

中小公司

2017年02月24日

# 锦富技术 (300128)

——“端+云”生态加速成型，拥抱物联网开启五年高成长  
（“互联网 3.0 时代盛宴”系列报告之二）

报告原因：首次覆盖

## 买入（首次评级）

市场数据： 2017年02月23日

收盘价(元)	19.67
一年内最高/最低(元)	20.47/12.04
市净率	4.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6150
上证指数/深证成指	3251.38/10432.64

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	4.63
资产负债率%	36.47
总股本/流通A股(百万)	479/313
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《互联网 3.0 的时代颠覆，物联网的流量重塑——“互联网 3.0 时代盛宴”系列报告之一》2017.1.9

证券分析师

马晓天 A0230516050002  
maxt@swsresearch.com

联系人

马晓天  
(8621)23297818×7545  
maxt@swsresearch.com

投资要点：

- **公司从显示器件红海切入物联网万亿级蓝海市场，价值需重估。**1) 未来几年将是物联网的黄金发展时期，物联网相关产业具备万亿美金级别的经济影响力。目前，谷歌、亚马逊、BAT 等巨头纷纷在相关领域布局。2) 公司于 2016 年下半年先后收购了物联网与云计算领域内三家技术公司：亚洲数据 80% 股权、南通旗云 100% 股权、北京算云 15% 股权，并拟定增募资 12.7 亿元用于互联网数据中心 (IDC) 和家庭智能显示终端自动化生产线建设等项目，显示出坚定的转型意志。3) 智能家居是物联网时代关键的流量入口，公司手握终端、云融合核心技术，以家庭端的私有云服务器为突破口，围绕“端+云”战略建设跨品牌、跨协议、高开放智能家居融通平台。我们预计家庭私有云市场规模可达百亿元，且具有高增速，公司有望占据这一市场的主导地位。
- **布局新型显示技术及石墨烯项目，放大业绩成长空间。**1) 公司牵手 CLEARink 开发高刷新率、全彩色的新型墨水屏显示技术，目前产品研发已取得重大突破，产品有望在年内上市。由于该显示技术在护眼方面存在显著优势，在 1.4 亿人的中小生市场具备很大的发展潜力。2) 公司参与投资的高质量薄层石墨烯制备项目进展顺利，目前已与多家锂电池公司展开合作。鉴于公司在多个新技术领域的布局，2 月 23 日起公司更名为“锦富技术”
- **显示器件及检测治具业务经营状况好转，业绩有望触底回升。**1) 液晶显示行业逐渐走出周期底部，受益于全球面板产能向我国转移、显示技术升级换代，公司传统主业将持续回暖。2) 公司积极推进显示领域的垂直整合，定增建设年产 75 万台曲面电视和智能电视全自动化生产线，搭上了曲面电视爆发式增长的风口。3) 检测治具方面，目前迈致科技已开发出了 OLED 检测设备，随着苹果及其他手机厂商开始大规模采用 OLED 显示屏，有望大幅提升对新的检测设备的需求，改善盈利状况。
- **首次覆盖给予买入评级。**公司积极转型切入万亿级别物联网市场，我们看好其“端+云”生态的平台价值与成长性，未来几年新业务板块将有望大幅提升营收和整体毛利率水平。另外公司传统业务受益于行业景气度上行，通过垂直整合进入高成长的曲面屏及智能电视市场，并与新业务产生协同，盈利能力有望得到改善。我们预计公司 16-20 年实现营业收入 26.0/ 32.6/ 40.8/ 48.1/ 53.2 亿元，实现归母净利润 0.37/ 0.84/ 1.58/ 2.66/ 3.56 亿元，CAGR 达到 75%，对应 16-20 年 EPS 为 0.08/ 0.17/ 0.33/ 0.56/ 0.74 元。考虑本次增发摊薄后 16-20 年 EPS 为 0.07/ 0.15/ 0.28/ 0.47/ 0.63 元，对应 16-20 年考虑本次增发摊薄后的 PE 分别为 296/ 132/ 70/ 42/ 31 倍（考虑到目前物联网业务处在培育阶段，且公司尚未完全控股北京算云，我们在预测时暂未考虑其家庭私有云的业绩并表）。在 FCFF 估值模型下，公司有 26.24 元/股的绝对价值，有 30% 以上的增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,154	1,941	2,601	3,256	4,081
同比增长率(%)	18.89	-17.70	-17.54	25.18	25.34
净利润(百万元)	22	1	37	84	158
同比增长率(%)	-69.60	-72.33	71.44	127.03	88.10
每股收益(元/股)	0.04	0.00	0.08	0.17	0.33
毛利率(%)	10.0	11.4	12.8	14.0	15.1
ROE(%)	1.0	0.1	1.7	3.6	6.3
市盈率	455		246	116	60

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

**盈利预测：**我们预计公司 16-20 年分别实现营业收入 26.0/ 32.6/ 40.8/ 48.1/ 53.2 亿元，实现归属母公司净利润 0.37/ 0.84/ 1.58/ 2.66/ 3.56 亿元，同比增长 73%/ 124%/ 89%/ 69%/ 34%，对应 16-20 年 EPS 分别为 0.08/ 0.17/ 0.33/ 0.56/ 0.74 元。考虑本次增发（发行不超过 8300 万股），摊薄后 16-20 年 EPS 为 0.07/ 0.15/ 0.28/ 0.47/ 0.63 元。（由于目前物联网业务处在培育阶段，且公司尚未完全控股北京算云，我们在预测时暂未考虑其家庭私有云的业绩并表）

**1) 相对估值 18 年趋于合理。**从相对估值角度，由于 16 年上半年受全球电视市场增速明显放缓和行业竞争的影响，公司传统主营业务销售收入和毛利率下降导致公司业绩仍处在低谷。不考虑后续的外延扩张，公司 16-20 年考虑本次增发摊薄后的 PE 分别为 296/ 132/ 70/ 42/ 31 倍，公司 18 年的 PE 低于物联网行业平均水平。我们认为公司目前能够支撑一定的估值溢价：1) 公司作为家庭私有云领域的先发者，有望在此百亿市场中占据主导地位，其构建的智能家居平台价值要高于一般的硬件销售；2) 公司坚定转型物联网领域，后续尚有外延预期；3) 公司未来数年业绩将持续高增长，16-20 年净利润 GAGR 为 75%。

**我们也计算了假设北京算云并表后的估值，供投资者参考。**家庭私有云市场规模 2020 年有望突破 100 亿元。假设公司行使对北京算云的优先控股权，预计家庭私有云业务 2020 年将贡献 2.58 亿净利润（具体测算见表 5）。公司 2020 年整体净利润将达 6.14 亿元，对应 PE 18 倍。

