

利尔达 (832149)
业绩持续增长，转型初见成效
基本数据

2017年2月20日	
收盘价(元)	6.6
总股本(亿股)	1.53
流通股本(亿股)	0.94
总市值(亿元)	10.12
每股净资产(元)	2.74
PB(倍)	2.40

财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1144.64	1430.80	1788.50	2235.00
净利润(百万元)	31.00	38.75	48.43	60.53
毛利率	18.50%	18.55%	18.55%	18.55%
净利率	2.43%	2.70%	2.71%	2.70%
ROE	9.22%	9.21%	9.20%	8.99%
EPS(元)	0.20	0.25	0.32	0.40

投资评级：买入 (首次)
公司简介：

公司自2001年成立以来一直专注于嵌入式微控制器，无线传感网智能产品的研发、生产和销售以及其他电子元器件的销售。公司产品应用涉及到的下游产品为各类仪器仪表（如智能电表、智能水表、智能热表和智能气表）、血糖仪、医疗诊疗设备、3D眼镜、室内智能控制面板、停车系统、烟雾感应报警等设备。

公司竞争优势：

- 1 核心技术体系优势
- 2 产品优势
- 3 品牌、质量优势
- 4 领导团队优势

盈利预测：

预测公司2016—2018年收入分别为14.30亿元、17.88亿元和22.35亿元，每股收益分别为0.25元、0.32元、0.40元，综合估值情况我们评级为买入。

研究员：翟博

zhaibo@wtneeq.com

010-85715117


风险提示：

国家产业政策波动的风险，市场竞争风险

目 录

风险分析.....	3
公司简介.....	4
公司主要产品及商业模式.....	4
公司投资亮点.....	5
投资逻辑与估值.....	6
风险点.....	7

图表目录

图表 1：公司 2015 年主营业务构.....	4
图表 2：公司三大事业群.....	5

■ 风险分析:

● 公司实际控制人及管理团队方面

经整理公开资料，未发现这方面风险。

● 行业与公司经营

1 市场竞争风险

公司嵌入式微控制器产品的主要客户为智能电表行业企业，不同电表企业所采用的微控制器品牌、型号及其嵌入式软件要求均有所差异。近年来，为实现电网智能化建设目标，国家电网对智能电表和用电信息采集系统产品制订了统一的技术标准，并适时进行升级修订；同时，对智能电表和用电信息采集系统产品的采购实施集中规模招标模式，市场竞争更趋激烈。

未来，随着技术进步和产品升级换代，各类智能电表企业对产品质量、技术实力、企业资质、生产规模和管理水平要求将不断提高。在此背景下，公司产品市场份额的保持和提升存在一定的风险。

2 实际控制人不当控制的风险

公司实际控制人为叶文光、陈凯和陈云，陈云系陈凯的堂叔，叶文光系陈凯的姑父。公司实际控制人对公司股东大会、董事会决议具有实质影响，对董事和高级管理人员的提名及任免起到主要作用。若实际控制人利用其对公司的实际控制权对公司的经营决策、人事、财务等进行不当控制，有可能会损害公司及公司中小股东的利益。

3 国家产业政策波动的风险

公司产品的下游用户中有较大比重为电表公司、自来水公司、供热公司、燃气公司、电力公司。近年来，随着国家“一户一表”工程的推进和新竣工住宅面积的增加，以及国家大力推进智能电网发展战略的政策指导，智能计量仪表需求量日益增多。为方便管理、监测与控制，提高管理效率，节约管理成本，用户一方面对新建住宅安装智能化计量仪表，另一方面逐步进行传统计量仪表向智能化计量仪表的改造。

受益于上述原因，公司的主营业务规模呈现稳步增长态势。但是，如果国家产业政策发生重大变化，导致下游行业需求量增长速度放缓，可能对公司的快速发展产生不利影响。

■ 公司简介：

利尔达科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2001 年，2015 年登陆新三板。公司主营业务为嵌入式微控制器、无线传感网智能产品的研发、生产和销售以及其他电子元器件的销售。公司产品应用涉及到的下游产品为各类仪器仪表（如智能电表、智能水表、智能热表和智能气表）、血糖仪、医疗诊疗设备、3D 眼镜、室内智能控制面板、停车系统、烟雾感应报警等设备。

近年来，公司重点研究嵌入式技术、无线传感技术等核心技术。经过数年的投入，公司不断开发出新产品，构架起研究嵌入式技术和无线传感技术为主导的新型产业结构，取得了一系列核心技术和自主知识产权，并参与《安装式数字显示电测量仪表》、《用户计量仪表数据传输技术条件》、《热量表》、《IC 卡膜式气表》等数项国家标准的起草工作。

