

# 英唐智控 (300131)

证券研究报告

2020年03月30日

## 战略布局半导体上游，产业协同厚积薄发

**遵循国际电子分销巨头成长路径，持续并购整合行业优质企业。**公司遵循国际电子分销巨头美国安富利 (Avnet)、美国艾睿 (Arrow) 和中国台湾大联大 (WPG) 等企业的成长路径，通过对优质企业的并购整合，实现了对新的产品线的整合，快速切入下游新兴领域，巩固公司行业领先地位。公司营收在近五年来快速上升，2018年突破百亿大关，达到121亿，2015-2018年增速分别为260.83%、138.35%、75.27%、63.71%。

**坐拥稀缺资源代理权，业务覆盖行业广阔。**公司在电子分销领域深耕近三十年，业务覆盖云计算、通信、汽车、家电、公共设施、工业等多个行业，积累了数以万计的庞大客户群体。公司拥有全球著名主控芯片品牌联发科 (MTK) 以及全球三家全产业链存储器供应商之一的 SK 海力士 (SK Hynix) 的代理权，是国内唯一一家同时拥有顶级主控和存储芯片代理权的分销商，占据了智能化硬件产品最核心的元器件。公司陆续开拓了中国光模块龙头光迅科技、全球最大的第三方存储器控制芯片群联以及国内连接器龙头立讯精密等知名原厂的代理权，持续丰富云服务领域的产品线布局。

**DRAM 产品覆盖国内云计算龙头企业，充分享受行业增长红利。**在云服务领域，英唐智控子公司联合创泰的 DRAM 产品覆盖了阿里云和腾讯云两大云计算龙头企业，是同行业中市场占有率最高的。根据 Gartner 预计，到2020年全球云计算市场规模将达到4,114.00亿美元，2016年至2020年全球云计算市场规模复合增长率为16.99%。

**收购先锋微技术，协同发展，打造半导体产业链。**公司拟以30亿日元现金收购先锋微技术有限公司100%股权。先锋微技术在光电数字信号转换传输领域的长期积累，可将其在光电集成电路、光学传感器、车载IC领域的技术应用转换至当前快速发展的光通信市场和新能源汽车市场。通过与公司在国内的光通信行业及新能源汽车行业的客户资源结合，由先锋微技术快速响应完成定制化设计、最后交由代工厂完成生产制造并实现国内销售的产业链条。

**参股上海芯石，设立合资公司，切入 SiC 功率器件。**碳化硅 (SiC) 功率半导体市场正在经历需求的突然激增。根据中国产业信息网数据，2014年以来，碳化硅功率器件年产值保持高速增长，预计2020年将达到4.37亿美元，增长率为11.48%。公司积极布局 SiC 半导体功率器件，抢占市场先机。

**盈利预测与估值。**公司作为国内电子分销龙头企业，并购整合行业资源，向上游半导体领域纵向衍生，我们长期看好公司发展。我们预计19-21年，公司实现归母净利润0.3/1.8/4.3亿元，目标价9.30元，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；核心客户流失；收购进度不及预期；汇率波动风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,399.88	12,114.11	11,767.40	11,002.52	13,203.02
增长率(%)	75.27	63.71	(2.86)	(6.50)	20.00
EBITDA(百万元)	303.41	517.05	310.29	568.17	888.51
净利润(百万元)	143.00	140.55	29.66	180.35	430.04
增长率(%)	(29.01)	(1.72)	(78.90)	508.04	138.45
EPS(元/股)	0.13	0.13	0.03	0.17	0.40
市盈率(P/E)	45.10	45.89	217.43	35.76	15.00
市净率(P/B)	3.42	3.77	3.76	3.46	2.90
市销率(P/S)	0.87	0.53	0.55	0.59	0.49
EV/EBITDA	27.81	11.79	28.84	13.93	8.26

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/电子制造
6个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	6.03元
目标价格	9.30元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,069.53
流通A股股本(百万股)	787.82
A股总市值(百万元)	6,449.24
流通A股市值(百万元)	4,750.52
每股净资产(元)	1.71
资产负债率(%)	65.34
一年内最高/最低(元)	7.71/4.54

### 作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
陈俊杰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070009	
chenjunjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 客户资源丰富，并购整合加成长</b> .....	<b>4</b>
1.1. 国内电子分销龙头企业，搭建电子信息产业互联网平台.....	4
1.2. 注重研发，营收破百亿大关.....	6
1.3. 坐拥稀缺资源代理权，客户丰富.....	7
1.4. 持续并购巩固行业地位，剥离非主业及亏损参股公司.....	8
<b>2. DRAM 产品覆盖阿里云、腾讯云，市占率第一</b> .....	<b>8</b>
2.1. 收购联合创泰，拓展客户资源.....	9
2.2. 产品覆盖云计算龙头企业，享受行业发展红利.....	9
<b>3. 贯彻战略方针，向上游半导体领域纵向衍生</b> .....	<b>12</b>
3.1. 依托现有客户资源，挖掘半导体相关发展机遇.....	12
3.2. 收购先锋微技术，优化整合产品线.....	12
3.3. 参股上海芯石，布局 SiC 功率半导体.....	16
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
4.1. 核心假设.....	19
4.2. 盈利预测.....	20
4.3. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：英唐智控产业链示意图.....	4
图 2：风筒控制器.....	5
图 3：电动牙刷控制器.....	5
图 4：UAS 联合应用系统.....	5
图 5：UU 互联.....	5
图 6：英唐智控产品 Oomi Air.....	6
图 7：英唐智控产品 Oomi Bulb.....	6
图 8：英唐智控营收及增速（含预测，单位：亿元）.....	6
图 9：英唐智控研发支出(单位：百万元).....	6
图 10：2018 年英唐智控产品结构.....	7
图 11：2018 年英唐智控区域占比.....	7
图 12：英唐智控毛利率.....	7
图 13：英唐智控净利率.....	7
图 14：英唐智控部分战略合作伙伴.....	8
图 15：联合创泰部分代理品牌.....	9
图 16：2019 年上半年中国公有云厂商市场份额占比.....	9
图 17：IaaS、PaaS 及 SaaS 产业链分布.....	10
图 18：2016-2020 年全球云计算市场规模(单位：亿美元).....	10

图 19: 2015-2022 我国公有云市场规模及增速 (单位: 百万美元) .....	11
图 20: 2018 年中国公有云细分市场收入占比 .....	11
图 21: 2015-2021 我国私有云市场规模及增速 (单位: 亿元) .....	11
图 22: 2017 年中国私有云细分市场收入占比 .....	11
图 23: 先锋微技术经营状况 (单位: 万元) .....	12
图 24: 2019 年硅光子供应链 (单位: 万元) .....	13
图 25: 硅光模块年复合增长率 (单位: 十亿美元) .....	13
图 26: 硅光模块市场份额 .....	13
图 27: 全球车用半导体市场规模预测 (单位: 十亿美元) .....	14
图 28: 2018-2022 年车用半导体原件类别销售成长预估 .....	14
图 29: 3D 成像与传感应用市场规模预测 .....	14
图 30: 搭载 ToF 摄像头手机与供应商 .....	15
图 31: 收购先锋微的协同效应 .....	15
图 32: 功率器件产品图示 .....	16
图 33: 新能源汽车销量预测 (单位: 万辆) .....	17
图 34: Si, SiC 和 GaN 的导通电阻与击穿电压关系图 .....	17
图 35: 各种功率半导体器件的工作频率及工作电压 .....	17
图 36: SiC 发展史及主要企业 .....	18
图 37: SiC MOSFET 主要专利申请企业排名 .....	18
图 38: SiC 器件市场规模预测 .....	19
表 1: 英唐智控发展历程 .....	4
表 2: 联合创泰经营情况 (单位: 万元) .....	9
表 3: 公司营收预测 (单位: 亿元) .....	20
表 4: 可比公司情况 (单位: 百万元, 数据日期 2020.3.26) .....	20

## 1. 客户资源丰富，并购整合加成长

### 1.1. 国内电子分销龙头企业，搭建电子信息产业互联网平台

深圳市英唐智能控制股份有限公司成立于 2001 年，是国家高新技术企业，拥有多种研发平台，以及快速反应的资深研发团队。公司连续几年多次获得“深圳重合同守信用企业”、“卓越企业家”等荣誉称号，并多次审核通过 ISO9001 质量认证和 ISO14001 环境管理体系认证。

