

和而泰 (002402) 深度研究

智能控制器龙头，芯片+物联网齐发力 迎来新时代

2018 年 11 月 09 日

【投资要点】

- ◆ **公司是国内智能控制器龙头，业绩多年持续向好。**公司主营业务包括家庭用品智能控制器的研发、生产和销售，智能硬件、物联网与人工智能大数据运营服务平台业务，以及射频芯片业务。公司营收自上市以来就一直保持快速增长态势，2010-2017 七年营收 CAGR 达到了 24.33%。虽然 2018 年以来公司智能控制器产品毛利率受上游元器件等原材料涨价影响有所下滑，但是随着美元升值、原材料替代，以及公司自身费用管控和成本转移的实现，再加上新收购的子公司铖昌科技高毛利的拉动，公司毛利率有望保持稳定并持续改善。
- ◆ **收购铖昌科技，延伸产业链至上游芯片领域。**铖昌科技主营业务为微波毫米波射频集成电路模拟相控阵 T/R 芯片的研发、生产和销售，在 IC 行业拥有核心技术与专业能力，具有服务于航天、航空、军工的水准，行业门槛极高。铖昌科技的成功收购对公司来说具有极大的战略意义：1、公司业务向上游产业链核心环节延伸，大力提升主营业务核心竞争力；2、成功打入航空航天等军工 IC 领域，拓展更广阔的市场空间；3、利于公司物联网、人工智能大数据战略的战略实施。通过外延并购，公司进一步提升了发展天花板，获得了更大的成长空间。
- ◆ **建立 C-Life 大数据平台，打造智慧家庭全场景服务闭环。**公司是智能控制器生产商龙头，占据了海量核心数据“入口”。公司基于数据“入口”这一优势，从 2014 年开始建立 C-Life 大数据平台。大数据平台是公司智能控制器业务的有效延伸，两者均为大数据整体产业链的关键环节，相互促进，共同形成公司在整体大数据链条的得天独厚的核心竞争力。公司陆续开发了智慧睡眠、智慧美容、智慧家电、智慧水生态、智慧农业等领域 100 多种智能硬件族群，形成多领域行业解决方案。目前 C-Life 大数据平台还处于前期开发阶段，短时间内不能给公司贡献利润，但是公司布局较早，已经具备了先发优势，前期成果令人瞩目，未来发展空间极大。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

目标价：8.2 元

东方财富证券研究所

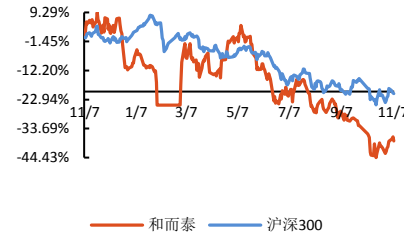
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：左磊

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	5451.16
流通市值 (百万元)	4576.91
52 周最高/最低 (元)	11.61/5.50
52 周最高/最低 (PE)	54.79/23.46
52 周最高/最低 (PB)	8.80/3.72
52 周涨幅 (%)	-38.33
52 周换手率 (%)	414.81

相关研究

- 《业绩增长符合预期，扩产迎接需求爆发》
2018.08.17
- 《业绩保持高增长，收购铖昌科技助力公司进入军用领域》
2018.03.09
- 《再度携手中国电信，全力加速物联网大数据平台布局》
2018.01.12

【投资建议】

基于公司上游原材料价格上涨的因素，我们下调了公司毛利率预期，修正了公司盈利预测，预计公司 18/19/20 年营业收入分别为 27.04/36.42/49.91 亿元，归母净利润分别为 2.55/3.74/4.79 亿元，EPS 分别为 0.3/0.41/0.56 元，对应市盈率分别为 20/15/11 倍。公司主体部分预计 2019 年实现归母净利润 2.83 亿元，同行业可比公司 2019 年平均 PE 为 21.82，谨慎考虑给予公司 2019 年 20 倍 PE，对应 56.60 亿元市值。子公司钺昌科技 2019 年业绩承诺为净利润 0.65 亿元，公司持有钺昌科技 80% 股份，同行业可比公司 2019 年平均 PE 为 30.73，谨慎考虑给予钺昌科技 2019 年 25 倍 PE，对应 13 亿元市值。综上所述，预计公司 2019 年市值总和为 69.6 亿元，对应每股价格为 8.13 元。

公司是国内智能控制器龙头，主营业务多年稳定增长。公司布局的物联网大数据平台业务极具前瞻眼光，未来发展前景广阔。公司新收购的钺昌科技是对上游芯片领域的拓展，并表后有望持续增厚业绩。我们看好公司未来的发展前景，通过对公司主业和钺昌科技分别进行相对估值后，给予公司 19 年 20 倍 PE，六个月目标价 8.2 元，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1978.57	2704.00	3642.00	4991.00
增长率（%）	46.99	36.66	34.69	37.04
EBITDA（百万元）	267.74	338.80	448.22	604.19
归母净利润（百万元）	178.10	255.66	347.99	478.93
增长率（%）	48.84	43.55	36.11	37.63
EPS（元/股）	0.21	0.30	0.41	0.56
市盈率（P/E）	30.61	21.32	15.66	11.38
市净率（P/B）	4.13	3.55	2.94	2.37
EV/EBITDA	18.75	16.29	11.85	8.32

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 智能控制器需求不及预期；
- ◆ 上游电子元器件价格大幅波动；
- ◆ 钺昌科技业绩不及预期。

正文目录

1. 和而泰：稳健增长的智能控制器龙头	5
1.1. 国内智能控制器龙头，业绩持续高增长	5
1.2. 借行业东风快速成长，产品覆盖面广	6
2. 智能控制器需求旺盛，行业发展空间大	8
2.1. 智能控制器产业中移趋势明显，下游需求推动产业升级	8
2.2. 坚持自主研发创新，客户资源优质	14
3. 下游延伸至大数据平台，上游收购钺昌科技	16
3.1. 建立 C-Life 大数据平台，打造智慧家庭全场景服务闭环	16
3.2. 收购钺昌科技，延伸产业链至上游芯片领域	18
4. 定增+可转债扩充产能，员工股权激励提升信心	21
5. 盈利预测	24
6. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 营收、净利润与同比增速	5
图表 2: 2010 年-2017 年公司收入构成	5
图表 3: 主营业务毛利率及综合毛利率	6
图表 4: 三费与费用占比	6
图表 5: 公司股权结构	6
图表 6: 公司发展历程	7
图表 7: 公司三大业务板块	7
图表 8: 智能控制器产业链	8
图表 9: MCU 结构	9
图表 10: MCU 数据位分类应用	9
图表 11: 全球 MCU 市场情况	9
图表 12: 全球前十 MCU 企业	9
图表 13: 全球智能控制器行业发展历程	10
图表 14: 国内智能控制器上市公司业绩比较	11
图表 15: 同行业公司历年海外营收（亿元）	11
图表 16: 中国智能控制器市场结构占比	12
图表 17: 2010-2017 中国智能控制器行业市场规模	12
图表 18: 我国空调市场情况	13
图表 19: 我国洗衣机市场情况	13
图表 20: 智能家居的关键趋势	13
图表 21: 我国智能家居市场规模	13
图表 22: 汽车电子成本占比	14
图表 23: 不同类型汽车电子成本占整车比例	14
图表 24: 公司智能控制器产品	14
图表 25: 公司研发投入及同比增速	15
图表 26: 公司研发人员数量及同比增速	15
图表 27: 公司部分客户情况	16
图表 28: C-life 平台架构	17
图表 29: 大数据平台信息交互过程	17

图表 30: C-life 平台主要业务.....	18
图表 31: 收购前后铖昌科技股权变化情况.....	19
图表 32: 微波毫米波射频 T/R 芯片下游应用.....	19
图表 33: 相控阵雷达.....	20
图表 34: 铖昌科技历史业绩及承诺业绩.....	21
图表 35: 定增募投资金用途.....	22
图表 36: 可转债募投资金用途.....	22
图表 37: 股权激励计划名单.....	23
图表 38: 股权激励计划业绩考核目标.....	23
图表 39: 股权激励计划承诺净利润.....	24
图表 40: 公司各项业务营收及增速预测.....	25
图表 41: 盈利预测关键财务数据.....	26
图表 42: 和而泰同行业估值比较（2018-10-31）.....	26
图表 43: 铖昌科技同行业估值比较（2018-10-31）.....	27
图表 44: 历史 PE（TTM）区间.....	27
图表 45: 历史 PB 区间.....	27
图表 46: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	27

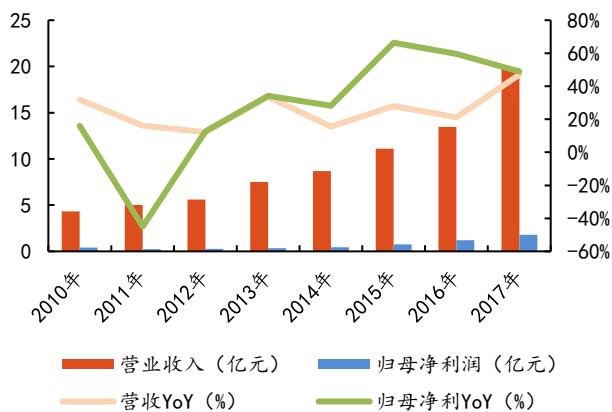
1. 和而泰：稳健增长智能控制器龙头

1.1. 国内智能控制器龙头，业绩持续高增长

公司是国内智能控制器龙头，业绩多年持续向好。公司主营业务包括家庭用品智能控制器的研发、生产和销售，智能硬件以及物联网与人工智能大数据运营服务平台业务，其中智能控制器业务是公司的传统业务，也是公司发展围绕的核心所在，而智能硬件和物联网业务是公司围绕智能控制器这一核心，再延伸出去的业务板块，是公司业绩增长的动力来源。

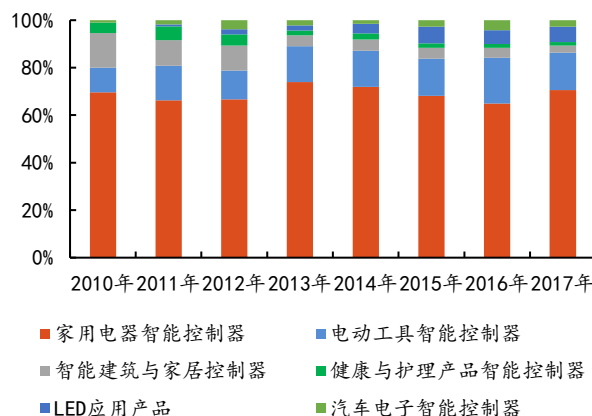
公司营收自上市以来就一直保持快速增长态势，2010-2017 七年营收 CAGR 达到了 24.33%。2017 年，公司实现营业收入和归母净利润分别为 19.79 亿元、1.78 亿元，分别同比增长 46.99%、48.84%；2018 年上半年，公司实现营业收入和归母净利润分别为 12.28 亿元、1.29 亿元，分别同比增长 33.10%、26.28%。公司营收主要来源是家电智能控制器和电动工具智能控制器，其中家电智能控制器占比维持在 60%以上，是公司最主要的盈利来源。