**2) 现金流贴现法更适用于公司估值。**公司未来进入市场空间巨大的物联网行业，且占据家用私有云细分市场的领先地位，“端+云”生态将持续贡献利润，来自硬件销售和增值服务费用的现金流稳定。**在 FCFF 绝对估值下，公司价值为 26.24 元/股。**

**首次覆盖给予“买入”评级。**公司积极转型切入万亿级别物联网市场，我们看好其“端+云”生态的平台价值与成长性，未来几年新业务板块将有望大幅提升营收和整体毛利率水平。另外公司传统业务受益于行业景气度上行，通过垂直整合进入高成长的曲面屏及智能电视市场，并与新业务产生协同，盈利能力有望得到改善。在 FCFF 估值模型下，公司有 26.24 元/股的绝对价值，有 30% 以上的增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

**液晶显示业务：**行业景气度回升，全球显示产能向我国转移。公司显示模组价格、毛利率与出货量持续好转。整机方面，定增项目顺利投产，曲面屏设备需求旺盛。

**检测治具业务：**OLED 检测设备进入苹果生产线，该设备的售价和毛利率高于其他产品。另外公司将借助苹果设备供应商的身份，开拓新客户，扩大市场占有率。

**云计算中心业务：**项目建设如期投入运营，由于公司机房选址、政策支持、硬件配套等优势，预计其出租价格及毛利率将略高于行业平均水平。

**电子墨水屏业务：**今年下半年完成产品的研发并与 CLEARink 成立合资公司，电子书包

产品等产品上市销售。

### 有别于大众的认识

**1. 市场可能仍然觉得物联网只是短期的炒作主题，而我们认为，整个物联网产业已爆发在即，将催生万亿级市场空间。**1) 全球物联网连接数量及物联网收入在 2015 年-2025 年之间将增长三倍，中国将占据 21% 的全球物联网连接数。2) 麦肯锡预测，物联网在 2025 年潜在的总经济影响价值可达 3.9-11.1 万亿美元/年，约等同于 2025 年 11% 的世界生产总值。3) 与物联网相协同的一系列技术（算法、硬件、数据等）均已成熟。

**2. 市场可能认为公司仍将是一家传统制造业企业，这低估了公司转型物联网的决心。**从战略布局上看，公司首先明确了物联网时代的主攻领域——智能家居，并在业内率先提出了切实可行的“端+云”平台战略，为后续一系列布局提供了方向。从实际行动上看，公司在去年 9-12 月短短半年内先后收购了物联网与云计算领域内三家技术公司，并拟募资 12.7 亿元全部用于投资数据中心（IDC）和家庭智能显示终端项目，预计到 2020 年新业务的毛利占比将达到 50% 以上。值得一提的是，公司从 2017 年 2 月 23 日起正式更名为“锦富技术”，成为公司转型的一个标志性事件。

**3. 市场可能认为公司业务横跨多个门类，怀疑公司多领域同时推进的能力。我们认为无需为此过分担心：**1) 公司的主要发展方向明确，即面向物联网发展“端+云”生态，其未来的主要精力和投入都将这一生态展开，原主业也有望与此形成协同（如生产配套的智能显示器件）。2) 新型墨水屏、石墨烯项目的推进主要由其专业的合作或被参股公司负责，公司无需为此投入过多资源；即使项目进度不及预期，对公司经营造成的影响也很有限。3) 曲面电视、智能显示终端业务是公司显示模组业务向下游的自然延伸，这类垂直整合符合行业发展的趋势。且公司已有通过 ODM 方式为下游整机企业提供贴牌服务的成功经验，因此有足够的推进这一业务。

**4. 市场可能认为公司当前的市盈率水平偏高，而我们认为公司当前仍具有相当的吸引力。**短期看，公司传统显示业务在经历行业周期底部后开始回暖，20 亿以上的营收规模叠加毛利率的企稳回升，公司基本面有望反转；中期看，公司布局的 IDC、曲面电视、新型显示技术、石墨烯等产业将从今年开始陆续进入收获期，放大业绩成长空间；长期看，公司的“端+云”平台有望为公司赢得物联网时代的船票，大幅提升公司盈利水平。我们预计公司 2016-2020 年净利润 CAGR 将达 75% 以上，且 2018 年市盈率水平将低于物联网行业平均。根据绝对估值法，估计公司目前股价有 30% 的上升空间。

### 股价表现的催化剂

新产品研发进度超预期；OLED 显示屏在主流手机上大规模应用；与 CLEARink 的合资公司成立并推出正式产品；物联网等领域优质资产注入。

### 核心假设风险

智能家居产品/数据中心建设/新型墨水屏产品研发进度不及预期；显示行业景气度回落；定增方案过会风险；迈致科技商誉减值等。

## 目录

1. 转型升级中的电子元件厂商，新业务是最大看点.....	7
1.1 公司基本情况.....	7
1.2 核心投资逻辑.....	8
2 抢占互联网 3.0 入口，物联网发展的黄金时代来临.....	9
2.1 物联网将成为互联网 3.0 时代最有价值的数据源.....	10
2.2 智能家居搭建人机交互入口，有望率先实现业绩落地.....	12
2.3 未被足够重视的关键趋势：边缘计算与云计算融合（端+云）.....	16
3 锦富技术：构建“端+云”物联网生态，其平台价值或被低估.....	19
3.1 “端”：入股北京算云，布局家庭端“神经元”.....	19
3.2 “云”：定增建设数据中心，打造“最强大脑”.....	21
3.3 手握端、云融合核心技术，有望引领百亿级家庭私有云市场.....	22
4. 布局优质前沿技术，放大业绩成长空间.....	24
4.1 牵手 CLEARink 开发新型显示技术，瞄准教育市场.....	25
4.2 参股格瑞丰，石墨烯项目推进顺利.....	26
5. 原有业务景气度回升，积极升级技术水平.....	26
5.1 液晶显示：垂直整合发力，将成为“端+云”生态重要一环.....	26
5.2 检测治具：OLED 大规模应用有望拉动需求.....	28
6. 盈利预测与投资评级.....	28
6.1 关键假设.....	29
6.2 盈利预测与投资评级.....	30
6.3 风险提示.....	34

