

# 三木智能：移动通信产品ODM龙头， 物联网应用终端后起之秀

2016年08月11日

新三板

商业模式

## ——通信行业 事件点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
张高艳	联系人	
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn	010-66554030
岳鹏	联系人	
	624319506@qq.com	010-66554013
韩宇	联系人	
	hanyu@dxzq.net.cn	010-66554131
洪一	联系人	
	hongyi0214@qq.com	010-66554046

## 1. 公司情况

### 1.1 主营业务

深圳市三木智能股份有限公司（以下简称“公司”）主营业务是提供平板电脑、智能手机方案设计和整机生产服务，以及基于移动通信技术的物联网通信产品研发与生产，公司致力于移动通信和产品的研发、设计和制造服务，拥有完整的研发、生产和品质管理体系。公司作为 ODM（见附注）厂商，主要产品包括带通话功能平板电脑、智能手机、车联网应用通信模块及其他物联网通信产品。

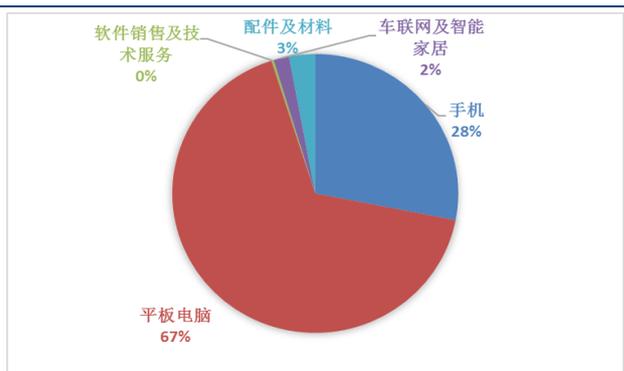
近年来，公司专注于平板、手机的新产品研发，在巩固现有市场份额的基础上，不断开拓新兴市场；同时深耕物联网领域，不断延伸物联网应用终端业务产业链。2014 年公司实现营业收入 15.67 亿元，其中平板电脑销售收入占比 66.91%，手机销售收入占比 28.13%。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：2014 年公司主营业务构成

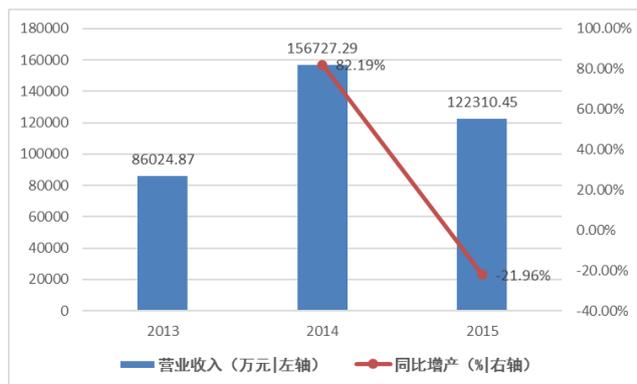


资料来源：WIND，东兴证券研究所

### 1.2 业绩表现

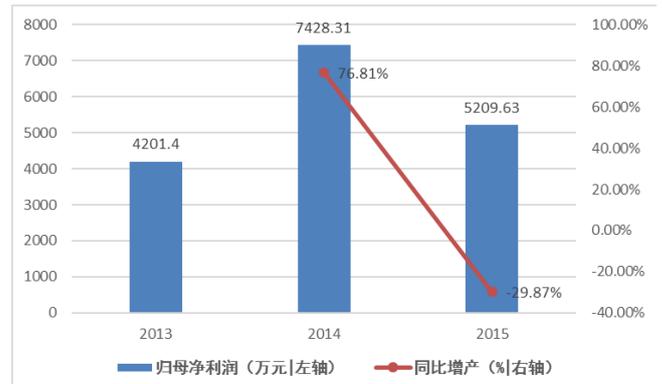
2014 年公司业绩表现良好，2015 年营业收入和净利润下滑，分别下降 21.96%、29.87%。主要原因是：2013-2015 年公司的外销收入占当年的主营业务收入的比例达到 90%以上，公司业务收入主要依赖海外客户，受宏观经济及海外市场智能产品用户增量放缓影响，公司营业收入与净利润下滑。2016 年，公司积极应对国外市场不稳定风险，加大自主研发力度，提升技术开发与服务能力；近期上市公司楚天高速拟收购公司，若本次重组完成后，公司将继续沿着物联网应用终端业务产业链，大力推动平板、手机之外的物联网应用终端市场开拓，实现新的盈利增长点。

