

## 证券研究报告—深度报告

新三板

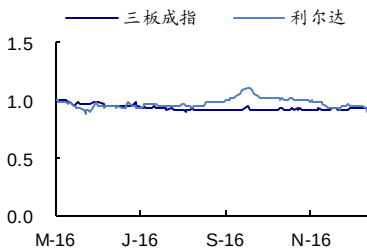
利尔达(832149)

买入

(首次评级)

2017年05月02日

## 一年该股与三板成指走势比较



## 股票数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 153/94       |
| 总市值/流通(百万元)  | 930/568      |
| 上证综指/深圳成指    | 3,155/10,235 |
| 12个月最高/最低(元) | 7.57/0.00    |

## 证券分析师：王念春

电话：0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

## 联系人：刘馨竹

电话：0755-81981873

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

## 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 首次覆盖

# 物联网互通，智慧生活

## ● 深耕物联网市场，打造智能产品生态链

公司是国家重点领域高新技术企业，多年来致力于成为国内物联网嵌入式方案领先者。通过事业群的设立和整合，公司业务全面覆盖了物联网产业链，并通过与各行业公司的合作，推广了物联网在不同领域的应用。

目前公司建成了 ICG、IPG、ISG 三大事业群，分别为物联网微控器件、智能产品和系统事业群，在传统 ICG 业务持续巩固的同时，公司将致力于智能酒店、智能楼宇、智能家居系统产品化，并基于物联网应用，继续帮助传统企业推动产品转型升级。

## ● 技术为本，提升公司核心竞争力

公司已经拥有 NB-IoT、LoRa、WIFI、BLE、ZigBee 等成熟的通讯方案，未来，公司在物联网无线通讯方面将继续保持优势。2015 年，公司在物联网系统无线技术研发上取得了重大进展；2016 年，公司与全球领先的半导体知识产权提供商 ARM 签订了战略合作协议，双方将互通技术，共享资源。

## ● 物联网行业：接棒互联网，成就下一个时代

作为互联网的一个延伸，物联网即将引起信息产业的下一波浪潮。据麦肯锡估计，15 年全球物联网市场总规模为 9 亿美元，而 2020 年将达 37 亿美元，复合年均增长率为 32.6%。在未来，物联网将运用于城市公共安全、工业安全生产、环境监测、智能交通、智能家居、公共卫生、健康监测等多个领域。我国的物联网应用已在多个行业初见规模。未来，因政策的支持、国内先驱企业的大力推动以及相关技术的升级，物联网将被应用在更多领域。

## ● 风险提示

公司进口器件占比较大，汇兑风险较大；

行业竞争日趋激烈，国内外众多企业争相布局物联网事业。

## ● 物联网嵌入式方案领导者，给予“买入”评级

我们看好公司在物联网行业的布局，通过三大事业群打造了从电子元器件到系统云平台的完整物联网产业链。预计 17/18/19 年每股盈利分别为 0.46/0.66/0.86 元，目前股价(7.30 元)对应 16 年 PE 仅为 25.5x，对应 17/18/19 年分别为 17.8x/11.1x/7.9x，给予“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

|             | 2015   | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 1145   | 1,459 | 1,797 | 2,143 | 2,486 |
| (+/-%)      | 8.2%   | 27.4% | 23.2% | 19.2% | 16.0% |
| 净利润(百万元)    | 31     | 43    | 71    | 102   | 132   |
| (+/-%)      | -23.2% | 39.5% | 63.3% | 44.1% | 29.6% |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.20   | 0.28  | 0.46  | 0.66  | 0.86  |
| EBIT Margin | 5.2%   | 5.0%  | 5.1%  | 5.9%  | 6.3%  |
| 净资产收益率(ROE) | 7.6%   | 10.3% | 15.2% | 19.2% | 21.6% |
| 市盈率(PE)     | 36.1   | 25.9  | 15.9  | 11.0  | 8.5   |
| EV/EBITDA   | 22.5   | 25.8  | 17.9  | 14.3  | 12.4  |
| 市净率(PB)     | 3.9    | 2.66  | 2.41  | 2.12  | 1.83  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

公司是国家重点领域高新技术企业，多年来致力于成为国内物联网嵌入式方案先行者。通过事业群的设立和整合，公司业务全面覆盖了物联网产业链，并通过与各行业公司的合作，推广了物联网在不同领域的应用。预计 17/18/19 年每股盈利分别为 0.46/0.66/0.86 元，目前股价( 7.30 元 )对应 16 年 PE 仅为 25.5x，对应 17/18/19 年分别为 17.8x/11.1x/7.9x，给予“买入”评级。

### 核心假设与盈利预测

1.物联网微控和器件事业群 ( ICG )：16 年，在 MCU 业务中，32 位 MCU/MPU 的销售增长强势，但 16 位 MCU 的销售因市场竞争而面临些许压力。为此，公司将及时发展新客户、开拓新市场。因结构优化需要，公司正致力于缩减传统业务的销售额占比；然而，因为需求端持续增长，该项业务销售仍保持较高增速。

2.物联网智能产品事业群 ( IPG )：在传统“三表”的基础上，IPG 事业群将推出更多智慧型产品，并且通过与传统行业和互联网行业的联通，实现优势互补，进一步推进传统行业物联化。因 IPG 出货量不断增加，17 年，公司将大力提高工厂产能，并力争实现 LoRaWAN 的量产。

3.物联网系统事业群 ( ISG )：作为公司大力推广的高附加值新事业群，ISG 有望为公司带来可观的营收。ISG 产品于 2016 年成型，开始在市场试点铺开。目前，公司在智能酒店业务上已与多个酒店达成合作协议。

费用方面：由于公司进口业务比重较大，受外汇波动影响较大。16 年公司汇兑损失近 1200 万元，财务费用明显偏高；17 年开始公司运用多种金融手段应对汇兑风险，预计财务费用将大幅缩减。

### 与市场预期的差异之处

在现有产品结构下，公司的营业收入保持稳定增长。近年来，公司将产品结构优化作为发展目标，逐步缩减传统业务在总体业务中的占比，并重点推进高附加值业务，如各类智能产品、解决方案的发展。未来随着新兴业务的顺利推广，公司的毛利率可能会逐步提升。

### 核心假设或逻辑的主要风险

公司进口器件占比较大，汇兑风险较大；

行业竞争日趋激烈，国内外众多企业争相布局物联网事业。

## 内容目录

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>估值与投资建议</b> .....             | <b>6</b>  |
| 相对法估值 .....                      | 6         |
| 投资建议 .....                       | 6         |
| <b>深耕物联网市场，打造智能产品生态链</b> .....   | <b>7</b>  |
| 物联网嵌入式解决方案的领导者 .....             | 7         |
| 构建三大物联网事业群，打造完整产业链 .....         | 9         |
| IPG 事业群：“三表”站稳脚跟，新品开拓市场 .....    | 10        |
| ISG 事业群：锋芒初露，表现喜人 .....          | 11        |
| 向空气净化、净水领域延伸，构建新商业模式 .....       | 12        |
| 技术为本，提升公司核心竞争力 .....             | 13        |
| 连通传统行业和互联网企业，引领开拓物联网市场 .....     | 13        |
| <b>营业收入逐年上升，产品结构日渐优化</b> .....   | <b>14</b> |
| 战略转型期，新业务展现较好成长性 .....           | 14        |
| 盈利能力企稳 .....                     | 15        |
| <b>物联网行业：接棒互联网，成就下一个时代</b> ..... | <b>16</b> |
| 应用领域扩宽，市场前景巨大 .....              | 16        |
| 带动 MCU 市场增长 .....                | 17        |
| 国内市场：起步早，发展快 .....               | 17        |
| <b>微控制器行业：未来将稳定增长</b> .....      | <b>17</b> |
| 全球市场：未来几年内稳步扩大 .....             | 18        |
| 中国市场：增速高于全球平均值 .....             | 19        |
| 下游产业蓬勃发展，对 MCU 需求稳定 .....        | 20        |
| 国外厂商占据主导地位，国内厂商迅速发展 .....        | 20        |
| <b>产业链分析：下游客户未来需求将增长</b> .....   | <b>20</b> |
| <b>行业政策：物联网行业未来发展重点</b> .....    | <b>21</b> |
| 风险提示 .....                       | 22        |
| <b>附表：财务预测与估值</b> .....          | <b>23</b> |
| <b>国信证券投资评级</b> .....            | <b>24</b> |
| <b>分析师承诺</b> .....               | <b>24</b> |
| <b>风险提示</b> .....                | <b>24</b> |
| <b>证券投资咨询业务的说明</b> .....         | <b>24</b> |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1: 物联网系统云平台——智能楼宇 .....                | 8  |
| 图 2: 物联网环境应用产品——空气魔方 .....               | 8  |
| 图 1: 公司架构示意图 .....                       | 8  |
| 图 4: 利尔达部分合作伙伴示意图 .....                  | 8  |
| 图 5: 利尔达业务覆盖完整的物联网产业链 .....              | 9  |
| 图 6: 公司物联网云平台示意图 .....                   | 9  |
| 图 7: 四表集抄系统 .....                        | 10 |
| 图 8: 智慧冷链温控方案 .....                      | 10 |
| 图 9: 蓝牙 Mesh 灯控方案 .....                  | 11 |
| 图 10: NB-IoT 水气热集抄系统 .....               | 11 |
| 图 11: 智能家居解决方案 .....                     | 11 |
| 图 12: 智能酒店解决方案 .....                     | 11 |
| 图 13: 空气净化产品 .....                       | 12 |
| 图 14: 空气净化器 .....                        | 12 |
| 图 15: 智能净水龙头系列 .....                     | 12 |
| 图 16: 公司历年研发支出和占比（百万元，%） .....           | 13 |
| 图 17: 利尔达智能鞋解决方案 .....                   | 13 |
| 图 18: 公司历年营业收入及同比增速（百万元，%） .....         | 15 |
| 图 19: 公司历年净利润及同比增速（百万元，%） .....          | 15 |
| 图 20: 公司历年各类产品收入（百万元） .....              | 15 |
| 图 21: 公司历年各类产品收入占总收入百分比（%） .....         | 15 |
| 图 22: 公司历年的毛利率、净利率、费用率（%） .....          | 16 |
| 图 23: 公司历年的销售、管理、财务费用率（%） .....          | 16 |
| 图 24: 全球物联网安装基数及增速（亿台，%） .....           | 16 |
| 图 25: 中国物联网行业市场规模和增速（亿元，%） .....         | 17 |
| 图 26: 物联网带动 MCU 市场增长 .....               | 17 |
| 图 27: MCU 结构组成示意图 .....                  | 18 |
| 图 28: 全球 MCU 市场规模和销售价格走势（亿美元，亿颗，%） ..... | 18 |
| 图 29: 全球 MCU 市场销售额以及增速（亿美元，%） .....      | 19 |
| 图 30: 全球 MCU 市场份额分布 .....                | 19 |
| 图 31: 全球 MCU 市场应用领域分布 .....              | 19 |
| 图 32: 中国 MCU 市场应用领域分布 .....              | 19 |
| 图 33: 中国 MCU 市场规模增长率（亿元，%） .....         | 20 |
| 图 34: MCU 行业所处产业链 .....                  | 21 |
| 表 1: 物联网产业链传感器、智能表业务可比公司财务数据一览 .....     | 6  |
| 表 2: 芯片分销企业力源信息财务数据概况 .....              | 6  |
| 表 3: 利尔达主要产品 .....                       | 7  |
| 表 4: 利尔达三大事业群 .....                      | 9  |
| 表 5: 中国物联网的演进路径 .....                    | 17 |