## 图表目录

图 1: 公司当前收入拆分 (2016H1) .....	7
图 2: 公司在电子主业的基础上, 积极布局新兴领域.....	7
图 3: 公司营收增长乏力, 净利下滑严重 .....	7
图 4: 公司传统主业毛利率变动情况 .....	7
图 5: 公司面向物联网时代, 密集布局战略新兴业务.....	8
图 6: 互联网 3.0 时代的整体框架逻辑.....	9
图 7: 预计全球物联网设备的安装基数将增长到 2025 年的 754 亿件 .....	10
图 8: 至 2025 年, 物联网技术的应用每年可带来约 3.9~11.1 万亿美元的经济价值 .....	11
图 9: Machina 预测 2024 年与物联网相关的收入将达 4.3 万亿美元.....	11
图 10: 截至 2016 年 6 月中外家庭使用智能家居系统数量对比 (单位: 百万户) 12	
图 11: 智能家居系统升级突破, 实现数据互联互通 .....	13
图 12: 谷歌战略涉足家居智能新硬件, 为数字经济平台开拓入口 .....	13
图 13: 我国智能电视销量及渗透率持续上升 (单位: 万台) .....	16
图 14: 边缘计算将成为互联网 3.0 时代的关键组成部分 .....	16
图 15: 边缘计算的特征.....	17
图 16: 边缘计算与云计算专长互补, 融合发展.....	18
图 17: 边缘计算主要产业分布 .....	18
图 18: 公司构建的“端+云”生态平台 .....	19
图 19: 智能家用云服务器构建了高度开放、不依赖公有云的信息平台 .....	20
图 20: 北京算云硬件收入预测 (金额单位: 万元) .....	21
图 21: 全球云计算市场规模预测 (亿美元) .....	21
图 22: 国内 IDC 市场维持着较高的增速.....	21
图 23: 公司掌握了端云融合的关键技术, 具备较高的技术壁垒.....	22
图 24: 深圳算云拥有多元化的新一代互联网业务体系 .....	24
图 25: 当前在售的电子墨水屏仅能黑白显示, 且刷新率低.....	25
图 26: CLEARink 研发中的新产品与传统墨水屏对比.....	25
图 27: 格瑞丰的高质量薄层石墨烯产品达到了国际先进水平 .....	26



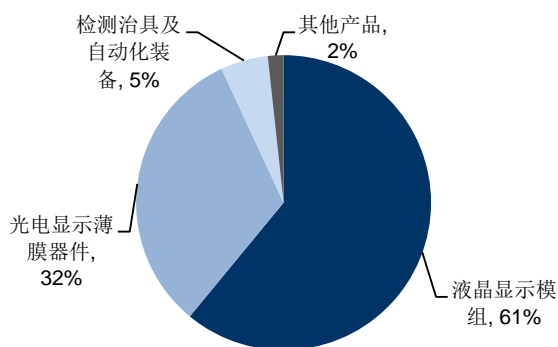
图 28: 曲面电视的增长已进入快车道 .....	27
图 29: 迈致科技的检测治具产品 .....	28
图 30: iPhone 8 等手机对 OLED 屏的使用将拉动相关检测治具的需求 .....	28
图 31: FCFE 绝对估值结果 .....	32
图 32: FCFE 估值的敏感性分析 .....	32
表 1: 近半年已有多家重量级公司宣布使用 Alexa 为自己的产品提供服务 .....	14
表 2: 我国智能家居行业跨界合作趋势明显 .....	15
表 3: 北京算云的主要产品及上市节奏 .....	19
表 4: 至 2020 年, 家庭私有云市场规模将突破百亿 (仅考虑一二线主要城市) ..	23
表 5: 公司家庭私有云业务未来营收及净利推算 .....	23
表 6: 公司显示业务收入估算 .....	27
表 7: 检测治具业务收入估算 .....	28
表 8: 毛利拆分表 .....	29
表 9: 可比公司估值情况 .....	31
表 10: 利润表 .....	33

# 1. 转型升级中的电子元件厂商，新业务是最大看点

## 1.1 公司基本情况

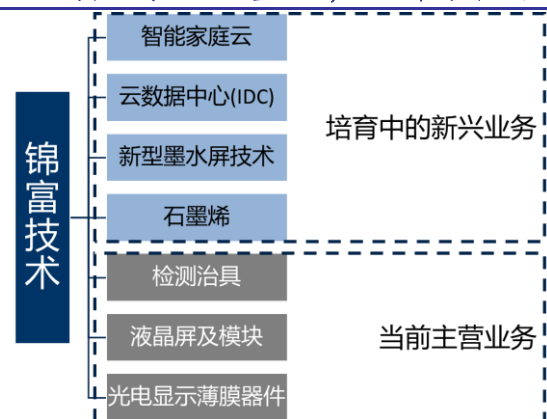
从光电显示制造到高端电子设备检测，再到云和物联网。2014年4月公司以现金方式收购DS光电（现更名为奥英光电）97.82%股权，业务从背光模组零件加工延伸至液晶显示模组和背光模组（LCM和BLU）制造领域，完成由背光模组OEM代工向ODM整机制造商战略延伸与转型；2015年1月以发行股份及支付现金方式购买昆山迈致75%股权，业务扩展至电子检测设备（测试治具）制造领域。公司目前的发展战略是以原有光电显示薄膜器件业务为基础，加快推进背光模组与智能电视整机业务的发展；依托迈致科技建立自动化智能装备系统集成与电子检测治具领域的核心竞争力；顺应互联网、消费电子行业发展模式变化的趋势，逐步切入云存储（计算）、智能家居、消费电子内容运营及新型显示技术事业，带动公司现有产业链的跨越式发展。为更好地体现公司的战略布局与业务核心特征，使公司未来的经营范围和发展方向相适应，公司名称从2017年2月23日起正式由“锦富新材”更名为“锦富技术”。

图 1：公司当前收入拆分（2016H1）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司在电子主业的基础上，积极布局新兴领域

