投入较大，基本处于亏损和营收平衡阶段。**2014 年公司实现营业收入 3.83 亿，增长 21.51%，归属于上市公司股东的净利润仅为 608 万，增长 110%。**15 年以来，公司收入逐步提升，**前三季度营收 3.08 亿，增长 18.69%；以修正结果计算，归属母公司净利润 809 万，同比增长 163%。**【15 年二季度由于员工持股计划产生股份支付费用 6240.3 万，净利润大幅下降】

图 2 公司营收情况

图 3 公司利润情况


资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

近年来受公司转型的影响，业务方向不断调整，公司的毛利率仅维持在 28%左右。受研发投入加大和广告宣传影响，三费 13 年达到高点，为 45.63%。14 年下降至 25%的水平，若将 15 年二季度因员工持股导致的股份支付费用除外，15 年前三季度三费合计为 25.6%，基本和 14 年持平。预计未来几年，随着产品结构的调整和公司战略的逐步清晰，公司的利润率水平将得到进一步的改善。

图 4 公司盈利能力情况

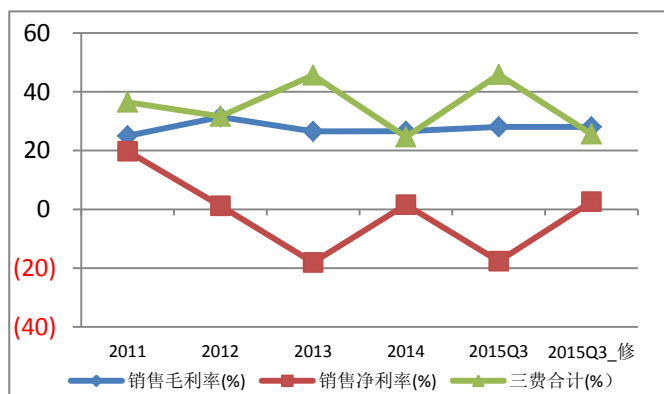
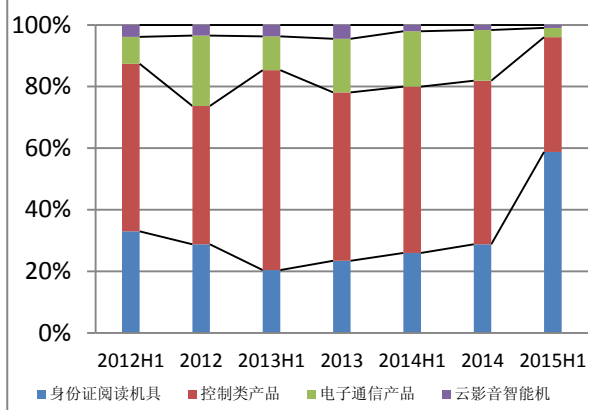


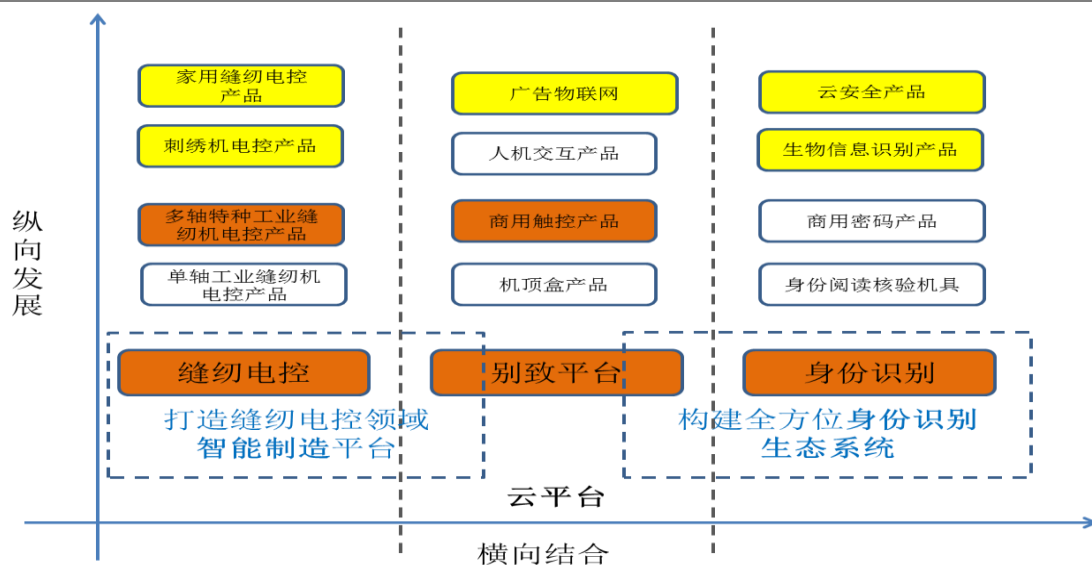
图 5 公司营收构成



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

收入组成方面，自 12 年开始缝机控制类产品占据了 50%以上的份额，身份证核验类产品保持 25%左右的份额，电子通信类产品占据了 15%左右的份额，而云影音产品占的份额一直低于 5%。15 年以来，公司的战略进一步确立，缝机控制类产品向中高端产品转型，代理产品停止销售导致营收略有下滑。而受益于市场身份阅读机具需求的大幅提升，身份核验产品营收成倍增长，占比突破 50%，同时电子通信类产品有所下滑。