---

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 表 7: 物联网行业代表公司所属类别 ..... | 22 |
| 表 8: MCU 行业可比公司 .....    | 22 |

## 估值与投资建议

公司是国内物联网嵌入式方案的先行者，通过事业群的设立和整合，公司业务全面覆盖了物联网产业链，拥有 NB-IoT、LoRa、WIFI、BLE、ZigBee 等成熟的通讯方案；通过与各行业公司的合作，推广了物联网在不同领域的应用。

目前公司建成了 ICG、IPG、ISG 三大事业群，分别为物联网微控器件、智能产品和系统事业群，在传统 ICG 业务持续巩固的同时，公司将致力于智能酒店、智能楼宇、智能家居系统产品化，并基于物联网应用，继续帮助传统企业推动产品转型升级。

### 相对法估值

投资策略方面，公司的财务状况已经达到创业板 IPO 标准，并表现出卓越的成长能力符合我们 IPO 集邮的投资策略；此外，公司属于创新做市板块的绩优公司，交投活跃，符合我们提出的“二级市场”投资策略。

公司目前收入主要贡献来自 ICG 和 IPG 两大业务群，16 年 ICG 占比达到 60% 左右，IPG 占比约为 50%。我们预计公司在 17、18 年间传统和新兴业务群占比将分别达到 50%、50%。

ICG 业务估值参考从事芯片分销业务的上市公司力源信息，对应 17 年 PE 为 23x。IPG 业务则参考从事传感器、智能表业务的企业，平均 PE(17E)为 43.84 倍。公司 17 年 PE 仅为 11.1 倍，给予“买入”评级。

表 1: 物联网产业链传感器、智能表业务可比公司财务数据一览

| 代码        | 企业名称 | FY16 收入(百万元) | FY16 利润(百万元) | 总市值(亿元) | PE (TTM) | PE(17E) |
|-----------|------|--------------|--------------|---------|----------|---------|
| 300007.SZ | 汉威电子 | 1107.72      | 128.08       | 54.88   | 57.59    | 32.27   |
| 600460.SH | 士兰微  | 2375.05      | 91.64        | 79.69   | 83.11    | 64.95   |
| 300327.SZ | 中颖电子 | 517.70       | 106.81       | 70.18   | 58.66    | 45.11   |
| 300259.SZ | 新天科技 | 505.95       | 110.59       | 58.42   | 55.11    | 33.00   |
| 平均        |      | 1126.61      | 109.28       | 65.79   | 63.62    | 43.84   |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 芯片分销企业力源信息财务数据概况

| 代码        | 企业名称 | FY16 收入(百万元) | FY16 利润(百万元) | 总市值(亿元) | PE (TTM) | PE(17E) |
|-----------|------|--------------|--------------|---------|----------|---------|
| 300184.SZ | 力源信息 | 1592.74      | 47.35        | 90      | 112.39   | 22.99   |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议

在物联网利好政策紧密出台和下游行业需求上升的过程中，公司作为掌握核心技术、覆盖完整产业链的物联网嵌入式方案先行者，将会迎来较好的发展机遇。预计 17/18/19 年每股盈利分别为 0.46/0.66/0.86 元，目前股价（7.30 元）对应 16 年 PE 仅为 25.5x，对应 17/18/19 年分别为 17.8x/11.1x/7.9x，给予“买入”评级。

## 深耕物联网市场，打造智能产品生态链

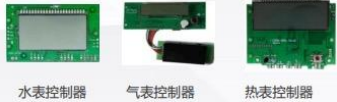
### 物联网嵌入式解决方案的领导者

利尔达科技集团股份有限公司是一家提供物联网系统、智能产品解决方案的国家重点领域高新技术企业。多年来，公司一直致力于成为国内物联网嵌入式方案领导者，打造完整的物联网产业链，并协助传统产业转型升级。

公司成立于 2001 年，最初从事电子元器件贸易，是国内第一家引进德州仪器 MSP430 系列的贸易商，并且市场份额保持前列。多年来，通过代理国外厂商的电子元器件并提供配套程序，利尔达与国外众多知名企业建立合作关系，并且积累了丰富的程序设计和应用市场经验。因与国内外知名电子、通讯技术和半导体公司的长期合作，公司积累了丰富的行业资源，具有了同行公司不可比拟的优势。随着市场竞争的日趋激烈和公司的转型需要，2009 年，公司开始逐步尝试由纯硬件销售向硬件+综合解决方案转型。2010 年，公司已成为国内物联网嵌入式解决方案的领导者。

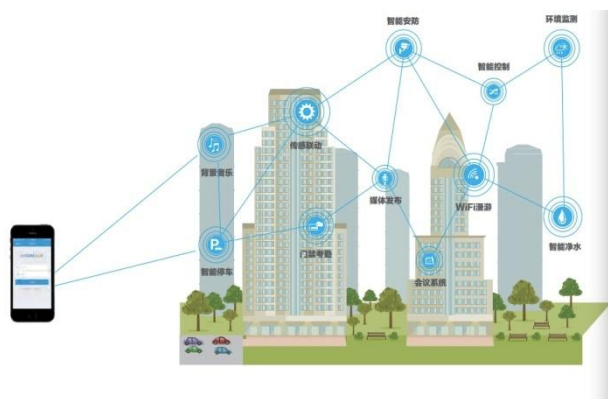
2015 年 3 月，公司在新三板成功挂牌，发展至今已成为拥有十余个子公司的企业，并积累了物联网方面丰富的经验，已成为技术实力雄厚的业界高手。现今，公司的主要业务已扩展为：物联网应用层智能硬件产品的开发与销售、物联网系统及云平台的提供，以及为物联网传感层提供器件和嵌入式软件解决方案。

表 3: 利尔达主要产品

| 事业群分类   | 主要产品     | 产品形态                                                                                 |
|---------|----------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 物联网器件产品 | 微控制器     |  |
| 物联网智能产品 | 无线模组     |  |
|         | 智能三表     |  |
|         | 智能冷链温控方案 |  |