图 3：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速



## 1.3 发展战略

公司坚持“绑定核心客户、深度研制开发”发展战略，在一个国家或一个细分市场选择一个核心品牌商建立战略合作关系，持续为客户提供优质的研发、制造服务，不断帮助客户提高市场占有率和核心竞争力。公司专注于平板、手机的新产品研发，在巩固现有市场份额的基础上，不断开拓新兴市场，进一步延伸物联网应用终端业务产业链，逐步发展成为具有国际市场影响力的移动智能通信终端设备商和物联网通信服务商。

## 2. 公司亮点

### 2.1 运营模式

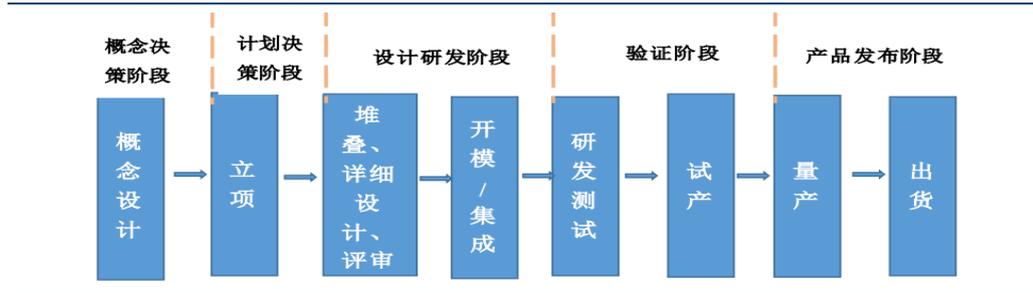
**定位国外新兴消费市场，充分发挥 ODM 模式优势。**以平板电脑、手机为代表的智能终端国内市场竞争激烈，品牌厂商诸如苹果、三星、小米、华为等抢占了国内中高端市场。国内的低端智能机市场又被廉价的山寨机挤占。为此，公司将目标市场定位于国外新兴消费市场，这些市场与消费群体未被国际大品牌商所重视，而国内的廉价手机厂商尚没有足够的实力涉足。通过多年的 ODM 模式发展，公司已具备智能终端的应用性技术开发能力，并在制造工艺、成本控制、品质管控、市场快速响应等方面形成核心优势。

**绑定客户定制开发，积极布局物联网应用终端领域。**公司通过为客户定制开发“golo”产品的通信模块，从而将业务延伸至物联网的重要应用领域—车联网。公司基于移动通讯技术提出上述应用的解决方案，并为客户提供“golo”产品通信模块的设计及制造服务。在其他物联网通信产品的研发中公司沿用“绑定核心客户、深度研制开发”的发展战略，分别与智能家居电器的龙头企业松下电器，工业用通信智能终端厂商台湾磐仪科技进行深度合作，以 ODM 模式为上述企业研制开发智能家居遥控，不断布局完善物联网应用终端业务产业链。

## 2.2 研发模式

- ◆ **以市场为导向，以客户需求为中心的研发策略。**公司对客户需求的深入调查和研究使其产品策划能有准确的定位，并有效集中研发资源于最符合市场需求的项目。公司与客户共同完成概念评估、需求评估，有契合的进行外观设计、结构设计、硬件设计和软件设计。坚持开放式的研发策略，强调及时了解行业研发动态，充分吸收利用已有的研发技术，实现研发工作的产出最大化。

图 5：公司研发设计具体流程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ **创新型人才储备战略，高效研发管理体制。**公司坚持内部培养和外部引进相结合的人才战略，充分发挥研发人员的创新精神，积极引入新材料、新工艺以及新技术。针对手机市场需求快速多变的特点，公司建立了扁平化的研发部门管理架构，保证了畅通的信息沟通和快速的反馈；高度重视研发工作的流程化、标准化，通过信息化系统建设，不断提升研发管理的系统化水平，确保研发速度能适应市场需求的快速变化；在不断提升研发速度的同时，充分发挥项目管理在研发工作中的重要作用。

## 2.3 产品优势

**产品有效平衡创新、速度与质量、品质与成本。**公司产品具有鲜明的时尚、个性化的特色，有技术保障的工业造型设计能够让其产品在激烈的市场同类产品中形成鲜明的差异化特色。公司凭借扎实的研发技术积累，突出的应用性技术创新和管理能力，实现了创新、速度和品质的良好平衡。在持续提高公司产品品质的同时要求产品研发设计须兼顾品质和成本的综合要求并达到良好的平衡。在成本控制方面，一方面注重对原材料成本控制，进行策略备货的方法控制原材料的成本；另一方面，充分发挥技术创新力强的优势，实现在较低成本。极大提高了产品的性价比，有效命中市场需求靶心。