表 1: 英唐智控发展历程

年份	事件
2001	深圳市英唐电子科技有限公司正式成立
2004	设立分公司深圳市英唐电子科技有限公司电子厂
2007	设立全资子公司深圳市英唐数码电器有限公司；设立全资子公司深圳市英唐数码软件有限公司
2008	深圳市英唐电子科技有限公司股份改制，更名为深圳市英唐智能控制股份有限公司
2010	深圳市英唐智能控制股份有限公司于深圳证券交易所挂牌上市，股票代码 300131
2011	设立全资子公司深圳市润唐智能生活电器有限公司；收购深圳青岛光电有限公司 100% 股权，并将其更名为深圳市英唐投资有限公司
2012	设立全资子公司英唐（香港）有限公司；收购深圳青岛光电有限公司 100% 股权，并将其更名为深圳市英唐投资有限公司
2013	收购深圳市宏元顺实业有限公司 100% 股权
2014	设立全资子公司深圳市英唐在线电子商务有限公司
2015	增资控股企业管理软件及服务提供商优软科技；完成重组收购深圳市华商龙商务互联科技有限公司
2016	深圳市英唐智能科技有限公司设立；深圳市英唐智能交通有限公司设立；英唐智控投资并控股成立深圳市英唐创泰科技有限公司
2017	英唐智控投资并控股深圳市英唐光显技术有限公司；英唐智控投资并控股深圳市怡海能达有限公司
2018	英唐智控投资并控股成立腾冲英唐新能源科技有限公司；投资并成立深圳市英唐新材料科技有限公司；华商龙投资并控股深圳市鑫三奇科技有限公司；华商龙投资并控股深圳中芯能供应链管理有限公司；英唐智控投资并设立惠州英唐光电科技有限公司；英唐智控投资并设立惠州市英唐智能控制股份有限公司

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司以垂直化产业互联网自生态平台为核心，以智能控制器、智能家居、市场分销、电子商城、供应链金融、健康节能光源产品六大业务为支撑的发展战略。

图 1: 英唐智控产业链示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司主营业务为电子元器件分销，软件研发、销售及维护，电子智能控制器的研发、生产、销售。

- 电子元器件分销业务  
通过为上游原厂与下游客户搭建沟通的桥梁，将上游原厂的产品提供给下游客户，并通过专业化、规模化的代理分销、技术支持、解决方案服务，为上游原厂提高销售效率，为下游客户降低技术准入门槛，从而降低产业链的综合成本、为产业链创造价值的业务。

图 2：风筒控制器



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：电动牙刷控制器



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 软件研发、销售及维护业务  
主要是针对电子行业研发相关的系统管理软件，涵盖了包括财务管理、供应链管理、客户关系管理、人力资源管理等企业线上管理的各个方面，致力于实现企业的无纸化办公以及高效率的企业自动化管理及系统层面的企业间的信息沟通。公司自行开发的企业管理系统也为公司电子分销业务规模的持续扩大以及并购标的的业务整合，奠定了坚实的系统基础。

图 4：UAS 联合应用系统

图 5：UU 互联



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- 电子智能控制器的研发、生产和销售是公司的传统业务，主要专注于小型生活电器电子智能控制研发、制造。

图 6：英唐智控产品 Oomi Air



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 7：英唐智控产品 Oomi Bulb



资料来源：公司官网，天风证券研究所

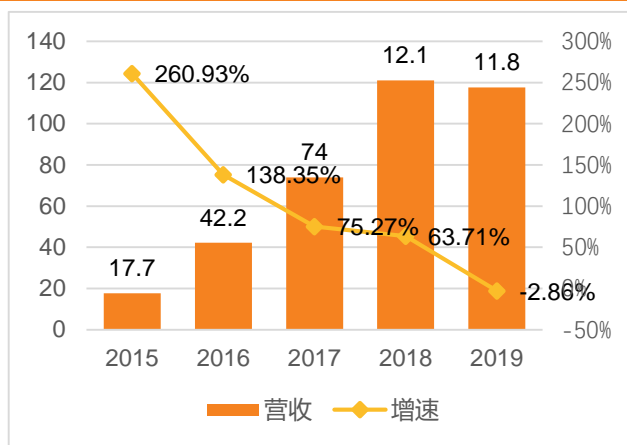
## 1.2. 注重研发，营收破百亿大关

近年来，公司持续加大研发投入，并积极寻求国内电子元器件市场领先的研发型、方案型企业作为合作伙伴，通过联合研发、技术优势互补，不断提升技术服务实力，为客户提供软硬件结合的综合解决方案。

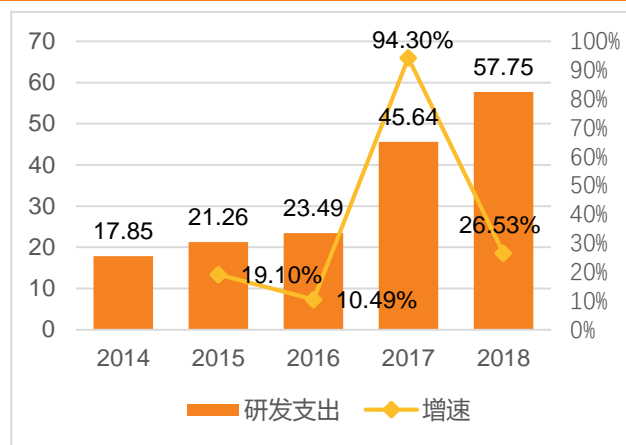
2014-2018 年，公司研发支出由 1785 万增至 5775 万，2015-2018 年增速分别为 19.10%、10.49%、94.30%、26.53%。公司营收在近五年来快速上升，2018 年突破百亿大关，达到 121 亿，2015-2018 年增速分别为 260.83%、138.35%、75.27%、63.71%。

图 8：英唐智控营收及增速（含预测，单位：亿元）

图 9：英唐智控研发支出(单位：百万元)



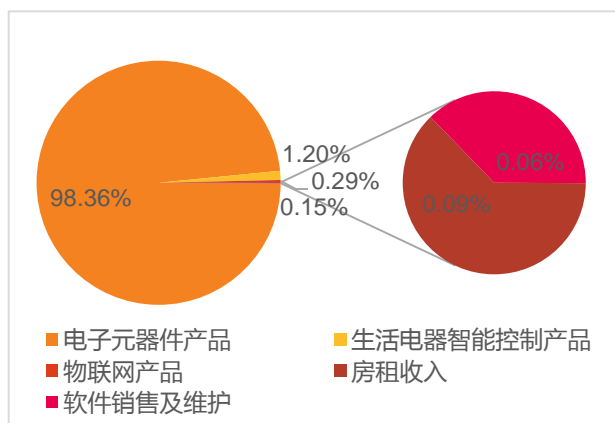
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

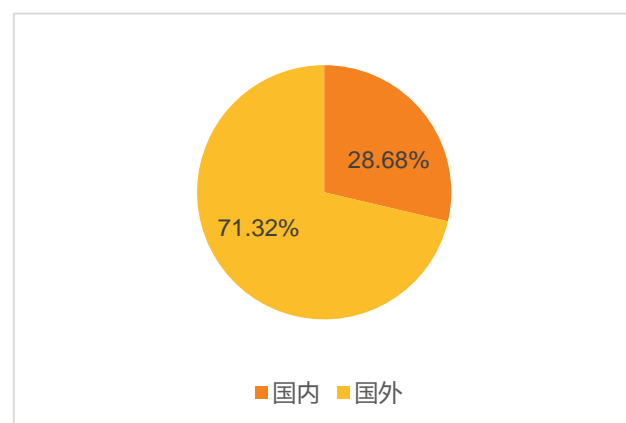
2018 年, 公司海外营收占比达到 71.32%, 远超国内营收。其中, 电子元器件产品占比为 98.36%, 为公司主要收入来源。