图表 1：营收、净利润与同比增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

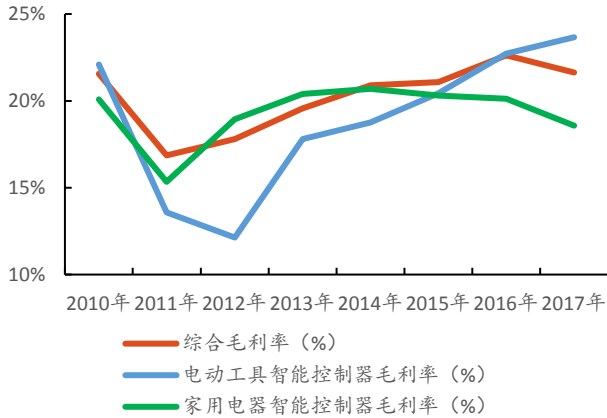
图表 2：2010 年-2017 年公司收入构成



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

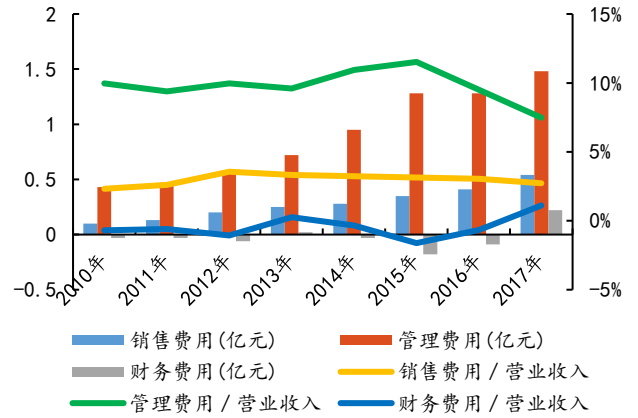
公司综合毛利率多年来稳定增长，2017 年以来受上游原材料（元器件、芯片）涨价以及人民币汇率波动的影响，公司毛利率出现了小幅下滑，2018 年上半年公司综合毛利率为 21.43%。公司两大主营业务——家电智能控制器和电动工具智能控制器的毛利率多年来也是稳步提高，虽然 2018 年上半年家电智能控制器毛利率受上游原材料影响下滑较大，但公司通过优化客户结构和产品结构，积极推行元器件替代，提高生产效率，整体降低产品成本来维持毛利率的相对稳定。公司费用管控能力突出，管理费用连续三年年均降幅超过两个百分点，销售费用连续七年下降，财务费用占比更是维持在 1%以下，强大的费用管控能力也是保持毛利率稳定的保障。我们认为，随着美元升值、原材料替代，以及公司自身费用管控和成本转移的实现，再辅以收购的子公司毓昌科技高毛利的拉动，公司毛利率未来有望保持稳定并持续改善。

图表 3：主营业务毛利率及综合毛利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

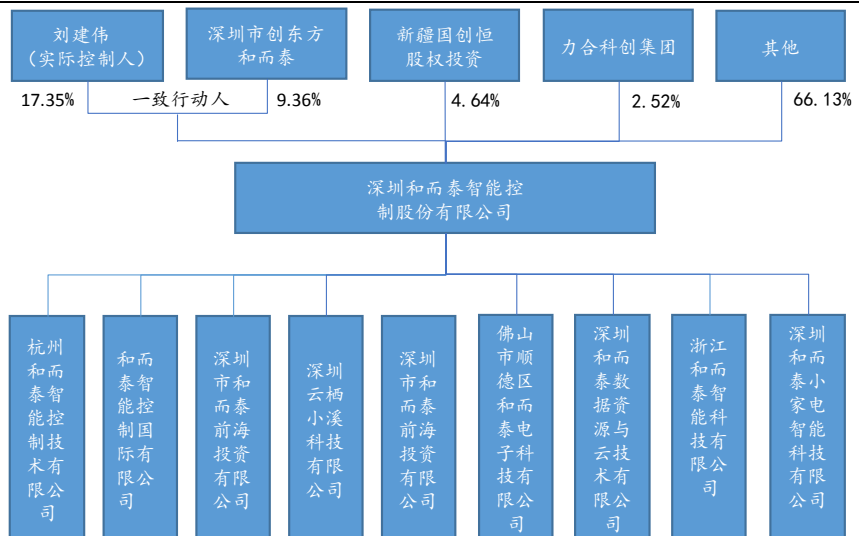
图表 4：三费与费用占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司实际控制人和创始人是刘建伟先生，直接持股比例为 17.35%，其与深圳市创东方和而泰公司是一致行动人，合计持股 26.71%。刘建伟先生曾任哈尔滨工业大学航天学院教授、哈尔滨工业大学深圳研究生院教授，在智能控制领域建树颇丰，是一位懂研发、懂生产、懂管理的优秀领导。公司目前有 16 家子公司，规模比较大的有浙江和而泰智能科技有限公司、和而泰智能控制国际有限公司和深圳和而泰智能家居科技有限公司等，公司以自有资金 6.24 亿元收购的钺昌科技已于 2018 年五月完成工商变更。

图表 5：公司股权结构



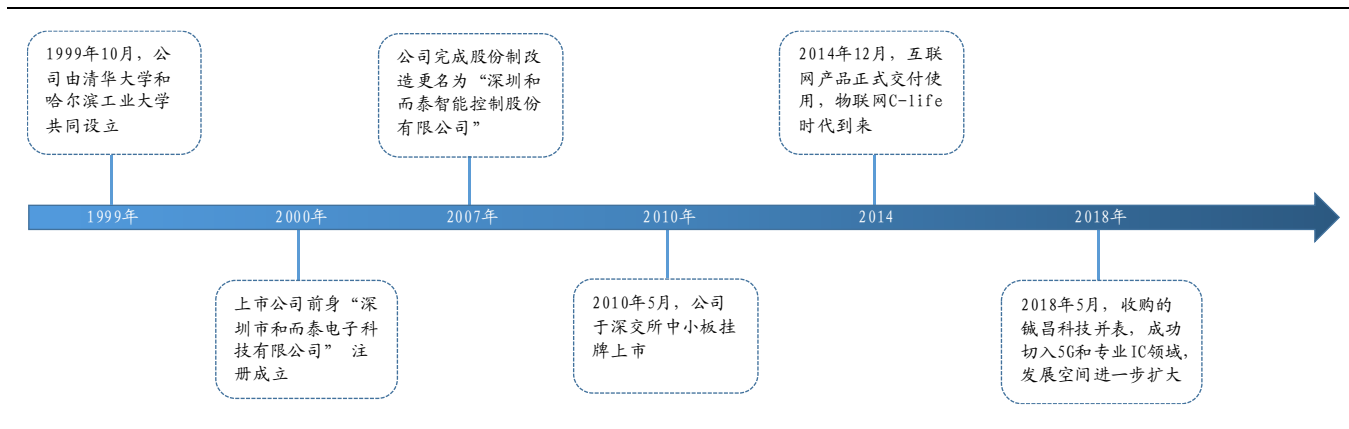
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2. 借行业东风快速成长，产品覆盖面广

公司于 1999 年 10 月在第一届高交会上由清华大学和哈尔滨工业大学签约成立，上市公司前身和而泰科技于次年 1 月完成工商登记，控制人刘建伟出资比例达到 50%。公司成立之时便拥有了中国两大顶级高校的股东背景与后台技术资源，之后公司凭借自身的资源优势大力开展智能控制系统的研发，并于 2010 年在深交所上市。公司目前已经拥有智能控制领域近 600 位研发工程

师, 600 项知识产权, 300 项发明专利, 在业内遥遥领先。公司产品占据全球高端市场, 年产智能控制器近亿套, 15 家子公司遍及全球, 是伊莱克斯、惠而浦、西门子、GE、松下、宝马、三星等著名跨国企业的核心合作伙伴。

图表 6: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

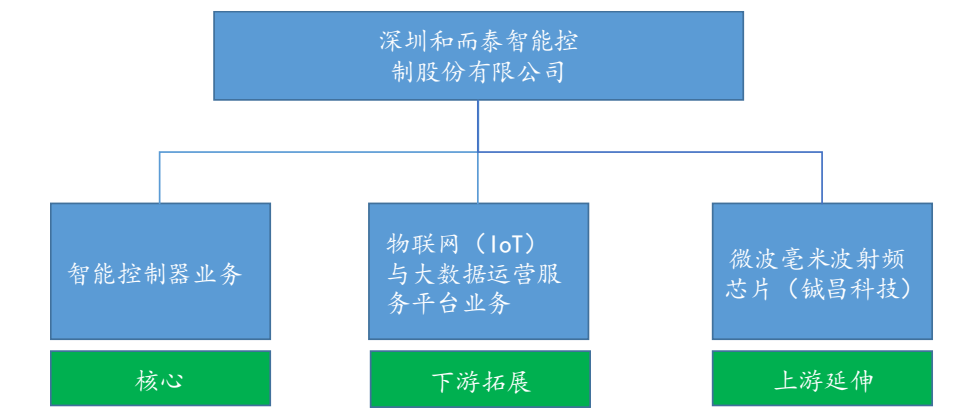
在收购铖昌科技完成之后, 公司主营业务共有三大板块, 分别是智能控制器业务、物联网业务和子公司铖昌科技的微波毫米波射频芯片业务。

公司的智能控制器产品应用领域广泛, 涵盖家用电器、汽车、家用医疗与健康、智能建筑与家居、电动工具、卫浴、宠物用品、美容美妆、儿童用品、智能卧室产品等众多产业门类, 形成以家庭用品和个人生活用品综合产业集群为核心的广泛服务领域。

公司于 2014 年布局物联网 (IoT) 与人工智能 (AI) 大数据运营服务平台业务, 具有极强的前瞻眼光。公司的物联网大数据平台是围绕公司核心业务“智能控制器”开展的, 是智能控制器业务的有效延伸, 两者均为大数据整体产业链的关键环节。

新收购的铖昌科技主营业务为微波毫米波射频芯片的研发、生产及销售, 是国内微波毫米波射频芯片领域唯一掌握核心技术的民营企业, 技术方面具备核心竞争优势。公司主营业务智能控制器上游核心在于 IC 集成电路, 收购铖昌科技是公司产业链上游的延伸, 公司的产业链技术储备得到关键提高。