图 6 公司当前产品布局情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

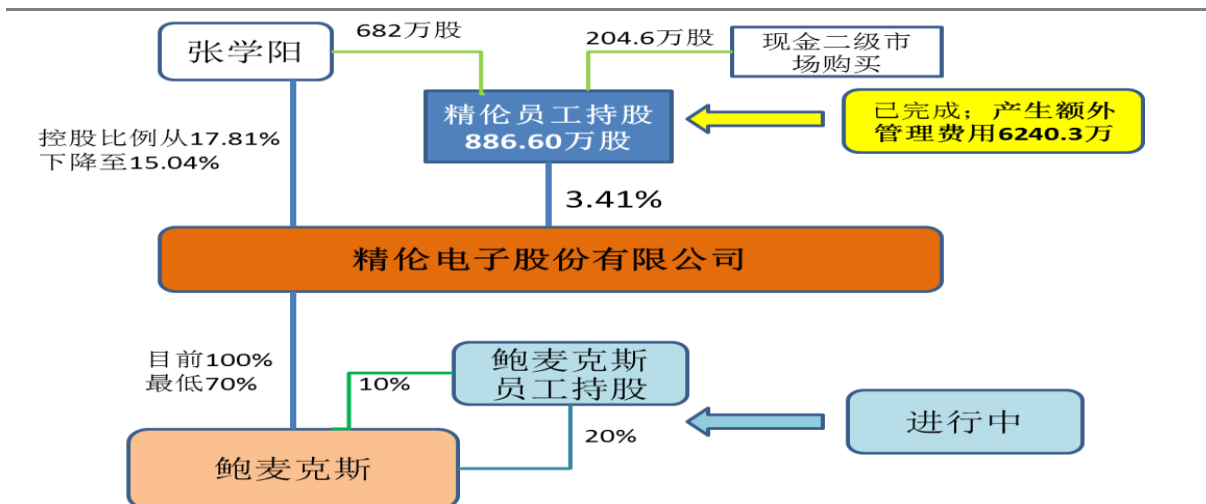
多年来，精伦电子着力于嵌入式电子设备的研发和销售，目前在缝机电控和身份核验两大子领域已成长为业内前三的企业。未来公司将继续深耕于此，缝机电控领域着力开发高利率的差异化产品，如特种工业缝纫机，刺绣，家用等电控产品；身份核验领域逐步开发生物识别及差异化身份核验产品。同时，别致平台以人性化的客户使用产品为主，在广告互联网方面具有较好发展前景，并可以与缝机电控和身份核验产品相配合，具有较好的协同效应。三大领域的长期布局 and 平台整合也将进一步的改善公司的利率水平，并快速提升公司的整体业绩。

二、 员工持股短期费用上升，提升长期发展动力

1. 着力推行员工持股，费用上升致 15 年大幅亏损

2015 年 1 月 28 日，精伦电子第五届董事会第十三次会议通过了关于精伦电子员工持股和鲍麦克斯第二期股权期权激励计划的议案。精伦电子方面，本次员工持股计划的上限规模为 886.60 万股，其中大股东张学阳无偿赠与部分为 682 万股，二级市场购买部分不超过 204.6 万股，该部分来源于员工的合法薪酬和自筹资金。目前该持股计划已经完成，员工持股比例达到了 3.41%，该股权部分将由员工持股计划管理委员会统一管理，锁定期为 1 年，存续期为 5 年。而由于员工持股计划中包含**大股东无偿赠与的 682 万股，将产生 6240.3 万的股份支付费用，该费用计入管理费用**。因此，也导致了本年度公司管理费用大幅上升，截止 3 季度，公司归属净利润为-5431 万元。

图 7 精伦电子和鲍麦克斯推进员工持股计划



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

鲍麦克斯近年来业绩稳定增长，继 11 年推出第一期股权期权激励计划以来（10%），此次会议通过了第二期计划。以鲍麦克斯 7692.30 万元的注册资本为基数，精伦电子将有偿出让所持股份给鲍麦克斯管理层和骨干人员。每一股权授予价格为鲍麦克斯 14 年底的每股净资产值，但合计激励计划股权不超过鲍麦克斯总注册资本的 30%。

精伦电子和鲍麦克斯的员工持股计划有利于充分调动公司员工的积极性，将公司的股东利益，公司利益和员工利益紧密的结合在一起，从而建立起健全而有效的长期激励约束机制。我们认为，员工持股方面公司走在行业前列，此举将有效的提高员工的生产工作积极性，共享公司业绩成果，并促进公司的长期发展。

2. 细分领域逐步推进，业绩稳步向好

单季度来看，自 13 年开始公司营收稳步增长，基本维持在 15%以上的增速。受益于身份核验产品的业绩提升，15 年第三季度以来收入进一步提速，相对 14 年同期增长 72%。

图 8 公司单季营收情况

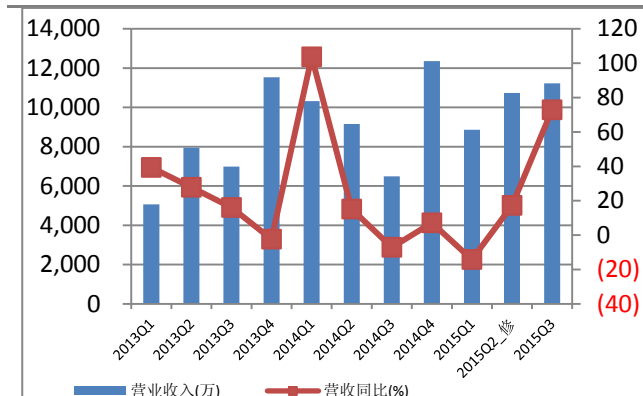
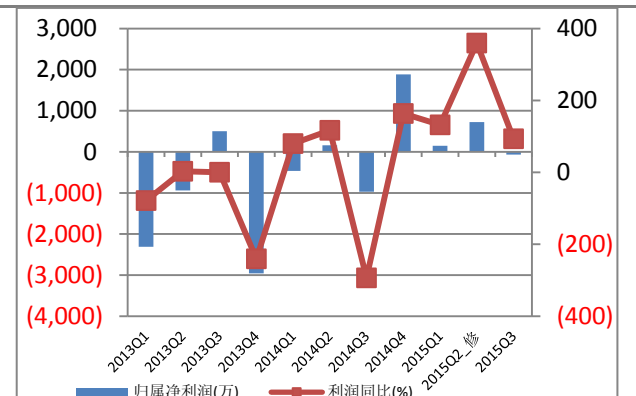


图 9 公司单季利润情况



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

从单季度利润来看，随着收入的稳步上升，单季度利润也稳步提升，由 14 年之前的连季度亏损逐步过渡到收支平衡和略有盈余的阶段，业绩往积极向好的阶段转变。由以前的数据我们可以看出，13 年 4 季度的大幅亏损主要是毛利率的大幅下滑造成的，同时管理费用和销售费用的大幅增长也带来了负面的影响（4 季度公司采用了低价策略，加大了缝制机电设备的推广，并迅速占据了市场）。而 14 年 3 季度的亏损主要是由较低的销售收入引起的，与 13 年 1 季度类似。

从利润率来看，13 年 Q1,13 年 Q4,14 年 Q3 三个季度的具有较低的净利率，除 13 年 Q4 是因为销售策略带来的影响外，13 年 Q1 和 14 年 Q3 公司的单季度营业收入均在 6500 万元以下。因此，我们认为，单季度影响公司利润水平的关键因素是营业收入的数额以及公司的相关策略。随着公司产品收入的不断提升和销售策略的稳固，公司产品的利润水平将得到明显改善。

