

拓邦股份（002139）：锐意进取的智能控制器龙头

审慎推荐(首次)

电子

当前股价：4.44 元

报告日期：2018 年 8 月 17 日

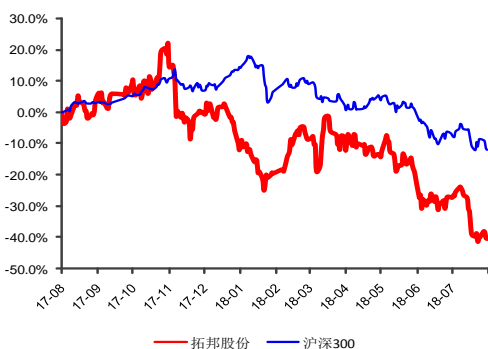
主要财务指标（单位：百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,683	3,471	4,407	5,487
(+/-)	46.8%	29.4%	27.0%	24.5%
营业利润	260	310	421	563
(+/-)	57.7%	19.5%	35.6%	33.7%
归属母公司 净利润	210	250	345	467
(+/-)	45.5%	19.1%	38.0%	35.3%
EPS（元）	0.21	0.25	0.34	0.46
市盈率	21.6	18.1	13.1	9.7

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	101,979 / 78,393
流通市值（亿元）	34.81
每股净资产（元）	2.10
资产负债率（%）	42.0

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：徐鹏

执业证书编号：S1050516020001

电话：021-54967573

邮箱：xupeng@cfsc.com.cn

● **细分领域龙头，管理水平优异。**拓邦股份是国内智能控制器龙头企业，同时拥有高效电机和锂电池业务，形成“一体两翼”业务布局。公司注重核心技术，研发人员数量和研发投入均超出可比上市公司。公司具有优秀的管理能力和成本控制能力，盈利能力在同行中处于领先水平。

● **控制器附加值正在逐步提升。**电子产品功能越来越多，智能化程度越来越高，控制系统的复杂度随之上升。控制器作为电子产品的“大脑”，其附加值也在逐步提升。以家电领域的电饭煲为例，其发展过程沿着机械式、自动机械、电子式等路径发展，功能多样化、智能化和物联化是未来的趋势，带动控制器附加值不断提升。

● **物联网的快速发展将推动智能控制器行业进入长景气周期。**我们预计物联网的发展会经历4个阶段，即硬件技术的积累和突破、里程碑产品的出现、巨头加入、商业模式成型。目前，我们正进入第二和第三阶段，即里程碑产品逐渐出现、巨头纷纷加入。智能控制器是物联网大数据平台的基本数据和控制单元，它承载着数据收集、预处理、控制和传输的功能，是物联网的不可或缺的核心部件。阿里、小米等巨头们在物联网的加大投入将加速行业的发展，推动智能控制器行业进入长景气周期。

● **技术快速迭代和智能化趋势下，专业分工模式将提升产业链的效率。**目前，我国家电企业产品自制比例较高，但随着科技行业技术迭代加速，产品生命周期变短，产品品类更加多元化，生产设备更加容易被淘汰，垂直整合模式受到越来越多的挑战。在专业分工模式下，由于不同种类产品在制造后端设备中存在较强的共享性和通用性，因此能够更好地发挥规模效应，也更能适应不断加快的技术迭代速度，从而提升产业链的效率。在生产端采用专业分工模式并取得巨大成功的“小米模式”有望成为行业的鲶鱼效应，带动专业分工模式比例的提升。公司作为专业的控制器龙头生产商，拥有更加专业的控制器设计经验，研发能力较强、管理能力优异，能够更好地适应技术迭代加快和智能化的趋势。

● **2018H1 增速虽下滑，但不利因素正逐渐消除。**2018 年 H1 公司实现营业收入 15.4 亿元，同比增长 28.2%；实现归母净利润



1.10 亿元，同比增长 16.7%。分季度来看，公司 2018Q2 实现营业收入 8.56 亿元，同比增长 27.4%，实现归母净利润 6709 万元，同比增长 14.6%。2018H1 公司综合毛利率 19.78%，比去年同期下降 4.87 个百分点。2018H1 盈利能力下滑的原因主要包括：1) 汇率因素；2) 公司部分产能正在从深圳搬至惠州，导致成本及费用增加；3) 部分原材料涨价。展望未来，人民币已经结束了今年前 4 月的升值趋势，汇率因素对公司盈利能力的影响将逐步消除；产能搬迁因素是阶段性的，其影响将逐步减弱；虽然部分原材料紧缺可能会持续至今年底，但从长远看，电子元器件等原材料紧缺将导致体量较弱小的竞争对手失去市场份额甚至退出，从而推动行业集中度的上市，有利于行业龙头扩大市场份额。

● **盈利预测与评级：**我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.25、0.34 和 0.46 元/股，公司股价对应 2018-2020 年的 PE 分别为 18.1、13.1 和 9.7 倍。可比上市公司和而泰与和晶科技股价对应市场一致预期 2018 年 PE 平均值为 24.4 倍，公司估值相对较低。我们预计公司未来几年将处于快速增长的通道，印度产能的释放将在一定程度上抵御中美贸易摩擦潜在的不利影响。我们首次给予公司“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**(1) 智能控制器行业需求低于预期；(2) 行业竞争加剧导致盈利能力下滑；(3) 贸易摩擦加剧；(4) 系统性风险。



目录

1. 智能控制器龙头企业，管理水平优异	5
1.1 公司简介: 专注智能控制器领域，铸就行业龙头	5
1.2 布局高效电机及锂电池业务，提供一体化解决方案	7
1.3 公司注重核心技术，管理水平优异	7
1.4 2018H1 增速虽下滑，但不利因素正逐渐消除	8
2. 控制器附加值正逐步提升	9
3. 公司将受益于行业专业分工模式的发展	10
4. 物联网将推动智能控制器行业进入长景气周期	12
4.1 移动互联网的发展历程	12
4.2 物联网是互联网的未来	13
4.3 巨头纷纷进军物联网	13
4.4 物联网的发展提升智能控制器的需求及附加值	15
5. 公司盈利预测与估值	16
6. 风险提示	18