图表 7: 公司三大业务板块



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

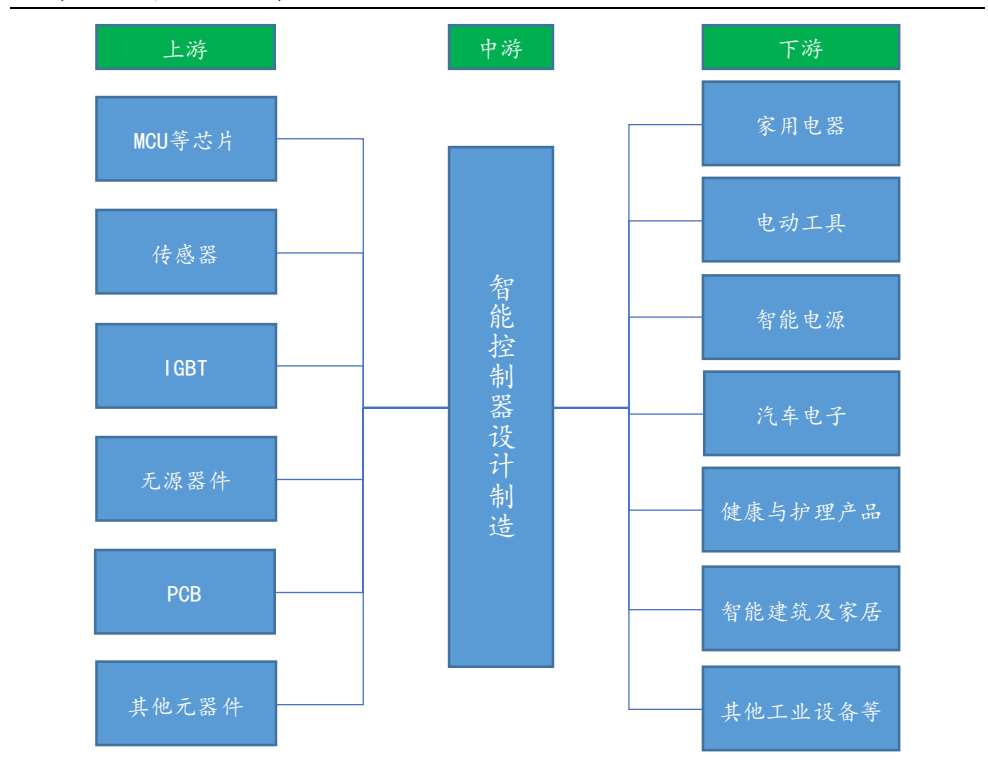
2. 智能控制器需求旺盛，行业发展空间大

2.1. 智能控制器产业中移趋势明显，下游需求推动产业升级

智能控制器是人工智能技术与自动控制技术的有机集合，也是集微电子技术、电子电路技术、现代传感与通讯技术、智能控制技术、人工智能技术为一体的核心控制部件，是指独立完成某一类特定功能的计算机单元，在家电等整机产品中扮演“心脏”与“大脑”的角色，是相应整机产品的最核心部件之一。

智能控制器在整个产业链中处于承上启下的位置，上游零部件包括芯片、传感器、IGBT、无源器件、印刷电路板等；中游是智能控制器设计制造企业，和而泰即处于中游之中；下游是各行业的智能控制终端，包括了家用电器、电动工具、汽车电子和智能家居等各种产品，产品单价从几十元到几万元，覆盖面非常广。

图表 8：智能控制器产业链



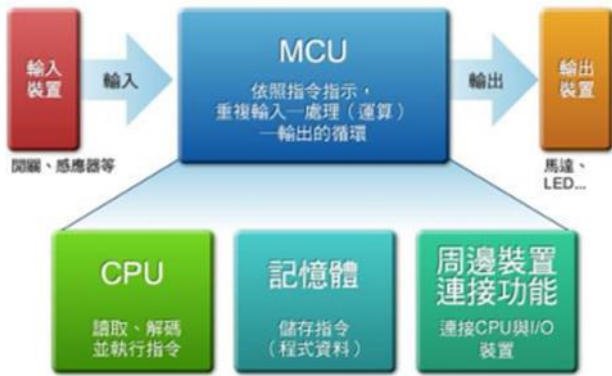
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

上游最核心的零部件是芯片，直接反应了技术应用和产品性能，任何装备了智能控制器的产品都离不开芯片的控制，其中 MCU 微控制单元逐渐发展为智能控制器的首选芯片，地位愈发重要。

MCU 全称是 Micro controller Unit，又名单片机，内部集成了处理器、ROM、RAM、计数器和 I/O 端口，类似于一台浓缩的 PC。需要处理的数据和计算方法等信息会被存储到内置的存储器中，运行时候再从存储器中读取，极大提升了智能控制器运行的效率。MCU 正逐步从 4 位、8 位向着 16 位、32 位，甚至 64 位发展。2017 年全球 32 位 MCU 出货量远超 4/8 位 MCU 出货量，且增速维持高位。高位 MCU 以及更为先进的制造工艺，将在保持能耗比的同时提供更高性能和更多可定制化空间，另外集成通信模块也将为智能控制器的发展注入更

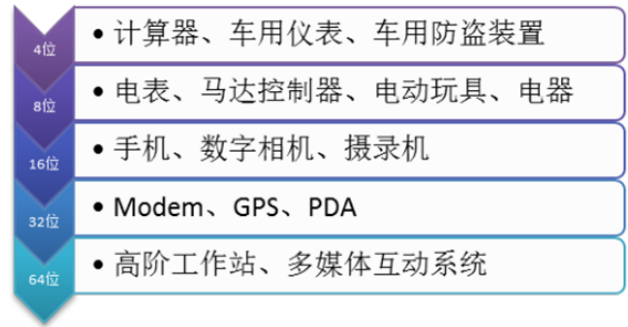
大动力和带来更大想象空间。

图表 9：MCU 结构



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

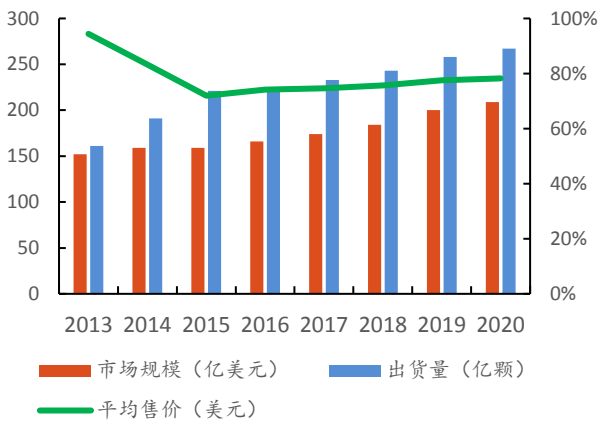
图表 10：MCU 数据位分类应用



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

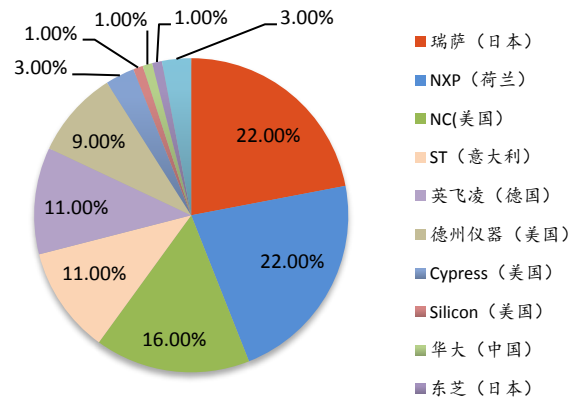
IC Insights 数据显示，2016 年 MCU 出货量为 224 亿颗，同比增长 2%，预计到 2020 年 MCU 销售规模可达 209 亿美元，MCU 市场规模年均增长率为 5.5%。2016 年 MCU 平均售价为 0.74 美元，2016 年之前 MCU 单价下跌较快，但受益于下游需求的增多，MCU 售价从 2017 年开始缓慢提升。2018 年年初以来，下游汽车电子和智能家居等领域需求暴增，MCU 市场是迎来了一波涨价潮，国外巨头纷纷调高了 MCU 的出厂价格，智能控制器生产厂商成本承压。虽然目前 MCU 产能主要掌握在国外企业手中，但是随着我国对集成电路投入的不断加大，近年也涌现出不少优质的芯片企业，智能控制器生产厂家选择面变大。

图表 11：全球 MCU 市场情况



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

图表 12：全球前十 MCU 企业



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

智能控制器中游即为智能控制器的生产厂家，和而泰就处于承上启下的这一位置。从智能控制器生产企业来看，智能控制器生产企业众多且市场较为分散，企业之间竞争较为激烈。国外智能控制器主要生产厂商有德国代傲公司和英维思集团等，国内企业有和而泰、拓邦股份、和晶科技和朗科智能等。从智能控制器全球销量来看，亚洲、北美洲和欧洲三大洲销售额全球占比超过 90%，其中亚洲占比世界第一，达到了 43%，且市场份额不断提高。

国内智能控制器制造业受益于产业中移，行业景气度持续提升。电子制造产业不断向中国迁移是大趋势，而智能控制器目前最主要的下游——家电产业

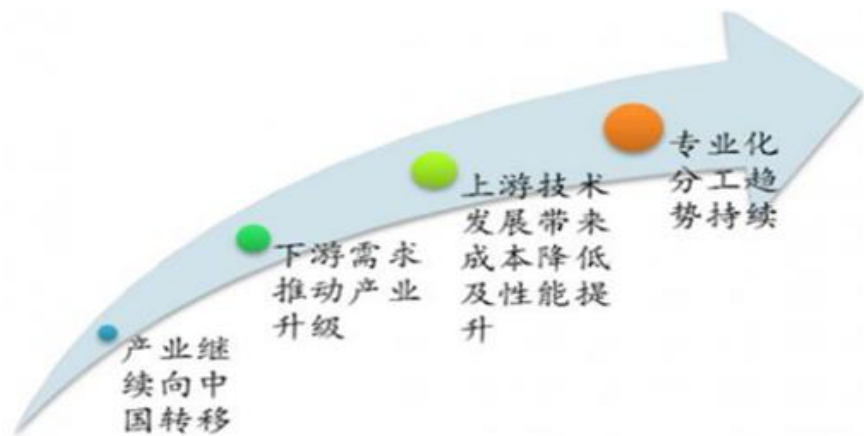
更是如此，中国已经成为了家电制造、销售第一大国。相应的，智能控制器产业也随着下游的变化而不断向中国转移。与海外智能控制器企业相比，国内企业具备多种优势：

1) **成本低**。国内企业具备更低的人力成本和运输成本。中国大陆制造业工人的平均工资约为德国的 1/8、日本的 1/5，也只有中国台湾工人工资的一半左右。中国的电子元器件产业较国外来说更加全面和集中，智能控制器企业可以在很小的区域内找齐上游供应商，从而降低了运输成本。

2) **服务好**。国内企业较国外企业拥有更快的反应速度和客户服务能力，对客户的反馈能够快速处理。国外企业的决策相对来说比较缓慢，难以满足智能控制器产业极快的更新换代需求。

3) **成长性强**。随着家电行业的中移，以及中国智能家居和汽车电子等产业的飞速发展，中国智能控制器市场规模持续扩大，行业天花板不断提升，国内智能控制器企业也拥有了更大的发展空间。