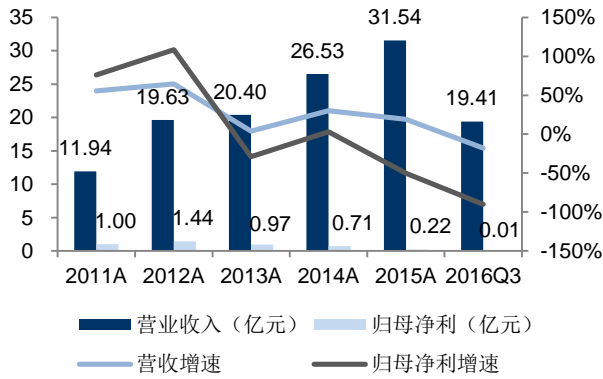


资料来源：申万宏源研究

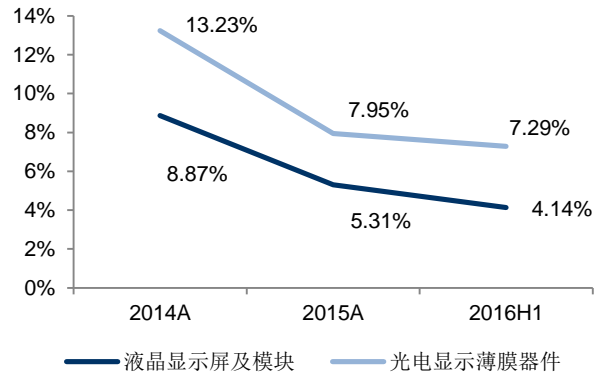
下游电子消费细分市场疲软，公司主业承压。随着全球电子消费市场出现疲软，2015年全球平板电脑和液晶电视的出货量分别出现负增长，智能手机的全球出货量增速明显放缓，对公司所处的光电显示薄膜器件行业下游产生负面影响。下游订单数量减少叠加行业内竞争加剧，导致公司主营收入和毛利双降，2016年三季报显示公司实现营收19.4亿元，同比下滑17.7%，净利润同比下滑72%。但随着行业基本面的好转，公司订单情况和销售毛利率从16年三季度开始回升，传统主业正在逐步走出低谷。

图 3：公司营收增长乏力，净利下滑严重

图 4：公司传统主业毛利率变动情况



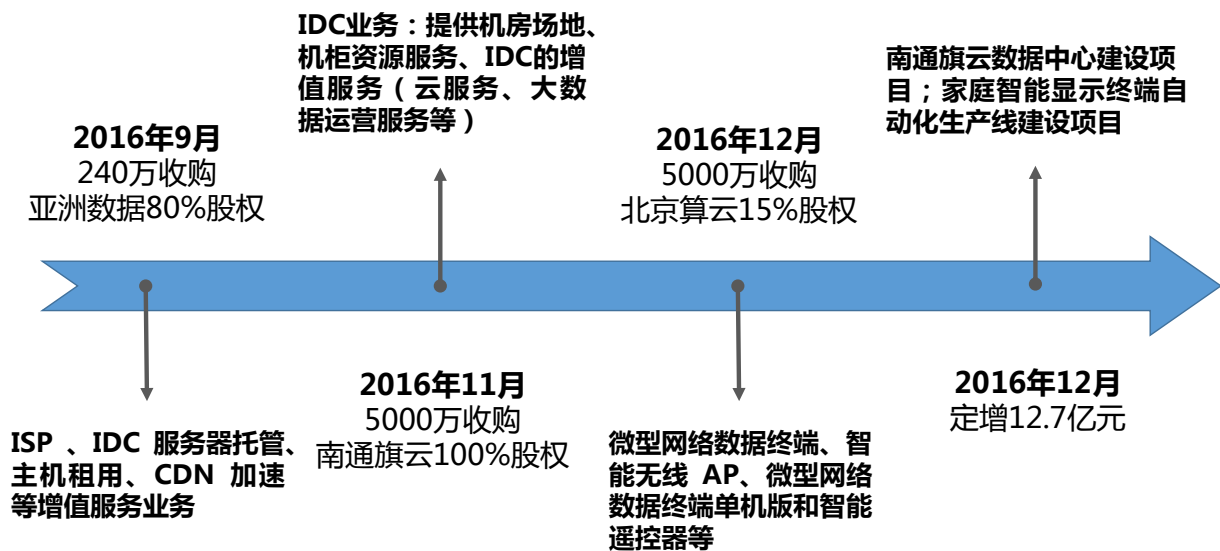
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

近期完成多项收购，迈出面向物联网时代转型升级的步伐。公司于2016年9月至12月，先后收购了物联网与云计算领域内三家技术公司：亚洲数据80%股权（240万元）、南通旗云100%股权（5000万元）、北京算云15%股权（5000万元）。其中，亚洲数据是基于IT应用的国内一体化增值电信服务提供商；南通旗云主要提供互联网数据中心（IDC）基础设施服务以及增值服务（云服务、大数据运营服务等）；北京算云提供基于产品和配套系统的智能家居解决方案，且公司享有优先获得北京算云控股权的权利。2016年12月，公司拟定增不超过8300万股，募资12.7亿元用于建设互联网数据中心（IDC）和家庭智能显示终端自动化生产线建设项目，新业务将迎来实质性进展。

图5：公司面向物联网时代，密集布局战略新兴业务



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 核心投资逻辑

我们认为公司具备长期投资价值的主要逻辑为：



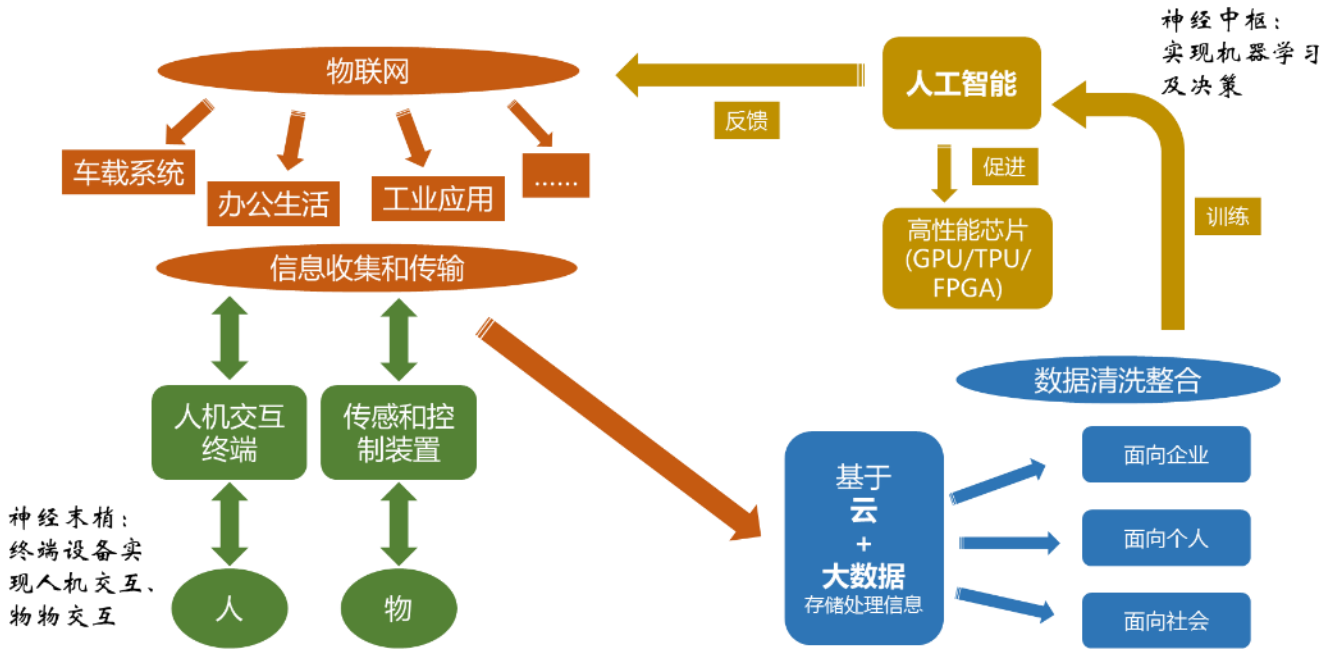
其一，物联网是下一代互联网的主要流量入口，公司抓住先机构建平台生态，其增长潜力很可能超出预期。预计物联网设备安装基数十年内将翻 5 倍，在 2025 年达到 754 亿件，中国将占据其中 21% 的物联网连接数；物联网潜在的总经济影响价值可达 11 万亿美元/年，将等同于 2025 年 11% 的世界生产总值。目前，谷歌、亚马逊、BAT 等巨头纷纷在相关领域布局。公司正在顺应这一互联网发展大趋势，着力打造“端+云”结合的智能家居生态体系。一方面，公司以现有的智能显示终端业务为立足点，通过外延收购获得家庭私有云平台的核心技术，构建起连接不同品牌、不同通信协议智能设备的底层开放平台，占据智能家居价值链中关键一环；另一方面，公司定增建设高等级数据中心，提供了针对其智能家居生态体系的大数据存储与挖掘的能力，进一步提升平台价值。公司当前的布局恰好与物联网大规模落地的时点相吻合，有望成为行业爆发最先的受益者。