图 10: 2018 年英唐智控产品结构



资料来源: wind, 天风证券研究所

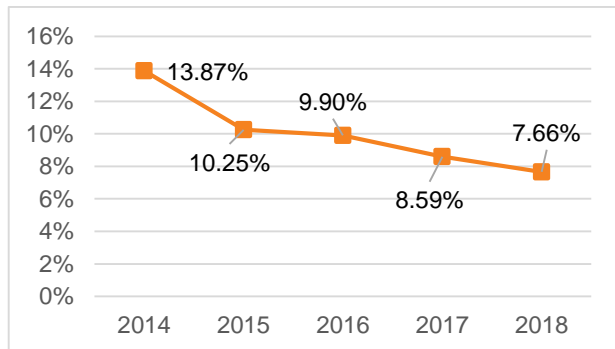
图 11: 2018 年英唐智控区域占比



资料来源: wind, 天风证券研究所

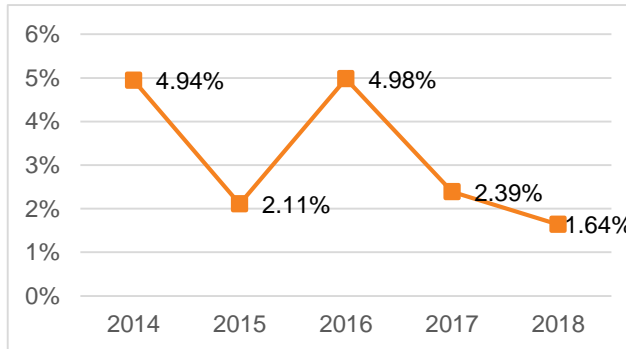
2014-2018 年, 公司毛利率与净利率呈下降趋势, 2018 年毛利率与净利率分别为 7.66% 和 1.64%。2019 年前三季度, 公司毛利率与净利率均有所回升, 分别为 8.05%、2.22%。

图 12: 英唐智控毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 英唐智控净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.3. 坐拥稀缺资源代理权, 客户丰富

公司在电子分销领域深耕近三十年，业务覆盖云计算、通信、汽车、家电、公共设施、工业等多个行业，积累了数以万计的庞大客户群体。

公司对互联网客户的布局较为领先，是国内对 BAT 三大互联网企业实现全部覆盖的电子元件代理分销商，除此之外，公司仍在不断加大对互联网客户领域的持续开拓。公司基于与互联网巨头的深入合作，拥有了切入其 AIoT 生态体系的机会，未来成长空间较大。

图 14：英唐智控部分战略合作伙伴



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **国内唯一一家同时拥有顶级主控和存储芯片代理权的分销商**  
公司拥有全球著名主控芯片品牌联发科（MTK）以及全球三家全产业链存储器供应商之一的 SK 海力士（SK Hynix）的代理权，是国内唯一一家同时拥有顶级主控和存储芯片代理权的分销商，占据了智能化硬件产品最核心的元器件。
- **持续丰富云服务领域产品线布局**  
公司陆续开拓了中国光模块龙头光迅科技、全球最大的第三方存储器控制芯片群联以及国内连接器龙头立讯精密等知名原厂的代理权，持续丰富云服务领域的产品线布局。

#### 1.4. 持续并购巩固行业地位，剥离非主业及亏损参股公司

公司遵循国际电子分销巨头美国安富利（Avnet）、美国艾睿（Arrow）和中国台湾大联大（WPG）等企业的成长路径，通过对优质企业的并购整合，实现了对新的产品线的整合，快速切入下游新兴领域，巩固公司行业领先地位，分享下游行业发展红利。

2019 年，公司陆续完成了深圳市英唐智能交通有限公司、深圳市闽客网络科技有限公司、深圳优软商城科技有限公司等多家非主业或亏损的参股控股公司的剥离，并有多家拟剥离参股公司在推进相关流程。

## 2. DRAM 产品覆盖阿里云、腾讯云，市占率第一



## 2.1. 收购联合创泰，拓展客户资源

2017-2019 年，公司陆续收购联合创泰 48.45%、31.55%和 20%股权。公司通过分步实施并购，绑定联合创泰核心创始团队，保障公司业绩的持续增长。联合创泰 2019-2021 年业绩承诺为 1.7 亿、2.0 亿和 2.3 亿。

表 2：联合创泰经营情况（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年 1-3 月
营业总收入	576,101.63	119,885.29
营业利润	14,741.75	6,441.73
利润总额	14,648.70	6,441.73
净利润	12,229.44	5,359.16
资产总额	142,803.75	120,419.94
负债总额	127,575.59	99,867.84
所有者权益总额	15,228.16	20,552.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

联合创泰是一家电子元器件产品的授权分销商。公司拥有全球第四大 IC 设计厂商，全球第二大手机芯片供应商 MTK 以及全球三家全产业存储器供应商之一的 SK 海力士 (SKHynix) 的代理权，以及韩国品牌 FCI 代理资格，中国台湾品牌 Lepower 的代理资格。