图 10 公司单季度利润率情况

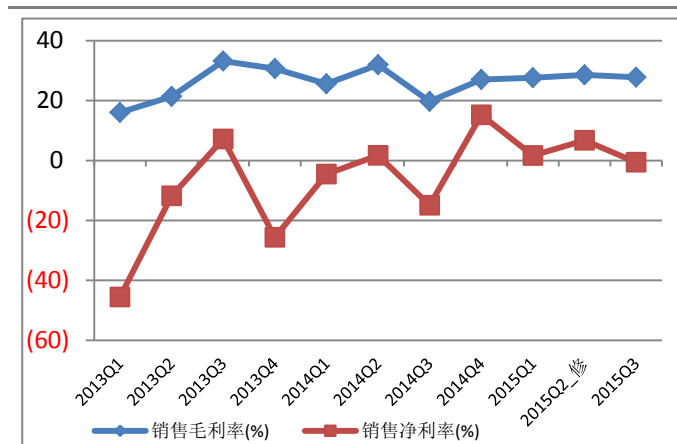
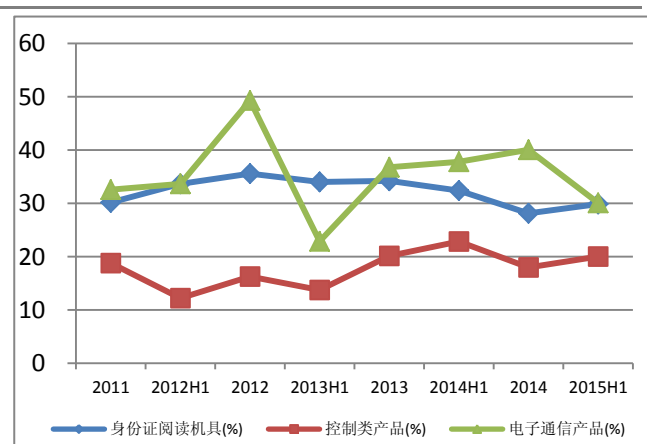


图 11 公司分产品毛利率情况

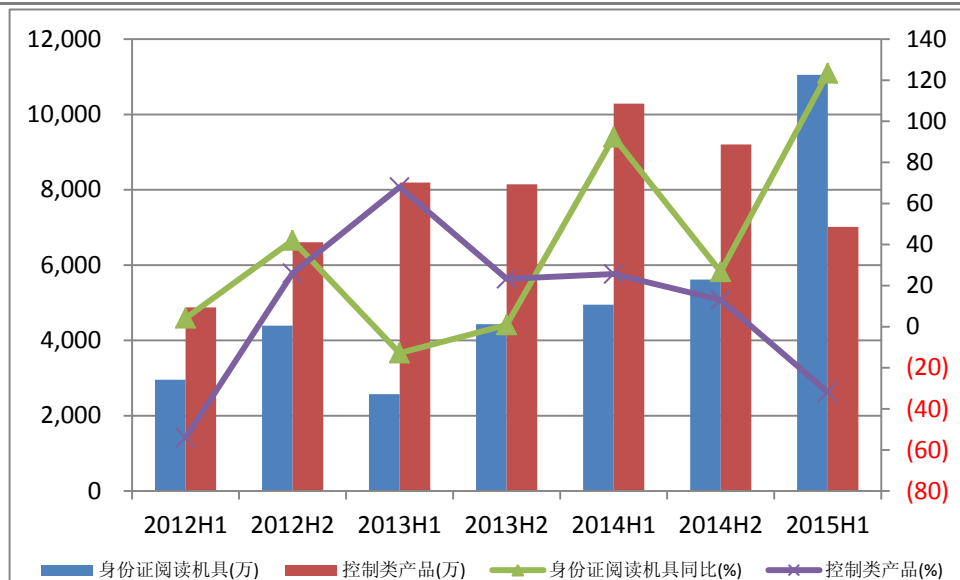


资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

从不同产品的利润率来看，身份核验产品和电子通信产品方面具有较高的利润率，基本在 30%以上。而缝机电控类产品的毛利率相对较低，仅为 20%左右。而这也与公司的缝机电控产品主要集中于低毛利率的普通工业缝制机具，同时 13 年末公司采取低价策略提高市场份额密切相关。目前公司缝机电控品牌度已位居行业第一，并逐步向高端产品渗透，预计未来利润率将得到进一步的提升。

公司收入的大部分来源于身份核验产品和控制类产品的收入，受益于实名制正向其他领域的不断渗透的政策影响，业绩提升明显。15 年之前代理的电机产品停止销售，导致营业收入有所下滑，但利润率逐步提升。但智能制造领域自动化趋势显著，预计这两方面的业务发展也将进一步的促进公司收入提升，带来公司业绩的反转。

图 12 分产品营业收入情况



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

整体来说，从营业收入和利润水平来看，公司已逐步走出了低谷，同时在转型的两个重点方向，缝制智能制造和身份核验领域也取得了良好的业绩。虽然 15 年 2 季度的员工持股计划带来了大笔的股份支付费用，但并未给公司经营带来明显影响，同时这也有利于提升公司员工的工作热情，提升工作效率。

我们认为，目前公司发展方向确定，智能制造和身份核验生态两大领域前景广阔，员工持股也将为公司发展注入长期发展动力，公司业绩有望迎来快速发展。

三、 缝机电控品牌突出，智能制造打开成长空间

1. 缝机行业整体发展平稳，渗透率和高端市场仍有较大空间

缝制机械行业是以生产缝制机械等设备为主的专业设备制造业，其下游面对的是服装，箱包，家具，家纺装饰等行业。随着行业应用的不断加深和技术的进步，缝制机械逐步向多功能，智能化方向发展，这也使得**传统的服装行业由之前的手工制作向机械自动化方向发展，并提高了对应的加工制造行业的生产效率。**而缝机电控设备就是缝制机械自动化控制的关键，它通过对缝制机械的智能控制可以起到精细控制产品质量，加快生产速度的目的。

缝机电控设备的发展和缝机生产设备紧密相关。随着我国工业的发展，世界缝制设备的主要生产基地也逐步转移到我国。截止 2010 年，我国的缝制机械产量占全球的 80%，但产值仅约为 60%。日本，德国等技术实力突出，主要以高附加值的高端缝制机械为主，