其二，公司传统业务开始回暖、前期布局的新技术陆续进入收获期，公司基本面将迎来反转。1) 液晶显示行业在经历了 2015 年至 2016 年上半年的行业周期底部后，由于台湾地震、三星减产等因素导致供给吃紧、价格普涨，行业整体走出低谷。我们认为随着全球面板产能向我国转移、显示技术升级换代（从 LCD 到 OLED），公司显示业务将迎来新一轮发展机遇。2) 目前曲面电视和智能电视产业发展迅速。预计 2017 年全球曲面电视面板出货量将达到 1260 万台，且未来 2 年，曲面电视在中国以及全球市场的需求将以每年两倍的速度激增。公司通过垂直整合进入这一高增长的领域，将有力推动其显示业务的增长。3) 在公司“端+云”战略中，各种类型、不同尺寸的显示屏将成为人机交互的重要终端。公司有望结合传统业务优势，推出具有更高附加值的成套显示设备产品。4) 检测治具业务方面，目前子公司迈致科技已开发出了 OLED 检测设备。随着苹果及其他手机厂商开始大规模采用 OLED 显示屏，对新的检测设备的需求有望大幅提升。5) 公司前期在新技术新产品的布局上颇有建树，投资的新型显示技术（墨水屏）、石墨烯项目等将陆续到达收获期，推动业绩提升。

## 2 抢占互联网 3.0 入口，物联网发展的黄金时代来临

公司正在面向物联网时代积极布局，其入手点在于智能家居，借助智能家庭云服务器实现其“端+云”物联网生态。在我们的互联网 3.0 系列报告之一《互联网 3.0 的时代颠覆，物联网的流量重塑》中，对下一代互联网提出了判断：互联网 3.0 将不再局限于人与人之间的连接，而是扩大为“万物互联”，在此基础上生成更大规模的数据、获取更强大的人工智能，进而推动社会生产力的跃升。而且互联网 3.0 背后的实质是流量的再分配。现在我们正处在互联网 2.0 到 3.0 时代的过渡期，这意味着现有的流量分配格局将被打破，同时全新的、成倍的流量将通过物联网注入到新一代互联网体系中，其中蕴含的投资机会值得重点关注。

图 6：互联网 3.0 时代的整体框架逻辑

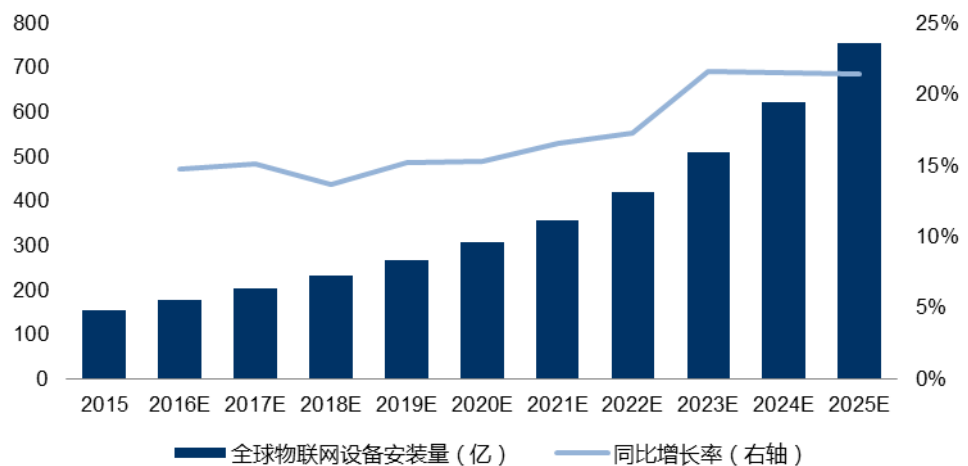


资料来源：申万宏源研究

## 2.1 物联网将成为互联网 3.0 时代最有价值的数据源

物联网将打破互联网巨头对数据的垄断。移动互联网（互联网 2.0 时代）的船票已经被巨头瓜分殆尽，而即将到来的互联网 3.0 时代提供了弯道超车的最佳机遇。当前，业界普遍认为未来高级人工智能的广泛应用将大幅提高社会生产力。而人工智能的实现离不开大数据作为支撑，因此掌握大数据的来源格外重要。互联网 2.0 时代的大数据是由每个互联网用户生成的，这些数据已被牢牢掌握在几大巨头手中；而在互联网 3.0 时代，物联网使每个设备都具备生产数据的能力，传统企业经过物联网化改造后，也将具备生产大数据的能力，从而打破互联网巨头对数据的垄断，使更多企业真正参与互联网红利的分享。IHS 预测物联网设备安装基数十年内将翻 5 倍，这其中，我们要尤其注意那些能够成为关键流量入口或生产高价值大数据的设备（如负责人机交互的物联网终端）。