图 15：联合创泰部分代理品牌



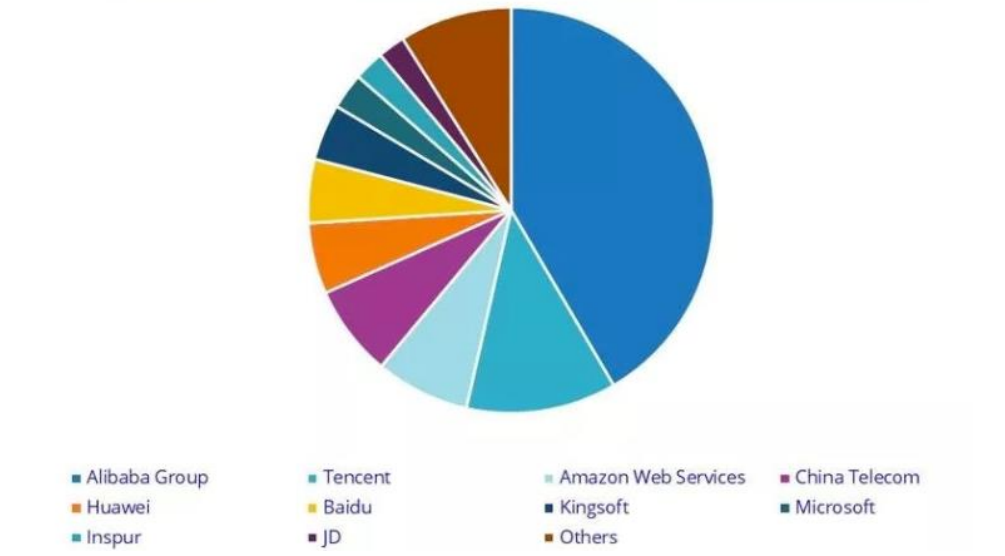
资料来源：联合创泰官网、天风证券研究所

## 2.2. 产品覆盖云计算龙头企业，享受行业发展红利

在云服务领域，联合创泰的 DRAM 产品覆盖了阿里云和腾讯云两大云计算龙头企业，是同行业中市场占有率最高的。

当前市场中阿里云、腾讯云等行业巨头背靠集团资源优势，已共同占据了市场较多份额。阿里云在市场中已占据 43.0% 的份额，腾讯云则占据了 11.5% 的份额

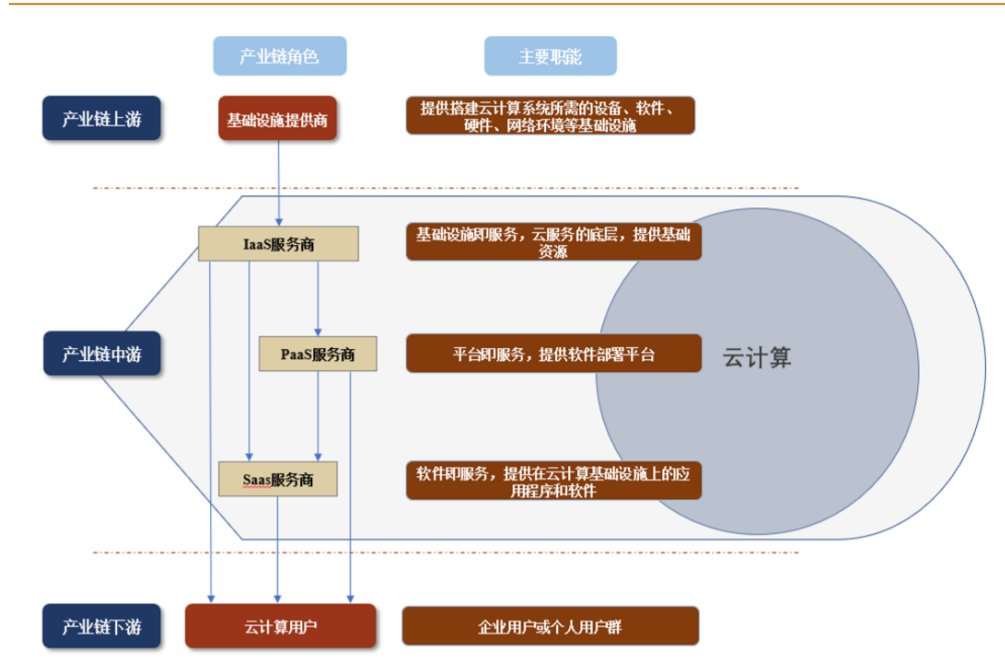
图 16：2019 年上半年中国公有云厂商市场份额占比



资料来源：IDC，天风证券研究所

云计算按服务模式分类可分为 IaaS（基础设施即服务）、PaaS（平台即服务）及 SaaS（软件即服务）。

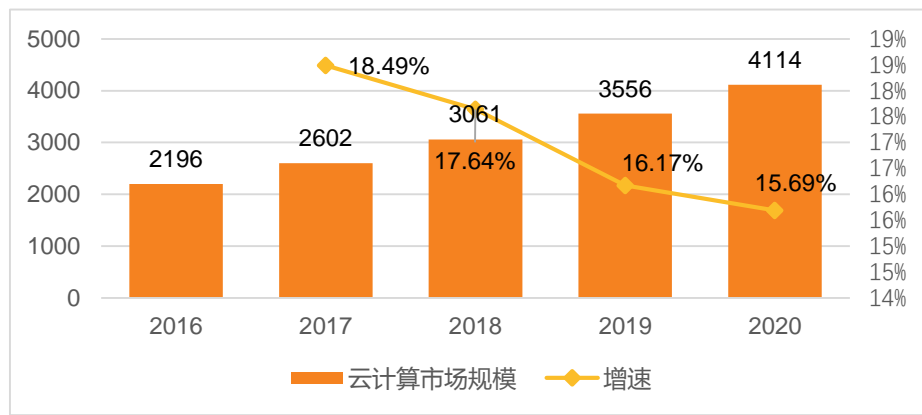
图 17：IaaS、PaaS 及 SaaS 产业链分布



资料来源：优刻得招股说明书，天风证券研究所

根据 Gartner 预计，到 2020 年全球云计算市场规模将达到 4,114.00 亿美元，2016 年至 2020 年全球云计算市场规模复合增长率为 16.99%。

图 18：2016-2020 年全球云计算市场规模(单位：亿美元)



资料来源: Gartner, 天风证券研究所

云计算相比传统 IT 架构具有低成本、高效率、弹性交付及快速响应等诸多优势,近几年来,云计算代替传统 IT 架构趋势明显。

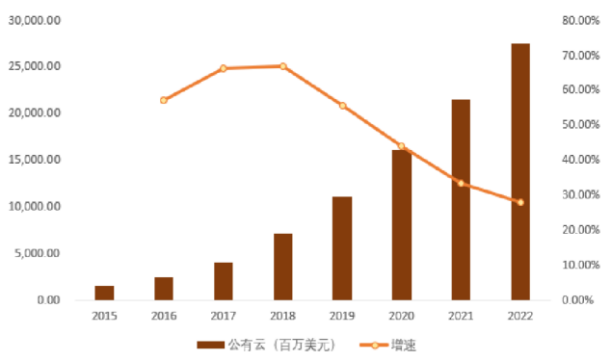
根据 IDC 预计,2021 年云基础设施支出占比将由 2016 年的 31.20% 上升到 53.90%,超过传统 IT 基础设施支出。未来几年云计算供给端的产品和服务将进一步普及,“云”替代进程加速。

我国云计算起步相对较晚,发展潜力较大。

#### ➤ 公有云

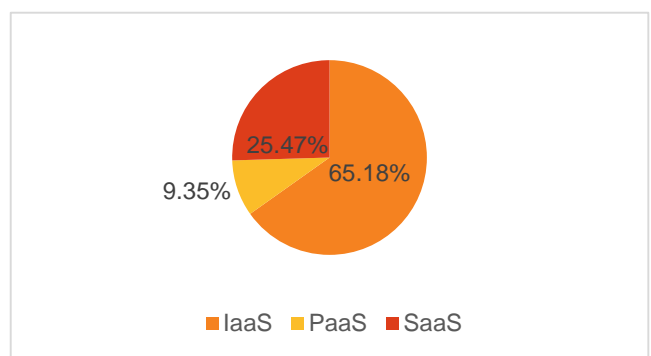
根据 IDC 预计,2018 年至 2022 年我国公有云市场复合增长率达 39.91%,在 2022 年市场规模将达到 275.31 亿美元;到 2022 年国内公有云 IaaS、PaaS、SaaS 的市场规模分别为 189.38 亿美元、25.65 亿美元,60.28 亿美元,2018 - 2021 年的复合增长率分别为 41.81%、39.79% 和 34.72%,未来几年 IaaS 仍将是公有云增长最快的细分市场。

图 19: 2015-2022 我国公有云市场规模及增速 (单位: 百万美元)



资料来源: IDC, 天风证券研究所

图 20: 2018 年中国公有云细分市场收入占比



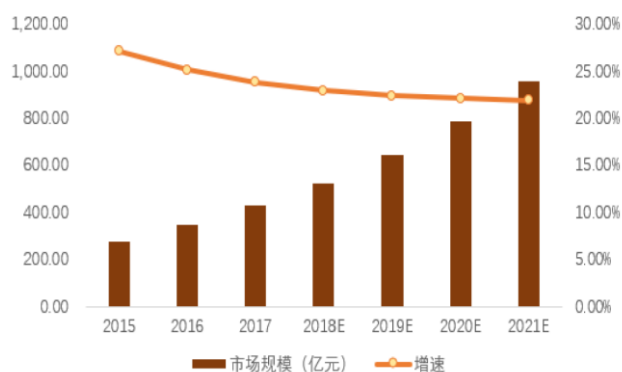
资料来源: IDC, 天风证券研究所

#### ➤ 私有云

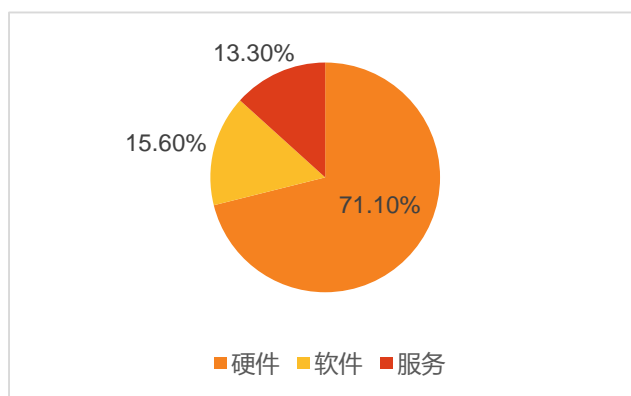
根据中国信息通信研究院数据,2018 年中国私有云市场规模达到 524.6 亿元,同比增长 22.91%。预计 2018 年至 2021 年中国私有云市场复合增长率为 22.13%,到 2021 年市场规模将达到 955.70 亿元。

图 21: 2015-2021 我国私有云市场规模及增速 (单位: 亿元)

图 22: 2017 年中国私有云细分市场收入占比



资料来源：中国信息通信研究院，天风证券研究所



资料来源：中国信息通信研究院，天风证券研究所

### 3. 贯彻战略方针，向上游半导体领域纵向衍生

#### 3.1. 依托现有客户资源，挖掘半导体相关发展机遇

##### 公司拟通过并购或者合资的方式，进军 IC 设计行业

2019 年第八次临时股东大会审议通过，变更了公司经营范围，确立了公司向上游半导体领域纵向衍生的战略方向。公司拟通过并购整合具有核心技术优势的 IC 设计企业，或者与公司拥有其代理权的强技术芯片原厂成立技术研发合资公司，来实现向产业链上游的半导体研发设计、技术服务等领域延伸，提升公司的技术服务实力和提供综合解决方案的能力。