请务必阅读正文之后的免责条款部分

所以在产值方面仍占据了一定比例，另外台湾也具有一定的市场份额。

图 13 2010 年全球缝机产值比例

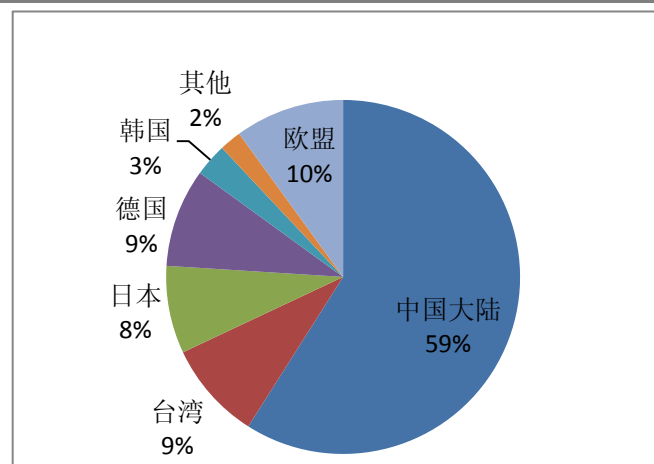
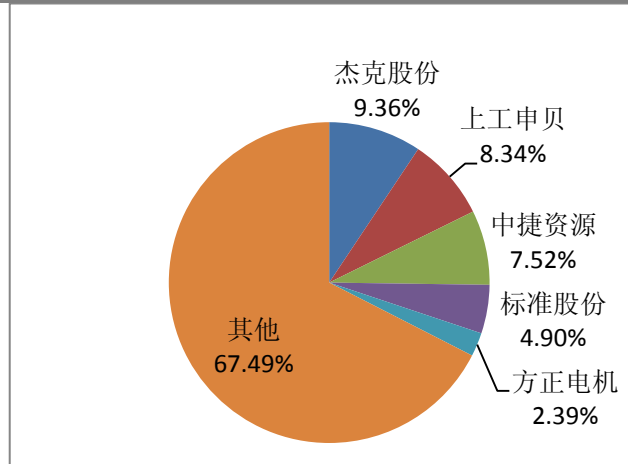


图 14 2013 年国内缝机市场情况



资料来源：Wind，公司公告，中国中投证券研究总部

国内方面，由于缝制机械相对而言门类较多，同时技术门槛较高，所以整体而言市场较为分散。杰克股份，上工申贝，中捷资源等几家大型的缝制机械企业市场份额比较突出，但也仅占据了约 30% 的市场份额，其他的以小型厂商为主。另外，目前我国的缝制机械企业也积极进行国外并购，提升技术实力和市场份额，上工申贝先后并购了德国 DA 和百福两家老牌缝制企业。

近年来，我国缝制机械需求整体保持稳定的趋势，每年的营业收入维持在 400 亿人民币的水平。同时在出口方面，缝制机械稳中有增，近年来平均增速为 10% 左右。我们预计，未来几年我国的缝制机械行业也将保持稳定中有所增长的整体态势。

图 15 国内缝制机械制造营收稳定

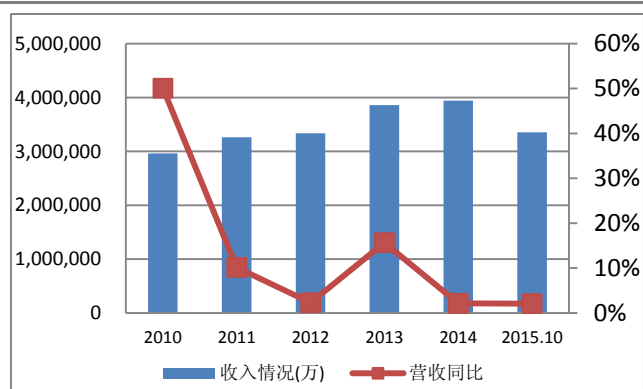
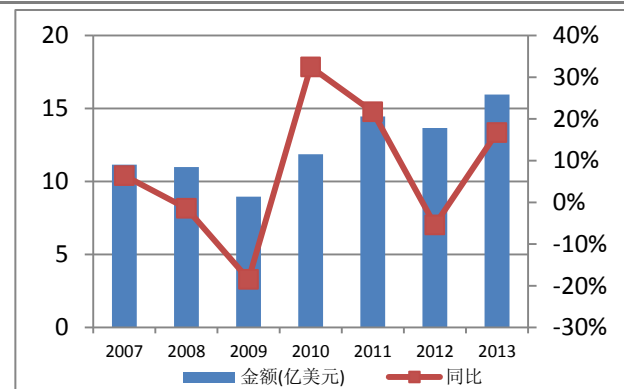


图 16 缝制机械出口稳中有增

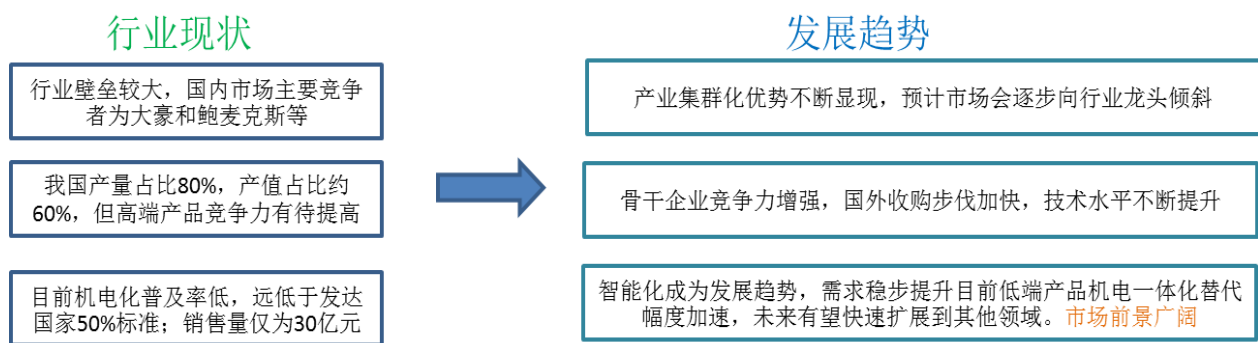


资料来源：Wind，上市公司公告，中国中投证券研究总部

具体到缝制机械的电控领域，目前我国生产的缝制机械产品的机电控制一体化产品的比例尚不到 30%，而随着机电一体化产品的优势不断明显，预计到 17 年渗透率将逐步达到 50%。缝制机械领域专一，相对而言具有较高的行业门槛，缝制机电产品的行业壁垒更是如此。不仅需要对缝制机械十分的了解，同时相关控制技术，电子技术的要求也相对较高，因此具有较强的市场壁垒。目前国内主要仅有大豪科技和鲍麦克斯等有限