## 2.4 市场地位

- ◆ **智能移动通讯产品需求稳中有增。**全球智能手机增速不减，全球手机出货量的增长一方面得益于全球手机用户特别是新兴国家手机用户数量的快速增长，另一方面得益于全球庞大的手机用户基础、手机操作系统及移动网络快速发展带来的巨大换机需求。亚太地区人口基数庞大、大多数国家的手机出货量处于快速增长期，且持续保持较快增长态势；平板电脑自出现后快速发展并风靡全球，从初期的快速增长，到逐渐的稳定成熟，如今已经慢慢度过繁荣期，出现销量增速逐渐放缓的趋势。中国产业信息网数据显示未来全球平板电脑用户规模增速虽然放缓，但总需求规模将继续扩大，主要得益于新兴市场的消费升级。

图 6：2011-2018 年全球智能手机市场规模

图 7：2013-2017 年全球平板电脑用户规模



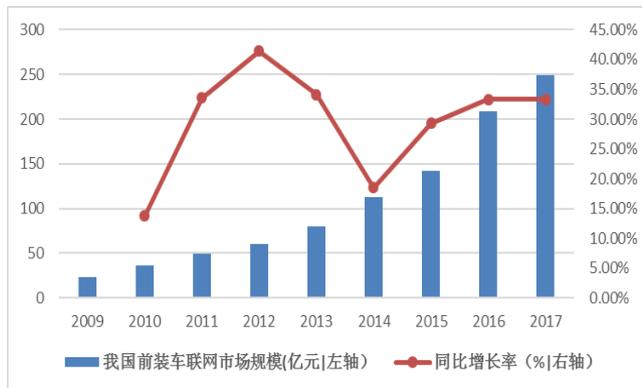
资料来源：HIS，东兴证券研究所



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

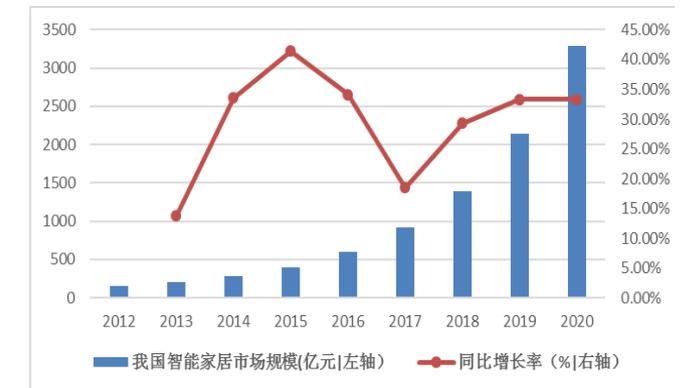
- ◆ **车联网、智能家居物联网应用终端市场规模激增。** 汽车的不断智能化终将会迎来全新的车联网时代，车联网涉及对车载硬件、软件、TSP、通信服务、应用开发等诸多环节的整合，车联网的市场规模正在急速膨胀。HIS 数据显示 2017 年我国前装车联网市场规模有望达到 250 亿元左右，未来市场前景开阔；相关数据显示，到 2020 年我国智能家居市场规模将突破 3000 亿元，随着智能家居市场的逐步发展，各大数字控制厂商纷纷进军智能家居市场。随着各种基于 3G、4G 和 WIFI 功能的智能产品逐步应用于人们的生活中，方便直观触摸操作的移动触摸智能控制终端，将成为智能家居未来的发展趋势。

图 8：2009-2017 年我国前装车联网市场规模



资料来源：HIS，东兴证券研究所

图 9：2012-2020 我国智能家居市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

- ◆ **国外市场前景开阔，市场占有率优势明显。** 近年来，随着东南亚等新兴国家消费升级，相关智能移动通信产品市场需求空间巨大。公司凭借多年的运营经验与客户积累，提早布局相关海外市场。依靠产品质量与良好的客户关系，未来将占有更大市场份额。IDC 公开数据显示，公司 2014 年海外 ODM 客户在各自国内市场占有率名列前茅，尤其是印尼和印度两个海外市场，行业地位优势明显。