资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 2: 物联网环境应用产品——空气魔方

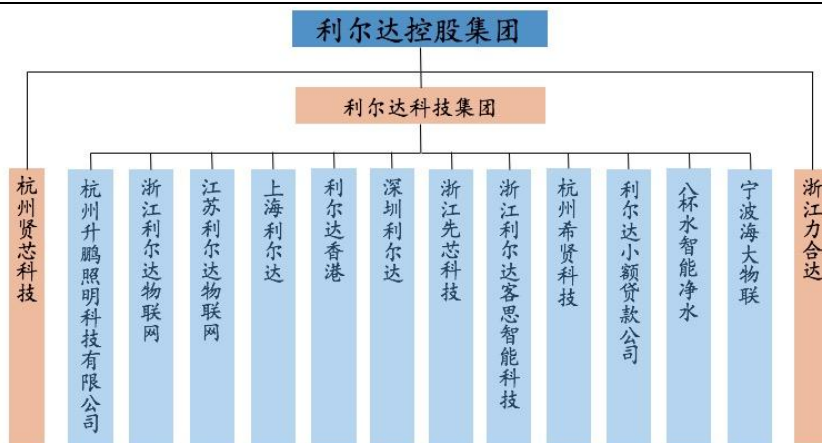


资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司架构示意图



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

现今，公司业务主要涉及智慧健康、智能安防、智能消费、智能楼宇、智慧商业和智慧出行等方面，打造了完整的智能产品生态链。公司在众多领域拥有合作企业，除了传统业务的元器件供应商，还包括腾讯、京东、阿里巴巴等互联网公司，OPPO、海信、TCL 等消费电子制造商以及医疗、仪器仪表类公司等。

图 4: 利尔达部分合作伙伴示意图



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

## 构建三大物联网事业群，打造完整产业链

近年来，我国的物联网行业的发展趋势为由产品销售转向解决方案销售，并且由于市场竞争日益激烈，行业具有明显的行业整合趋势。在这样的趋势下，具备全系列产品线和解决方案能力的企业将具有更大的优势。

表 4: 利尔达三大事业群

| 事业群               | 主营业务和产品                                                                                                |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ICG (物联网微控和器件事业群) | MCU 微控制器、ARM MPU 控制器、电源管理、光电转换、模拟电路、数字电路、二、三极管、可控硅                                                     |
| ISG (物联网系统云平台事业群) | 智能楼宇、智能酒店、智能家居、物联网平台、智慧灯控                                                                              |
| IPG (物联网智能产品事业群)  | 无线模组 (WIFI、BLE、RF、Zigbee、Lora、NB-IOT、2G/4G)、嵌入式工控终端、智能三表、智能鞋方案、智慧冷链温控方案、智能电动车系统方案、蓝牙 Mesh 灯控方案、智能售货机方案 |

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

为构建物联网嵌入式解决方案的完整产业链，公司自 2014 年起进行事业群整合。到 2016 年，公司共有三大事业群：

- ICG (物联网微控和器件事业群)：为物联网传感提供器件和嵌入式软件解决方案。同时也为 TI、Cypress、NXP、ST 等原厂提供 ODM、OEM 服务。
- IPG (物联网智能产品事业群)：智能硬件产品的开发与销售。主要为物联网应用层提供传感器、控制三表计量模块、蓝牙/WIFI/LoRa/Zigbee 无线模块、抄表系统以及人机交互物联网终端产品等。
- ISG (物联网系统事业群)：包括智能楼宇、智能家居、智能灯控以及智能停车等物联网系统和云平台，并与多家合作机构达成合作意向，确定合作模式。

其中，ICG 的前身是公司的传统业务板块，为物联网传感层提供器件和嵌入式软件解决方案。公司与全球知名半导体元器件原厂签订代理协议，并同时为德州仪器、NXP 等原厂提供 ODM、OEM 服务。2016 年，32 位 MCU/MPU 的销售增长强势。虽然在仪表和 ETC 行业，16 位 MCU 的供应市场竞争日趋激烈，但公司及时调整战略，进行差异化竞争。

图 5: 利尔达业务覆盖完整的物联网产业链



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

公司通过三大事业群，覆盖了电子元器件、微控制器、传感器、无线通讯、物联网网关、物联网系统云平台等六大领域，成功打造了完整的物联网产业链。

图 6: 公司物联网云平台示意图



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

## IPG 事业群：“三表”站稳脚跟，新品开拓市场

IPG 主要服务于物联网应用层。其中，水、气、热三表业务是公司的老牌基础业务，2003 年至 2005 年，公司三表业务占据了营业收入大部分，拥有了大量的客户资源和市场份额。经过多年的经验积累和技术创新，公司的三表业务也与时俱进，推出了 NB-IoT 水气热集抄系统、LoRa 无线水气热集抄系统和四表集抄系统。

➤ **LoRaWAN 解决方案：**是基于 LoRa 技术的物联网无线通讯方案，具有超低功耗、抗干扰、低成本、高容量、可运营、远距离广域通讯的特点，同时公司也提供节点、网关、云端一条龙服务。

➤ **NB-IoT 解决方案：**是基于 NB-IoT 技术的物联网无线通讯方案，具有信号覆盖广、渗透能力强、超低功耗、超高灵敏度、抗干扰强、成本低等特点。

除了三表业务外，近年来，公司也致力于发展其他智慧型产品。经过事业群整合后，IPG 事业群设有以下部门：嵌入式应用事业部(EA)、无线传感网事业部(WSN)、智能仪表事业部(IOM)、微控制器应用事业部(MCA)、集成电路与应用事业部(ICA)。各个事业部配备有自己的研发团队，并且根据终端客户不同的产品需求，开发各自领域的嵌入式、无线通信功能模块。现今，IPG 的主要产品有传感器、控制器、三表计量控制模块、无线抄表系统、人机交换物联网终端产品等。2016 年，公司继续与各行业公司合作，推出了新的业务：

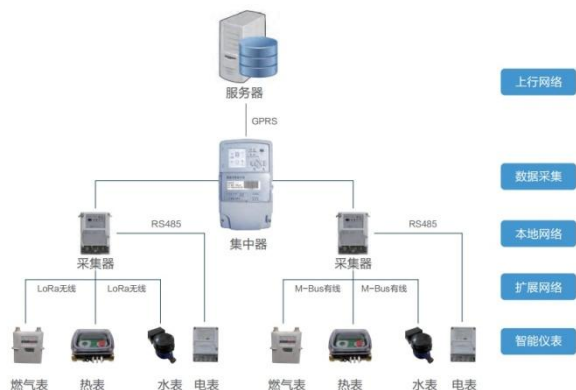
➤ **智慧广告投放方案：**公司与阿里巴巴旗下的[友盟+]线下数据服务商合作，基于 Wi-Fi 智能感知技术，提供精准的客流分析，预测客流特性，实现广告的精准定向投放。

➤ **利尔达智慧冷链解决方案：**公司通过物联网技术与温度采集、位移检测、GPS 定位等技术的结合，实现冷链产品的温度信息、位置信息与工作状态的监测与管理。

➤ **智能鞋方案：**智能童鞋具备运动监测、轨迹监测、防丢三大功能，为儿童安全保驾护航；智能成人运动鞋具有不同的传感器和独特的专利算法，用于测算步数、距离、卡路里等。

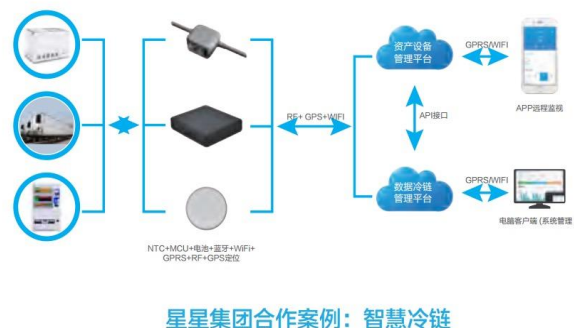
2016 年，IPG 事业群业务高速增长。为迎合逐渐扩大的市场需求，2017 年，IPG 逐步将扩大产能，并致力于实现 LoRaWAN 的量产，扩大传统行业物联化的业绩。

图 7：四表集抄系统



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 8：智慧冷链温控方案



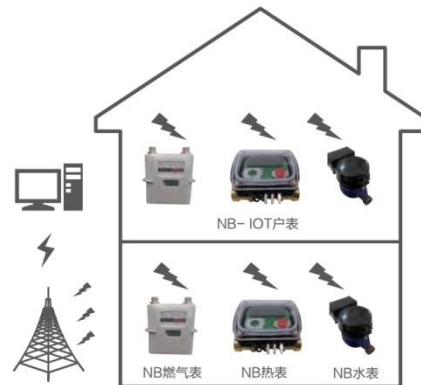
资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

图 9: 蓝牙 Mesh 灯控方案



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 10: NB-IoT 水气热集抄系统



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

## ISG 事业群: 锋芒初露, 表现喜人

ISG 下设工业物联网事业部、智能楼宇系统事业部和智能照明事业部, 是公司的新兴事业群。2016 年, ISG 产品终于成型, 主要产品有智能楼宇系统、智能家居系统等。其中, 智能酒店业务获得了较好的市场反应, 已完成千岛湖希尔顿酒店、和颐酒店、全季酒店、绿城千岛湖玉兰花园等的样板工程的安装调试并投入使用。