##### 依托巨头客户资源，把握行业发展机遇

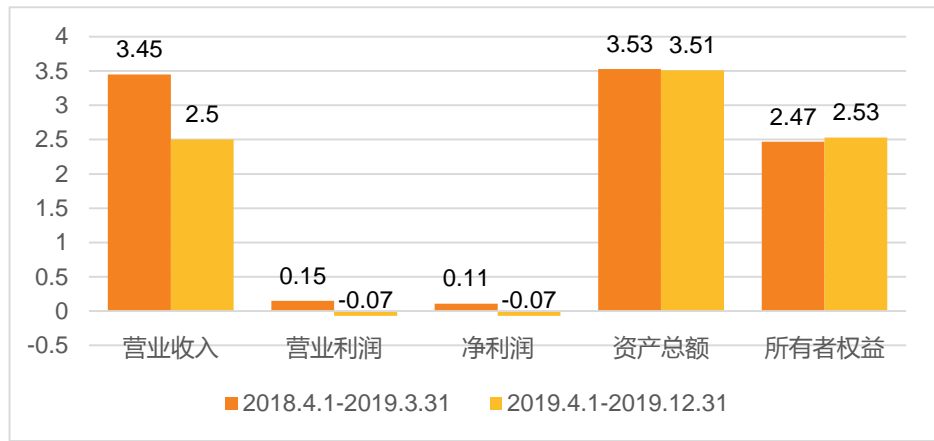
公司拟下游广泛的客户资源尤其是巨头客户资源，如 BAT、中国移动等互联网及通信巨头企业，抓住其在人工智能、云计算、5G、物联网、大数据及边缘计算等领域对于定制化、模块化、方案化的综合技术解决及核心芯片需求，充分发挥公司作为国内电子分销龙头企业在一站式采购服务、配套供应链服务及行业经验等方面的优势，挖掘半导体相关新兴领域发展机遇。

#### 3.2. 收购先锋微技术，优化整合产品线

2020 年 3 月 3 日公告，公司拟以 30 亿日元现金收购先锋微技术有限公司（MTC）100%股权。

先锋微技术成立于 2003 年，其前身可追溯至母公司先锋集团于 1977 年成立的半导体实验室，专注于光盘设备和图像处理的模拟 IC 和数字 IC 产品的研发生产，经过多年的发展，已经形成了包括光电集成电路、光学传感器、显示屏驱动 IC、车载 IC、MEMS 镜在内的主要产品，并提供 MBE 以及晶圆代工服务。

图 23：先锋微技术经营状况（单位：万元）

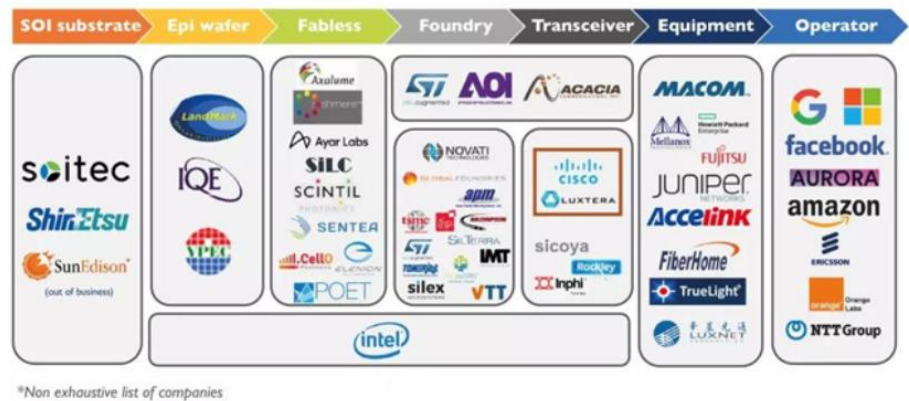


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**先锋微技术光电集成技术电路用于硅光子领域，打开广阔市场空间。**

目前，许多初创公司以及传统的 IC 和 MEMS 行业都在进入硅光子领域，并且在全球范围内，特别是在北美、欧洲和日本建设了大量的研发基地。

图 24：2019 年硅光子供应链（单位：万元）



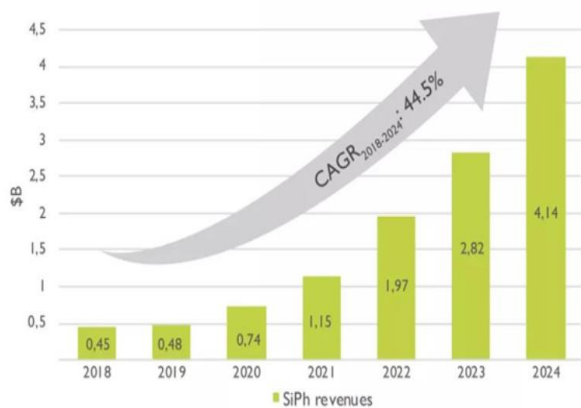
资料来源：YOLE，天风证券研究所

Yole 指出，随着 5G 无线技术，汽车或医疗传感器等新应用的出现，目前对于 PIC 需求最大的场景是数据和电信网络中的数据中心互连。磷化铟(InP)是目前最为常用的技术，但是硅光子的发展速度最快。目前，如谷歌、苹果、Facebook、亚马逊和微软等超大规模云服务运营商已经成为部署硅光子技术的主要驱动力。

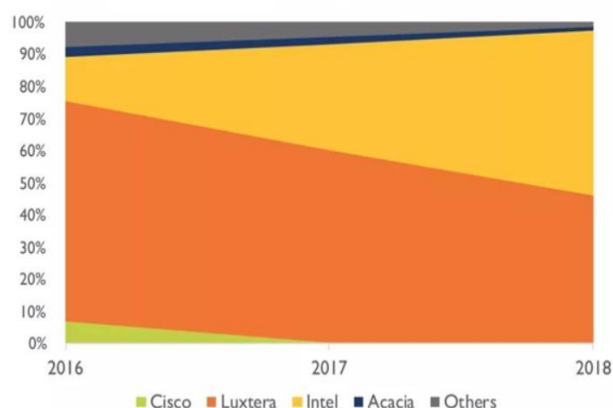
根据 YOLE 预测，硅光模块市场规模将从 2018 年的 4.5 亿美元快速增长至 2024 年的 41.4 亿美元，复合增长率为 44.5%。目前在硅光子领域的玩家主要有，Luxtera、英特尔、Acacia 和 Inphi，硅光模块市场份额几乎被国外企业所垄断，中国企业起步晚，相对比较落后。

图 25：硅光模块年复合增长率（单位：十亿美元）

图 26：硅光模块市场份额



资料来源: YOLE, 天风证券研究所

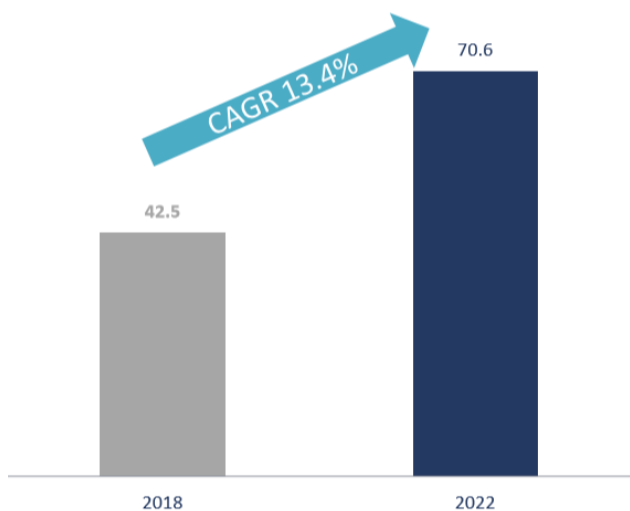


资料来源: YOLE, 天风证券研究所

先锋微技术在光电数字信号转换传输、芯片设计、车载 IC 等领域的长期沉淀下来的技术团队、知识产权、产品设备及行业经验, 是公司尤为看重的闪光点。

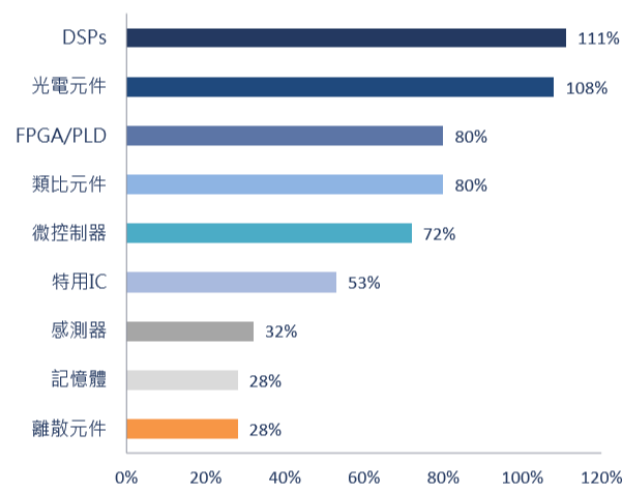
我们认为, 汽车新能源化带来的价值和量同步升级, 汽车半导体企业将深度受益于相关产业扩张所带来的市场机遇。IC Insights 预测, 2022 年全球车用半导体市场规模将达到 706 亿美元, 2018-2022 年复合增长率为 13.4%。