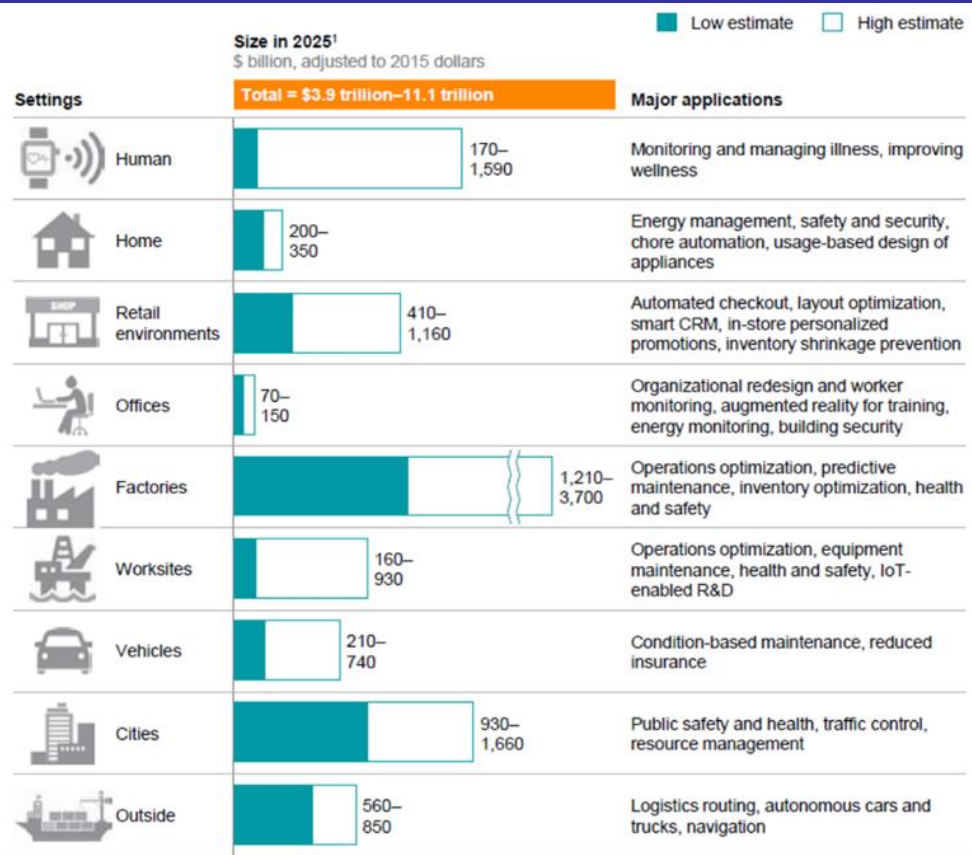
图 7：预计全球物联网设备的安装基数将增长到 2025 年的 754 亿件



资料来源：IHS，申万宏源研究

随着物联网的快速普及，其创造的经济价值在各个领域开始逐步显现。麦肯锡对超过150个物联网在全球经济中的使用案例进行了分析，并通过采用详细的自下而上的经济模型，估算了这些应用对经济影响所能产生的潜在益处，包括提高生产率、节省时间、改善资产利用率，以及通过降低疾病、事故和死亡的概率来提高创造的近似经济价值。麦肯锡认为，物联网在2025年潜在的总经济影响价值可达3.9-11.1万亿美元/年，将等同于2025年11%的世界生产总值。

图 8：至 2025 年，物联网技术的应用每年可带来约 3.9~11.1 万亿美元的经济价值



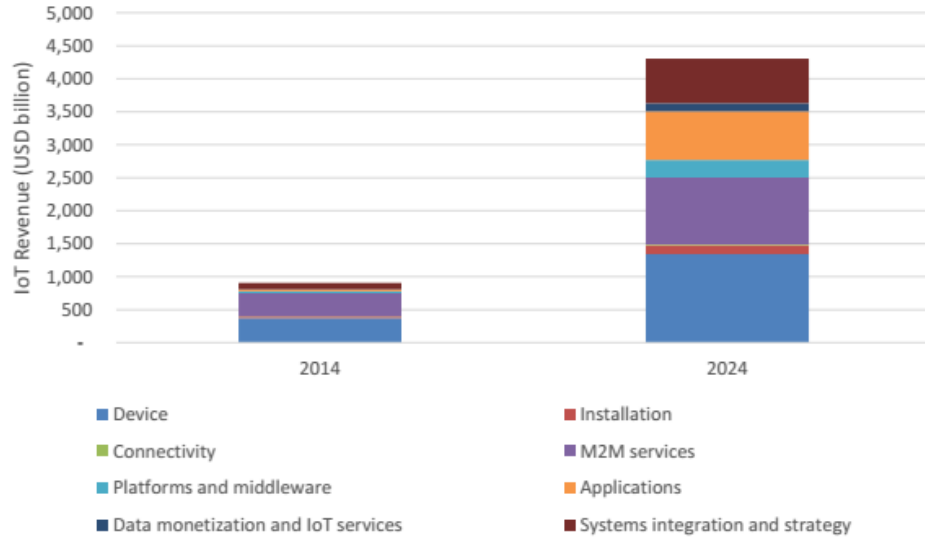
<sup>1</sup> Includes sized applications only.  
NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

资料来源：麦肯锡，申万宏源研究

物联网领域全球领先的咨询公司 Machina Research 对未来的预测也有乐观的预期。根据其报告，全球物联网连接数量及物联网收入在 2015 年-2025 年之间将增长三倍，物联网每年将产生超过 2 ZB (1 ZB=10<sup>21</sup> 字节) 的数据。中美两国将引领 2025 年全球物联网市场——中国占据 21% 的全球物联网连接数，美国占据 20%；收入份额方面，美国为 22%，中国则为 19%。

图 9：Machina 预测 2024 年与物联网相关的收入将达 4.3 万亿美元

Figure 4-2: Global IoT opportunity, 2014 and 2024 [Source: Machina Research, 2015]