图表目录

图表 1 公司发展历程及未来规划	5
图表 2 公司部分智能控制器产品	5
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 公司营收划分 (2017 年).....	6
图表 5 可比上市公司 2017 年智能控制器业务收入比较.....	6
图表 6 公司收入结构	6
图表 7 公司营业收入及净利润	6
图表 8 公司高效电机产品	7
图表 9 公司锂电池产品	7
图表 10 可比公司研发人员 (2017 年)	7
图表 11 可比公司研发投入 (2017 年)	7
图表 12 可比公司毛利率	8
图表 13 可比公司净利润率	8
图表 14 可比公司销售费用率	8
图表 15 可比公司管理费用率	8
图表 16 电饭煲样式的演化	9
图表 17 电饭煲功能的演化	9
图表 18 米家压力 IH 电饭煲提供 3000+种烹饪曲线	9
图表 19 智能电饭煲越来越受欢迎	10
图表 20 普通电饭煲主板控制器	10
图表 21 米家 IH 压力电饭煲主板控制器	10
图表 22 国际家电品牌厂商更倾向于采用代工模式.....	11
图表 23 我国家电企业产品自制比率较高	11
图表 24 小米自研智能硬件产品的业务模式.....	12
图表 25 移动互联网的发展历程	13
图表 26 互联网的发展 (PC 互联、移动互联、万物互联)	13
图表 27 物联网的发展已经进入到第二和第三阶段: 里程碑产品逐渐出现、巨头纷纷加入.....	14
图表 28 阿里高调宣布进军物联网	14
图表 29 小米 IoT 平台接入设备已超过 8500 万台.....	15
图表 30 小米 IoT 全体系平台能力分享.....	15
图表 31 物联网与智能控制器	15
图表 32 边缘计算与云计算的关系	16
图表 33 阿里 IoT 战略包含边缘计算架构.....	16
图表 34 公司盈利预测假设 (收入和成本部分单位: 万元)	16
图表 35 可比公司估值 (截止 2018 年 8 月 16 日)	17
图表 36 公司财务模型	18

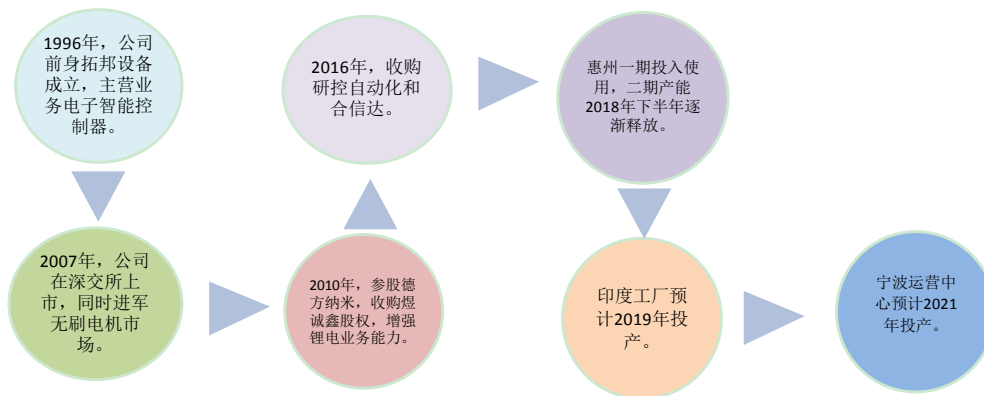


1. 智能控制器龙头企业，管理水平优异

1.1 公司简介: 专注智能控制器领域，铸就行业龙头

拓邦股份是国内智能控制龙头企业，同时拥有高效电机和锂电池业务，形成“一体两翼”业务布局。公司的产品广泛应用于家庭、工业、医疗等领域，销售遍及全球几十个国家。公司在提供 OEM/ ODM / JDM 服务的过程中积累了大量优质客户，是行业领先的智能控制器和系统智能化解决方案提供商。

图表 1 公司发展历程及未来规划



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

公司的核心主业智能控制器产品种类众多，涵盖范围广泛，包括家电、电动工具、医疗器械、工业控制、家居护理、冰洗卫浴、驱动电源等多个领域。公司 500 多家客户遍布全球各地，呈现“纺锤形”的客户结构。在战略上，公司将重点加强各细分领域领先的、大型和中型客户服务，做大做多头部客户群。

图表 2 公司部分智能控制器产品

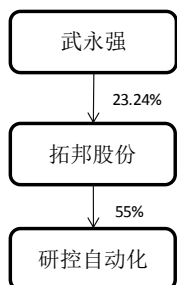


资料来源：公司官网，华鑫证券研发部



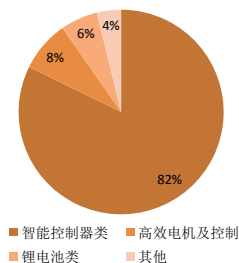
公司股权结构较为简单，第一大股东为武永强先生，直接持有公司 23.23% 的股权。公司目前主要有三大产品：智能控制器、高效电机及控制和锂电池。其中，智能控制器是公司的传统优势业务也是收入占比最大的板块。2017 年，三块业务的收入占比分别为 82.2%、8.1% 和 5.9%。

图表 3 公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

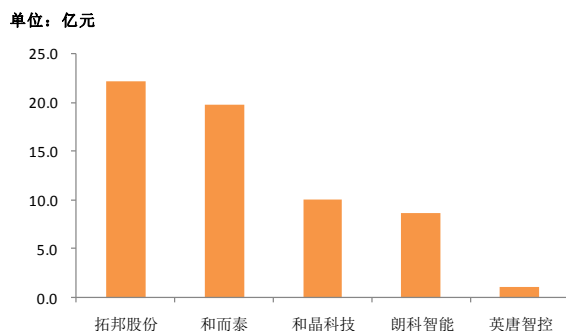
图表 4 公司营收划分 (2017 年)



资料来源：公司定期报告、华鑫证券研发部

公司是国内智能控制器行业龙头上市公司。2017 年智能控制器业务收入进行比较来看，公司智能控制器业务收入 22.1 亿元，是行业龙头企业。

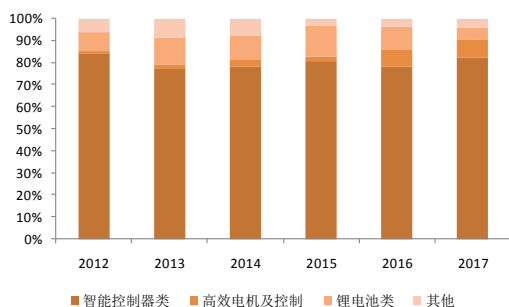
图表 5 可比上市公司 2017 年智能控制器业务收入比较



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

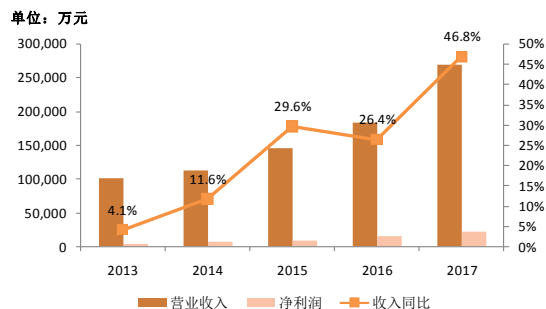
近 5 年来，公司主营业务保持较快速度的成长，叠加对深圳合信达和研控自动化的并购，2012-2017 年公司营收 CAGR 22.8%，归母净利润增速 44.4%。