图 27: 全球车用半导体市场规模预测 (单位: 十亿美元)



资料来源: IC Insights, 天风证券研究所

图 28: 2018-2022 年车用半导体原件类别销售成长预估

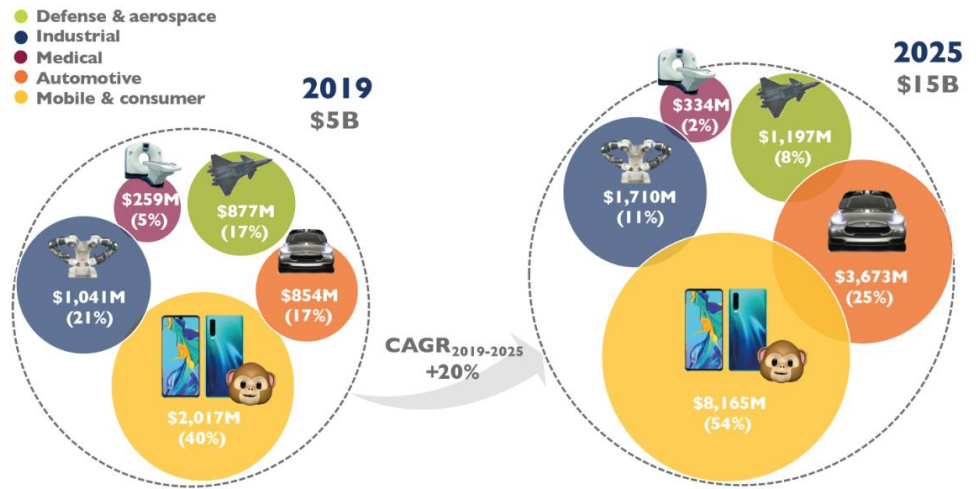


资料来源: IC Insights, 天风证券研究所

先锋微技术光学传感器未来或可应用于 TOF 摄像头。

目前, 3D 成像与传感的应用才处于起步阶段, 根据 YOLE 报告预测, 2019-2025 年 3D 成像与传感市场规模将从 50 亿美元增加至 150 亿美元, 复合增长率超过 20%。

图 29: 3D 成像与传感应用市场规模预测



资料来源: YOLE, 天风证券研究所

国内外各大主流手机厂商逐渐推出的搭载 ToF 摄像头的产品, 供应商无一例外都是外国厂商, 国内厂商仍需追赶。2019 年 3 月 18 日, 苹果发布最新 iPad Pro, 搭载双摄+ToF 镜头。

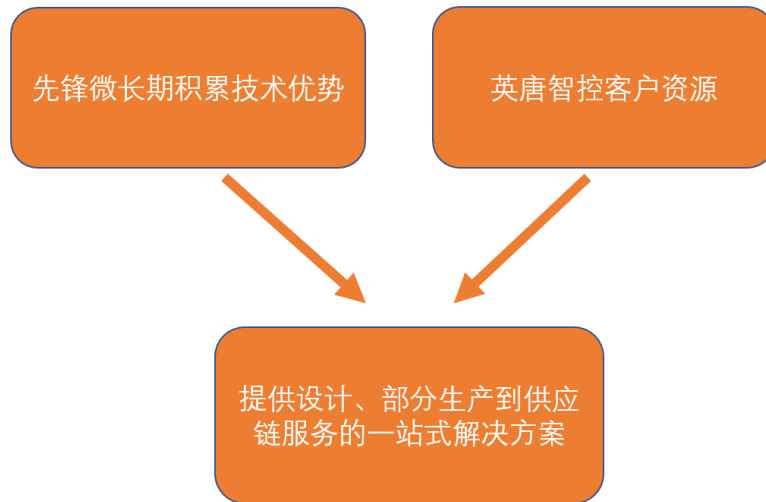
图 30: 搭载 ToF 摄像头手机与供应商



资料来源: YOLE, 天风证券研究所

先锋微技术与英唐智控协同发展, 打造完整销售产业链。

图 31: 收购先锋微的协同效应



资料来源：天风证券研究所

- 先锋微技术在光电数字信号转换传输领域的长期积累，可将其在光电集成电路、光学传感器、车载 IC 领域的技术应用转换至当前快速发展的光通信市场和新能源汽车市场。
- 通过与公司在国内的光通信行业（如中兴、移动、光迅等）及新能源汽车行业的客户资源结合，形成公司帮助获取国内客户个性化需求。
- 由先锋微技术快速响应完成定制化设计、最后交由代工厂完成生产制造并实现国内销售的产业链条。

### 3.3. 参股上海芯石，布局 SiC 功率半导体

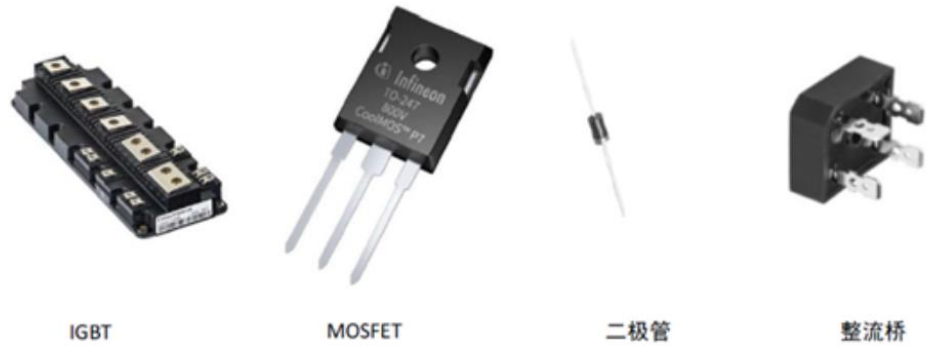
2020 年 3 月 3 日，公司发布公告

1. 在 MTC 收购股权交割日起计的三十天内，张远及 GTSGI 将协助公司收购上海芯石半导体股份有限公司 10~20% 股份，收购价格不超过 6000 万元人民币。
2. 在 MTC 收购股权交割日起计的六十天内，公司和张远及 GTSGI 将展开在中国选择符合半导体产业发展的城市投资设立新公司的工程。新公司业务应以生产硅基、碳化硅为基础的模拟电路、大功率器件等半导体芯片为主。

上海芯石是半导体国内的分立器件研发、设计与销售企业。目前主营以肖特基二极管芯片业务为主，并已经实现大规模量产。芯石股份正从功率二极管领域向 MOSFET、IGBT、SiC 等高端功率器件领域积极拓宽产业布局。

图 32：功率器件产品图示





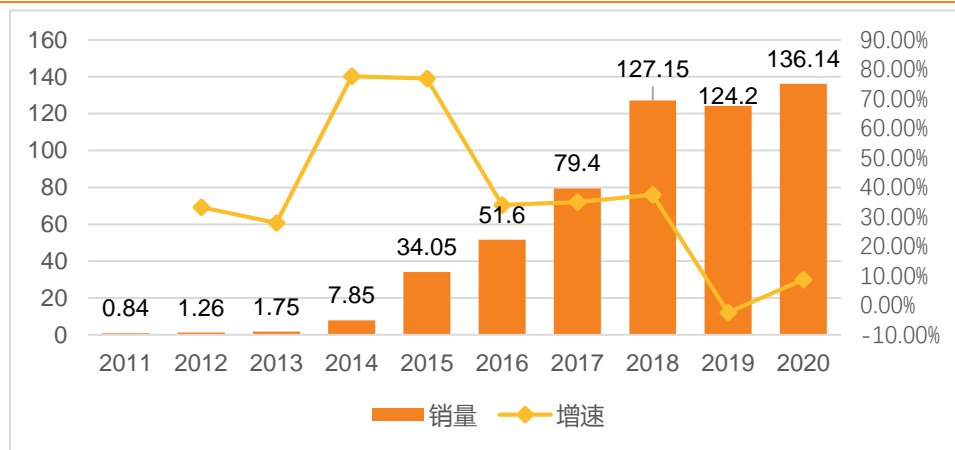
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

随着电动汽车以及其他系统的增长，碳化硅（SiC）功率半导体市场正在经历需求的突然激增。

基于 SiC 的功率半导体用于电动汽车的车载充电装置，而这项技术正在进入系统的关键部分——牵引逆变器。牵引逆变器为电动机提供牵引力，以推动车辆前进。对于这一应用，特斯拉在一些车型中使用了 SiC 功率器件，而其他电动汽车制造商则在评估这项技术。