图 10：2014 年公司主要 ODM 客户在本国市场占有率和排名情况

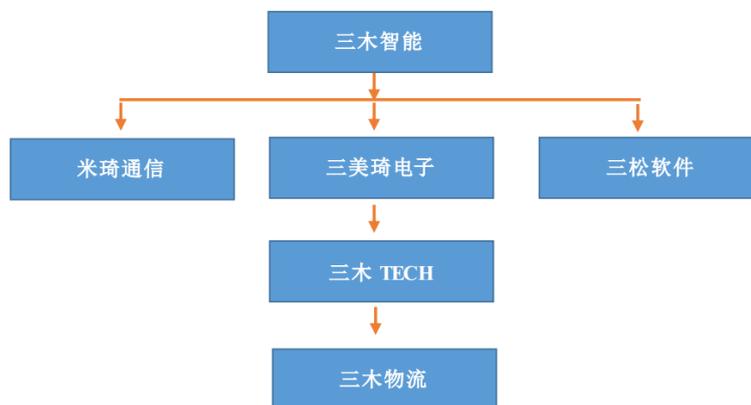
客户名称 (品牌)	主要产品	国家	2014 年	
			市场占有率	当地排名
ADVAN	平板	印尼	13.56%	2
EVERCOSS	手机	印尼	21.82%	3
iBall	平板	印度	15.60%	1
ALLVIEW	平板	罗马尼亚	20.00%	1
ALLVIEW	手机	罗马尼亚	25.00%	2

资料来源：IDC 公开信息，东兴证券研究所

## 2.5 市场渠道

公司产品销售区域主要为东南亚等新兴市场国家，公司直接或通过下属公司与境外客户签订销售协议。客户是所在国的本土手机品牌商，拥有独立的品牌和完善的营销网络，并承担全部的品牌维护、广告支出、售后服务等费用。

图 11：公司负责销售子公司情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2.6 市场优势

公司产品销售区域未来市场需求空间巨大。eMarketer 预测 2016 年印度智能手机用户将超过 2 亿人，首次超过美国成为第二大智能手机市场；2018 年印度尼西亚智能手机用户将超过 1 亿，成为第四大智能手机市场。公司与未来举足轻重的电子消费市场国家印尼、印度等当地具有知名品牌影响力的客户建立了良好的合作关系，相比其他同业竞争者，已经提前做好了布局，抢占了市场先机。

图 12：2013-2018 年全球智能手机市场发展趋势预测分析

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. China*	436.1	519.7	574.2	624.7	672.1	704.1
2. US**	143.9	165.3	184.2	198.5	211.5	220.0
3. India	76.0	123.3	167.9	204.1	243.8	279.2
4. Japan	40.5	50.8	57.4	61.2	63.9	65.5
5. Russia	35.8	49.0	58.2	65.1	71.9	76.4
6. Brazil	27.1	38.8	48.6	58.5	66.6	71.9
7. Indonesia	27.4	38.3	52.2	69.4	86.6	103.0
8. Germany	29.6	36.4	44.5	50.8	56.1	59.2
9. UK**	33.2	36.4	39.4	42.4	44.9	46.4
10. South Korea	29.3	32.8	33.9	34.5	35.1	35.6
11. Mexico	22.9	28.7	34.2	39.4	44.7	49.9
12. France	21.0	26.7	32.9	37.8	41.5	43.7
13. Italy	19.5	24.1	28.6	32.2	33.7	37.0
14. Turkey	15.3	22.6	27.8	32.4	37.2	40.7
15. Spain	18.9	22.0	25.0	26.9	28.4	29.5
16. Philippines	14.8	20.0	24.8	29.7	34.8	39.4
17. Nigeria	15.9	19.5	23.1	26.8	30.5	34.0
18. Canada	15.2	17.8	20.0	21.7	23.0	23.9
19. Thailand	14.4	17.5	20.4	22.8	25.0	26.8
20. Vietnam	12.4	16.6	20.7	24.6	28.6	32.0
21. Egypt	12.6	15.5	18.2	21.0	23.6	25.8
22. Colombia	11.7	14.4	16.3	18.2	19.7	20.9
23. Australia	11.4	13.2	13.8	14.3	14.7	15.1
24. Poland	9.4	12.7	15.4	17.4	19.4	20.8
25. Argentina	8.8	10.8	12.6	14.1	15.6	17.0