图表 6 公司收入结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 7 公司营业收入及净利润



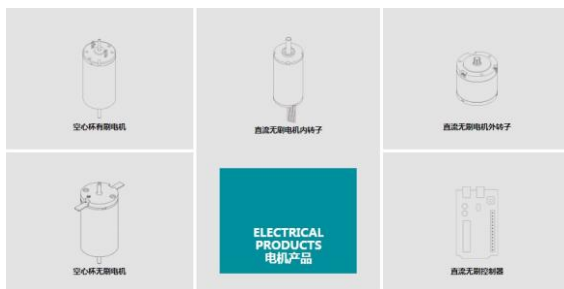
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.2 布局高效电机及锂电池业务，提供一体化解决方案

公司以智能控制器为核心，布局高效电机和锂电池业务，共同组成公司的“一体两翼”业务架构。其中，一体是公司最主要的控制器业务，两翼分别是高效电机和锂电池业务。

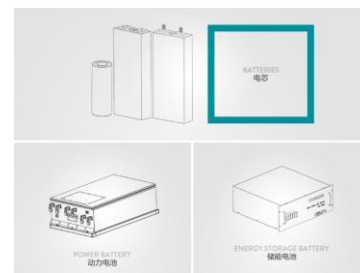
高效电机业务主要产品为高效无刷直流电机，具有高效节能、低噪音等优势而逐步替代传统电机，可用于用于电动工具、家用电器、医疗器械、汽车电装、工业设备及机器人等行业；锂电池业务主要产品为小动力电池，主要应用于电动工具、园林工具、机器人等领域；高效电机与锂电池与公司的核心主业智能控制器共同组成一体化解决方案，更好地满足客户的需求。

图表 8 公司高效电机产品



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

图表 9 公司锂电池产品

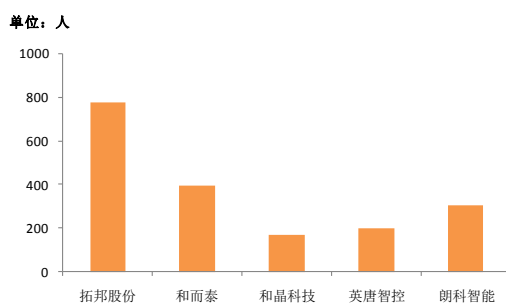


资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

1.3 公司注重核心技术，管理水平优异

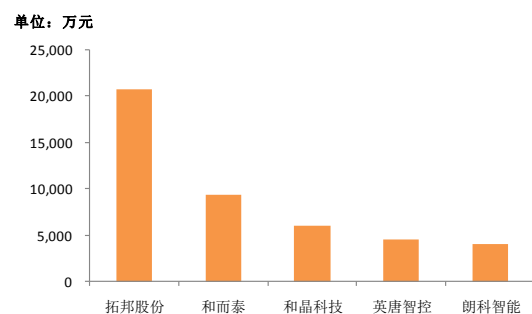
公司注重核心技术，研发投入超过同行。我们将拓邦股份与可比上市公司英唐智控、和晶科技、和而泰和朗科智能进行比较。2017 年公司研发人员 775 人，研发投入 2.07 亿元，明显超出可比上市公司，表明公司更加注重对核心技术的投入。

图表 10 可比公司研发人员（2017 年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 11 可比公司研发投入（2017 年）

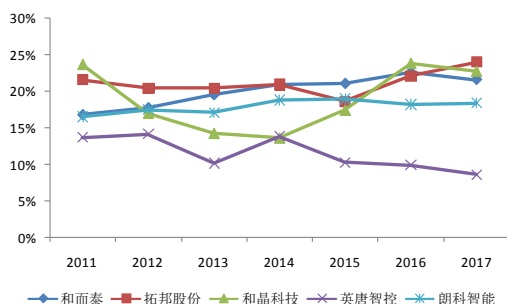


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

公司盈利能力在同行中处于领先地位。2012-2017 期间，拓邦股份的毛利率一直处于稳中有升的态势，明显超出同行可比上市公司；同时，净利润率稳中有升，与和而泰相当，优于其他可比上市公司。

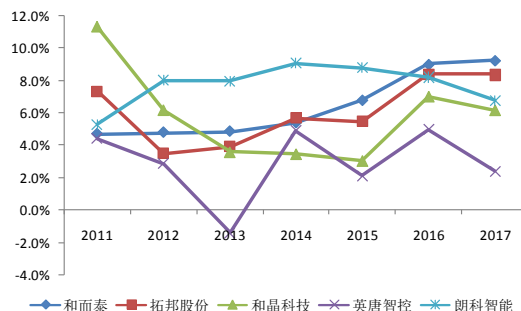


图表 12 可比公司毛利率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

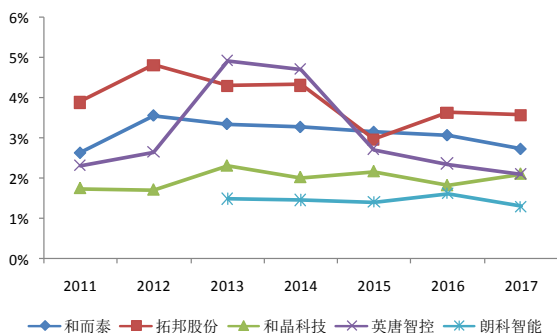
图表 13 可比公司净利润率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