公司积极布局 SiC 半导体功率器件，抢占市场先机。

图 33：新能源汽车销量预测（单位：万辆）

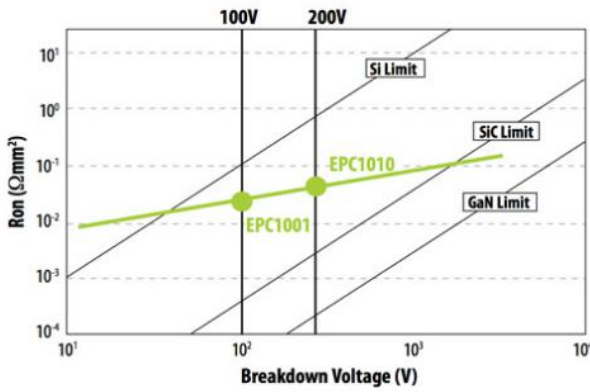


资料来源：智研咨询，天风证券研究所

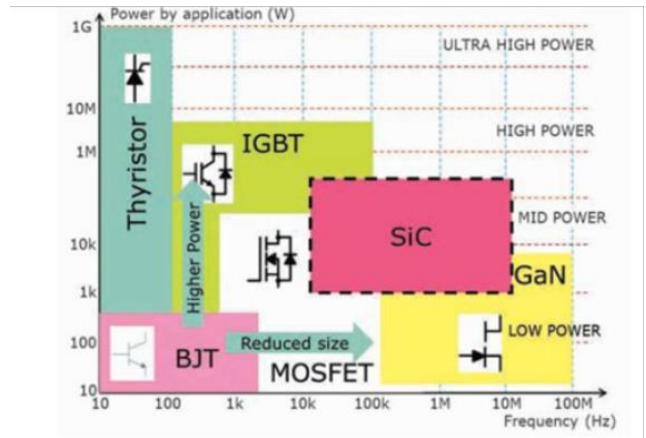
SiC 因其宽带隙技术脱颖而出。与传统硅基器件相比，SiC 的击穿场强是传统硅基器件的 10 倍，导热系数是传统硅基器件的 3 倍，非常适合于高压应用，如电源、太阳能逆变器、火车和风力涡轮机。另外，SiC 还用于制造 LED。

图 34：Si, SiC 和 GaN 的导电电阻与击穿电压关系图

图 35：各种功率半导体器件的工作频率及工作电压



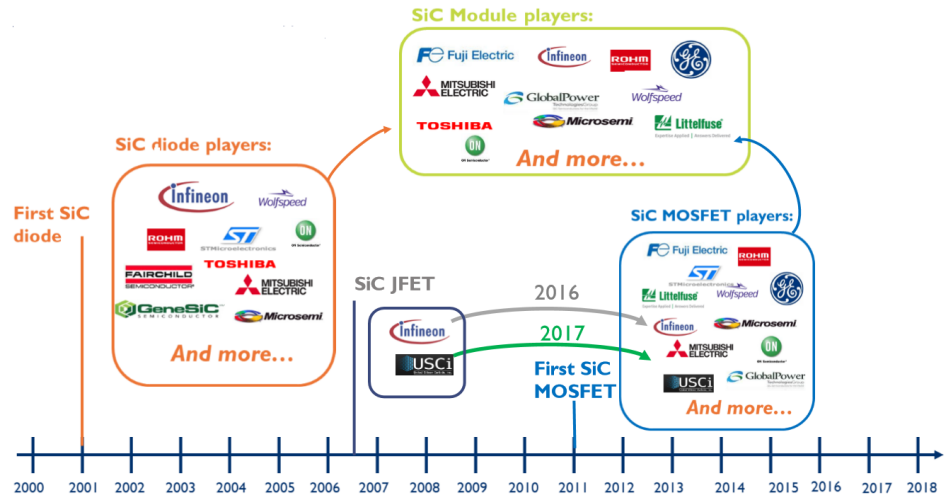
资料来源：电子说，天风证券研究所



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

全球 SiC 功率器件产业链几乎被国外企业所垄断，国内刚起步，相对落后，还有很大成长的空间。

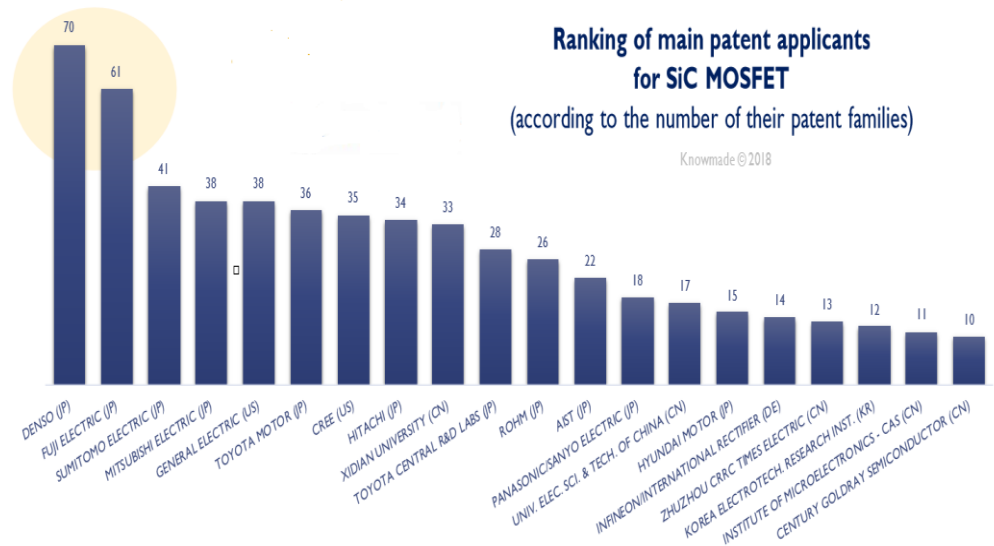
图 36：SiC 发展史及主要企业



资料来源：YOLE，天风证券研究所

SiC 功率器件相关技术专利被国外企业所占据，日本企业处于领先地位，Denso 和 Fuji Electric 拥有超过 20%的专利。

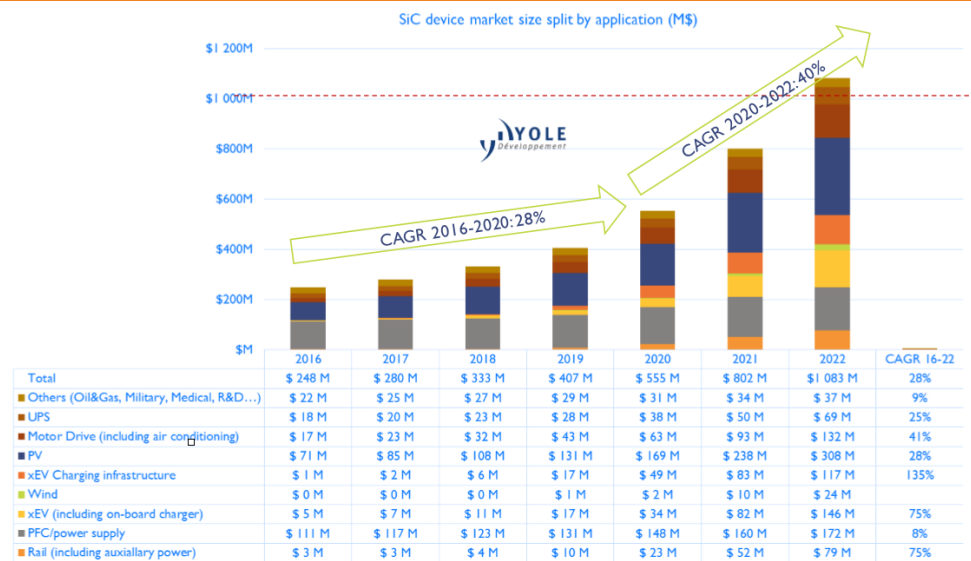
图 37：SiC MOSFET 主要专利申请企业排名



资料来源：YOLE，天风证券研究所

根据 YOLE 预测，SiC 器件市场规模将在 2022 年超过十亿美元，2016-2020 年复合增长率为 28%，2020-2022 年复合增长率为 40%。

图 38：SiC 器件市场规模预测



资料来源：YOLE，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 核心假设

英唐智控为国内电子分销龙头企业，拥有稀缺资源代理权，并购整合同行业优质企业，巩固行业领先地位。我们认为，公司电子分销业务在 2019 年和 2020 年保持稳定，2021 年增长率为 20%。