资料来源：eMarketer，东兴证券研究所

### 3. 同行业标的对比

目前国内在主板上市的主营业务为平板电脑、手机通讯设备 OEM/ODM 生产的厂商并不多，上市公司中兴通讯、比亚迪等公司只有部分业务为通讯设备制造，可比性较差。同行业中，手机通讯设备 ODM 生产厂商深圳市天珑移动技术有限公司（简称“天珑移动”）于 2012 年申请 IPO，但却因独立性缺陷被否。继而，创智 5（400059.OC）向天珑移动非公开发行股份购买了天珑移动 96.6235% 的股权，创智 5 的主营业务也变成了“手机研发、设计、生产、销售、服务提供及品牌运营”，天珑移动反向购买资产，成功登陆资本市场。同样创智 5 海外市场的营业收入占公司总收入比重很大，两公司具有较强的可比性。

表 1：公司与同行业相关标的对比

	创智 5（400059.OC）	三木智能（837418.OC）
<b>一、财务指标</b>		
2013-2015 年营收（百万元）	6065.19/ 8829.75/ 7469.48	860.25/ 1567.27/ 1223.10
2013-2015 年增长率（%）	----/ 45.58%/ -15.41%	----/ 82.19% / -21.96%
2013-2015 年净利润（百万元）	192.50/ 564.59 / 400.41	42.01 / 74.28/ 52.10
2013-2015 年增长率（%）	----/ 193.29%/ -29.80%	----/ 76.81% / -29.87%
净资产收益率（%）	15.68%	21.85%
每股收益（元）	0.24	1.32
PE	65.34	----

PB	10.34	----
<b>二、产品特点</b>		
主要产品	公司主营业务为手机研发、设计、生产、销售、服务提供及品牌运营，主要产品为 ODM 手机以及自主品牌“WIKO”、“SUGER”手机。	带通话功能平板电脑、智能手机、车联网应用通信模块及其他物联网通信产品。
产品研发模式	自主研发/外部合作	自主研发/外部合作
经营模式	一是为客户定制研发手机，提供服务与技术支持的 ODM 模式；二是独立研发，立足自主品牌运营的经营模式。	绑定核心客户、深度研制开发经营战略，为国外核心客户深度研制开发智能终端产品的 ODM 模式。
产品应用领域	信息通讯领域，主要包括信息传递与存储，涉及消费、娱乐、工业生产等多个应用场景。	信息通讯领域，车载物联网、智能交通、智能家居等多个物联网领域。
<b>三、业务布局新方向</b>		
新业务依托及布局内容	<b>依托：</b> 以公司自主研发团队与技术积累为核心，依托 ODM 积累的技术与硬件制造经验，以及国外合作伙伴良好的口碑与市场渠道。 <b>内容：</b> 合资自主品牌业务开展、LTE4G 技术的研发、移动互联网业务布局。	<b>依托：</b> 依托现有的产品和技术优势，借助物联网发展的机遇，公司重点布局物联网通信终端产品领域。 <b>内容：</b> 车联网通讯应用终端，智能家居遥控器，智能交通领域。
新业务板块业绩表现	2014 年公司自主品牌业务营业收入比上年增长 127.82%，占总收入比例为 29.41%，毛利率达到 36.87%； 2015 年推出了英伟达和高通等最新代芯片的 LTE4G 产品，提升了公司产品在市场的综合竞争能力； 2016 年与奇虎 360 签署合作协议，双方将在安全软件应用、智能穿戴、智能家居、车联网和智能手机移动互联网业务上进行深层次合作。	2015 年车联网与智能家居产品收入增长势头可喜，公司为深圳市元征科技股份有限公司研制开发其“golo”产品的通信模块，应用于车联网，未来需求空间较大； 2016 年，上市公司楚天高速拟收购三木智能，重组后将实现车联网领域的合作，并开拓智能交通领域市场份额。

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

## 4. 竞争能力分析

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析，每个维度满分为 5 分，总计 25 分，公司总得分为 18 分，核心竞争力较强。