的几家公司具有较强的竞争实力。

图 17 缝制机电行业发展情况



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

受国家政策的大力扶持和工业 4.0 战略的不断推进，我们预计缝制机械方面我国骨干企业的竞争力将不断提升，并逐步向高端缝制方面渗透。而在电控领域，智能化的趋势已逐步显现，目前主要以低端产品为主，未来有望快速渗透到其他中高端领域，具有广阔的市场前景。

同时，缝机电控行业相对而言技术壁垒和门槛较高，我们认为产业集群化的优势会不断显现，预计市场会逐步向行业龙头倾斜。尤其是在缝制机械企业相对集中的长三角地区，具有一定的区域优势。

2. 鲍麦克斯技术实力突出，中高端产品前景广阔

鲍麦克斯以生产缝制机械的电控系统为主，与缝制机械的使用密切相关。公司创立于 2002 年，由五位留美博士与精伦电子共同组建，专业技术实力突出，成立后不久便推出了第一代产品。

表 2 鲍麦克斯历史沿革

时间	事件
2002 年 10 月	五位留美博士和精伦电子共同组建鲍麦克斯，注册资金 7000 多万元
2003 年 10 月	正式推出第一代产品汉迪 I AH40 《数控交流伺服系统》
2006 年 9 月	原海归人员退出，鲍麦克斯成为精伦电子全资子公司，
2009 年 9 月	鲍麦克斯被认定为 08 年第一批上海市高新技术企业
2010 年 1 月	鲍麦克斯产品月销售量突破 3 万台，月销售额达 2500 万元
2011 年 1 月	参与研制国家科技支撑重点项目“高效节能缝制设备伺服控制系统”
2012 年 6 月	公司当选 2011 年度缝制机械行业“电子电控”领域排头兵企业
2014 年 10 月	公司获得赛尔传媒评选的“用户优选五大机电电控知名品牌”榜首
2015 年 5 月	获得“上海轻工卓越品牌”荣誉称号，并获得中国轻工业联合会科技进步奖三等奖
2015 年 10 月	国内首创家用缝绣一体机数控系统样机运行调试
2015 年 12 月	公司“空间矢量脉宽调制的电机控制”获得 15 年缝制机械行业优秀专利奖一等奖

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2006 年，原海归人员退出并将技术转移，鲍麦克斯成为精伦电子的全资子公司。缝纫电控领域，鲍麦克斯一直走在行业前列，并参与了多项国家高科技相关项目。**14 年公司获得了赛尔传媒所评选的“用户优选五大电机电控知名品牌”榜首，具有较高的品牌知名度和市场影响力。**

目前我国电控设备预计整体市场需求在 30 亿元左右，其中工业缝纫机占比接近一半，刺绣机电控设备约为 8 亿元左右。鲍麦克斯的产品集中在工业缝纫机领域，公司同时在单轴和多轴领域都具有较高的技术水平，发展空间较大。在单轴控制领域，公司基本处于行业龙头地位，此部分产品价格较为便宜，利率水平较低，但**公司据此积累了丰富的技术储备和客户资源。**

表 3 大豪科技和鲍麦克斯比较

	大豪科技	鲍麦克斯	分析
普通缝机	无，可能往低端渗透	占据了主要市场份额	价格约 500 元，毛利率约 20%，发展空间不大
特种缝机	行业前 2，市场拓展阶段	行业前 2，市场拓展阶段	价格约 5000 元，毛利率约 40%，市场空间巨大
刺绣机产品	占据 80%市场份额	与缝机产品具有较大相关性，目前公司刺绣产品处于研发及引进中	价格约 12000 元，毛利率约 60%，市场空间较大。大豪科技客户集中度低，鲍麦克斯有较大机会
其他产品	针织横机电控，收入较少	家用缝绣产品，处于推广阶段	无竞争关系，但均具有一定市场空间
产业比较	产研基地位于北京	研发位于上海，生产位于湖北	鲍麦克斯成本上具有一定优势，长三角地区的纺织缝纫企业更多
技术比较	多轴为主，往单轴拓展	单、多轴经验丰富，刺绣相对缺乏	各有优势，但 鲍麦克斯高端产品空间更大
其他方面	刚上市，北京基地建设	母公司云平台，大数据有协同作用	大豪优势在于刚上市，鲍麦克斯在于产品协同
长期规划	软件平台，线下门店布局	一体化智能制造平台方案，大数据	大豪着力刺绣客户拓展，鲍麦克斯以智能制造为主

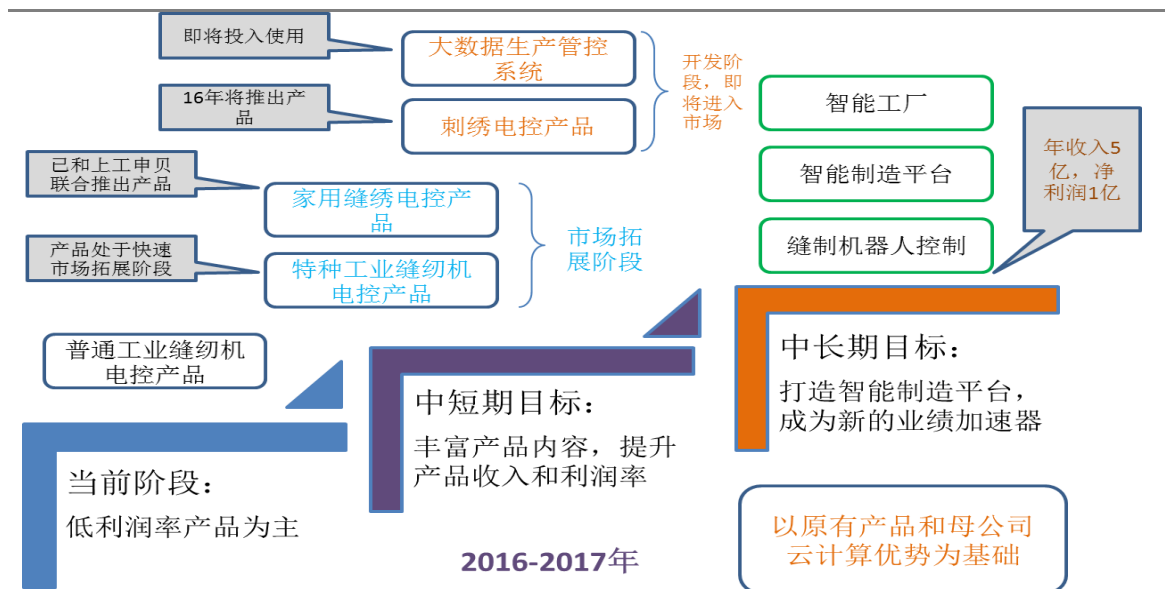
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