先锋微电子在今年顺利完成收购，依托英唐智控客户资源，逐渐达到满负荷运作，营收大幅提升。

在此前提下，我们预计 2019-2021 年公司营收增长率为-2.86%、-6.50%、20%，毛利率为 7.99%、9.00%、10.30%，具体预测如下表。

## 4.2. 盈利预测

表 3：公司营收预测（单位：亿元）

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>电子分销业务</b>	119.15	115.10	101.62	121.18
毛利率	7.46%	7.85%	8.77%	9.27%
<b>半导体业务</b>	-	-	5.21	6.90
毛利率	-	-	7.5%	23.00%
<b>其他业务</b>	1.99	2.57	3.20	3.95
毛利率	19.62%	14.26%	18.71%	19.80%
<b>合计</b>	121.14	117.67	110.03	132.03
毛利率	7.66%	7.99%	9.00%	10.30%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们预计 19-21 年，公司实现归母净利润 0.3/1.8/4.3 亿元。预计 2021 年，电子分销业务净利润 3.3 亿元，半导体业务净利润 1 亿元，采取分部估值法。

选取深圳华强作为电子分销业务可比对象，PE 为 13 倍。我们认为，2020 年电子分销业务为行业低谷，行业面临整合；预计 2021 年电子分销业务会进入上升周期，行业会有所改善。因此，给予公司 2021 年电子分销业务 15 倍 PE。

选取韦尔股份、兆易创新和圣邦股份作为半导体业务可比对象，平均 PE 为 56 倍。出于谨慎性原则，给予公司 2021 年半导体业务 50 倍 PE。

综上，我们给予公司 2021 年 23.14 倍 PE，目标价 9.30 元，给予“买入”评级。

表 4：可比公司情况（单位：百万元，数据日期 2020.3.26）

证券简称	2020E 营业收入	2021E 营业收入	2020E 净利润	2021E 净利润	2021PE
韦尔股份	19,483.72	24,414.00	2,264.90	3,117.48	40.22
兆易创新	4,735.11	6,160.39	1,043.64	1,367.58	57.82
圣邦股份	1,069.04	1,436.00	263.76	367.35	68.57
深圳华强	16,490.78	19,159.15	807.32	979.76	12.97
英唐智控	11,002.52	13,203.02	180.35	400.51	

资料来源：Wind 一致预测、天风证券研究所

## 4.3. 风险提示

不排除国内其他企业加速并购整合、迎头赶上的可能，存在行业竞争加剧风险。

公司代理行业内稀缺资源，一旦失去代理权很可能会流失客户，存在风险。

公司收购先锋微技术尚未完成，存在收购失败风险。

公司的外汇收支主要涉及电子元器件的进口和境外销售，涉及币种包括美元、港币等。由于汇率的变化受国内外政治、经济等各种因素的影响较大，具有一定的不确定性。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	660.04	742.14	941.39	880.20	1,056.24	营业收入	7,399.88	12,114.11	11,767.40	11,002.52	13,203.02
应收票据及应收账款	1,949.32	2,530.09	2,372.99	1,600.14	3,020.92	营业成本	6,764.08	11,186.32	10,827.19	10,012.29	11,843.11
预付账款	357.13	333.80	270.28	344.97	361.70	营业税金及附加	6.71	11.29	10.50	10.02	12.04
存货	895.29	885.51	1,818.28	1,668.72	173.55	营业费用	156.06	240.04	288.01	214.55	244.92
其他	75.76	168.37	189.07	132.02	166.92	管理费用	135.31	164.90	236.62	149.77	176.92
<b>流动资产合计</b>	<b>3,937.55</b>	<b>4,659.91</b>	<b>5,592.02</b>	<b>4,626.06</b>	<b>4,779.33</b>	研发费用	0.00	47.57	58.84	55.01	46.21
长期股权投资	30.00	37.68	37.68	37.68	37.68	财务费用	83.03	199.46	244.08	262.10	159.18
固定资产	44.61	73.14	93.71	134.36	174.06	资产减值损失	50.52	9.15	49.93	9.00	10.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	84.94	72.35	62.41	52.47	42.53	投资净收益	0.81	0.62	0.60	0.60	0.60
其他	1,018.73	1,029.14	1,023.39	1,018.75	1,018.66	其他	(6.18)	(8.23)	(1.20)	(1.20)	(1.20)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,178.29</b>	<b>1,212.30</b>	<b>1,253.19</b>	<b>1,312.86</b>	<b>1,344.69</b>	<b>营业利润</b>	<b>209.52</b>	<b>262.99</b>	<b>52.84</b>	<b>290.37</b>	<b>711.25</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,115.83</b>	<b>5,872.22</b>	<b>6,845.20</b>	<b>5,938.91</b>	<b>6,124.01</b>	营业外收入	5.67	1.13	1.20	2.67	1.67
短期借款	1,536.69	1,453.56	2,837.21	1,874.84	1,234.11	营业外支出	1.26	2.12	2.00	1.79	1.97
应付票据及应付账款	776.13	713.59	850.33	1,029.75	807.49	<b>利润总额</b>	<b>213.93</b>	<b>262.00</b>	<b>52.04</b>	<b>291.25</b>	<b>710.94</b>
其他	629.60	1,147.17	776.79	642.92	1,093.95	所得税	36.87	63.44	12.49	52.42	127.97
<b>流动负债合计</b>	<b>2,942.42</b>	<b>3,314.32</b>	<b>4,464.33</b>	<b>3,547.51</b>	<b>3,135.55</b>	<b>净利润</b>	<b>177.06</b>	<b>198.56</b>	<b>39.55</b>	<b>238.82</b>	<b>582.97</b>
长期借款	108.39	78.06	259.04	0.00	0.00	少数股东损益	34.06	58.01	9.89	58.47	152.94
应付债券	0.00	458.63	152.88	203.83	271.78	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>143.00</b>	<b>140.55</b>	<b>29.66</b>	<b>180.35</b>	<b>430.04</b>
其他	2.69	101.89	35.13	46.57	61.19	每股收益(元)	0.13	0.13	0.03	0.17	0.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>111.08</b>	<b>638.57</b>	<b>447.04</b>	<b>250.40</b>	<b>332.97</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,053.49</b>	<b>3,952.90</b>	<b>4,911.37</b>	<b>3,797.91</b>	<b>3,468.52</b>						
少数股东权益	175.75	209.13	219.01	277.49	430.42	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1,069.53	1,069.53	1,069.53	1,069.53	1,069.53	<b>成长能力</b>					
资本公积	520.92	520.92	520.92	520.92	520.92	营业收入	75.27%	63.71%	-2.86%	-6.50%	20.00%
留存收益	798.83	620.08	645.29	793.99	1,155.55	营业利润	-12.55%	25.52%	-79.91%	449.57%	144.94%
其他	(502.68)	(500.33)	(520.92)	(520.92)	(520.92)	归属于母公司净利润	-29.01%	-1.72%	-78.90%	508.04%	138.45%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,062.34</b>	<b>1,919.32</b>	<b>1,933.84</b>	<b>2,141.00</b>	<b>2,655.50</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,115.83</b>	<b>5,872.22</b>	<b>6,845.20</b>	<b>5,938.91</b>	<b>6,124.01</b>	毛利率	8.59%	7.66%	7.99%	9.00%	10.30%
						净利率	1.93%	1.16%	0.25%	1.64%	3.26%
						ROE	7.58%	8.22%	1.73%	9.68%	19.33%
						ROIC	11.20%	11.73%	7.01%	10.75%	21.46%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	59.69%	67.32%	71.75%	63.95%	56.64%
						净负债率	47.92%	72.45%	122.31%	59.14%	20.30%
						流动比率	1.34	1.41	1.25	1.30	1.52
						速动比率	1.03	1.14	0.85	0.83	1.47
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.59	5.41	4.80	5.54	5.71
						存货周转率	9.26	13.61	8.70	6.31	14.33
						总资产周转率	1.69	2.20	1.85	1.72	2.19
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.13	0.13	0.03	0.17	0.40
						每股经营现金流	-0.44	-0.20	-0.60	1.38	0.94
						每股净资产	1.76	1.60	1.60	1.74	2.08
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	45.10	45.89	217.43	35.76	15.00
						市净率	3.42	3.77	3.76	3.46	2.90
						EV/EBITDA	27.81	11.79	28.84	13.93	8.26
						EV/EBIT	29.30	12.12	30.14	14.32	8.43

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com