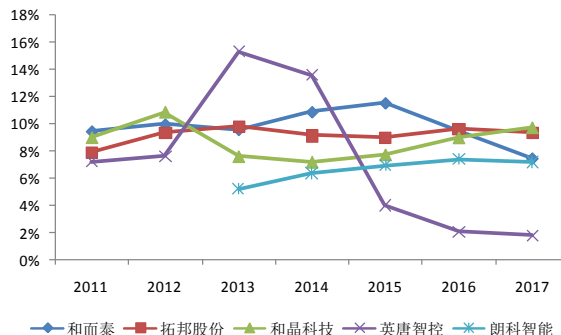
费用率方面, 拓邦股份的销售费用率和管理费用率在同行中处于中高水平, 与和而泰相当。随着销售规模的扩大, 公司费用率处于缓慢下降的趋势, 规模效应逐渐显现。

图表 14 可比公司销售费用率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 15 可比公司管理费用率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

1.4 2018H1 增速虽下滑, 但不利因素正逐渐消除

受汇率等因素影响, 上半年业绩增速出现一定程度的下滑。2018年H1公司实现营业收入15.4亿元, 同比增长28.2%; 实现归母净利润1.10亿元, 同比增长16.7%。分季度来看, 公司2018Q2实现营业收入8.56亿元, 同比增长27.4%, 实现归母净利润6709万元, 同比增长14.6%。2018H1公司综合毛利率19.78%, 比去年同期下降4.87个百分点。分地区来看, 国内业务毛利率下降1.09%, 国外业务毛利率下降6.77%。2018H1盈利能力下滑的原因主要包括: 1) 汇率因素; 2) 公司部分产能正在从深圳搬至惠州, 导致成本及费用增加; 3) 部分原材料涨价。

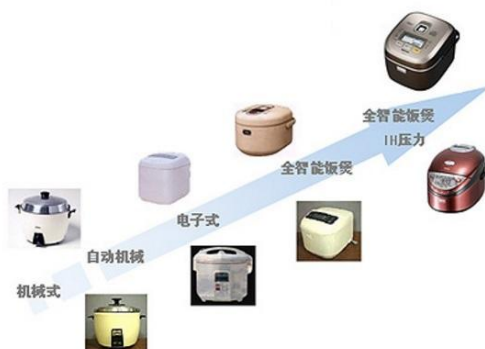
展望未来, 不利因素正逐渐消除。展望未来, 人民币已经结束了今年前4月的升值趋势, 汇率因素对公司盈利能力的影响将逐步消除; 产能搬迁因素是阶段性的, 其影响将逐步减弱; 部分原材料紧缺可能会持续至今年底, 但从长远看, 电子元器件等原材料紧缺将导致体量较弱小的竞争对手将会失去市场份额甚至退出, 从而推动行业集中度的上市, 有利于行业龙头扩大市场份额。

2. 控制器附加值正逐步提升

电子产品功能越来越多，智能化程度越来越高，控制系统的复杂度随之上升。控制器作为电子产品“大脑”，其附加值也在逐步提升。本章节我们以家电领域的电饭煲为例来说明智能控制器附加值的提升。

电饭煲的发展经历了“机械式”、“自动机械”、“电子式”、“智能化”等阶段。目前，电饭煲的样式进一步多元化。例如，按加热方式上来区分，有IH电磁加热、三维立体加热和底盘加热等样式；按应用场景来区分，有高压电饭煲、迷你电饭煲、家用电饭煲和商用电饭锅等样式。

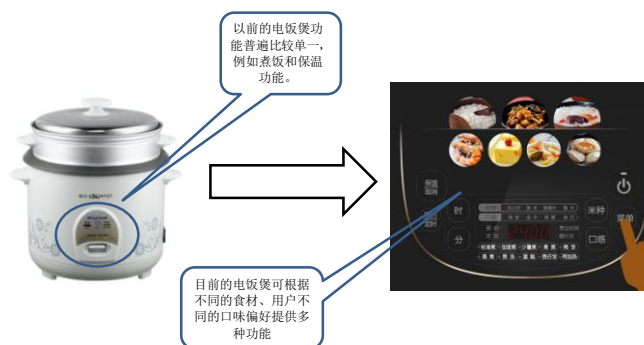
图表 16 电饭煲样式的演化



资料来源：网易，华鑫证券研发部

在功能上，老式的电饭煲功能较为单一，仅有煮饭和保温等简单的功能。不能针对米种特点烹饪米饭。随着用户需求的提升，电饭煲逐渐进入到智能化的时代。智能电饭煲可根据不同的食材（东北米、香米、糙米、普通米）提供不同的烹饪曲线，也可以根据不同用户的口味煮出不同口感的米饭（稍软、适中、稍硬、锅巴）。以小米压力IH电饭煲为例，它提供3000多种烹饪曲线，还可以根据海拔来精确控制火候，满足不同地区、不同口味用户的需求。

图表 17 电饭煲功能的演化



资料来源：百度图片，京东，华鑫证券研发部

图表 18 米家压力IH电饭煲提供 3000+种烹饪曲线



资料来源：京东，华鑫证券研发部

智能化产品受关注度越来越高。小米压力IH电饭煲在京东上定价999元，是普通电饭煲价格的几倍，获得了超过2.2万的评价，好评度98%，表明智能、联网的产品受到越来越多用户的关注。我们再来看大数据分析，YiYiYE提供的淘宝指数表明，电饭煲关键词商品排名中，前十位电饭煲大部分是智能产品。

图表 19 智能电饭煲越来越受欢迎

排名	产品
1	智能家用电饭煲全自动多功能锅I正品2-3-4人
2	半球家用电压力锅双胆礼包智能高压锅4L5L6L
3	松下IH电饭煲锅家用1-4人智能煲仔饭AC071
4	苏泊尔智能电饭煲5L家用球釜2.0内胆正品
5	美的迷你智能电饭煲锅家用正品3-4人3升L
6	苏泊尔球釜电饭煲 到手319
7	电饭煲智能家用正品3人-4-5-6-8人大容量5升
8	多功能电饭煲智能家用全自动预约定时单人
9	99.9送刀具 5L智能电饭煲锅家用正品3-4人
10	到手价99.9 5L智能电饭煲家用全自动5-6人