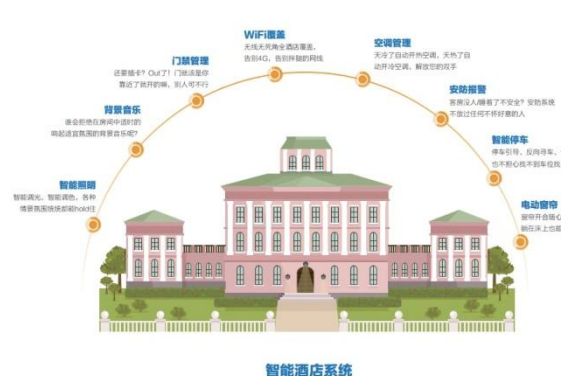
- **智能酒店解决方案:** 将硬件和软件服务相结合, 为酒店和住客都提供便利。从酒店方的角度, 为管理人员提供客房设备检测控制功能, 以便实时掌握客房状态, 并与宾客进行信息互动, 及时响应服务需求, 同时可降低酒店运营成本; 而从住客的角度, 则提供从入住到退房的全程自助服务、呼叫酒店服务、控制客房电器功能等。
- **智能楼宇解决方案:** 将视频监控、门禁考勤、智能停车、Wi-Fi 覆盖、设备控制等多个智能化系统融为一体。采用智能楼宇解决方案, 不仅可以削减运营成本, 还能打造高效、便捷、低碳的工作模式。
- **智能家居解决方案:** 以住宅为平台, 利用物联网技术、网络通信技术、安全防范技术、自动控制技术、音视频技术等, 集成相关的家居生活设备, 提升家居生活的安全性、便利性、舒适性和艺术性, 并实现环保节能。控制便捷, 操作简单, 可实现家电、窗帘控制、智能门锁、安防报警等功能。

图 11: 智能家居解决方案



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 12: 智能酒店解决方案



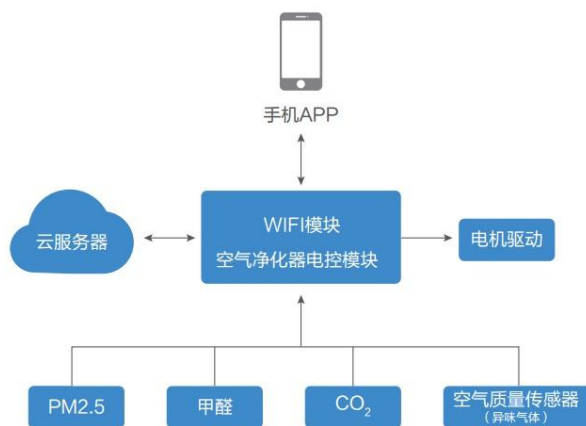
资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

## 向空气净化、净水领域延伸，构建新商业模式

公司近年来逐步在新业务领域包括空气、净水等方面进行布局，17 年拟进一步探索新的商业模式。

- **空气魔方+净化业务：**可分为检测、分析、治理三部分。在检测环节，公司产品可检测出 PM2.5、甲醛、TVOC 等有害气体含量。其中，在二氧化碳的检测中，公司采用了 NDIR 技术，比起传统的电化学检测寿命更长、精度更高。在治理环节，公司则拥空气净化器和新风系统的解决方案。在数据分析方面，公司产品已经介入阿里云、京东云，还可提供定制服务。
- **净水业务：**2015 年 12 月 7 日，公司以 300 万元受让杭州八杯水智能净水科技有限公司 20%的股权，并以 978 万元对八杯水进行增资；增资完成后，公司持有杭州八杯水智能净水科技有限公司 51.51%的股权，成为了其控股股东。八杯水智能净水科技有限公司在水净化领域拥有技术上的优势，在净水滤芯技术、水龙头涉及方面拥有若干专利。公司可在净水滤芯上搭载智能检测模块，与利尔达的智能净水检测系统云平台匹配，收集水质数据，把相关的数据反映到手机 APP 上，充分发挥协同效应，在物联网和智能化领域打开更大的市场。

图 13: 空气净化产品



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 14: 空气净化器



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 15: 智能净水龙头系列

### 适用范围

煮饭、煲汤、冲泡、直饮、洗用



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

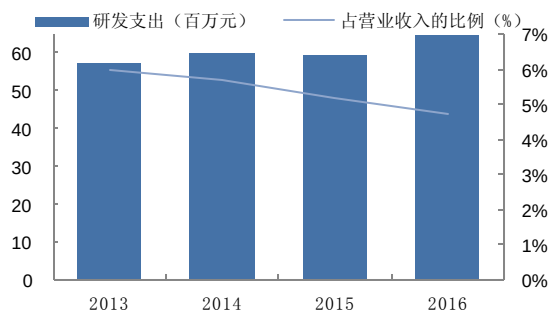
## 技术为本，提升公司核心竞争力

自主研发能力是利尔达的核心竞争优势。多年来，公司一直坚持自主创新，以客户需求为研发基础，以市场化和项目化为导向，以快速开发新产品和提供专业解决方案为目标，始终站在物联网行业嵌入式技术研发的前沿领域。近年来，公司每年在研发方面的投入都超过 5000 万元。

2016 年，公司的研发投入为 6,876 万元，重点研究嵌入式软件系统、无线通信自主协议、传感应用、物联网系统、物联网云平台等核心技术。此外，公司十分注重培养优秀的研发队伍；至今，公司 30% 以上的员工为技术研发人员。公司掌握着所有自有产品的核心技术。截止至 2016 年底，公司拥有 27 项发明专利、223 项实用新型专利、53 项外观设计专利和 154 项软件著作权。

公司还积极参加国家、行业相关规则的制定，是国家物联网基础标准工作组重要成员之一。截至 2017 年初，公司参与 4 项国家标准、3 项行业标准、1 项企业标准的起草，以及 2 项技术相关标准发展报告起草。

图 16: 公司历年研发支出和占比 (百万元, %)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 利尔达智能鞋解决方案



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

## 连通传统行业和互联网企业，引领开拓物联网市场

2014 年起，公司开始致力于帮助传统行业进行转型升级。公司的优势在于具有节点端全面的传感和控制技术、无线传输技术以及人机交互技术，并且具有对各传统行业的触角与经验，与互联网公司的云技术以及用户群形成非常强的互补，并且可以在项目初期实现体系架构和接口协议的标准化。

通过联通传统行业和互联网企业，2015 年，IPG 事业群成功研发了智能童鞋、智能水龙头、智能售货柜、智能文件柜、四表合一无线抄表系统，智能设备管理、智能家电、工业 4.0 人机交互系统，低功耗无线传感网络系统等产品。产品原理是为传统产品加上一个 ID，以实现传统产品转型升级到与互联网云平台连通的商业模式，为传统行业创造了新的转型方向。

例如，利尔达智能童鞋方案，将童鞋制造商和微信、QQ 连接在了一起：扫码关注鞋企公众号并绑定智能芯片，即可实现运动监测、轨迹监测、防丢三大功能。2016 年，公司与李宁、达芙妮、ABC 等鞋厂达成了跨界合作。

此外，公司加大与各行业合作力度，共同推进物联网技术的发展和普及。2014 年，公司的智能显示面板实现市场推广应用，并且作为 JD+ 计划的无线解决方案合作伙伴，提供 WiFi、BT、NFC、Zigbee、小无线等无线硬件解决方案。

2015 年，公司在物联网系统无线技术研发上取得了一系列重大进展：

- 公司的 iBeacon 整体解决方案实现了室内定位、车位反向寻找、微信摇一摇、自主导游等功能，并且与阿里巴巴合作，为阿里巴巴喵街项目提供

iBeacon 硬件设备;

- 针对细分行业推出了 BLE 语音、BTWIFI 二合一、BLE Mesh 等解决方案;
- 设计出了 WIFI 探针, 并与阿里巴巴旗下的 CNZZ 合作, 推出新一代客流统计分析解决方案;
- 研发推出 Lora 无线超远距离技术, 提供稳定、低成本、高可行性的远程抄表方案, 助力城市四表集抄。

2016 年, 公司与各企业强强联合, 并加入各联盟, 提升了行业地位:

- 与中移物联网有限公司达成了全面战略合作, 引入中国移动在物联网领域打通的“云管端”一体化服务体系;
- 加入 LoRaWAN 联盟, 与中兴合作开发 LoRa 技术;
- 加入中国 NB-IoT 产业联盟;
- 与华为签署了 NB-IoT 技术授权协议。
- 加入 ZigBee 联盟;
- 加入智能家居产业联盟;
- 与全球领先的半导体知识产权提供商 ARM 签订了战略合作协议, 共同推动 mbed OS 生态系统在物联网行业中的应用;
- 为推动冷链市场的发展, 与浙江星星家电股份有限公司合作, 基于全程冷链设备监控系统、全冷链云资源管理系统等智慧冷链解决方案以及配套的远程温度采集器、智能网关等硬件产品建立战略合作伙伴关系。