图表 13: 全球智能控制器行业发展历程

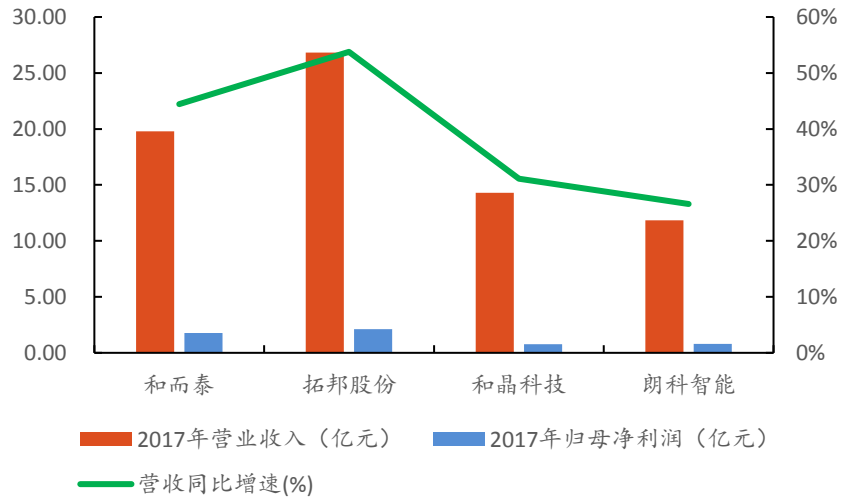


资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

国内主要的智能控制器公司业绩多年持续高增长，其中和而泰 2015 年-2017 年营收增幅分别为 29.0%、13.46%和 44.44%。在国内智能控制器生产企业中，和而泰与拓邦股份是行业龙头，产品较为高端，营收占比在行业内持续提升，和晶科技和朗科智能处于第二梯队，营收规模和行业地位都不及第一梯队的和而泰与拓邦股份。

智能控制器制造业是技术密集型和知识密集型相结合的产业，下游的市场越发高端化和多样化，这对智能控制器生产厂商提出了更高的要求。我们认为，未来智能控制器行业的门槛必然会逐渐提高，行业集中度也会随之上升，只有具备强大的研发创新能力的企业才能走的更远。

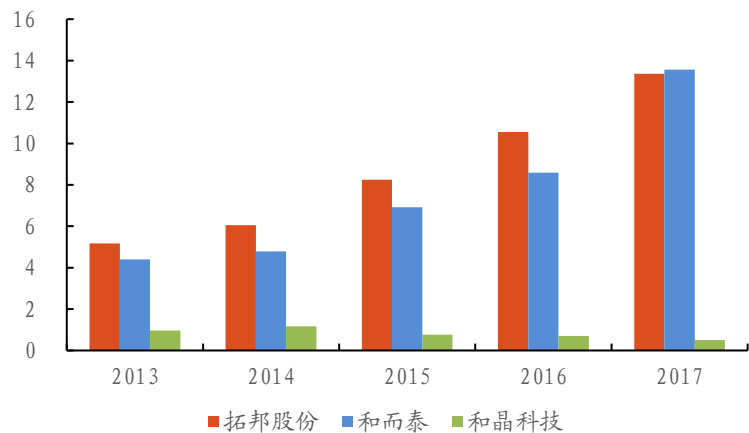
图表 14：国内智能控制器上市公司业绩比较



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

海外智能控制器下游企业对智能控制器的要求更为严格，国内智能控制器生产商的海外业务占比也能看出一个企业的综合实力。公司和拓邦股份海外营收远高于行业内其他企业，且公司海外业务营收于 2017 年超越拓邦股份，成为国内行业第一名。

图表 15：同行业公司历年海外营收（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

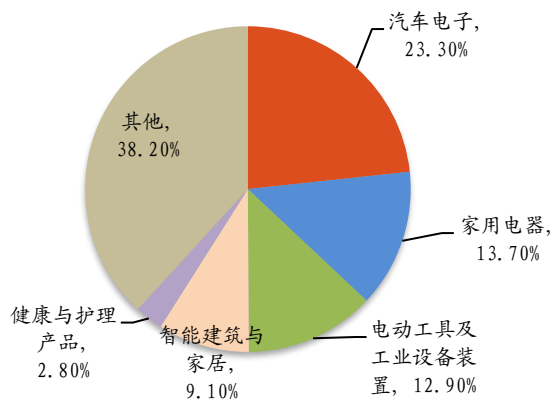
相对于国外对智能控制器需求来说，我国在汽车电子、家用电子和智能家居的市场占比更高。我国智能控制器市场占比排名前三的下游为汽车电子、家用电器和电动工具，占比分别 23%、14%和 13%。随着物联网的快速发展，围绕着改变家庭生活方式的智能化产品的不断增加，智能家居智能控制器市场占比也在持续攀升，目前市场占比已经达到了 9%。

从全球来看，近年来欧美经济逐渐复苏，未来几年全球智能控制器行业的增速有望保持在 10%以上；从国内来看，国内汽车电子、智能家居和智能家电都在飞速发展，国人对智能产品表现出极大的热情，未来一段时间智能控制器行业也将保持高景气。目前国内大型企业的智能控制器主要是自产自销，但是随着智能控制器技术含量和行业门槛的逐步提高，行业专业化分工是未来的趋势。欧美国家已经逐步实现了专业化分工，国内部门家电巨头也正在剥离附属

的众多零配件企业；同时，家电、IT 电子等海外制造业产能仍在向中国大陆转移，对来自中国大陆的智能控制器需求也将快速提高。另外，凭借着专业化优势和对产业链把控，中国智能控制器厂商已经在具有通讯功能的新型智能控制器爆发式增长的蓝海市场中抢占先机，迎来了发展新机遇。

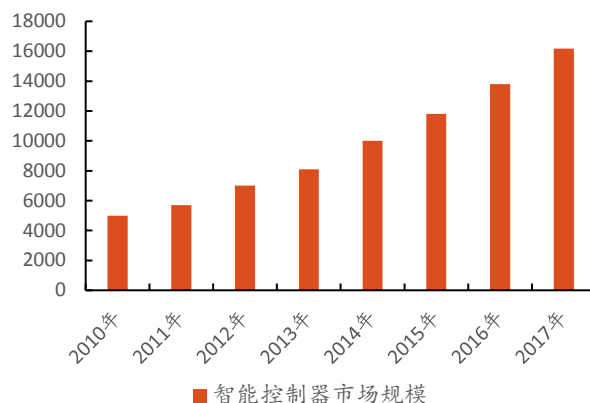
2010-2017 年，中国电子智能控制器行业市场规模 CAGR 达 18.82%，2017 年中国电子智能控制行业市场规模达到 16169 亿元。根据前瞻产业研究院预测，2018-2023 年，中国智能控制器行业将保持年 12%左右的增长率，到 2023 年，中国智能控制器行业市场规模将突破 3 万亿元。

图表 16：中国智能控制器市场结构占比



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

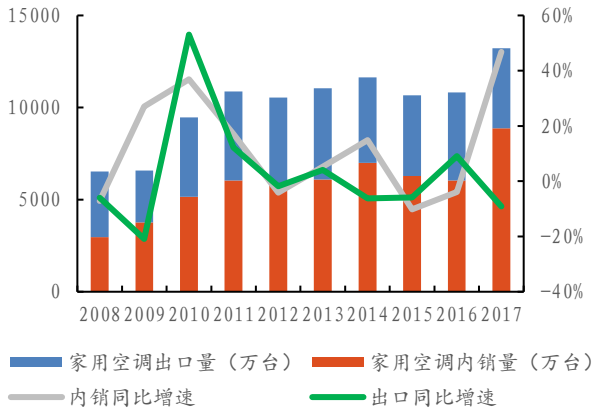
图表 17：2010-2017 中国智能控制器行业市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

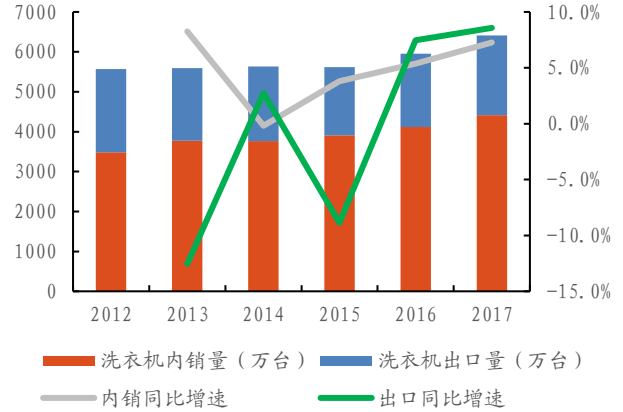
我国已成为世界第一大家电生产销售国，内销和出口需求持续增长。家电行业是最先引入智能控制器的行业，也一直是智能控制器最主要的下游之一。家电可以粗略划分为白色家电和黑色家电，白色家电是指能够减轻人们的劳动强度或提高人体舒适度的产品，比如空调、冰箱和洗衣机等，黑色家电是指能够带给人们娱乐、休闲的产品，比如彩电、DVD、音响和游戏机等。**从国内消费来看**，我国家电行业总体上保持较快的增速，长期来看，我国城镇化率提升会持续带动家电产品渗透率和保有量的提升，消费升级所带来的家电更新换代需求也是另一大增长逻辑。**从家电出口来看**，中国是全球最大的家电生产区和消费区，全球超过一半的家电来自中国。2017 年，中国家电出口额为 624.5 亿美元，同比增长 9.9%，累计出口额历史最好并创下全年最大增幅，大家电累计出口量为 2.1 亿台，同比增长 10.8%；出口额为 236.9 亿美元，同比增长 6.4%。

图表 18: 我国空调市场情况



资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

图表 19: 我国洗衣机市场情况



资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

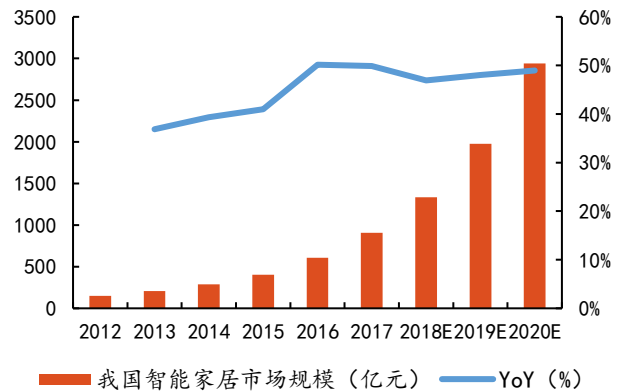
智能家居时代来临, 家电向高端化、智能化升级带动智能控制器需求增长。 家电产业已经开始进入智能家居时代, 各个家电已经不是独立的个体, 通过蓝牙、WiFi 和 LET 等通信手段, 家电可以组成家庭综合服务与管理集成系统, 从而可以实现全面的安全防护、便利的通讯网络以及舒适的居住环境的家庭住宅。中国产业信息网数据显示, 2016 年全球第一大智能家居市场为美国市场, 规模达到了 97 亿美元。我国 2016 年智能家居市场规模达到了 605.7 亿元, 2012 - 2016 年年均复合增长率为 42%, 预计 2020 年市场规模将达到 3000 亿元。智能控制器是传统家电向智能家电转变的核心, 也是物联网极为重要的硬件环节, 智能家居的发展必将带动智能控制器需求的快速增长。