资料来源：YiYiYE，华鑫证券研发部

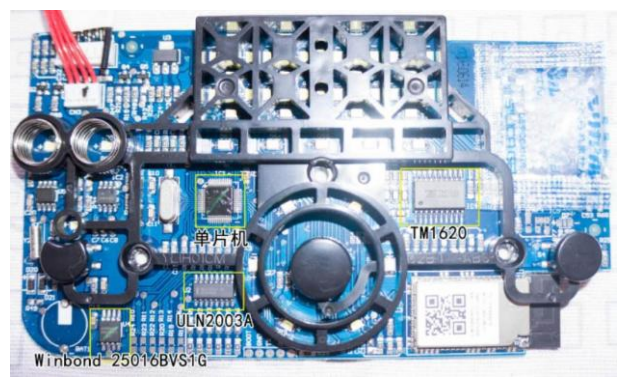
智能电饭煲控制器的附加值大幅提升。传统的电饭煲控制器结构简单，核心控制芯片采用8位MCU便可以实现常见的功能，外围元器件较少，控制电路相对简单。随着智能化程度的提升，控制器的复杂度日益提升，8位MCU的性能越来越难以满足需求。以小米压力IH电饭煲为例，由于它能提供3000多种烹饪曲线，100级线性调节自定义口感，因此其采用NXP智能控制芯片，同时，外围器件数量大幅增加，整个控制器主板的附加值大幅提升。

图表 20 普通电饭煲主板控制器



资料来源：义嘉电器，华鑫证券研发部

图表 21 米家 IH 压力电饭煲主板控制器



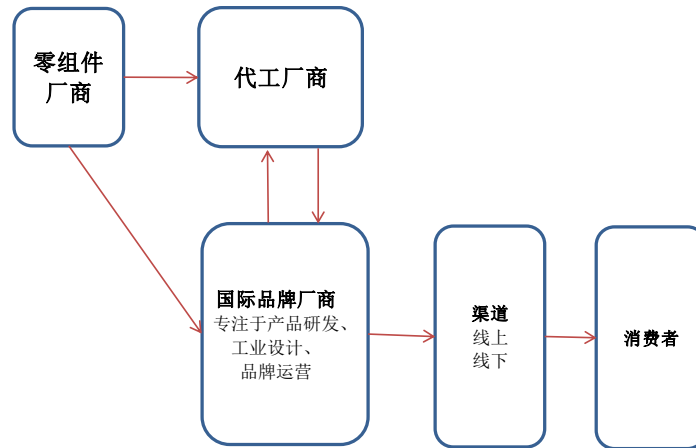
资料来源：数码之家，华鑫证券研发部

3. 公司将受益于行业专业分工模式的发展

国际巨头主要采用代工模式生产控制器。它们将产品的生产部分主要外包给长期合作、具有较强技术实力和较大规模的代工企业，部分品牌厂商甚至与代工企业共同开展产品设计、硬件研发、质量管控等方

面的合作。国际品牌厂商通过生产部分的外包，降低了生产成本，从而将更多的资源投入至品牌的运营和渠道的建设方面，从而获得稳定的利润。

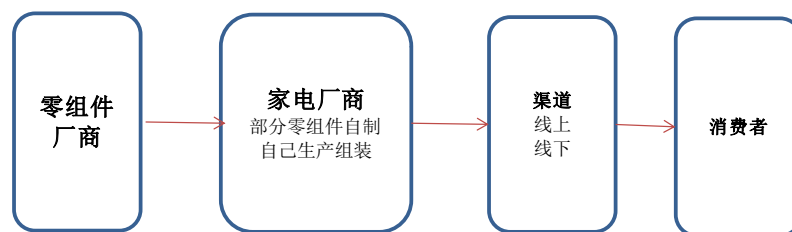
图表 22 国际家电品牌厂商更倾向于采用代工模式



资料来源：华鑫证券研发部

我国家电企业产品自制比例较高，大部分采用自制部分零部件+外购零部件+自主组装加工的模式，外包生产比例占比一般不高。国内品牌企业采用这种模式的一个重要原因是质量控制，很多中小代工企业由于规模较小，研发实力较弱，在产品质量控制上存在短板。

图表 23 我国家电企业产品自制比率较高

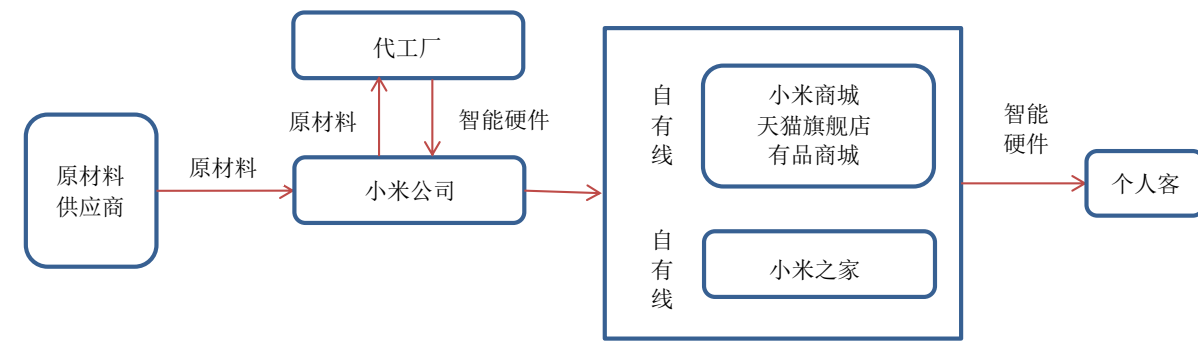


资料来源：华鑫证券研发部

技术快速迭代和智能化趋势下，专业分工模式将提升整个产业链的效率。近几年，随着智能化的发展，科技行业技术迭代加速，产品更新换代周期变短，产品品类更加多元化，生产设备更加容易被淘汰，生产线的管理将越来越考验一家垂直整合的品牌厂商。在专业分工模式下，由于不同种类产品在制造后端设备中存在较强的共享性和通用性，能够更好地发挥规模效应，也更能适应不断加快的技术迭代速度。同时，专业分工模式让品牌厂商在生产端从重资产中解放出来，集中更多的精力在产品的设计、品牌和销售渠道的建设上，从而提升整个产业链的效率。

小米有望成为鲶鱼效应，提升行业的专业分工程度。小米的智能硬件（不含智能手机）包括两部分，一部分为公司自主研发的智能硬件产品，另一部分为生态链企业合作的智能硬件产品。小米及其生态链公司自主设计产品，在生产端，它们采购原材料并通过代工厂组装生产。同时，小米整合了线上和线下销售渠道，建立了更加扁平的销售渠道结构，降低了渠道成本。小米在生产端的模式是典型的专业分工模式，获得比同行更低的成本，推出了大量超高性价比的产品并取得了巨大的成功。目前“小米模式”正逐渐被竞争对手模仿。我们认为小米的成功有望成为行业的鲶鱼效应，带动专业分工模式比例的提升。