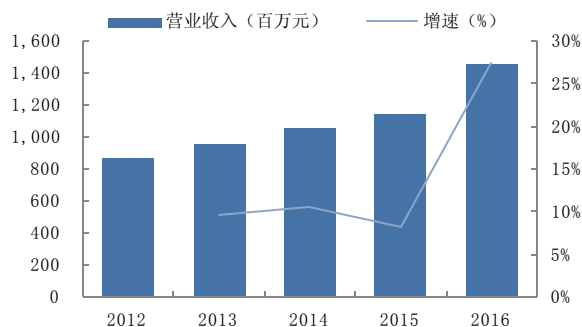
## 营业收入逐年上升, 产品结构日渐优化

### 战略转型期, 新业务展现较好成长性

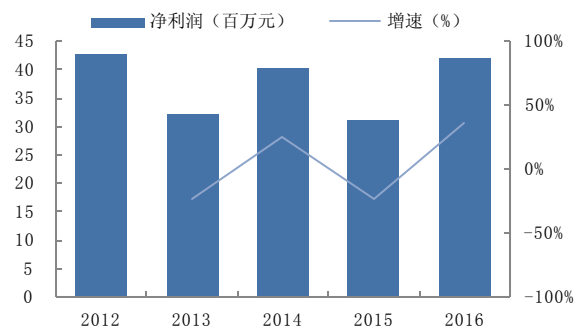
公司营业收入上升稳健, 并于 2016 年达到 14.59 亿人民币, 同比增长 27.44%。收入维持较高增长的同时, 我们也观察到公司收入结构进一步优化。2014 年之前, 公司的传统产品主要包括嵌入式微控制器, 以及集成电路、二极管等。

为实现公司产业结构转型优化, 打造物联网产业链, 提高公司总体盈利能力, 近年来公司重点推进智能硬件产品和系统的研发和推广。

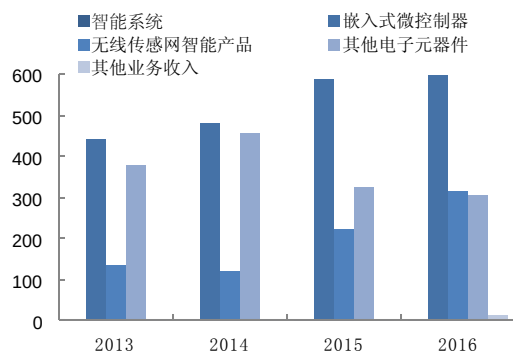
然而, 2015 年和 2016 年, 由于终端需求上升, 导致 ICG 业务其营业额和占比都略有上升; 但同属于传统业务的电子元器件贸易百分比从 2014 年的 43.03% 下降至 2016 年的 20.98%。在新兴事业群中, 无线传感网智能产品占营业额的百分比从 15 年的 19.61% 上升至 16 年的 21.75%; 2015 年, 公司推出了智能系统类产品, 处于起步期。

**图 18: 公司历年营业收入及同比增速 (百万元, %)**


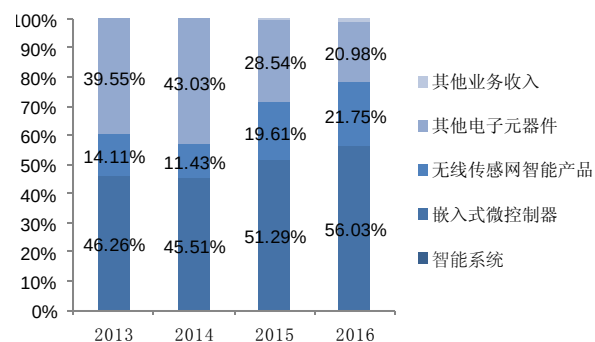
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 19: 公司历年净利润及同比增速 (百万元, %)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 20: 公司历年各类产品收入 (百万元)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 21: 公司历年各类产品收入占总收入百分比 (%)**


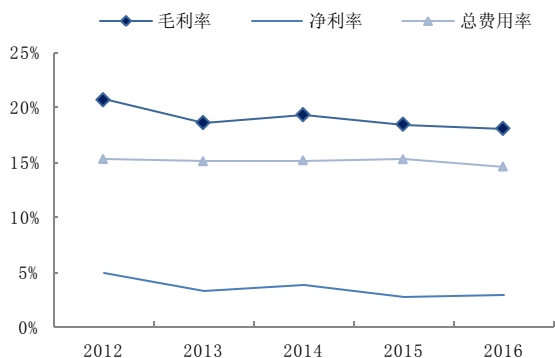
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利能力企稳

近年来,公司的毛利率和净利率波动较小。目前,公司正致力于拓宽核心业务领域,并着重发展高附加值业务领域,这将对公司的整体毛利率产生较大的拉动作用。

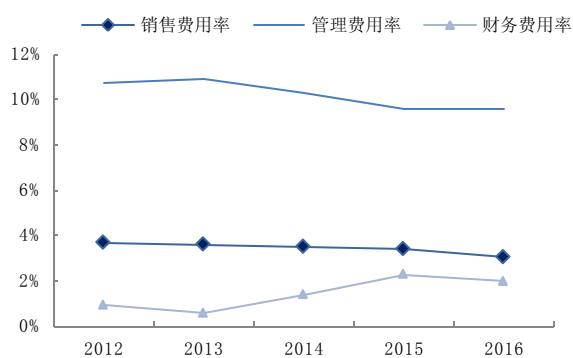
公司历年净利润基本维持稳定,仅 2013 年和 2015 年利润略有下降。13 年主要因公司转型初期,研发投入加大;15 年净利润下滑主要受汇率波动影响。针对未来汇率波动风险,从 2016 年起,公司已开始逐步调整结算方式,并对人民币采取套期保值措施;16 年,公司实现净利润 4,208 万元,同比增长 35.71%。公司历年总费用率较为稳定。其中,从 2013 年起,管理费用率逐年下降,而财务费用率逐年上升。2014 至 2016 年财务费用较高,主要原因为美元升值。2017 年,公司会继续加强调整结算方式,以尽量降低汇率波动带来的损失。

图 22: 公司历年的毛利率、净利率、费用率 (%)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 公司历年的销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

## 物联网行业：接棒互联网，成就下一个时代

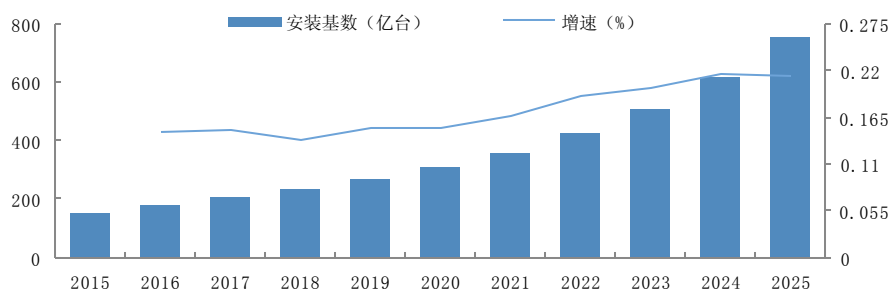
物联网(Internet of Things)这一概念,是由 MIT 于 20 世纪末首次提出的。当时,物联网被定义为“万物互联”,然而随着外界对物联网关注的增加以及科技的发展,物联网每天都在被重新定义。

一般来说,现今的物联网技术,是指通过射频识别(RFID)、红外感应器、全球定位系统、激光扫描器等信息传感设备,按约定的协议,将任何物品与互联网相连接,进行信息交换和通讯,以实现智能化识别、定位、追踪、监控和管理的一种网络技术,是在互联网技术的基础上进行延伸和扩展的。物联网技术体系可分为三个层次:感知层、网络层和应用层。

### 应用领域扩宽，市场前景巨大

物联网用户端延伸和扩展到了任何物品和物品之间,进行信息交换和通讯。因此,物联网用途广泛,可运用于城市公共安全、工业安全生产、环境监控、智能交通、智能家居、公共卫生、健康监测等多个领域,是继计算机、互联网与移动通信网之后的信息产业第三次浪潮,开发应用前景巨大,已被列为我国五大新兴战略性新兴产业之一。

图 24: 全球物联网安装基数及增速 (亿台, %)



资料来源: IHS、国信证券经济研究所整理

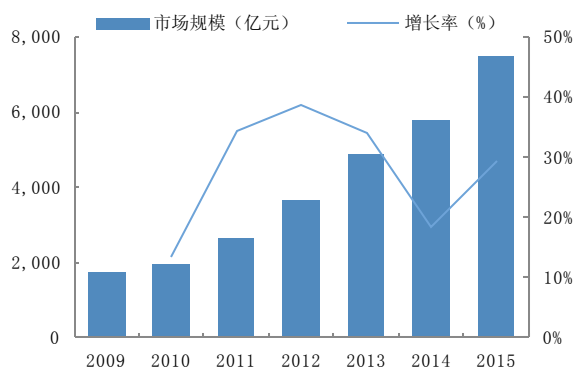
根据 Gartner 的预测,未来相关零部件成本将不断降低,导致在设备上加入物联网功能的成本将会大幅下降,因此在未来五年到十年内,各领域企业将增强对物联网技术的应用,并加大在物联网技术的产品和服务上的支出。Forrester 认为,交通运输、政府部门的安保与监控零售和库存管理,以及初级制造业的