图表 20: 智能家居的关键趋势



资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

图表 21: 我国智能家居市场规模



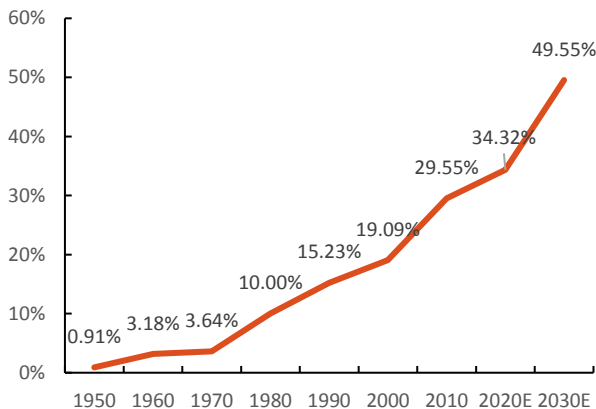
资料来源: 中国产业信息网, 东方财富证券研究所

汽车电子行业是智能控制器另一大重要下游, 市场规模占比有持续提升趋势。汽车电子可分为动力控制系统、安全控制系统、通讯娱乐系统与车身电子系统等, 随着纯电动汽车产销的快速增长以及汽车电子化趋势的进一步扩大, 涉及动力控制和安全控制类的应用市场将迎来扩容机遇。目前防抱死制动系统 (ABS)、胎压监测 (TPMS)、电子稳定系统 (ESP) 等汽车电子系统逐渐成为标配, 豪华车车上的电子转向助力系统和自适应悬挂系统等汽车电子价格也越来越亲民, 未来会逐渐配备中低端汽车。

汽车电子化对汽车行业发展有着巨大的推动力, 过去 30 年中汽车行业 70% 的技术创新与汽车电子直接或间接相关。统计数据显示, 预计到 2030 年汽车

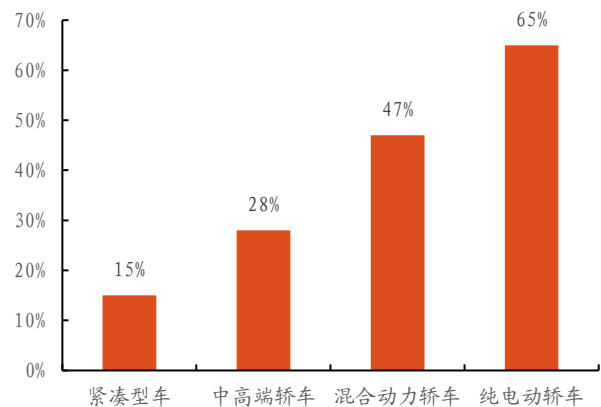
电子占整车比重将达到 50%。不同类型的汽车汽车电子成本占比相差很大，紧凑型轿车汽车电子占比只有 15%左右，而混合动力轿车和新能源轿车汽车电子占比分别可以达到 47%和 65%。乘联会数据显示，2018 年 1-9 月是中国车市逐步走弱的阶段，面对 2017 年底 2.5%购置税优惠退出的压力下，乘用车 1-9 月同比增速为-0.6%，多年来乘用车销量首次出现下降。在车市整体景气度持续下降的大趋势下，新能源车 2018 年 1-9 月累计批发 61.3 万，同比增长 98.0%，9 月批发销量达 9.9 万台，同比增长 73.0%，新能源车已经成为中国车市销量的唯一亮点。新能源汽车对智能控制器的需求也远远高于传统燃油车，其各种电动化系统都与智能控制器密切相关，新能源车销量的持续走高对智能控制器生产商来说是一大机遇，未来有望持续受益。

图表 22: 汽车电子成本占比



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

图表 23: 不同类型汽车电子成本占整车比例



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

2.2. 坚持自主研发创新, 客户资源优质

公司主要产品为家用电器智能控制器、健康与护理产品智能控制器、电动工具智能控制器、智能建筑与家居智能控制器、汽车电子智能控制器、LED 应用产品、智能卧室、智能美容美妆、智能净化等智能硬件系列产品。

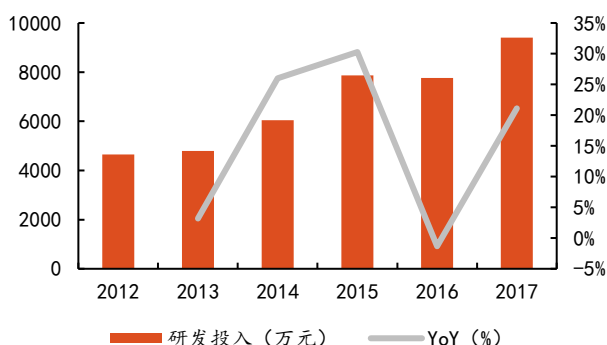
图表 24: 公司智能控制器产品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

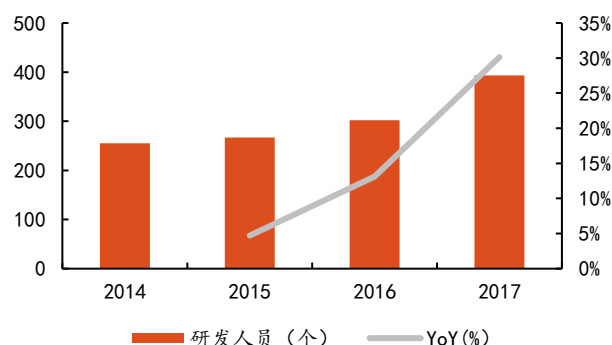
公司一贯高度注重技术研发与创新能力建设，始终以技术领先为核心发展战略。自成立以来公司一直保持高研发投入，不断引入高端技术人才，提升自主创新能力，保证公司在快速成长中的技术竞争优势和可持续发展。2017年，公司研发投入总额为9400万元，同比增长21.11%，占营业收入4.75%；2018年上半年，公司研发投入总额为5300万元，同比增长18.99%。公司研发人员数量也是不断攀升，2017年共有393位研发人员，同比增长30.13%，占总员工比例为11.65%。公司研发投入和研发人员多年来的持续增长，显示出公司对研发创新的重视。

图表 25：公司研发投入及同比增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 26：公司研发人员数量及同比增速

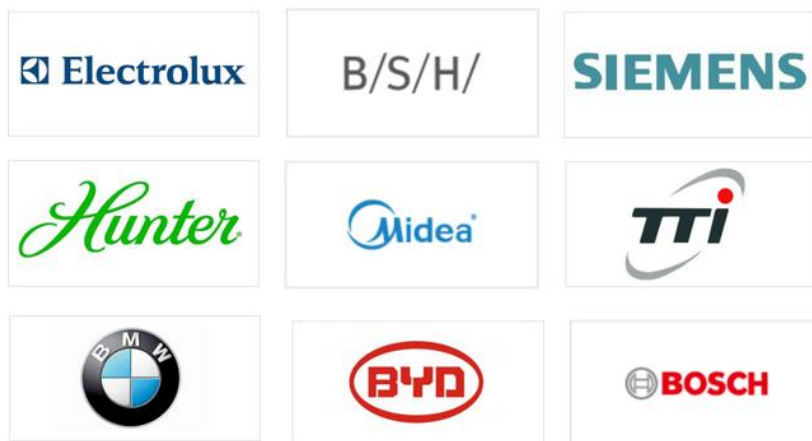


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

坚持优质大客户战略，业绩增长稳健有保障。公司始终坚持优质大客户战略，已成为伊莱克斯、惠而浦、西门子、TTI、盛柏林等全球著名跨国公司在国内少数或唯一的技术开发与产品合作伙伴。公司的智能控制器产品供应全球高端市场，约80%以上产品最终销售地点为欧洲等地。2018年，公司再次荣获伊莱克斯“全球卓越供应商”奖项及盛柏林集团（Chamberlain）年度供应商奖项，并且近年来屡次获得惠而浦（Whirlpool）公司技术创新奖项、盛柏林技术创新供应商奖项、博世西门子（BSH）公司技术创新供应商、汉特（Hunter）公司优秀供应商、赛博（SEB）公司优秀供应商等各类全球大客户奖项，公司的研发能力、制造能力、品管能力、国际化运营能力、物流和综合服务能力得到全球行业领先大客户的一致认可，公司在行业内拥有突出的领先优势。**公司的主要客户经营和财务风险小、品牌信誉好，对产品质量要求高，合作关系十分稳定，未来业绩的稳定增长有保障。**

除了国外客户之外，公司近年来持续开拓国内客户市场，目前已经成为小米、海信、海尔和美的等国内知名公司供应商。相较于国外企业，国内传统家电企业的智能控制器主要是自研自供，很少会对外采购，但是随着家电智能化和高端化进程的加速，智能控制器技术含量越来越高，各个家电厂商也开始对外采购智能控制器，行业专业分工趋势越来越明显。另外，国内互联网企业比如小米等公司，也开始打入小家电和智能家居领域，这些公司基本上都是轻资产公司，各种硬件产品倾向于对外采购。互联网企业智能家居产品出货量极大，市场份额提升速度很快，公司目前已经在互联网企业的智能家居中拥有一席之地，未来有望持续受益。

图表 27：公司部分客户情况



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司成立以来，以优秀的研发和技术创新能力为核心竞争力，目前已经成为该行业内全球研发能力最强、研发队伍规模最大、自有知识产权最多的企业，公司智能控制器技术地位与影响力得到了全行业所有大客户的认可与赞赏，技术创新能力和技术影响力已经稳居全球行业前列。我们认为，公司智能控制器业务发展前景广阔，在汽车电子和智能家居等下游需求的持续走高的情况下，公司市占率和业绩有望持续增长。