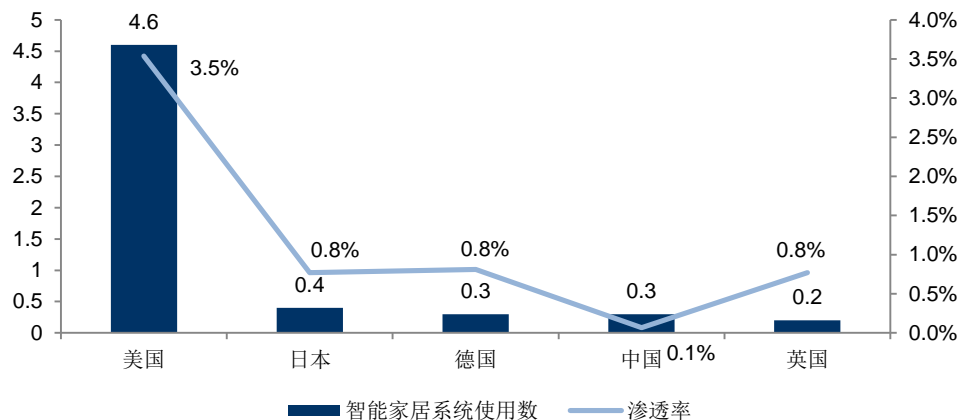


资料来源：Machina Research，申万宏源研究

## 2.2 智能家居搭建人机交互入口，有望率先实现业绩落地

智能家居作为公司转型的突破口，有巨大的市场增长潜力。全球智能家居正随着物联网、云计算、大数据等领域的技术持续突破而迎来巨大发展机遇，根据市场研究公司 Statista 对全球智能家居行业的调查数据，2016 年全球智能家居市场容量排名前五的国家分别是：美国、日本、德国、中国、英国。根据数智网对各国家使用智能家居系统的统计数据，截至 2016 年 6 月美国约有 460 万户使用者，渗透率为 3.5%，而中国只有 30 万户使用者，渗透率仅为 0.1%，市场存在巨大的增长潜力。

图 10: 截至 2016 年 6 月中外家庭使用智能家居系统数量对比 (单位: 百万户)

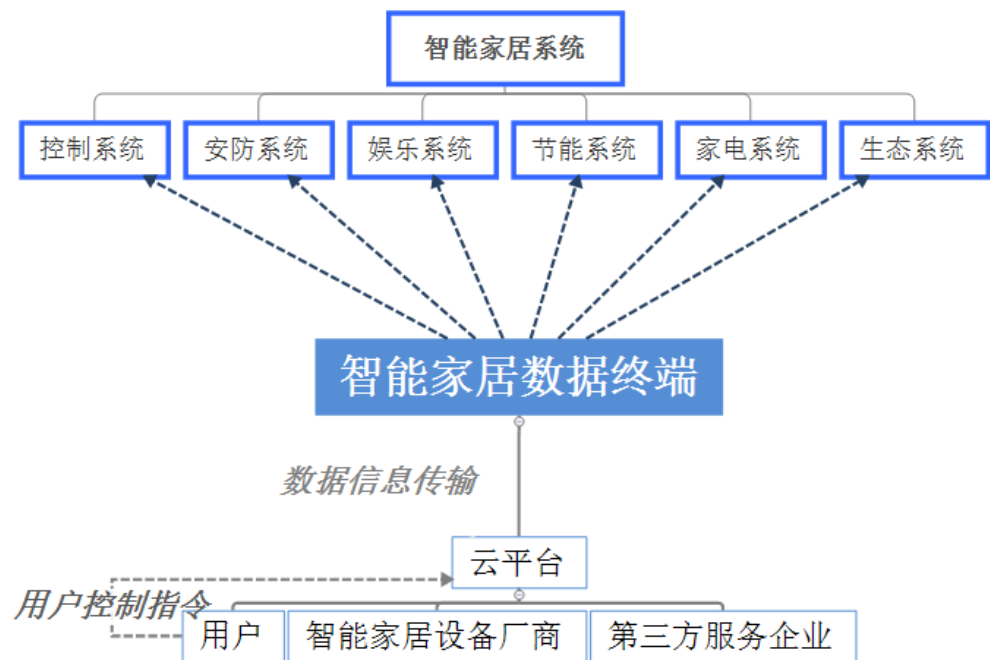


资料来源：数智网，申万宏源研究

消费结构升级叠加技术更新带动行业加速发展。“十三五”时期，随着中国城镇化的推进，国内家电市场将迎来新一轮消费结构升级和产品的大批量更新换代，网络化、个性

化、多元化消费时代的到来将推动新兴家电品类快速发展。互联网技术的引入及《中国制造 2025》的实施，带动家电行业向智能化、网络化方向升级。我国智能家居近几年市场规模处于加速增长期，根据 Statista 和 2016《智慧家庭白皮书》数据，**2015 年中国智能家居市场规模达 403.4 亿元，同比增长 41%，2016 年增速则高达 100% 以上。**未来几年随着前沿技术的持续突破，主要的智能家居系统平台及大数据服务平台搭建完毕，下游设备厂商完善，智能家居产品被市场普遍接受，智能家居的业务有望持续大幅增长。**若家庭渗透率达 3%，每户意愿支出金额达 1 万元，则我国的智能家居市场规模将达到 1500 亿元。**

图 11：智能家居系统升级突破，实现数据互联互通



资料来源：易观智库，申万宏源研究

**国际互联网巨头谷歌和亚马逊开辟可借鉴模式。**相比我国智能家居市场因尚且处于探索阶段，北美物联网科技先驱如苹果、谷歌、亚马逊等纷纷计划利用云计算、大数据深挖数据价值，借助强大的 AI 打造智能家居服务闭环，抢占流量入口。

### 1) 谷歌：自研多款消费级智能硬件，搭建数字经济新平台

谷歌自主设计智能音响 Google Home，是家庭场景下的中枢系统，通过人机交互获取数据信息。Home 是一款由双麦克风阵列构成的智能音箱，并搭载 Google Assistant 语音助手能够实现语音人机交互。它一方面获得同一 WiFi 下入网设备的实时数据反馈，实现物物交互；另一方面通过云端的人工智能数据解析，实现人机交互。在家庭场景下，真正意义上实现“Hands-free”的遥控物联网连接智能家居。而此前推出的 Android TV 平台、Nexus Q 以及电视棒 Chromecast 等，都彰显谷歌以智能家居为切入点，布局数据新经济的野心。

图 12：谷歌战略涉足家居智能新硬件，为数字经济平台开拓入口





资料来源：谷歌，申万宏源研究

## 2) 亚马逊：智能硬件叠加开源语音助手，打造智能家居生态链

亚马逊作为智能家居生态关键的构建者之一，其以智能硬件为“表”，借助智能音箱 **Echo** 切入用户的生活场景；同时以人工智能技术为“里”，建立起基于个人智能助理 **Alexa** 的生态链。Echo 在 2015 年上市，引爆了亚马逊硬件的销量，2016 年 4 月的数据显示，Echo 的累计销量已经超过 300 万台，按照单价 180 美元计算，其收入已达 5.4 亿美元。去年 7 月，亚马逊宣布向智能家居开发者免费推送 Alexa 软件开发工具包 Alexa Skills Kit，让开发者给 Echo 新增语音服务的能力；同时推出 Alexa Voice Service，鼓励开发者在无需调用 Echo 硬件的前提下将 Alexa 的语音识别、自然语言处理等功能整合到自己的智能家居设备中。亚马逊通过上述开放战略，一方面让 **Alexa** 能完成更多指令，另一方面让 **Alexa** 能在更多第三方设备上使用。另外，亚马逊还斥资 1 亿美元设立了 Alexa 基金，用于帮助完善智能语音系统建设。目前已有相当数量的硬件厂商接入 Alexa 的平台。