工业资产管理将是未来物联网增长的热门领域。据麦肯锡估计，2015 年，全球物联网市场总规模为 9 亿美元，而 2020 年将达 37 亿美元，复合年均增长率为 32.6%。

### 带动 MCU 市场增长

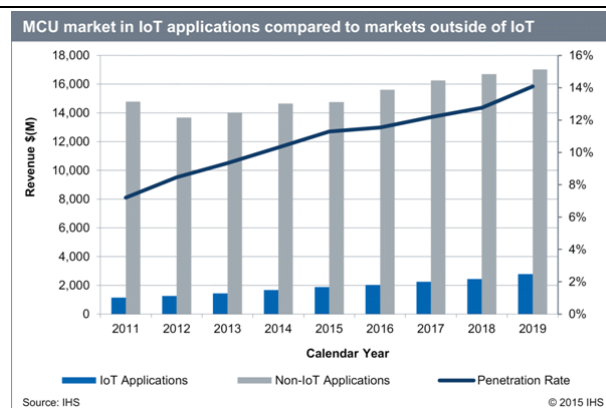
微控制器（MCU）在物联网产业中运用广泛，是连接用小型节点、传感器的基础平台，因此，物联网产业的兴起也将带动 MCU 市场的发展。据 IHS 统计，自 2011 年至 2019 年，在全球 MCU 市场中，应用于物联网行业的份额逐年攀升，具体应用领域主要为连网汽车、可穿戴电子设备、建筑物自动化等。

图 25：中国物联网行业市场规模和增速（亿元，%）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 26：物联网带动 MCU 市场增长



资料来源：IHS、国信证券经济研究所整理

### 国内市场：起步早，发展快

中国是最早布局物联网的国家之一，今年已主导完成 200 多项物联基础重点运用国际标准立项，具有国际标准制定话语权。《2015-2016 年中国物联网发展年度报告》认为，我国物联网应用正从政策扶持期逐步步入市场主导期，工业、物流、安防、交通、电力、家居等应用服务市场已初具规模；现今，中国已成为全球物联网发展最为活跃的地区之一。未来，我国制造企业将加快向数字化、网络化、智能化转型，届时物联网技术将面临更广阔的市场需求。

其中，微控制器（MCU）在物联网产业中运用广泛，是连接用小型节点、传感器的基础平台，因此，物联网产业的兴起也将带动 MCU 市场的发展。据 IHS 统计，自 2011 年至 2019 年，在全球 MCU 市场中，应用于物联网行业的份额逐年攀升，具体应用领域主要为连网汽车、可穿戴电子设备、建筑物自动化等。

表 5：中国物联网的演进路径

|      | 结构特点                          | 物联网                           | 泛在网                             |
|------|-------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
| 定义   | 将通信模块植入机器，将机器联入网络             | 将传感器设备植入物体，将物体连入网络            | 物-物，人-物相连，人-人互连                 |
| 感知能力 | 条形码+RFID+传感器+摄像头+通信模块，信息的有限感知 | 传感器网络+智能通信芯片+条形码+RFID+传感器+摄像头 | 无线传感器网络+智能通信芯片+条形码+RFID+传感器+摄像头 |
| 通信能力 | 移动通信技术，信息有限传送                 | 宽带移动通信技术+传感器网络                | IPV6 网络+宽带通信技术+无线传感网络           |
| 应用场景 | 终端体积、终端供电能力弱，应用受限             | 受限范围小，应用丰富                    | 任何时间、地点及各行业的泛在应用                |

资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

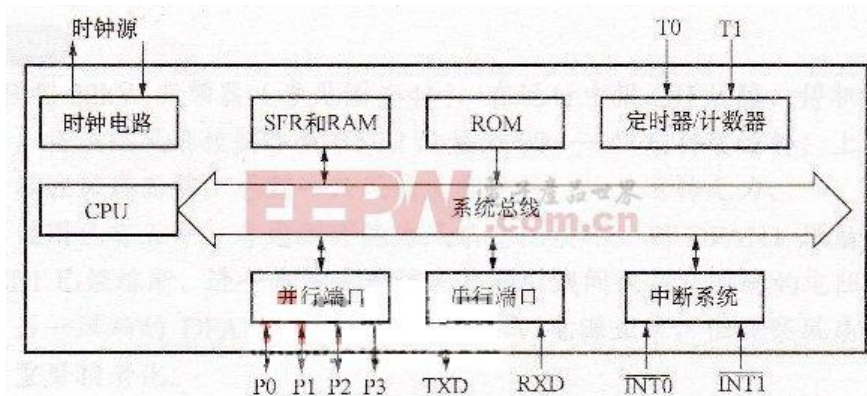
### 微控制器行业：未来将稳定增长

微控制器（Micro Control Unit，简称 MCU），又称单片微型计算机或单片机。MCU 是集成电路（IC）的一种，是指随着大规模集成电路的出现及其发展，将

计算机的 CPU、RAM、ROM、定时计数器和多种 I/O 接口集成在一片芯片上所形成芯片级的计算机。MCU 集成了自动控制技术、微电子技术、电力电子技术、传感技术、通讯技术等诸多技术门类，是各种系统控制的核心，其作用为协调各系统和显示、键盘、传感器、电机等周边器件的操作。

全球第一块 MCU 问世于 1975 年。在经历了四十余年的发展后，MCU 技术目前已应用于网络通信、消费电子、工业控制等各个领域。MCU 根据数据总线宽度分类，可分为 8 位、16 位和 32 位机；按照存储器类型的不同可分为无片内 ROM 型和带片内 ROM 型；按照用途，则可分为专用型和通用型。

图 27: MCU 结构组成示意图



资料来源:电子产品世界、国信证券经济研究所整理

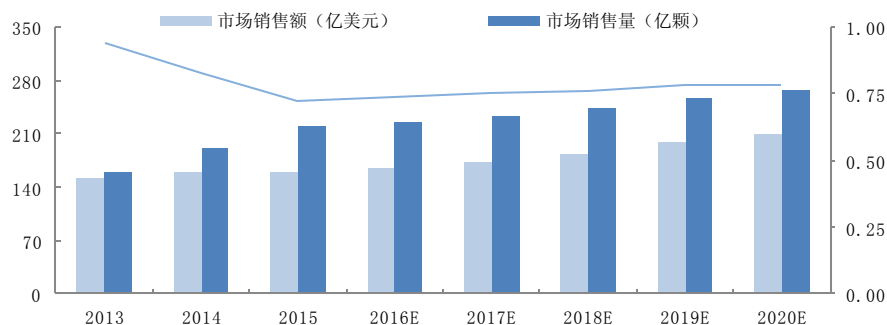
## 全球市场：未来几年内稳步扩大

据 IC Insights 的统计，2013 年，MCU 全球市场的销售额为 152 亿美元，销售单价为 0.94 美元/颗；在接下来的两年内，价格累计下降了 23%，到 2015 年已跌至 0.72 美元/颗；但销量方面仍录得 15.71% 的提升。

虽然 2015 年销售额增长较低，但自 2013 年至 2015 年，全球市场一直处于增长态势，并且自 2017 年至 2019 年，销售额将屡创新高，并迎来加速增长。IC Insights 预测，2016 年销售额增长率为 4.4%，而 2017、2018、2019 年增长率将分别为 4.8%、5.7% 和 8.7%。

2015 年至 2020 年五年内，微控制器销售额从 159 亿美元增长至 209 亿美元，复合年均增长率为 5.5%。此外，未来几年内，MCU 的单价小幅上升，从 2016 年的 0.74 美元/颗逐渐上升到 2020 年的 0.78 美元/颗。

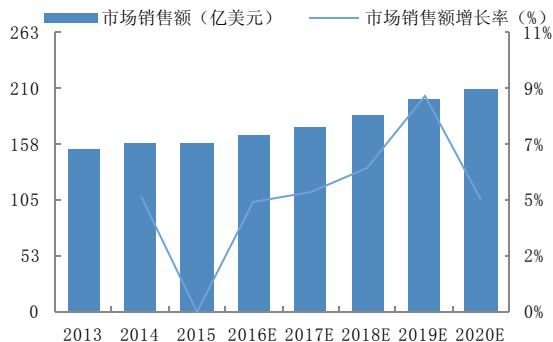
图 28: 全球 MCU 市场规模和销售价格走势（亿美元，亿颗，%）



资料来源:IC Insights、国信证券经济研究所整理

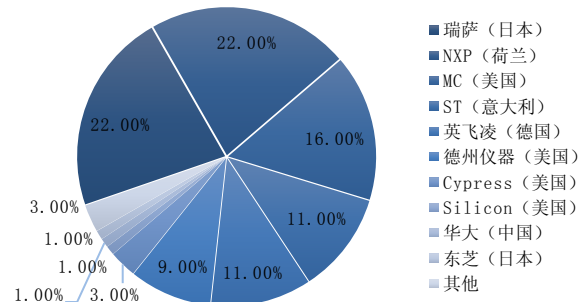
从全球角度来看，微控制器主要运用于汽车电子、工业控制和计算机业，所占需求份额分别为 33%、25%和 23%。MCU 的全球市场份额主要集中于前十家供应商，这些公司主要来自美国、日本和欧洲，共同占据了 97%的市场份额。据 IHS 统计，日本 MCU 制造商瑞萨（Renesas）、荷兰的恩智浦（NXP）和美国的 MC 占据了世界前三的位置，市场份额分别为 22%、22%和 16%，相加起来为全球份额的 60%。其中，瑞萨的产品在移动通信、汽车电子和 PC/AV 领域在全球处于领先地位，而恩智浦拥有世界领先的嵌入式应用安全连接技术，在互联网汽车、物联终端等智能安全互联应用市场具有显著优势。