多轴方面，特种缝机目前国内渗透率仅不到 10%，参照发达国家 50%的标准，发展空间巨大。刺绣电控产品具有较高的利润率，行业龙头大豪科技占据了约 80%的市场份额，但其客户较为分散，前五大客户占比不超过 30%，鲍麦克斯也有望在此领域取得突破。发展规划方面，大豪科技依靠其刺绣方面的优势，计划向市场方面拓展；而鲍麦克斯则以智能制造为主，往产业上下游拓展，并结合母公司所拥有的云计算，大数据等优势，着力打造缝制行业智能制造平台。

总体来看，鲍麦克斯相对于大豪科技在企业成本，产品协同方面具有一定优势，目前公司以中低端产品为主，但技术积累已经相对成熟，现有客户资源能快速转化，具有更大的市场空间，中高端领域的拓展将给公司带来业绩的快速增长。

缝制行业专业性和技术性强，市场壁垒高，鲍麦克斯经过多年的耕耘，技术实力和客户资源优势突出。目前公司以低利润率产品为主，但部分中端产品已进入市场，处于市场快速阶段。同时公司的缝制大数据生产管控系统即将投入市场，刺绣电控产品预计也将于 2016 年中进入市场，未来值得长期关注。**公司立足于和上游客户的紧密合作，以单轴和多轴数控技术背景为基础，积极往高端领域拓展并促进系统设计平台产业化建设，从提供电控系统等核心部件向提供智能制造完整解决方案转型，这将不仅大大提高客户的生产效率，同时为公司的发展带来新的飞跃。**

图 18 鲍麦克斯发展分析



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

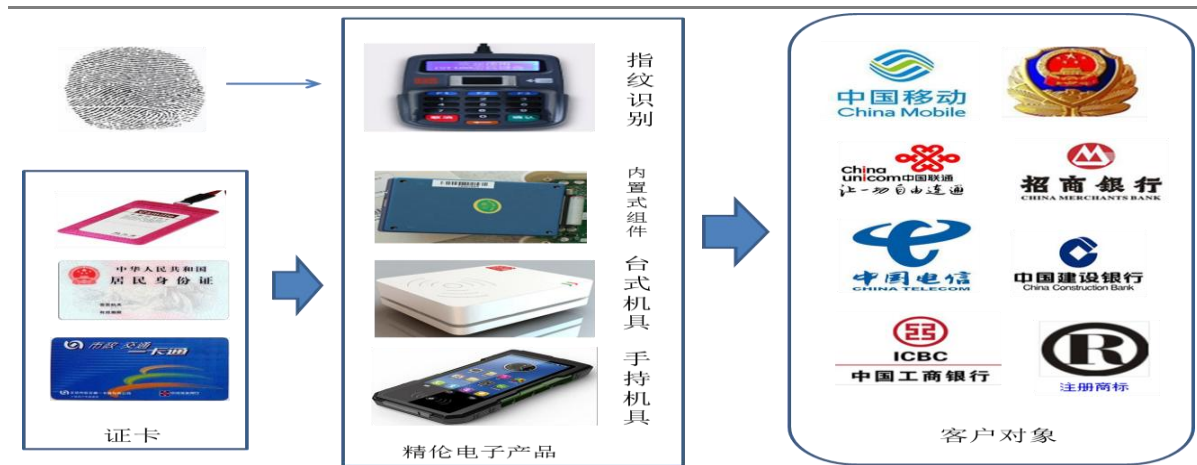
我们认为，在缝制电控领域，公司立意长远，结合云平台和智能控制技术，并为下游厂商提供完整解决方案，从源头上促进智能工厂的发展和实现，打造缝制行业“智能制造”大平台。缝机电控领域与中国制造 2025 计划契合度高，发展空间大，预计公司的缝机电控业务将迎来快速发展。

四、构建身份核验大生态，平台化布局着眼未来

1. 实名制逐步铺开，行业需求提升明显

精伦电子自 2004 年成为国家首批具有二代身份证阅读机具定点生产资质企业以来，获得了多项专利和软件著作权。公司生产的身份核验产品，包含了桌面联机型机具，独立型机具，和手持移动机具三个方面。除了二代身份证的核验外，还能对公交卡，证件卡等进行识别。同时，公司还开发了指纹识别产品，进一步扩大了产品的范围。

图 19 公司产品分析



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

用户方面，公司产品以二代身份核验机具为主，该类产品广泛的应用到了通信，金融，公安，企业等多方面领域，覆盖了全国省级，地市级区域。公司在全国该领域位居行业前列，以技术领先，方案全面，服务周到获得了客户的认可。同类公司中，可参考 15 年 6 月上市的神思电子。

自 05 年以来，二代身份证逐步得到普及，并广泛的应用到了社会生活的各个方面。但由于 14 年以前相关身份阅读机具只有十家定点生产企业，具有较高市场壁垒，同时为了保证居民的信息安全，**该机具必须含有兴唐公司提供的安全模块和加密费用等，市场壁垒进一步加强**。之后虽然政策上有所放开，但先入企业如精伦电子，神思电子等已积累了丰富的卡位优势，形成了领先的市场地位和客户资源。

表 4 身份核验业务快速增长

时间	事件
2004 年	精伦电子被公安部认定为全国十家二代身份证阅读机具定点生产企业之一
2005 年	国家启动第二代居民身份证换发工作，4 年时间完成 8 亿张身份证的换发
2006 年	公司获得英国环境管理体系认证，并获得国家质量监督局和密码管理局颁发的生产许可，是国内首批获得多项高安资质认证的企业之一
2011 年	自 2013 年起，第一代居民身份证将正式退出历史舞台，居民领取二代证时应登记指纹信息
2012 年	全国所有火车旅客实行车票实名制，其中部分车站可以实行二代身份证直接上车
2014 年	公司身份证阅读机具相关产品累计销售约 50 万套，累计实现销售额近 10 亿
2015 年	工信部等规定自 9 月 1 日起，电信企业各类实体必须全面配套二代身份证识别设备
2015 年	精伦电子着手研发新款身份证阅读机具，将覆盖低端，中端，高端各领域
2015 年	精伦电子前三季度完成各类终端发货近 20 万台，销售额过 2 亿，前三季度比 2014 全年增长 100%
2015 年	国家邮政局要求自 11 月 1 日起实行快递实名制登记