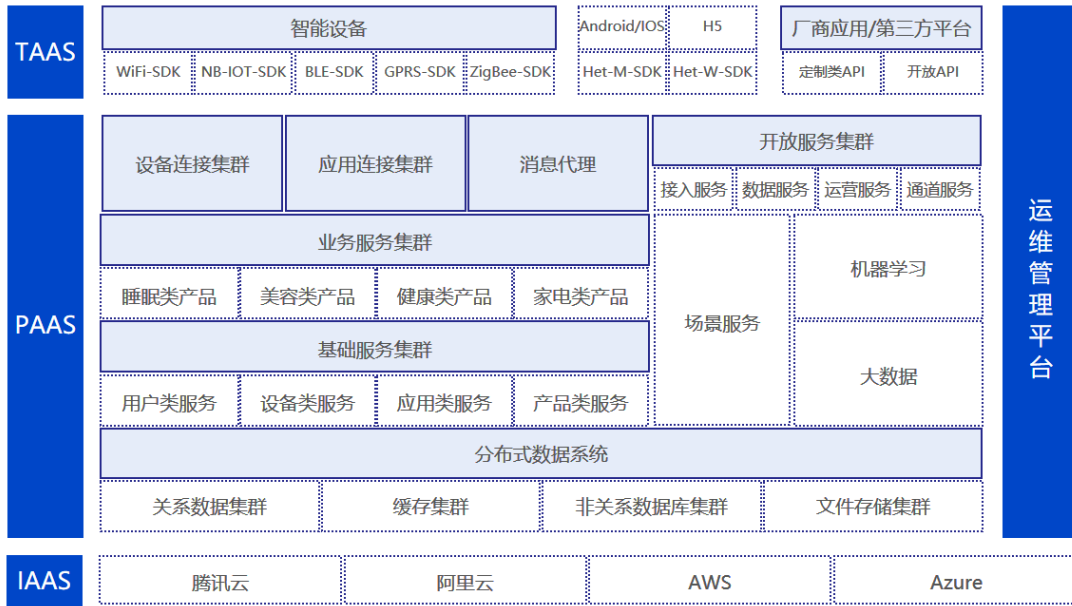
3. 下游延伸至大数据平台，上游收购钺昌科技

3.1. 建立 C-Life 大数据平台，打造智慧家庭全场景服务闭环

万物互联的大数据时代已经到来，公司占据海量核心数据“入口”。随着互联网技术、无线通讯技术、云计算技术、大数据处理技术、人工智能技术的飞速发展，互联网公司、地产商、电信运营商和硬件制造商等纷纷加入其中，万物互联的大数据时代已经到来。在大数据时代，物联网将把所有信息汇聚于一个平台，通过分析大数据来制定新的方案和策略。基于万物互联的物联网与大数据运营服务平台，将使得个人与家庭生活发生根本的变革，将使得传统的制造业、商业、服务业基本运营模式发生颠覆性的变革，将成为未来产业发展、经济发展、社会发展的核心驱动力。公司是智能控制器生产商龙头，占据了海量核心数据“入口”，能够快速获取全社会要素基础数据集群，且懂得数据的挖掘、定义、标准和规范，以及数据背后的意义。

公司基于数据“入口”这一优势，从 2014 年开始建立 C-Life 大数据平台，并于 2015 年正式对外发布。公司的新一代互联网与大数据运营服务平台业务，是公司智能控制器业务的有效延伸，两者均为大数据整体产业链的关键环节，相互促进，共同形成公司在整体大数据链条的得天独厚的核心竞争力。

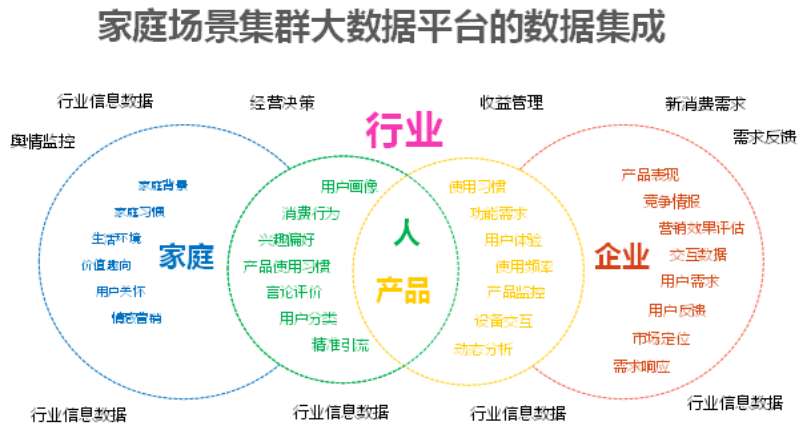
图表 28: C-life 平台架构



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司 C-life 大数据平台主要聚焦于个人与家庭生活场景，通过收集家用电器、家用医疗、家庭安防、智能建筑、家纺与家居、新一代智能硬件等所有与家庭生活相关的设备与产品的数据，然后再汇总到大数据平台之上，通过云计算技术与商业智能技术建立综合服务模型，服务家庭与个人生活，实现健康、舒适、便捷、智能的新一代家庭生活。

图表 29: 大数据平台信息交互过程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司 C-Life 大数据平台盈利在于数据的开发。公司通过出厂的各种智能控制器设备搜集 C 端的数据，包括用户的使用习惯和设备运行情况等，然后通过大数据平台的 AI 对数据二次开发整理。这些经过开发后的数据对下游厂商来说具备极大的参考意义，下游厂商和公司都可以开发出更好产品，客户也可以获得更加优秀的产品。这样一个良性循环过程会使下游厂商愿意加入大数据平台，并愿意为数据付费。

公司全力加大在 C-Life 平台的投入，成果斐然。公司陆续开发了智慧睡

眠、智慧美容、智慧家电、智慧水生态、智慧农业等领域 100 多种智能硬件族群，形成多领域行业解决方案。目前已在家庭端实现基于睡眠、美容、健康饮食、安全用水、安防、卫浴、自然环境等多设备、多品牌互联互通，打造智慧家庭全场景服务闭环；在产业端，已为养老院、美容院、酒店、学校、幼儿园、地产商、净水行业、农业等多种行业提供全周期、全链条、全维度、全方位的专业级运营顾问式服务，引领传统行业智能化升级。

图表 30: C-life 平台主要业务



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

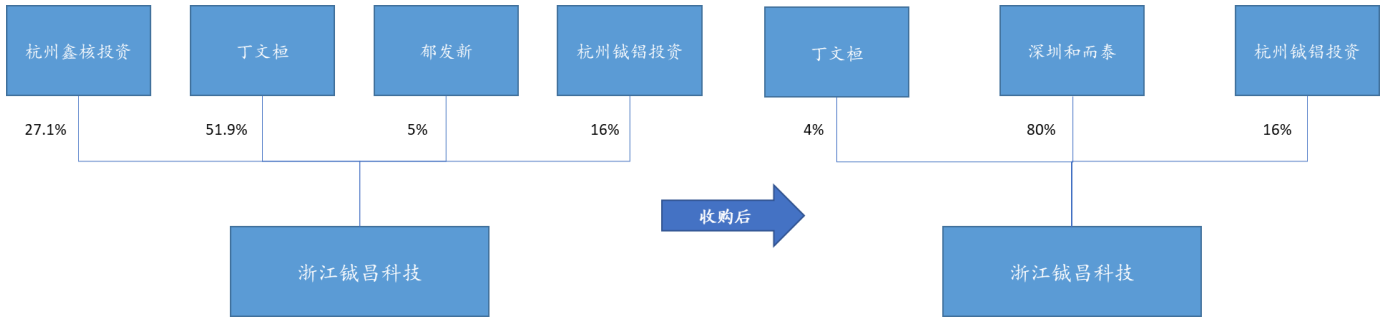
公司处于智能控制器产业中游，与下游的家电等行业内的厂商相比，公司产品涵盖面更广，不局限于某一个细分的行业，因此，公司能够搜集到更多的行业数据。同时，公司与客户之间建立了深度而牢固的战略合作关系，公司的数据更容易被客户接受并落实到实处，公司还可以深入客户的产品或服务的修正之中去。我们认为，虽然 C-Life 大数据平台还处于前期开发阶段，短时间内不能给公司贡献利润，但是公司布局较早，已经具备了先发优势，前期成果令人瞩目，未来发展空间极大。

3.2. 收购钺昌科技，延伸产业链至上游芯片领域

2018 年 4 月 20 日，公司发布公告宣布与浙江钺昌科技签署股权收购协议，拟以自有资金 6.24 亿元收购钺昌科技 80% 的股权。公司于 2018 年 6 月 1 日再次发布公告宣布，钺昌科技已经完成工商变更手续，将纳入公司合并报表内。

钺昌科技被收购前第一大股东为丁文桓先生，收购完成后第一大股东变更为深圳和而泰上市公司。目前公司持有钺昌科技 80% 股份，另外两大股东分别为丁文桓先生和杭州钺铝投资。

图表 31: 收购前后铖昌科技股权变化情况



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

铖昌科技是集微波毫米波射频芯片设计开发、研制、生产和销售为一体的高新技术企业, 主营业务为微波毫米波射频集成电路模拟相控阵 T/R 芯片的研发、生产和销售, 在 IC 行业拥有核心技术与专业能力, 具有服务于航天、航空、军工的水准。

微波毫米波射频 T/R 芯片研发难度极高, 发展空间广阔。微波毫米波射频 T/R 芯片应用领域包括军事、航天航空上的相控阵雷达, 以及民用的 5G 通讯和汽车毫米波雷达等领域。微波毫米波射频 T/R 芯片的研发设计难度极高, 从集成电路角度来说, 射频芯片研发难度最大, 而应用于航空航天领域的射频芯片又是射频芯片中技术含量最高的。目前国内只有三家企业能够量产该芯片, 民营企业中能大规模量产的只有铖昌科技, 另外两家企业均为大型国资研究所。

图表 32: 微波毫米波射频 T/R 芯片下游应用



资料来源: 铖昌科技官网, 东方财富证券研究所

铖昌科技商业模式分两个路径, 一方面是与国内重点科研院所联合承担国

家重大项目，打响产品的知名度和含金量，进而增强产品市场竞争力；另一方面是在维持军用市场持续增量的前提下，加大力度开发民用市场，特别是物联网和 5G 移动通信市场，逐步扩大市场（军用和民用）、产品（军用和民用）、客户结构。

在军工业务方面，铖昌科技把握军民深度融合大发展机遇，攻克了模拟相控阵 T/R 芯片技术问题，解决了模拟相控阵 T/R 芯片高成本问题，使有源相控阵雷达在我国大规模推广应用成为现实。有源相控阵雷达技术是各军事强国竞相发展的重大军工技术发展方向，对国家的国防安全有重大意义。公司的产品已经批量应用于星（卫星）载、弹（导弹）载、机（有人、无人飞机）载雷达设备，为我国的国防科技发展做出了突出贡献。