图 29: 全球 MCU 市场销售额以及增速 (亿美元, %)



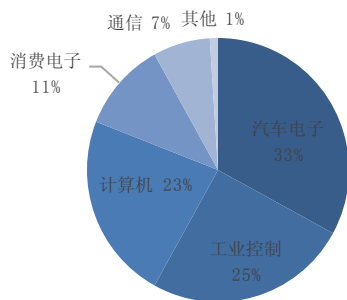
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3031: 全球 MCU 市场份额分布



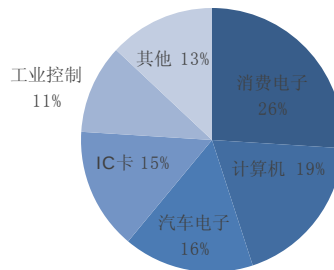
资料来源: IHS、国信证券经济研究所整理

图 32: 全球 MCU 市场应用领域分布



资料来源: 集微网、国信证券经济研究所整理

图 33: 中国 MCU 市场应用领域分布

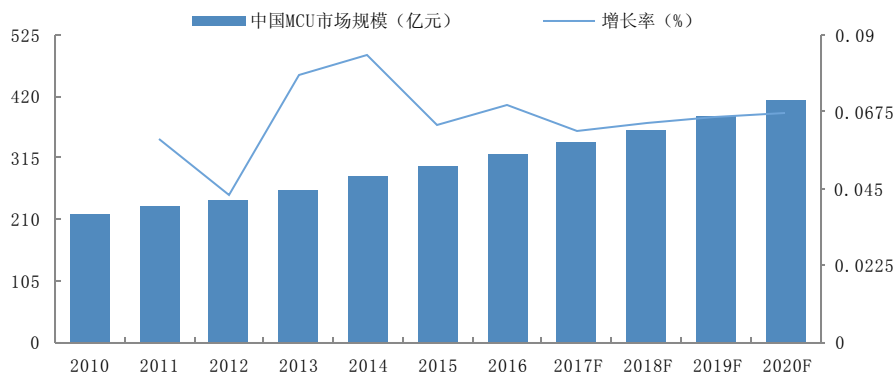


资料来源: IHS、国信证券经济研究所整理

### 中国市场: 增速高于全球平均值

据前瞻产业研究院统计和预测，自 2010 年至今，中国 MCU 市场稳步扩大，并且未来五年内，市场销售额也将逐年上升。从 2013 年至 2020 年，除 2019 年外，中国 MCU 市场的增速都高于同期全球 MCU 市场增速。2016 年至 2020 年，国内 MCU 市场规模将从 322 亿元人民币增长到 414 亿元人民币，复合年均增长率为 6.48%。

图 34: 中国 MCU 市场规模增长率 (亿元, %)



资料来源:前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

### 下游产业蓬勃发展，对 MCU 需求稳定

在我国，消费电子为 MCU 应用领域之首，其次为计算机和汽车电子，分别占据了 26%、19%和 16%的份额。中国是全球最大的消费电子产品制造中心。在家用电器方面，中国汇聚了全球大部分产能。近年来，国内家电品牌如海尔、美的、TCL、海信等不断推进产品升级，加大科技创新力度，并且在全球范围内开拓市场；此外，中国手机制造商的移动终端能力等方面在全球处于领先地位，已逐渐主导移动通信领域的发展。据 TrendForce 统计，2017 年第一季度，华为、OPPO 和 VIVO 分别占据了全球市场份额的第三至五名，仅次于三星和苹果。未来，随着中国制造业的转型升级，MCU 将拥有稳定的需求量。

### 国外厂商占据主导地位，国内厂商迅速发展

据 IHS Markit 估计，2016 年中国 MCU 市场中，恩智浦占据 15%的销售额，排名第一；其次分别是 ST、微芯、瑞萨，和英飞凌。份额排名前十的厂商均来自国外，且仅排名前五的厂商就占据了中国市场的 50%以上。然而近年来，国内 MCU 生产企业保持着良好的增速，本土代表企业有中颖电子，兆易创新和晟矽微电子等。

### 产业链分析：下游客户未来需求将增长

嵌入式微控制器和其相关应用产品的上游行业主要为各种电子元器件材料，包括集成电路、传感器、结构件等。其中，集成电路是基础上游市场。在电子元器件中，诸如电容电阻、二极管 / 三极管、晶振等器件市场已发展成熟，市场供应量、质量、价格都趋于稳定。利尔达向下游客户提供微控制器和适用于不同应用领域的程序。下游行业则涉及到各类直接面对终端消费者的制造业，如消费电子类、计算机、汽车电子等。因此，下游行业对 MCU 和相关应用产品的需求取决于宏观经济的发展和各类行业产业、产品升级的需要。目前，利尔达的 MCU 客户主要为智能电表行业企业、智能医疗设备产品制造商。

图 35: MCU 行业所处产业链



资料来源:公司转让说明书、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

## 行业政策：物联网行业未来发展重点

2011 年 2 月，国务院发布了《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》，从财税、投资融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场七个方面，为**集成电路产业发展**提供了优惠政策。

2012 年 7 月 9 日，国务院印发了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，将**高性能集成电路工程**，以及**物联网和云计算工程**都列入了二十个重大工程内。在高性能集成电路方面，强化国产芯片和软件的集成应用，并加快提升国家级集成电路研发公共服务平台的水平和能力；在物联网方面，要求**构建物联网基础和共性标准体系，突破重要技术，组织关键技术研发和产业链建设**。此外，拟在典型领域开展基于创新产品和解决方案的物联网示范应用，培育和壮大物联网新兴服务业，加强物联网安全保障能力建设。

2016 年，国家“十三五”规划纲要出台。“十三五”将**夯实互联网应用基础**作为目标，将积极推进物联网发展：“推进物联网感知设施规划布局，**发展物联网开环应用**。推进信息物理系统关键技术研发和应用。建立‘互联网+’标准体系，加快互联网及其融合应用的基础共性标准和关键技术标准研制推广，增强国际标准制定中的话语权”。并且，纲要还提出，在加快新型城市建设方面，应“**加强现代信息基础设施建设，推进大数据和物联网发展，建设智慧城市**。”；在农业信息化建设方面，应**推进农业物联网应用，提高农业智能化和精准化水平**。

2016 年 12 月 18 日，工业和信息化部印发了《信息通信行业发展规划（2016 - 2020 年）》，提出了具体的发展目标：到 2020 年，我国应“**突破物联网、大数据、云计算技术瓶颈，关键技术基本实现安全可控**”。未来几年中，将**夯实物联网应用基础设施**列为发展重点：“充分利用现有信息通信基础设施，**增强窄带物联网（NB-IoT）接入支撑能力**。……结合通信网络设施建设，同步部署视频采集终端、RFID 标签、多类条码、复合传感器节点等多种物联网感知设施。”。此外，在物联网应用方面，规划支持推动**物联网应用纵深发展**，主张进一步发挥信息通信企业在物联网产业链中的整合和牵引作用，支持各类物联网运营服务平台建设，并强化物联网技术在工业、农业、交通、能源等行业领域的广泛覆盖和深度应用。

**表 6：物联网行业代表公司所属类别**

| 公司名称 | 产品及服务                                                | 分类               |
|------|------------------------------------------------------|------------------|
| 捷顺科技 | 从事智能出入口控制与管理产品的研发、生产、销售和服务。                          | 软件和信息技术服务业       |
| 金点物联 | 以物联网技术为基础，推动智慧城市运营，提供群众游行集结疏散决策系统、一氧化碳有毒有害气体预警防控系统等。 | 信息系统集成服务         |
| 骐俊股份 | 提供无线通信技术的物联网综合解决方案，可用于智能家居、智能交通、智能公用、移动支付等物联网细分领域。   | 通信终端设备制造         |
| 思创医惠 | 提供无线射频识别系统(RFID)定制化硬件产品和行业应用解决方案。                    | 计算机、通信和其他电子设备制造业 |
| 中颖电子 | 从事以 MCU 为主的 IC 产品的设计和制造，并提供相关的售后服务及技术服务。             | 计算机、通信和其他电子设备制造业 |
| 新天科技 | 从事民用智能计量仪表及系统的研发、生产、销售和服务，主要产品有智能水表、热量表、智能燃气表及智能电表。  | 仪器仪表制造业          |
| 金卡智能 | 智能燃气表及燃气计量管理系统的研发、生产、销售。                             | 仪器仪表制造业          |
| 汉威电子 | 销售多门类传感器、仪器仪表，提供物联网行业应用的完整解决方案。                      | 仪器仪表制造业          |