表 2：公司波特五力模型分析

三木智能 (837418.0C)：波特五力模型分析

潜在进入者 (4.0)	智能通信产品领域进入壁垒较高，产品更新换代快，要求进入企业具有持续较强的研发能力和充足的资金支持。规模经济作用下行业进入壁垒较高，企业经营多年在国外建立的销售渠道以及市场营销经验与品牌知名度进一步提高了进入者壁垒。
买方议价能力 (3.5)	平板与手机：行业 ODM 生产厂商较多，且都具有一定的研发经验，行业竞争激烈，客户多为国外厂商，与公司长时间合作产品粘附性较高，转换成本较高。公司对买方议价能力尚可； 物联网应用终端产品：该类产品主要为公司与企业合作，定制开发，可替代性较低。客户需求较大，依赖度较高，公司对于买方议价能力较强。 总体议价能力尚可。
卖方议价能力 (4.0)	公司采购产品分为芯片、存储器、屏等重要元器件等原材料： 目前市场上相关产品供应较为充足，可供选择的供货商较多。公司采取策略备货的方法控制原材料的采购，且采购量较大具有一定的议价能力；
替代品的威胁 (3.5)	公司所处该行业产品更新换代快，市场需求变化多样，且公司产品主要面向海外市场，面临来自全球的竞争压力，随着技术进步与规模经济作用，相关替代产品无论在性能和成本都可构成一定威胁。
同业竞争程度 (3.5)	公司为 ODM 模式的智能通讯产品以及物联网应用终端产品的生产厂商，两个领域内公司面临的竞争对手不但资金和技术雄厚，而且市场份额较大。公司要想实现海外智能通讯产品市场拓展面临的竞争压力较大。在物联网领域，凭借车联网与智能家居的技术沉淀，随着市场需求规模的扩大，有望在车联网、智能交通领域内有所作为。
总分 (18.5)	企业核心竞争力较强。

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

## 5. 风险因素

### 产品销售对海外市场依赖风险

公司产品主要出口海外市场，目前已销往亚洲、欧洲、拉美、非洲等地区的众多国家，近年来，公司对印尼、菲律宾、越南等东南亚国家的销售约占公司销售总额的 60% 以上。若东南亚等海外市场的政治环境、经济发展、行业政策、贸易政策、汇率政策以及消费者偏好等因素发生不利于三木通讯产品出口的变化，将对公司的智能终端业务发展、产品销售及经营业绩造成负面影响。

### 市场竞争与专利风险

移动通信终端市场竞争较为激烈，ODM、OEM 厂商较多，品牌厂商主导行业中高端市场并引领行业发展方向，公司作为 ODM 厂商，如果在技术和产品研发、品质管控、成本控制、产能匹配等方面不能适应市场竞争的变化，不能保持服务核心客户的领先优势和市场竞争力，将面临订单不足、甚至客户流失的经营风险。

移动通信行业技术复杂、发展迅速、专利众多。由于研发实力所限及业务定位的差异，目前，包括公司在内的绝大多数国内厂商主要从事应用性技术（包括工业设计、结构设计、硬件设计、应用软件设计、测试系统开发等）的研发。因此公司无法完全排除侵犯第三方专利的风险。

### 客户消费升级、偏好变化风险

公司产品主要销售至新兴市场国家，该地区消费水平相对较低，中低端手机、平板电脑销售规模较大，但印度尼西亚、印度等新兴市场国家经济发展速度较快，消费水平逐步提高，客户对产品的性能和技术需求变化较大，消费者的偏好受到消费水平变化影响较大，公司产品将面临该地区消费升级、偏好变化带来的销量下滑风险。

## 6. 总体结论

作为面向海外市场的国内移动通信产品 ODM 龙头企业，三木智能立足“绑定核心客户、深度研制开发”的发展战略，持续专注于平板、手机的新产品研发，在巩固现有市场份额的基础上，不断开拓新兴市场；公司紧抓物联网快速发展的契机，积极布局物联网应用终端业务产业链，逐步发展成为具有国际市场影响力的移动智能通信终端设备商和物联网通信服务商；未来若被楚天高速成功收购，将以智慧交通作为切入点，充分发挥板块间的协同效应，推动公司向车联网、智能家居、可穿戴设备、智慧城市等领域的拓展，不断开拓新的业绩增长点，实现可持续发展，公司未来前景可期，值得投资者关注。

## 7. 附注：技术或产品注释

**ODM:** ODM 是指某制造商设计出某产品后，在某些情况下可能会被另外一些企业看中，要求配上后者的品牌名称来进行生产，或者稍微修改一下设计来生产。这样可以使其他厂商减少自己研制的时间。承接设计制造业务的制造商被称为 ODM 厂商，其生产出来的产品就是 ODM 产品。

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 张高艳

清华大学工业工程硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

### 岳鹏

中科院机器人学硕士，3 年机器人研发及管理经验，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

### 韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有 2 年市场咨询研究经验。2016 年进入东兴证券研究所，关注 TMT 领域。

### 洪一

CIIA, 中山大学金融硕士，2 年新三板投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注新三板、社会服务领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。