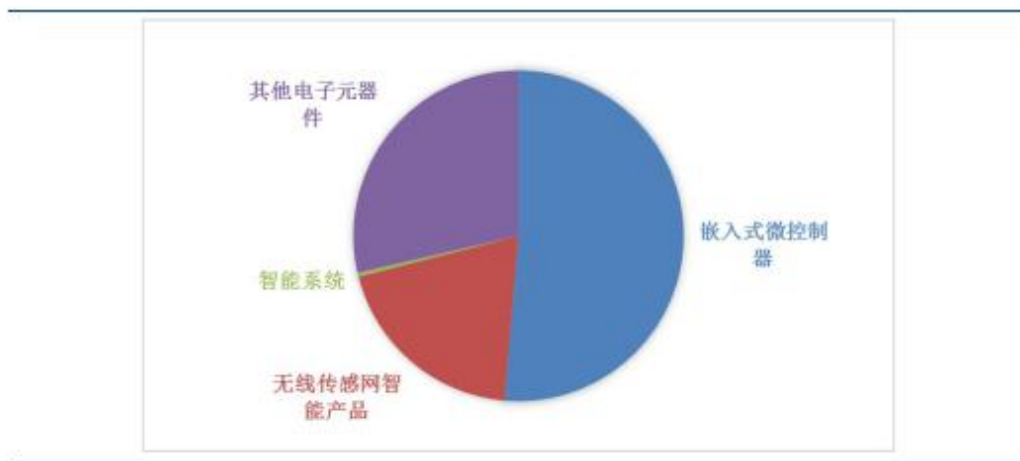
公司获得国家重点支持领域高新技术企业、国家电子信息产业基地实训中心、国家火炬计划项目、浙江省高新技术企业、利尔达物联网嵌入式技术省级高新技术企业研究开发中心、浙江省著名商标、浙江省专利示范企业、浙江省信用管理示范企业、浙江省创新型试点企业等 20 多项政府认证及荣誉；同时，公司还担任中国软件协会嵌入式分会常务理事单位、中国嵌入式单片机委员会主任单位、杭州市电子器材协会副会长单位和杭州市中小企业技术创新促进会副会长单位。

■ 公司主要业务及商业模式：

● 公司主要产品

近年来，公司重点研究嵌入式技术、无线传感技术等核心技术，逐步构架起以嵌入式技术和无线传感技术为主导的新型产业结构。2015 年公司实现营业收入 11.45 亿元，其中嵌入式微控制器销售收入占 51.37%，无线传感网智能产品销售收入占比 19.65%。

图表 1：公司 2015 年主营业务构成



资料来源：公司公告，梧桐公会

● 公司发展战略

为国内领先的物联网嵌入式解决方案领导者，公司立足于不断完善的物联网行业，始终坚持以市场需求为导向，以科技创新为突破口，重点研究嵌入式技术、无线传感技术等核心

技术，构建整个物联网产业链的核心经营模式，形成物联网器件、产品和系统三个事业群，发展高附加值的业务领域，不断构造产业链的竞争优势，同时强化公司财务运算，通过兼并、收购、整合，实现外延式的扩张。

■ 公司投资亮点：

● 运营模式

随着物联网的发展，公司的产业也在不断的转型升级。公司紧随物联网发展趋势，主营业务由代工、代销微控制器产品逐步向自主研发销售智能产品、智能系统过渡，以构筑完整的物联网产业链。公司积极的布局上下游产业链，通过对外兼并、收购与整合，逐步实现向整个产业链条的延伸，积极围绕物联网器件事业群、物联网产品事业群、物联网系统事业群，形成一个全新的嵌入式的物联网解决方案的产业链条。

图表 2：公司三大事业群



资料来源：公司公告

● 研发模式

(1) 立足市场需求与客户定制，各事业部自主研发矩阵式管理。

公司采用“自主研发为主，外部合作研发为辅”的研发模式，采用分产品事业部自主研发的矩阵式管理模式：公司的各个产品事业部均配置自己的研发团队和研发所需要的软硬件设备，有针对性地对产品进行开发项目管理、产品设计、产品研发、产品测试等职能，以确保软件产品开发进度与公司整体计划相协调，开发产品质量达到预期的目标。此外，在整个研发流程中生产工程部、产品质量品质检测中心、销售和管理等部门与各事业部相互配合，确保符合国家标准及客户需求后再进行批量规模化生产。

(2) 产学研联动，提升公司整体技术水平

公司员工 30%以上为技术研发人员，核心技术人员行业内研发经验丰富。公司在加强自身研发实力的同时，重视与有关高校科研院所的合作，积极借助外部研发机构力量提升公司的整体技术水平：2012 年公司与杭州电子科技大学联合开办了“利尔达物联网工程师硕士班”，2014 年起公司与中科院院士、全国物联网行业顶级资深专家姚建铨院士及其创新团队共同建立院士工作站，展开全面合作，逐步走出了产、学、研一体化的运作模式。