图表 24 小米自研智能硬件产品的业务模式



资料来源：小米招股说明书，华鑫证券研发部

智能控制器龙头公司将受益于专业分工趋势。我们认为未来专业分工模式有望逐渐在家电及智能硬件行业增加比重。在该模式下，大型智能控制器厂商由于有较强的研发实力和规模优势，在产品质量控制上有丰富的经验，更容易获得品牌厂商的青睐。品牌厂商可以将更多的资源投入产品研发、工业设计和品牌运营，从而在技术迭代加速、产品智能化的趋势下获得更低的运营成本，提升竞争力。拓邦股份作为专业的控制器生产商，拥有更加专业的控制器设计经验，研发能力较强、管理能力突出，能够更好地适应技术迭代加快和智能化的趋势，比竞争对手拥有更为广泛的客户结构，将显著受益于智能硬件专业分工的模式的发展。

4. 物联网将推动智能控制器行业进入长景气周期

4.1 移动互联网的发展历程

移动互联网的主要载体是智能手机，其发展过程大体经历了三个阶段：

第一阶段：硬件技术的积累和突破

智能手机得以实现的最大的创新在于触摸技术的突破。触摸屏技术的发展逐渐取代原有按键式的输入方式，而电容式触摸屏的出现带来了用户体验的极大改善。除此之外，各种传感技术的发展也成为智能手机爆发的重要条件，例如重力传感器、加速度传感器、磁场传感器、陀螺仪、GPS 等等。

第二阶段：里程碑产品的出现

2007 年，苹果发布第一代 iPhone，无论是触摸还是应用，外观还是系统，都重新定义了手机，引领了下一个 10 年智能手机行业的发展。

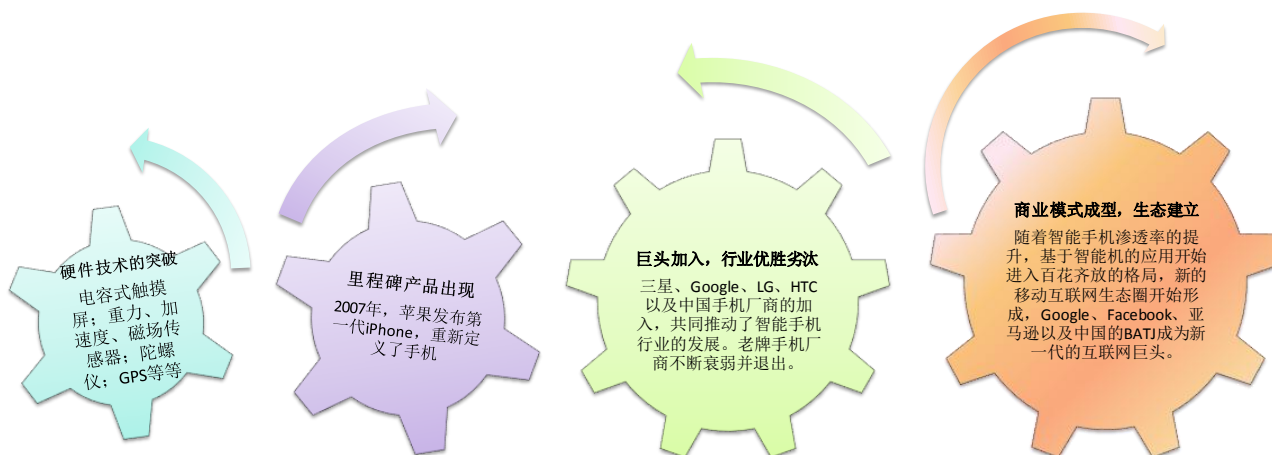
第三阶段：众多巨头加入

三星、Google、LG、HTC 以及中国厂商的加入，共同推动了智能手机行业的发展。伴随着苹果、三星以及中国厂商的崛起，诺基亚、摩托罗拉、索爱、黑莓等老牌手机厂商不断衰弱并逐渐退出市场。

第四阶段：商业模式成型

随着智能手机渗透率的提升，基于智能机的应用开始进入百花齐放的格局，新的移动互联网生态圈开始形成，Google、Facebook、亚马逊以及中国的BATJ成为新一代的互联网巨头。

图表 25 移动互联网的发展历程



资料来源：华鑫证券研发部

4.2 物联网是互联网的未来

互联网的发展经历三个时代：第一代互联网是PC互联网，核心是PC互联；第二代互联网是移动互联网，主要是移动设备的互联，手机是核心；第三代互联网称为物联网，目标是万物互联。

图表 26 互联网的发展（PC 互联、移动互联、万物互联）



资料来源：百度图片，华鑫证券研发部

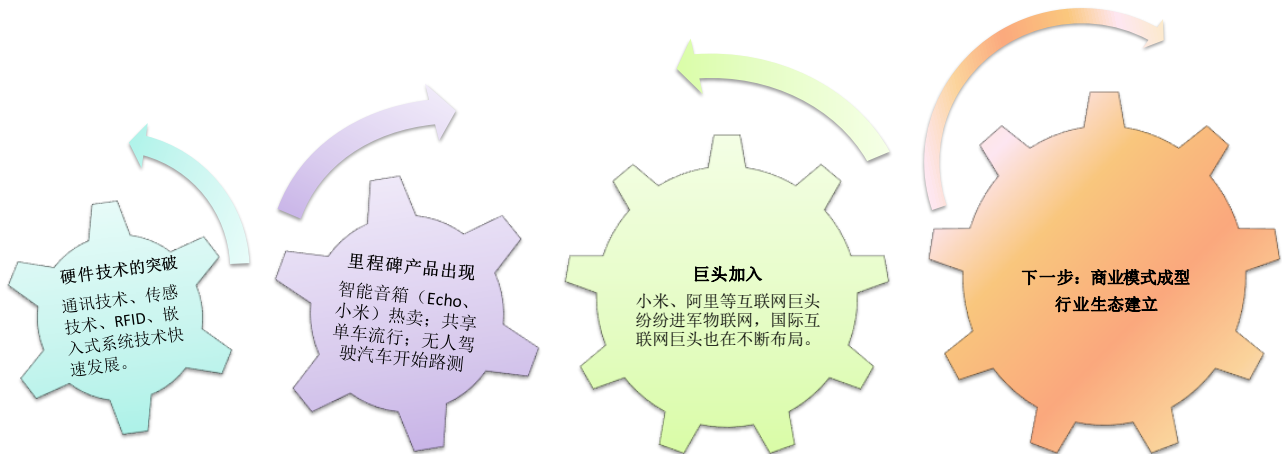
参考PC互联网发展到移动互联网的历程，我们预计物联网的发展同样会经历4个阶段，即硬件技术的积累和突破、里程碑产品的出现、众多巨头加入、商业模式成型。目前，我们正进入第二和第三阶段，即里程碑产品逐渐出现、巨头纷纷加入。