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

15 年 1 月，工信部和公安部联合要求自 9 月 1 日起，电信企业各类实体必须全面配套二代身份证识别设备。**我国电信营业厅遍布全国 4 万多个乡镇，需求量巨大，具有广阔的发展空间**。这一政策对精伦电子促进作用明显，**精伦电子身份证阅读机具方面 14 年营收约 1 亿，15 年前三季度营收约 2 亿，业绩快速提升**。【同类公司相比，神思电子 14 年 2.5 亿，15 年前三季度营收约 2.5 亿】

除通信行业外，传统金融领域的二代身份证识别需求也保持增长态势。实名制的实施对于提高相关行业的安全具有非常重要的作用，除金融，电信领域的需求稳步提升外，实名制需求也快速扩展到公安，邮政等领域。国家邮政局 2015 年 10 规定，自 11 月 1 日起实行快递实名制。**我们认为，随着政策进一步推进，未来身份核验机具需求仍有较大的提升空间**。【预计金融，邮政等领域需求量基本和电信领域接近】

2. 横向领域积极拓展，打造身份核验生态系统

除二代身份证识别设备外，由于技术上的共通性，公司的设备还能对各类普通智能卡进行识别和管理，如公交卡，员工卡，门禁卡，社保卡等各类卡片。这些卡片给社会生活带来了更多的便利，近年来稳步发展。

目前，我国各类智能卡片的生产厂家主要有恒宝股份，天喻信息，东信和平等几家公司。自 2010 年开始，这几家公司营业收入稳步提升。2013 年的三家总营收增速高达 36%，10-15 年，平均增速接近 20%。智能卡发货量的进一步加大也将提升社会对于各类卡片识别机具的需求。

图 20 智能卡营收稳定增长

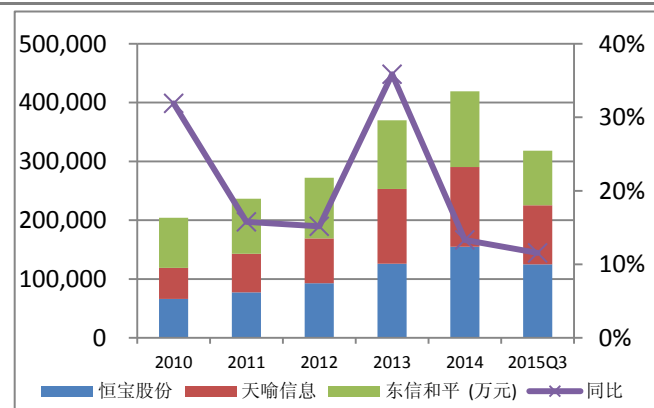
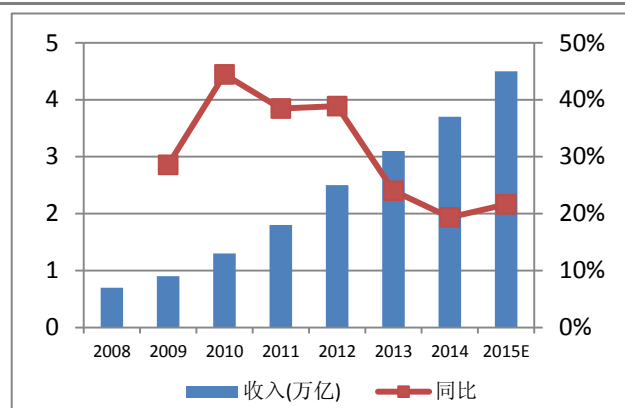


图 21 我国软件和信息服务业收入



资料来源：Wind，工信部，中国中投证券研究总部

智能卡和卡片识别系统属于信息服务行业的一部分。十一五以来，我国软件和信息技术服务行业快速发展，产业规模不断扩大。近年来，虽然增速有所回落，但仍保持了 20% 以上的快速发展。同时，加强市场监管，完善社会信息体系对于我国社会信息系统的建立具有非常重要的作用。因此我们认为，**随着各行各业信息系统建设的加速，精伦电子以二代身份证识别为核心的卡片识别设备将得到更加广泛的应用。**

除身份证阅读机具及普通卡片阅读产品外，公司还积极向生物信息识别领域迈进并加大投入。目前，公司的指纹识别产品已经上市，同时掌纹和掌静脉识别，人脸识别等和身份核验密切相关的技术也在研发当中，这也丰富了公司在身份核验领域的产业链，未来想象空间较大。

图 22 身份核验生态逐步完善



资料来源：相关公告、中国中投证券研究总部

此外，公司还紧密围绕市场需求，加强了商用密码和金融支付类产品的研发和应用，

为基于互联网和专业网络的应用提供云安全和数据服务。目前公司立足于身份核验产品，逐步向中高端及生物识别领域发力，结合公司已有平台的技术优势，将最终形成从终端安全到数据安全，从通信通道安全到系统安全的完整的行业解决方案。

3. 公司布局长远，平台融合潜力较大

自 06 年以来，面对传统业务下滑的风险，精伦电子就不断面临转型的压力。而经过多年的探索和实践，目前已确立了缝机电控，身份核验和媒体设备三大发展领域。依托于精伦电子二十多年积累的电子系统研发和生产制造经验，公司已开发出了成熟的产品并在缝机电控和身份核验两大领域稳居行业前列。同时，媒体设备作为人机智能交互的平台，与二者联系紧密，同时自身也具有较大的发展空间。

图 23 精伦电子发展布局分析



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司三大平台方向明确，布局长远，同时三者之间具有一定的互补性，随着平台化的逐步融合，将进一步的促进互联互通并降低公司的成本。而随着国家对工业 4.0 和物联网的不断推进，智能制造，身份核验和广告物联网也迎来了较好的发展时机，发展潜力巨大。

五、 盈利预测及公司估值

1. 员工持股+智能制造+身份核验，营收将快速增长

作为一家上市十三年的企业，精伦电子在电子制造领域积累了深厚的科研经验和丰富的客户资源。近年来，缝机电控和身份核验业务两大布局领域稳居行业前列，同时年初推行并完成的员工持股计划也大幅的增强了企业员工的凝聚力和工作积极性。目前公司迎来智能制造和构建现代信息基础的发展契机，发展空间巨大，我们认为，公司将充分受益于此，并迎来业绩的快速发展。

在产品毛利率方面，公司产品可以与刺绣电控龙头大豪科技和身份核验企业神思电

子相比较。15 年上半年，大豪科技毛利率为 51.94%，净利率为 28.96%，神思电子同期毛利率为 34.64%，净利率为 13.81%。身份核验领域，精伦电子和神思电子差距较小，但在缝机电控领域公司毛利率仅为 20.04%，具有较大的发展空间。