● 产品优势

(1) 无线传感技术与嵌入式微控制器结合优势显著。

作为嵌入式技术的领导者，公司依托于原厂技术优势，加大自主研发力度。嵌入式微控制器主要运用于智能仪表与智能医疗设备领域，具有可靠性高、成本低等优势。公司自主研发的无线传感技术可嫁接嵌入式微控制器运用于智能仪表，实现远距离抄表、控制等功能，具有系统可靠性高、操作简单、可移植性强，使用方便等优势。

(2) 智能仪表模块附加值高，市场应用领域广阔。

公司自主研发的智能仪表模块以及无线传感模块，可依据客户需求在原有芯片基础上写入程序，广泛应用于智能仪表、智能家居与智能楼宇等领域，使用便利，有效降低成本。公司具备一套完整的物联网云平台，不断开发出高技术含量的智能楼宇、智能家居、智能酒店、智慧商业、智能净水、智能停车等智能系统；其成熟的仪器仪表、通信技术、白电黑电控制等智能产品解决方案被广泛应用于智慧健康、智慧安防、智慧出行、智慧城市等诸多领域。

● 市场渠道

在销售导向方面，公司已形成以技术为导向的技术型销售模式。公司销售体系包括方案设计、产品生产、安装，销售团队包括销售公司市场拓展团队、事业部市场团队、研发团队。

公司以直销销售模式为主：公司通过在一、二线城市设立子公司或办事处进行产品销售。公司组建了较为完善的销售团队，覆盖全国 29 个省市销售区域，超过 100 名专业销售代表在华北、华东和华南三大销售区域积极推广公司产品，持续开拓销售市场。

合作方式开拓国内外市场：公司以合作方式积极开拓国内外市场，与多家知名家电厂商、安防类产品上市公司、仪器仪表公司和医疗设备公司取得了长期稳定的合作。与和中光电、嘉仕达、TI 等知名公司合作，将公司无线产品引入欧美、日本、中国台湾等国家或地区的高端品牌上。

● 技术优势

公司坚持自主创新，积累了大量关键资源要素与技术优势。公司拥有一支超过 200 人的高素质研发团队，目前已有 175 项专利、115 项软件著作权和 65 项软件产品登记证书。公司参与多项国家标准的起草工作，保持公司在行业内技术研发的持续领先优势。公司多年的产品自主开发经历积累了嵌入式技术、RFID、ZigBee 射频通信技术、无线传感网技术、嵌入式系统软件、低功耗技术、SMT 表面装贴技术、自动化波峰焊接技术以及产品检测技术等优势技术。

■ 投资逻辑与估值：

作为国内物联网嵌入式解决方案的领导者与智能产品的运营专家，利尔达始终坚持技术创新，自主研发，经过国内外市场多年的经验积累，公司具备了在不同环境要求及不同成本结构条件下快速设计整体解决方案的能力，能满足不同客户、不同层次的多方位需求的能力，在业内形成良好口碑。近年来，利尔达紧抓物联网发展机遇，整合上下游产业链，为产业转型升级布局。目前，公司正处于快速成长的阶段，未来前景可期，值得投资者关注。

■ 风险点

● 产业政策波动风险

公司产品的下游用户中有较大比重为电表公司、自来水公司、供热公司、燃气公司、电

力公司。近年来，国家大力推进智能电网、物联网发展战略的政策指导，带动了智能仪表、智能家居、智能楼宇、智能停车等智能产品和解决方案的需求，受益于上述原因，公司的主营业务规模呈现稳步增长态势。但是，如果国家产业政策发生重大变化，导致下游行业需求量增长速度放缓，可能对公司的快速发展产生不利影响。

● 市场竞争与研发风险

随着技术进步和产品升级换代，各类智能电表企业对产品质量、技术实力、企业资质、生产规模和管理水平要求将不断提高。在此背景下，公司产品市场份额的保持和提升存在一定的风险。

公司各个事业部均有各自的研发团队且已经过多年的磨合和实践，拥有丰富的行业经验和试验手段，但是，随着客户需求的个性化特点逐渐突出，新产品新要求逐渐增多，如公司不能主动适应市场的新变化，或者新产品的长期稳定性出现问题，则可能影响未来的市场。

财务风险

应收账款可能发生坏账的风险。2013-2015 年公司的应收账款分别为 2.11 亿元、2.68 亿元、2.71 亿元，占同期公司流动资产的比例分别为 47.16%、55.26%、51.26%，占比较高。同时宏观经济以及客户自身经营与财务状况发生的不利影响，将增加公司应收账款产生坏账的风险概率。

原材料价格波动的风险。公司生产所需的主要原材料中集成电路在公司成本中占比较高。若原材料最终生产厂商进行提价，原材料价格将出现不同幅度的上涨，公司产品的毛利率和公司盈利能力将会受到不利影响。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: zhaibo@wtneeq.com