4.3 巨头纷纷进军物联网

物联网发展所依赖的硬件基础正逐渐成熟。近几年，通讯技术（包含NB-IoT）、传感技术、RFID、嵌

入式系统等领域已经得到了快速发展，为物联网的发展提供硬件支撑。2017年以来，里程碑产品也开始出现。例如热卖的智能音箱，逐渐成为智能家居新的入口；共享单车的流行，极大地方便了人们的短途出行；无人汽车开始路测，驾驶进入新时代。

图表 27 物联网的发展已经进入到第二和第三阶段：里程碑产品逐渐出现、巨头纷纷加入



资料来源：华鑫证券研发部

阿里高调宣布物联网成为新的主赛道：2018年3月28日，在云栖大会·深圳峰会上，阿里巴巴宣布全面进军物联网领域，IoT是阿里巴巴集团继电商、金融、物流、云计算后新的主赛道。阿里云IoT的定位是物联网基础设施的搭建者，并计划在未来5年内连接100亿台设备。此外，阿里云计划在2018年战略投入“边缘计算”，打造一朵“无处不在的云”。阿里云在物联网领域重点解决3个问题：1) 提供开放、便捷的IoT连接平台；2) 提供强大的AI能力；3) 实现云、边、端一体的协同计算。

图表 28 阿里高调宣布进军物联网



资料来源：搜狐，华鑫证券研发部

小米开放IoT平台，携手百度共建智能硬件生态。2017年11月，小米在首场开发者大会上透露，小米IoT平台接入设备已经超过8500万台，日活设备超过1000万台。小米宣布IoT平台全面开放，共享小米的“全体系平台能力”。同时小米与百度达成合作，双方将通过软硬一体的方式共建IoT+AI生态体系。

具体包括：1) 在硬件接入上，小米提供了智能模组、多种SDK/API、小米IoT标准协议、硬件测试和

认证服务，让基于RTOS、Android、Linux的智能硬件可以通过WiFi、蓝牙、ZigBee、2-4G、NB-IoT方式接入到小米平台；2) 在控制方式上，小米IoT的设备可以通过小爱同学（智能音响）、米家App、微信小程序、SDK等多种方式来控制。同时，小米提供了开放智能场景，IoT设备之间可以智能联动。3) 在销售渠道上，小米提供电商平台，并且为优秀产品提供补贴。此外，小米成立专门的基金为优秀创业团队提供开发板免费申领和项目的启动基金。小米开放IoT平台，基于其庞大的小米生态体系，将吸引大量的硬件厂商接入，从而加快物联网进程，智能控制器应用场景将更加广阔。

图表 29 小米 IoT 平台接入设备已超过 8500 万台



资料来源：搜狐，华鑫证券研发部

图表 30 小米 IoT 全体系平台能力分享

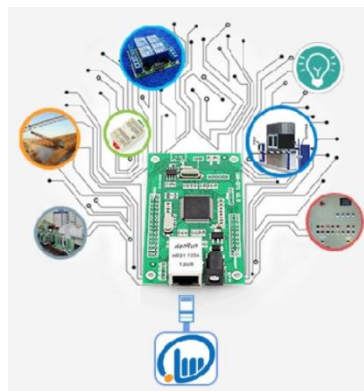


资料来源：搜狐，华鑫证券研发部

4.4 物联网的发展提升智能控制器的需求及附加值

物联网的快速发展带动智能控制器的需求。IDC在《全球半年物联网支出指南》(2017年Q4)中预测，全球物联网支出在2017-2021年的CAGR为14.4%，到2021年达到1.1万亿美元。智能控制器是物联网大数据平台的基本数据和控制单元，它承载着数据收集、预处理、控制和传输的功能，是物联网的不可或缺的核心部件。因此，未来几年物联网的快速发展将带动智能控制器的需求。

图表 31 物联网与智能控制器

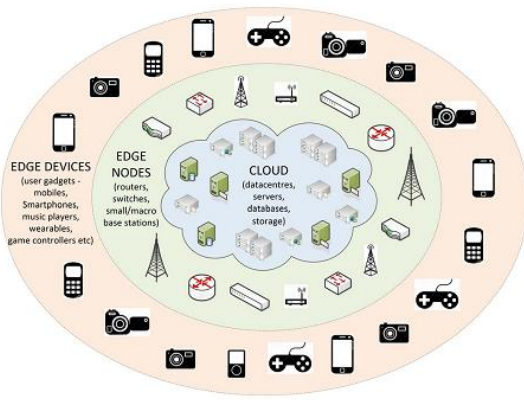


资料来源：有人物联网，华鑫证券研发部

物联网的发展催生边缘计算的发展，提升终端的计算能力及智能控制器附加值。云计算服务存在一定的短板，虽然它可以很好地支持数据密集型的应用程序，但却很难满足在网络边缘进行实时数据处理的需求。

求。而边缘计算则在数据源头或者终端产品一侧就近提供智能互联服务，满足应用对实时、智能、数据聚合与互操作、安全与隐私保护等方面的需求。目前，边缘计算仍处于起步阶段。阿里的IoT战略采用了边缘计算的架构，巨头的引领将推动物联网及边缘计算进入发展的快车道。在云计算与边缘计算架构中，由于终端需要满足实时性、智能化、安全、隐私保护等需求，其计算能力与控制能力将明显提升，从而提升终端智能控制器的附加值。

图表 32 边缘计算与云计算的关系



资料来源：有人物联网，华鑫证券研发部

图表 33 阿里 IoT 战略包含边缘计算架构



资料来源：百度图片，华鑫证券研发部

5. 公司盈利预测与估值

未来几年，公司将积极扩充惠州、印度和宁波等地的产能，我们的盈利预测假设如下：

- (1) 随着公司惠州等地新增产能的逐渐释放，公司核心业务智能控制收入平稳增长，预计 2018-2020 年该业务收入增速分别为 32.0%、30.0%和 27.0%。
- (2) 锂电池业务保持平稳，预计 2018-2020 年增速分别为 25%、20%和 15%。
- (3) 锂电池业务保持平稳，预计 2018-2020 年增速均为 5%。
- (4) 汇率和部分原材料涨价等因素影响了 2018 年的毛利率，预计 2019-2020 年公司综合毛利率处于稳中有升的态势。