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

**表 7：MCU 行业可比公司**

| 代码        | 名称        | FY16 收入(百万元)     | FY16 净利润(百万元)    | FY16 毛利率(%)  | FY16 净利率(%)  |
|-----------|-----------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| 300259.SZ | 新天科技      | 50,594.59        | 11,058.83        | 43.69        | 43.35        |
| 833504.OC | 骐俊股份      | 26,050.43        | 487.26           | 11.71        | 1.87         |
| 300349.SZ | 金卡智能      | 85,425.18        | 9,594.53         | 42.36        | 11.23        |
| 002609.SZ | 捷顺科技      | 78387.55         | 18322.61         | 54.77        | 23.37        |
| 300078.SZ | 思创医惠      | 108,996.59       | 18,863.92        | 46.61        | 17.31        |
|           | <b>平均</b> | <b>69,890.87</b> | <b>11,665.43</b> | <b>39.83</b> | <b>19.43</b> |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 风险提示

公司进口器件占比较大，汇兑风险较大；

行业竞争日趋激烈，国内外众多企业争相布局物联网事业。

## 特别提示

国信证券股份有限公司是利尔达的主板券商，以及做市商之一。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2016        | 2017E       | 2018E       | 2019E       | 利润表（百万元）         | 2016      | 2017E     | 2018E      | 2019E      |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-----------|-----------|------------|------------|
| 现金及现金等价物         | 87          | 157         | 228         | 347         | 营业收入             | 1459      | 1797      | 2143       | 2486       |
| 应收款项             | 376         | 443         | 499         | 545         | 营业成本             | 1194      | 1462      | 1731       | 2000       |
| 存货净额             | 169         | 199         | 236         | 273         | 营业税金及附加          | 7         | 8         | 10         | 11         |
| 其他流动资产           | 6           | 7           | 9           | 10          | 销售费用             | 44        | 58        | 65         | 76         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>637</b>  | <b>806</b>  | <b>971</b>  | <b>1175</b> | 管理费用             | 140       | 177       | 211        | 242        |
| 固定资产             | 186         | 182         | 182         | 171         | 财务费用             | 29        | 14        | 13         | 10         |
| 无形资产及其他          | 18          | 17          | 16          | 16          | 投资收益             | (2)       | 0         | 0          | 0          |
| 投资性房地产           | 318         | 318         | 318         | 318         | 资产减值及公允价值变动      | (3)       | 0         | 0          | 0          |
| 长期股权投资           | 23          | 23          | 23          | 23          | 其他收入             | 0         | 0         | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>1182</b> | <b>1346</b> | <b>1511</b> | <b>1703</b> | 营业利润             | 39        | 79        | 113        | 147        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 200         | 230         | 230         | 230         | 营业外净收支           | 9         | 0         | 0          | 0          |
| 应付款项             | 358         | 438         | 528         | 627         | <b>利润总额</b>      | <b>48</b> | <b>79</b> | <b>113</b> | <b>147</b> |
| 其他流动负债           | 53          | 64          | 76          | 88          | 所得税费用            | 6         | 10        | 14         | 18         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>611</b>  | <b>732</b>  | <b>834</b>  | <b>945</b>  | 少数股东损益           | (1)       | (2)       | (3)        | (4)        |
| 长期借款及应付债券        | 134         | 134         | 134         | 134         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>43</b> | <b>71</b> | <b>102</b> | <b>132</b> |
| 其他长期负债           | 13          | 13          | 13          | 13          |                  |           |           |            |            |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>147</b>  | <b>147</b>  | <b>147</b>  | <b>147</b>  |                  |           |           |            |            |
| <b>负债合计</b>      | <b>758</b>  | <b>878</b>  | <b>981</b>  | <b>1092</b> |                  |           |           |            |            |
| 少数股东权益           | 4           | 3           | 1           | (1)         |                  |           |           |            |            |
| 股东权益             | 421         | 465         | 529         | 612         |                  |           |           |            |            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1182</b> | <b>1346</b> | <b>1511</b> | <b>1703</b> |                  |           |           |            |            |

| 现金流量表（百万元）     | 2016         | 2017E       | 2018E       | 2019E       |
|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润            | 43           | 71          | 102         | 132         |
| 资产减值准备         | (5)          | 0           | 0           | 0           |
| 折旧摊销           | 0            | 20          | 21          | 22          |
| 公允价值变动损失       | 3            | 0           | 0           | 0           |
| 财务费用           | 29           | 14          | 13          | 10          |
| 营运资本变动         | 74           | (9)         | 8           | 27          |
| 其它             | 4            | (1)         | (2)         | (2)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>119</b>   | <b>80</b>   | <b>129</b>  | <b>178</b>  |
| 资本开支           | (6)          | (15)        | (20)        | (10)        |
| 其它投资现金流        | 0            | 0           | 0           | 0           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>17</b>    | <b>(15)</b> | <b>(20)</b> | <b>(10)</b> |
| 权益性融资          | 0            | 0           | 0           | 0           |
| 负债净变化          | (18)         | 0           | 0           | 0           |
| 支付股利、利息        | (16)         | (26)        | (38)        | (49)        |
| 其它融资现金流        | (42)         | 30          | 0           | 0           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(110)</b> | <b>4</b>    | <b>(38)</b> | <b>(49)</b> |
| <b>现金净变动</b>   | <b>26</b>    | <b>69</b>   | <b>71</b>   | <b>119</b>  |
| 货币资金的期初余额      | 62           | 87          | 157         | 228         |
| 货币资金的期末余额      | 87           | 157         | 228         | 347         |
| 企业自由现金流        | 131          | 76          | 119         | 176         |
| 权益自由现金流        | 72           | 95          | 108         | 167         |

| 关键财务与估值指标     | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.28 | 0.46  | 0.66  | 0.86  |
| 每股红利          | 0.11 | 0.17  | 0.25  | 0.32  |
| 每股净资产         | 2.74 | 3.03  | 3.45  | 3.99  |
| ROIC          | 8%   | 11%   | 15%   | 20%   |
| ROE           | 10%  | 15%   | 19%   | 22%   |
| 毛利率           | 18%  | 19%   | 19%   | 20%   |
| EBIT Margin   | 5%   | 5%    | 6%    | 6%    |
| EBITDA Margin | 5%   | 6%    | 7%    | 7%    |
| 收入增长          | 27%  | 23%   | 19%   | 16%   |
| 净利润增长率        | 40%  | 63%   | 44%   | 30%   |
| 资产负债率         | 64%  | 65%   | 65%   | 64%   |
| 息率            | 1.5% | 2.3%  | 3.4%  | 4.4%  |
| P/E           | 25.9 | 15.9  | 11.0  | 8.5   |
| P/B           | 2.7  | 2.4   | 2.1   | 1.8   |
| EV/EBITDA     | 25.8 | 17.9  | 14.3  | 12.4  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                            |
|------------|----|-------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上     |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间     |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上     |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上   |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间   |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上   |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

| 华北区（机构销售一部）                                                        | 华东区（机构销售二部）                                                            | 华南区（机构销售三部）                                                         | 海外销售交易部                                                              |
|--------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| <b>李文英</b><br>010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn | <b>汤静文</b><br>021-60875164<br>13636399097<br>tangjingwen@guosen.com.cn | <b>邵燕芳</b><br>0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn  | <b>赵冰童</b><br>0755-82134282<br>13693633573<br>zhaobt@guosen.com.cn   |
| <b>王 玮</b><br>13726685252                                          | <b>吴 国</b><br>15800476582                                              | <b>赵晓曦</b><br>0755-82134356<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn | <b>梁 佳</b><br>0755-25472670<br>13602596740<br>liangjia@guosen.com.cn |
| <b>许 婧</b><br>18600319171                                          | <b>梁轶聪</b><br>021-60873149<br>18601679992<br>liangyc@guosen.com.cn     | <b>颜小燕</b><br>0755-82133147<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn   | <b>程可欣</b><br>886-0975503529(台湾)<br>chengkx@guosen.com.cn            |
| <b>边祎维</b><br>13726685252                                          | <b>倪 婧</b><br>18616741177                                              | <b>黄明燕</b><br>18507558226                                           | <b>夏 雪</b><br>18682071096                                            |
| <b>王艺汀</b><br>13726685252                                          | <b>林 若</b><br>13726685252                                              | <b>刘紫微</b><br>13828854899                                           | <b>吴翰文</b><br>13726685252                                            |
| <b>陈雪庆</b><br>18150530525                                          | <b>张南威</b><br>13726685252                                              | <b>简 洁</b><br>13726685252                                           |                                                                      |
| <b>杨云崧</b><br>18150530525                                          | <b>周 鑫</b><br>13726685252                                              | <b>欧子炜</b><br>18150530525                                           |                                                                      |
| <b>赵海英</b><br>010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn  | <b>张欣慰</b><br>13726685252                                              |                                                                     |                                                                      |