图表 33：相控阵雷达

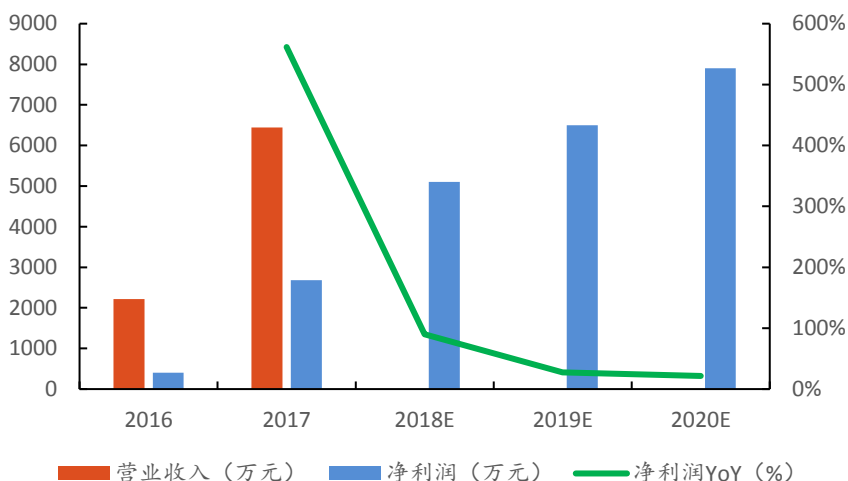


资料来源：百度百科，东方财富证券研究所

在民用市场方面，公司关注到物联网和 5G 移动通信带来的巨大市场发展机遇，在相应领域也做了充分布局和储备。通讯技术与通讯芯片是物联网产业的基础技术与核心技术之一，公司在射频通讯芯片上的现有成果与研发能力能够让公司较为轻松地切入物联网产业之中。在民用 5G 技术上，毫米波阵列天线是 5G 基站的重要补充，但是该天线技术结构复杂，一般厂商很难切入，而雷达厂商的相控雷达技术能够较为容易转换。铖昌科技的相控雷达芯片技术全国领先，未来在 5G 领域大有可为。

铖昌科技 2016 年营业收入和净利润分别为 2220 万元、406 万元，2017 年实现营业收入 6443 万元，净利润 2683 万元，分别同比增长 190%和 562%。公司与铖昌科技签署的股权转让框架协议承诺：2018 年、2019 年、2020 年铖昌科技的净利润分别为 5100 万元、6500 万元、7900 万元，充分显示了铖昌科技对自身盈利能力的自信。

图表 34：钺昌科技历史业绩及承诺业绩



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

将钺昌科技纳入公司的研发生产体系，对公司来说具有极大的战略意义。公司进一步提升了发展天花板，获得了更大的成长空间。总的来说，收购钺昌科技对公司有多方面的影响：

1) **向上游产业链核心环节延伸，大力提升公司主营业务核心竞争力。**公司主营业务智能控制器的上游核心技术与关键器件是 IC（集成电路），所占成本也是最高。钺昌科技 IC 领域拥有的核心技术与专业能力，将有力支撑、有效服务于公司的智能控制器主业，使公司在全球智能控制器同行中具备更独特、专业性更强的核心竞争力。

2) **成功打入航空航天等军工 IC 领域，拓展更广阔的市场空间。**钺昌科技已经在航天、武器装备等军工领域有较好的客户基础和市场技术，并且拥有航天、军工领域供货商完整的相关资质。公司智能控制器主业可以借助钺昌科技的资源向航天、武器装备等军工市场延伸，该市场的市场规模较大，竞争没有民用智能控制器领域激烈，且产品毛利润率相对较高。

3) **利于公司物联网、人工智能大数据战略的战略实施。**钺昌科技在射频通讯领域拥有深厚的技术积累，而通讯技术是物联网产业的基础技术与核心技术之一。收购完成后，公司将在物联网通讯芯片、通讯与控制模组领域开展高维布局，进一步强化公司在物联网、人工智能大数据领域的竞争优势。

4. 定增+可转债扩充产能，员工股权激励提升信心

2018年4月18日，公司发布公告宣布向中意资产管理有限责任公司定向增发1088万股股票，限售期为12个月。本次非公开发行扣除与发行有关的费用实际募集资金净额为人民币1.04亿元，募集资金分别用于智能硬件产品族研发与产业化和补充流动资金。

图表 35：定增募投资金用途

项目名称	预计投资总额 (万元)	本次实际募集资金净 额拟投入金额(万元)
智能硬件产品族研发与产业化	30000	2416
补充流动资金	8000	8000
合计	38,000	10,416.00

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2018年4月20日，公司公布公开发行可转债预案。2018年9月15日，公司发布公告宣布公开发行可转债申请获得中国证监会受理。本次拟发行的可转债募集资金总额不超过人民币6亿元（含6亿元），募集资金分别用于长三角生产运营基地建设项目、电子制程自动化与大数据运营管控平台系统项目和智慧生活大数据平台系统项目。目前该项目还在进行中，可转债是否能够成功发行还存在不确定性。

图表 36：可转债募投资金用途

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用本次募集资金额 (万元)	实施单位
长三角生产运营基地 建设项目	49055	40000	浙江和而泰智能 科技有限公司
电子制程自动化与大 数据运营管控平台系 统项目	12800	8000	发行人
智慧生活大数据平台 系统项目	20200	12000	发行人
合计	82055	60000	—

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

珠三角和长三角两大战略基地助力公司产能扩展。公司连续多次募集资金，主要目的就是为了扩充产能和推动公司大数据平台的建设。公司现在最主要的生产基地是珠三角的深圳基地，2017年7月，珠三角基地二期工程开始动工，目前二期扩产项目已经封顶，并进入后期装修及连廊建设阶段，预计四季度正式投入生产，届时公司产能将得到大幅提高。公司的长三角生产基地也于2017年6月在杭州动工，预计2019年建成投产。公司的主要客户西门子、伊莱克斯、惠而浦、万向钱潮等都在长三角地区拥有生产基地或采购中心，杭州生产基地的建立可以让公司更加方便为大客户提供配套服务

实施员工股票激励计划，促进公司稳定发展。2017年9月28日，公司宣布开始实施2017年限制性股票激励计划，预计以5.03元/股的价格授予限制性股票1,453万股，占授予前上市公司总股本的1.75%，激励对象覆盖公司部分董事、高管、核心管理与业务技术人员178人。2017年10月，公司对本次授予限制性股票的激励对象及授予数量进行了调整，公司授予的激励对象人数由210名调整为192名，授予的限制性股票数量由1,500万股调整为1,480万股。

图表 37：股权激励计划名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万份)	占限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
王鹏	执行总裁、董事	30	2.03%	0.04%
罗珊珊	副总裁、董事、 董事会秘书、财务总监	25	1.69%	0.03%
汪显方	董事	20	1.35%	0.02%
核心管理人员、核心技术（业务）人员 (共 189 人)		1405	94.93%	1.69%
合计		1480	100.00%	1.78%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

激励计划的限制性股票要分三个会计年度进行解锁，每个年度，以达到绩效考核目标作为激励对象的解除限售条件。

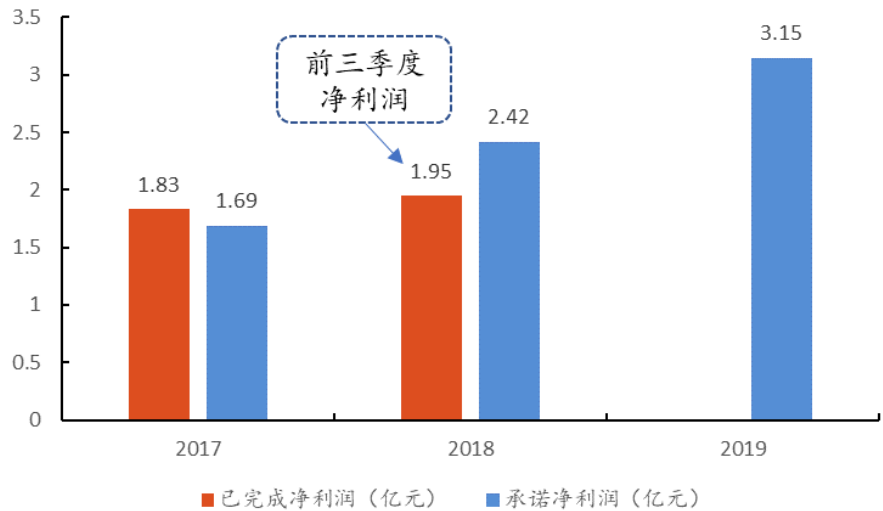
图表 38：股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润不低于 2016 年净利润的 1.4 倍。
第二个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，2018 年净利润不低于 2016 年净利润的 2 倍。
第三个解除限售期	以 2016 年净利润为基数，2019 年净利润不低于 2016 年净利润的 2.6 倍。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司 2017 年实现净利润 1.83 亿元，超过股权激励计划中 2017 年的 1.69 亿元净利润目标。公司 2018 年前三季度净利润为 1.95 亿元，而股权激励计划中 2018 年和 2019 年净利润目标分别为 2.42 亿元和 3.15 亿元，根据公司历年四季度业绩表现以及公司今年收购的铖昌科技已经并表这一事实来看，公司今年完成盈利目标是大概率事件。

图表 39：股权激励计划承诺净利润



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

5. 盈利预测

关键假设：

家用电器智能控制器业务：

家用电器智能控制器业务是公司营收占比最高的业务，多年来业绩稳步提升。虽然国内家电市场增速有放缓趋势，但是公司是智能控制器龙头，大客户多为国外客户，国内客户还在持续开拓中，国内市占率有望持续提升。假设公司未来家电智能控制器销售在家电升级和国内客户拓展这两大原因下，能够维持高速增长，且毛利率稳定在 18.5% 左右。

电动工具智能控制器业务：

电动工具智能控制器业务是公司第二大业务，业绩多年来维持稳定增长，假设公司未来客户不发生大的变动，增速维持在 21% 左右，毛利率稳中有升。

LED 应用产品业务：

公司 LED 应用产品有 LED 灯带和 LED 灯泡等，由于营收规模较小，过去几年营收增速较高。假设公司 LED 应用产品销售增速维持在 30%，毛利率稳定在 34% 左右。

智能建筑与家居控制器业务：

智能家居业务是公司目前正在大力发展的业务，是公司 C-Life 大数据平台重要的数据入口。过去几年该业务业绩增长缓慢，但是随着公司大数据平台的发展和资源的投入，预计未来会有较快的发展。

汽车电子智能控制器业务：

受益于汽车电子化趋势，汽车电子智能控制器发展空间十分广阔。该项业务是公司重点发展的业务之一，现已成立专门的事业部进行研发和拓展。预计未来能维持 50% 以上的增速，毛利率稳定在 25% 左右。

智能硬件&健康与护理产品智能控制器业务:

智能硬件&健康与护理产品智能控制器业务营收规模很小，预计未来营收增速和毛利率能够保持稳定。

图表 40: 公司各项业务营收及增速预测

	2018E	2019E	2020E
家用电器智能控制器			
营业收入 (亿元)	17.86	23.93	31.83
同比增速 (%)	35.00%	34.00%	33.00%
毛利率 (%)	18.40%	18.60%	18.80%
电动工具智能控制器			
营业收入 (亿元)	3.57	4.34	5.29
同比增速 (%)	21.00%	21.50%	22.00%
毛利率 (%)	23.00%	24.00%	25.00%
LBD 应用产品			
营业收入 (亿元)	1.59	2.06	2.68
同比增速 (%)	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	34.00%	33.80%	33.50%
智能建筑与家居控制器			
营业收入 (亿元)	0.68	1.03	2.05
同比增速 (%)	20.00%	50.00%	100.00%
毛利率 (%)	25.00%	25.50%	26.00%
汽车电子智能控制器			
营业收入 (亿元)	0.56	0.84	1.26
同比增速 (%)	10.00%	50.00%	50.00%
毛利率 (%)	24.50%	25.00%	25.00%
智能硬件			
营业收入 (亿元)	1.02	2.04	4.08
同比增速 (%)	100.00%	100.00%	100.00%
毛利率 (%)	17.00%	17.50%	18.00%
健康与护理产品智能控制器			
营业收入 (亿元)	0.31	0.37	0.45
同比增速 (%)	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	17.00%	17.00%	17.00%
其他			
营业收入 (亿元)	0.65	0.78	0.93
同比增速 (%)	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	25.00%	25.00%	25.00%
敏昌科技			
营业收入 (亿元)	0.80	1.02	1.33
同比增速 (%)	25.00%	28.00%	30.00%
承诺净利润 (亿元)	51.00%	65.00%	79.00%

合计

营业收入(亿元)	27.04	36.42	49.91
同比增速 (%)	36.64%	34.67%	37.06%
毛利率	21.65%	21.77%	21.82%

资料来源: 东方财富证券研究所

基于公司上游原材料价格上涨的因素, 我们下调了公司毛利率预期, 修正了公司盈利预测, 预计公司 18/19/20 年营业收入分别为 27.04/36.42/49.91 亿元, 归母净利润分别为 2.56/3.48/4.79 亿元, EPS 分别为 0.3/0.41/0.56 元, 对应市盈率分别为 21/16/11 倍。

公司主体部分预计 2019 年实现归母净利润 2.83 亿元, 同行业可比公司 2019 年平均 PE 为 21.82, 谨慎考虑给予公司 2019 年 20 倍 PE, 对应 56.60 亿元市值。子公司钺昌科技 2019 年业绩承诺为净利润 0.65 亿元, 公司占钺昌科技 80% 股份, 同行业可比公司 2019 年平均 PE 为 30.73, 谨慎考虑给予钺昌科技 2019 年 25 倍 PE, 对应 13 亿元市值。综上所述, 预计公司 2019 年市值总和为 69.6 亿元, 对应每股价格为 8.13 元。

公司是国内智能控制器龙头, 主营业务多年稳定增长。公司布局的物联网大数据平台业务极具前瞻眼光, 未来发展前景广阔。公司新收购的钺昌科技是对上游芯片领域的拓展, 并表后有望持续增厚业绩。我们看好公司未来的发展前景, 通过对公司主业和钺昌科技分别进行相对估值后, 给予公司 19 年 20 倍估值, 六个月目标价 8.2 元, 给予 “增持” 评级。

图表 41: 盈利预测关键财务数据

项目 \ 年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1978.57	2704.00	3642.00	4991.00
增长率 (%)	46.99	36.66	34.69	37.04
EBITDA (百万元)	267.74	338.80	448.22	604.19
归母净利润 (百万元)	178.10	255.66	347.99	478.93
增长率 (%)	48.84	43.55	36.11	37.63
EPS (元/股)	0.21	0.30	0.41	0.56
市盈率 (P/E)	30.61	21.32	15.66	11.38
市净率 (P/B)	4.13	3.55	2.94	2.37
EV/EBITDA	18.75	16.29	11.85	8.32

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 42: 和而泰同行业估值比较 (2018-10-31)

股票代码	简称	总市值 (亿元)	PE			
			TTM	2018E	2019E	2020E
002139.SZ	拓邦股份	37.70	16.26	14.16	10.64	7.77
300543.SZ	朗科智能	16.96	35.45	29.16	19.81	-
300279.SZ	和晶科技	23.70	-	41	35	30
同行业平均		26.12	25.86	28.11	21.82	18.89
002402.SZ	和而泰	51.17	23.78	20.03	14.73	10.69

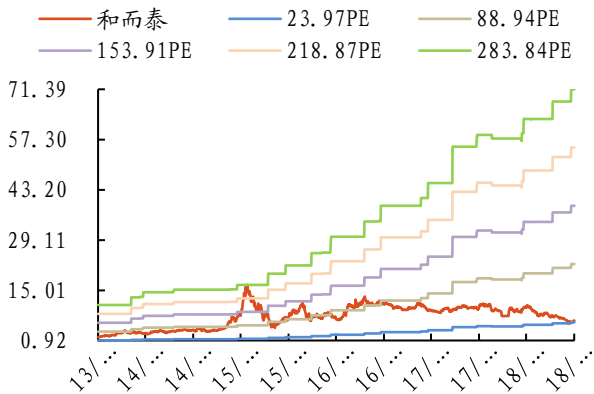
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 43: 铖昌科技同行业估值比较 (2018-10-31)

股票代码	简称	总市值 (亿元)	PE			
			TTM	2018E	2019E	2020E
300661.SZ	圣邦股份	55.37	51.82	47.25	36.82	28.71
300327.SZ	中颖电子	41.73	26.10	24.75	19.15	14.35
603160.SH	汇顶科技	351.62	79.36	43.43	28.35	23.13
002049.SZ	紫光国微	183.26	51.68	47.04	38.58	33.18
同行业平均		158.00	52.24	40.62	30.73	24.84

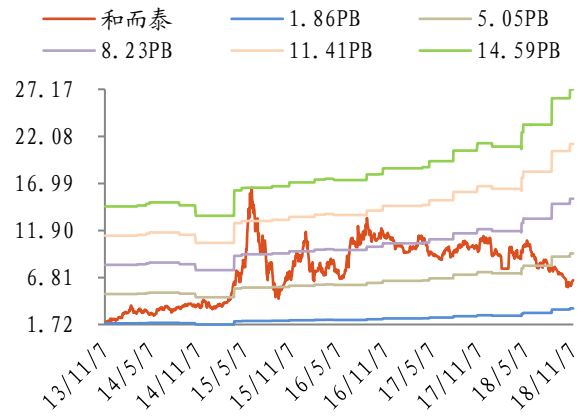
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 44: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 46: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.10	WACC	12.01%
市场收益率 Rm	11.27%	半显性增速	25.00%
无风险利率 Rf	3.54%	永续增速	3.00%
风险溢价	7.73%	公司价值	6226.00
实际税率	14.55%	股票价值	6181.49
债务利率	4.50%	每股价值	7.22

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6. 风险提示

- ◆ 智能控制器需求不及预期;
- ◆ 上游电子元器件价格大幅波动;
- ◆ 铖昌科技业绩不及预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1519.03	1270.93	1857.41	2736.79
货币资金	451.12	-45.62	161.35	443.40
应收及预付	637.23	807.05	1036.63	1420.69
存货	356.11	434.92	584.86	798.13
其他流动资产	74.57	74.57	74.57	74.57
非流动资产	583.54	1251.79	1301.41	1329.99
长期股权投资	5.53	5.53	5.53	5.53
固定资产	249.48	233.02	217.57	201.67
在建工程	55.39	205.39	275.39	325.39
无形资产	101.21	629.83	624.01	617.59
其他长期资产	171.93	178.02	178.92	179.82
资产总计	2102.57	2522.72	3158.83	4066.78
流动负债	758.11	952.25	1260.62	1703.48
短期借款	21.17	21.17	21.17	21.17
应付及预收	736.94	931.08	1239.45	1682.32
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	0.55	0.55	0.55	0.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.55	0.55	0.55	0.55
负债合计	758.65	952.79	1261.16	1704.03
股本	844.99	844.99	844.99	844.99
资本公积	67.19	67.19	67.19	67.19
留存收益	408.71	625.64	940.19	1385.96
归属母公司股东权益	1320.57	1537.50	1852.05	2297.82
少数股东权益	23.34	32.42	45.62	64.93
负债和股东权益	2102.57	2522.72	3158.83	4066.78

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1978.57	2704.00	3642.00	4991.00
营业成本	1550.65	2118.58	2849.14	3901.96
营业税金及附加	14.77	20.39	27.55	37.63
销售费用	54.10	73.01	98.33	134.76
管理费用	147.92	189.28	254.94	349.37
财务费用	22.37	1.06	0.95	1.27
资产减值损失	11.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.21	1.00	1.20	1.30
资产处置收益	-0.09	0.10	0.20	0.10
其他收益	7.64	0.20	0.30	0.10
营业利润	207.96	302.98	412.79	567.51
营业外收入	2.68	1.00	1.00	2.00
营业外支出	1.08	1.42	1.47	1.39
利润总额	209.55	302.56	412.31	568.12
所得税	26.62	37.82	51.13	69.88
净利润	182.93	264.74	361.19	498.24
少数股东损益	4.83	9.08	13.19	19.32
归属母公司净利润	178.10	255.66	347.99	478.93
EBITDA	267.74	338.80	448.22	604.19

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	185.83	207.19	330.51	378.23
净利润	182.93	264.74	361.19	498.24
折旧摊销	35.82	35.19	34.96	34.80
营运资金变动	-43.23	-93.22	-65.86	-154.17
其它	10.30	0.48	0.23	-0.64
投资活动现金流	-41.98	-702.86	-83.85	-61.47
资本支出	-120.34	-703.86	-85.05	-62.77
投资变动	78.36	1.00	1.20	1.30
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	25.98	-1.06	-39.68	-34.72
银行借款	48.47	0.00	0.00	0.00
债券融资	45.10	0.00	0.00	0.00
股权融资	78.54	0.00	0.00	0.00
其他	-146.13	-1.06	-39.68	-34.72
现金净增加额	169.82	-496.73	206.97	282.04
期初现金余额	277.63	451.12	-45.62	161.35
期末现金余额	443.02	-45.62	161.35	443.40

主要财务比率

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%)				
营业收入增长	46.99	36.66	34.69	37.04
营业利润增长	52.15	45.69	36.24	37.48
归属母公司净利润增长	48.84	43.55	36.11	37.63
获利能力 (%)				
毛利率	21.63	21.65	21.77	21.82
净利率	9.00	9.45	9.55	9.60
ROE	13.49	16.63	18.79	20.84
ROIC	12.68	14.76	16.40	18.20
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.08	37.77	39.93	41.90
净负债比率	-0.32	0.04	-0.07	-0.18
流动比率	2.00	1.33	1.47	1.61
速动比率	1.53	0.88	1.01	1.14
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.17	1.28	1.38
应收账款周转率	4.42	4.00	4.24	4.24
存货周转率	4.98	4.87	4.87	4.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.30	0.41	0.56
每股经营现金流	0.22	0.25	0.39	0.45
每股净资产	1.56	1.82	2.19	2.72
估值比率				
P/E	30.61	21.32	15.66	11.38
P/B	4.13	3.55	2.94	2.37
EV/EBITDA	18.75	16.29	11.85	8.32

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。