图表 34 公司盈利预测假设（收入和成本部分单位：万元）

营业收入	2017A	2018E	2019E	2020E
智能控制器类	220,625	291,226	378,593	480,813
高效电机及控制	21,658	27,072	32,486	37,359
锂电池类	15,743	16,530	17,357	18,225
其他	12,277	12,277	12,277	12,277
营业成本				
智能控制器类	168,724	228,612	294,545	371,188
高效电机及控制	14,419	18,950	21,441	24,284
锂电池类	12,758	13,720	13,886	14,580



其他	8,067	9,821	9,821	9,821
毛利率				
智能控制器类	23.5%	21.5%	22.2%	22.8%
高效电机及控制	33.4%	30.0%	34.0%	35.0%
锂电池类	19.0%	17.0%	20.0%	20.0%
其他	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
收入增速				
智能控制器类	53.8%	32.0%	30.0%	27.0%
高效电机及控制	62.6%	25.0%	20.0%	15.0%
锂电池类	-19.4%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	68.9%	20.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.25、0.34 和 0.46 元/股，公司股价对应 2018-2020 年的 PE 分别为 18.1、13.1 和 9.7 倍。可比上市公司和而泰与和晶科技股价对应市场一致预期 2018 年 PE 平均值为 24.4 倍，公司估值相对较低。我们预计公司未来几年将处于快速增长的通道，印度产能的释放将在一定程度上抵御中美贸易摩擦潜在的不利影响。我们首次给予公司“审慎推荐”的投资评级。

图表 35 可比公司估值（截止 2018 年 8 月 17 日）

公司简称	价格 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			TTM	2018E	2019E	TTM	2018E	2019E
和而泰	7.60	65	0.24	0.31	0.43	31.7	24.6	17.6
和晶科技	6.50	29	0.16	0.27	0.31	40.1	24.3	20.8
英唐智控	5.67	61	0.15	n. a.	n. a.	38.6	n. a.	n. a.
朗科智能	16.00	19	0.53	n. a.	n. a.	30.0	n. a.	n. a.
拓邦股份	4.44	45	0.22	0.25	0.34	0.46	18.1	13.1

资料来源：Wind 一致预期，华鑫证券研发部



图表 36 公司财务模型

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产:					营业收入						
货币资金	473	522	458	519	2,683	3,471	4,407	5,487			
应收款	864	1,061	1,371	1,707	营业成本	2,040	2,711	3,397	4,199		
存货	406	540	677	836	营业税金及附加	17	17	17	17		
其他流动资产	147	190	190	190	销售费用	96	118	154	192		
流动资产合计	1,891	2,312	2,695	3,252	管理费用	252	295	388	483		
非流动资产:					财务费用						
可供出售金融资产	73	73	73	73	费用合计	388	420	558	692		
固定资产+在建工程	840	1,126	1,324	1,477	资产减值损失	12	15	19	21		
无形资产+商誉	287	352	352	352	公允价值变动	0	0	0	0		
其他非流动资产	118	118	118	118	投资收益	7	3	5	5		
非流动资产合计	1,318	1,669	1,867	2,020	营业利润						
资产总计	3,209	3,981	4,562	5,272	260	310	421	563			
流动负债:					利润总额						
短期借款	31	350	380	400	255	308	418	560			
应付账款、票据	801	1,054	1,321	1,633	所得税费用	30	43	59	78		
其他流动负债	287	287	287	287	净利润						
流动负债合计	1,119	1,691	1,988	2,320	225	265	360	482			
非流动负债:					少数股东损益						
长期借款	5	5	5	5	15	15	15	15			
其他非流动负债	10	10	10	10	归母净利润						
非流动负债合计	15	15	15	15	210	250	345	467			
负债合计	1,135	1,707	2,004	2,335							
所有者权益											
股本	680	1,020	1,020	1,020							
资本公积金	770	428	428	428							
未分配利润	491	666	915	1,245							
少数股东权益	139	139	139	139							
所有者权益合计	2,074	2,274	2,558	2,936							
负债和所有者权益	3,209	3,981	4,562	5,272							
现金流量表(百万元)											
2017A	2018E	2019E	2020E								
净利润	225	265	360	482							
折旧与摊销	61	64	82	97							
财务费用	0	7	16	17							
存货的减少	-208	-134	-137	-160							
营运资本变化	121	57	-44	-24							
其他非现金部分	8	-107	0	0							
经营活动现金净流量	207	153	277	412							
投资活动现金净流量	-58	-350	-280	-250							
筹资活动现金净流量	-17	246	-61	-101							
现金流量净额	117	49	-64	62							
					主要财务指标						
					2017A	2018E	2019E	2020E			
					成长性						
					营业收入增长率	46.8%	29.4%	27.0%	24.5%		
					营业利润增长率	57.7%	19.5%	35.6%	33.7%		
					归母净利润增长率	45.5%	19.1%	38.0%	35.3%		
					总资产增长率	18.2%	24.0%	14.6%	15.6%		
					盈利能力						
					毛利率	24.0%	21.9%	22.9%	23.5%		
					营业利润率	9.7%	8.9%	9.5%	10.3%		
					三项费用/营收	14.5%	12.1%	12.7%	12.6%		
					EBIT/销售收入	9.9%	9.2%	9.9%	10.6%		
					净利润率	8.4%	7.6%	8.2%	8.8%		
					ROE	10.8%	11.6%	14.1%	16.4%		
					营运能力						
					总资产周转率	83.6%	87.2%	96.6%	104.1%		
					资产结构						
					资产负债率	35.4%	42.9%	43.9%	44.3%		
					现金流质量						
					经营净现金流/净利润	0.92	0.58	0.77	0.86		
					每股数据(元/股)						
					每股收益	0.21	0.25	0.34	0.46		
					每股净资产	1.90	2.23	2.51	2.88		

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

6. 风险提示

- (1) 智能控制器行业需求低于预期;
- (2) 行业竞争加剧导致盈利能力下滑;
- (3) 贸易摩擦加剧;
- (4) 系统性风险。



分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券，主要研究和跟踪领域：电子元器件、可转债。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>