表 5 精伦电子同行业公司比较

证券代码	公司名	14 年营收(亿)	毛利率	净利率	15 年 H1 营收(亿)	毛利率	净利率
603025.SH	大豪科技	6.64	54.04%	32.88%	3.51	51.94%	28.96%
600355.SH	精伦电子(缝机)	1.95	17.98%	/	0.7	20.04%	/
300479.SZ	神思电子	2.47	35.50%	17.07%	1.68	34.64%	13.81%
600355.SH	精伦电子(身份)	1.06	28.14%	/	1.11	29.88%	/
600355.SH	精伦电子(总)	3.83	26.59%	1.59%	1.96	28.04%	-17.62%

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

预计 15-17 年营收增速将分别为 19.77%，44.44%，和 39.03%，而随着缝机电控产品逐步向高端领域拓展，毛利率也将快速提升。预计 15-17 年，公司的净利润分别为 -0.34 亿，0.69 亿和 1.27 亿，对应的 EPS 分别为 -0.07，0.14 和 0.26 元。

表 6 营收情况预计

营收情况(百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
缝制控制类	194.93	155.94	218.32	305.65
增速	19.35%	-20.00%	40.00%	40.00%
毛利率	17.98%	25.00%	33.00%	38.00%
身份核验类	105.61	253.46	380.20	532.27
增速	50.78%	140.00%	50.00%	40.00%
毛利率	28.14%	29.00%	31.00%	33.00%
其他收入	82.76	49.66	64.55	83.92
增速	0.83%	-40.00%	30.00%	30.00%
毛利率	44.87%	45.00%	45.00%	45.00%
总营业收入	383.30	459.06	663.07	921.84
增速	21.51%	19.77%	44.44%	39.03%
毛利率	26.59%	29.37%	33.02%	35.75%

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

同时，武汉自贸区的设立也有助于降低公司的成本，并提升公司的整体效益。

2. 公司估值

15 年前三季度 精伦电子身份核验领域收入大幅提升，已接近神思电子的营业收入。若去除因员工持股导致的股份支付费用 6240.3 万，前三季度公司净利润为 800 万元，同比增加 163%。与此同时，缝机电控领域业务利润空间较大，鲍麦克斯的优势也将逐步显现并贡献更多利润。整体来看，公司布局长远，并具有一定协同效应，预计将迎来业

绩的快速发展。

表 7 2015 年前三季度业绩及估值比较

证券代码	公司名	营收 (亿)	增速	净利润 (亿)	净利增速	市值 (亿)	PE(TTM)	PB
603025.SH	大豪科技	4.89(Q3)	-7.34%	1.48(Q3)	-20.58%	193	106	13.62
300479.SZ	神思电子	2.55(Q3)	64.16%	0.32(Q3)	45.68%	86.4	176	22.27
600355.SH	精伦电子(总)	3.08(Q3)	18.69%	-0.54	-325%	39.96	/	9.20

资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

参考大豪科技和神思电子的估值，我们给予精伦电子 2016 年 80 倍 PE，对应目标价 11.20 元。

六、风险提示

- (1) **缝机电控领域拓展不达预期**：缝机电控领域发展空间较大，同时利率水平提升空间较大，但存在公司高利润产品销售不及预期的风险。
- (2) **身份核验设备销售不及预期**：15 年前三季度身份核验设备销售达 2 亿元，增幅明显，未来受益于电信邮政需求提升，预计仍会保持高速增长，但仍存在竞争超预期的情况。
- (3) **平台整合不及预期**：公司的别致科技平台已渗透到缝机电控和身份核验领域，但其广告物联网业务仍在发展当中，有发展不达预期的风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	370	494	685	912	营业收入	383	459	663	922
现金	36	65	91	122	营业成本	281	324	444	592
应收账款	139	162	237	328	营业税金及附加	2	2	4	5
其他应收款	1	2	3	4	营业费用	24	32	44	60
预付账款	11	49	58	59	管理费用	69	138	99	129
存货	148	173	236	315	财务费用	2	2	6	10
其他流动资产	35	42	60	84	资产减值损失	7	4	2	1
非流动资产	180	170	160	148	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	7	7	7	投资净收益	0	2	2	2
固定资产	151	143	135	127	营业利润	-1	-41	65	127
无形资产	19	18	15	11	营业外收入	8	8	8	8
其他非流动资产	3	3	3	3	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	551	664	845	1059	利润总额	6	-33	73	134
流动负债	127	276	389	478	所得税	-0	1	4	7
短期借款	0	75	145	188	净利润	6	-34	69	127
应付账款	72	83	113	151	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	55	118	131	138	归属母公司净利润	6	-34	69	127
非流动负债	6	5	3	2	EBITDA	9	-30	80	145
长期借款	6	4	3	1	EPS (元)	0.02	-0.07	0.14	0.26
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	133	281	393	480	主要财务比率				
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
股本	246	492	492	492	成长能力				
资本公积	327	81	81	81	营业收入	21.5%	19.8%	44.4%	39.0%
留存收益	-154	-189	-120	8	营业利润	-101.8%	-2938.0%	59.2%	94.2%
归属母公司股东权益	419	385	454	581	归属于母公司净利润	-89.3%	-661.9%	102.0%	84.6%
负债和股东权益	551	664	845	1059	获利能力				
					毛利率(%)	26.6%	29.4%	33.0%	35.8%
					净利率(%)	1.6%	-7.4%	10.4%	13.8%
					ROE(%)	1.5%	-8.9%	15.2%	21.9%
					ROIC(%)	0.1%	-10.3%	13.6%	20.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.2%	42.3%	46.5%	45.3%
					净负债比率(%)	4.20%	28.18%	37.54%	39.52%
					流动比率	2.91	1.79	1.76	1.91
					速动比率	1.41	0.99	0.99	1.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.76	0.88	0.97
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	3.31	4.19	4.53	4.47
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.01	-0.07	0.14	0.26
					每股经营现金流(最	-0.03	-0.09	-0.08	-0.01
					每股净资产(最新摊	0.85	0.78	0.92	1.18
					估值比率				
					P/E	652.69	-116.17	57.49	31.14
					P/B	9.47	10.31	8.75	6.83
					EV/EBITDA	416	-130	49	27

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张疆,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

余伟民,中国中投证券研究总部通信行业研究员,北京大学电子学系本硕,五年行业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编: 200082
传真: (021) 62171434