表 1：近半年已有多家重量级公司宣布使用 Alexa 为自己的产品提供服务

时间	合作方	事件
8 月	Sonos	Echo 最大的竞争对手 Sonos 宣布将会为自身音箱产品加入亚马逊的语音控制服务 Alexa
8 月	宝马 BMW Connected	部分宝马车型将整合亚马逊 Alexa 语音助手，Alexa 语音操控在车联网领域又拿下一员大将
9 月	LG 电子	LG 电子计划将亚马逊的 Alexa 虚拟助手服务植入在 LG 设备中，用户可通过语音控制 LG 的家电。此外 LG 还会将亚马逊的语音购物功能“Dash”添加到 SmartThinQ 传感器中，方便消费者订购亚马逊的产品
9 月	韩国现代	现代集团宣布接入亚马逊 Alexa 服务，旗下豪华车品牌捷恩斯 (Genesis) 将率先在其车联网相关软件 Blue Link 中采用 Alexa 声控设备远程控制汽车多种功能
11 月	OMATE	该公司推出首款搭载安卓 5.1 自定义版本系统的机器人 Yumi，并集成了亚马逊 Alexa 语音助手控制系统
17 年 1 月	联想	联想推出了一款类似于亚马逊 Echo 智能音箱的 Smart Assistant 智能音箱，其一大特性便是集成了 Alexa 语音服务

资料来源：公开网络，申万宏源研究

### 3) 我国企业：不同行业企业优势互补，跨界合作趋势明显

我国的智能家居市场处于行业启动前期，同时由于产业链长、产品种类众多、销售渠道多样，因此单一企业难以独占市场。目前国内智能家居行业内企业众多，尚未通过市场竞争形成稳定的行业格局，不同行业企业优势互补，跨界合作趋势明显。传统硬件企业、互联网企业正借助自身产业链、云计算与大数据技术、资本、渠道、影响力等优势，建立智能家居系统平台，将智能家居设备间孤立的数据和信息打通，通过分析数据连接个性化服务，实现数据与服务盈利。

表 2：我国智能家居行业跨界合作趋势明显

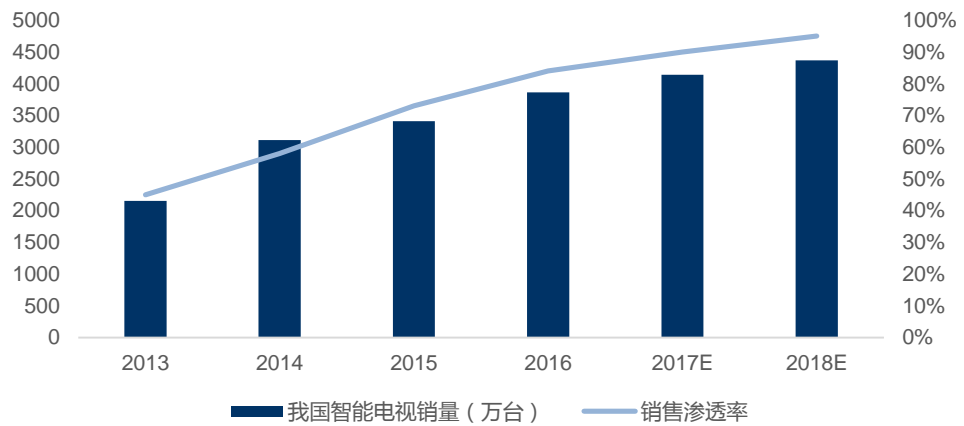
合作时间	合作方	合作内容
2014 年 3 月	美的、华为、阿里	华为、阿里帮助美的迅速建立了从云端到家电的试验系统、美的从云到端的建设实现。
2014 年 12 月	小米、美的	小米战略投资美的 12.66 亿元，双方将在智能家居及其生态链、移动互联网业务领域深度合作。
2014 年 12 月	360、酷派	360 战略投资 4 亿美元与酷派成立合资公司，主要生产智能设备，向市场推出智能手机并以互联网销售为主要渠道，以此建立一个移动生态系统。
2014 年 12 月	美的、京东	双方将扩大业务合作范围和合作深度，强化在智能家居和渠道扩展等领域合作。
2015 年 1 月	海尔、魅族、阿里	海尔生产智能设备，阿里提供云服务能力、智能算法，三方共同开发互联协议。
2015 年 3 月	海尔、苏宁	双方全面升级战略合作，在智能家居领域展开深度合作，共同推进 C2B 反向定制产品、U+ 平台创客产品、PPTV 电视开发计划，共享会员资源。
2015 年 4 月	联想、百度	合作推出云路由，后续将合作更多智能硬件。
2015 年 4 月	TCL、腾讯	TCL 与腾讯、未来电视达成平台、内容、牌照三方资源整合。
2015 年 5 月	小米、正荣	双方将融合小米路由器、小米电视、小蚁智能摄像机等系列智能硬件，为正荣集团旗下地产项目打造全新智能家居体验。
2016 年 4 月	华为、欧普照明	欧普照明作为华为首选的照明战略合作伙伴，在华为 HiLink 智慧家庭生态发布会上发布了：运用于卧室餐厅的主照明产品“幻彩明辉 HUAWEI HiLink 版”及运用于家居辅助照明的“智和空间情景 HUAWEI HiLink 版”的两款合作新产品。
2016 年 8 月	美的、TCL、天汇联合	签订中国智能家居开放标准平台战略，天汇提供前端、用户端的软件、系统和服务，tcl 与美的负责智能家居的技术打通与生产制造等
2017 年 1 月	美的、腾讯	正式签署战略合作协议，双方将共同构建基于 IP 授权与物联网技术的深度合作，实现家电产品的连接、对话和远程控制。双方合作的第一步，是共同推出基于 QQfamily IP 授权和腾讯物联网技术的多款智能家电产品。

资料来源：易观智库、公开资料、申万宏源研究

**智能显示终端的普及带动了家居智能化的潮流。**在高速宽带日益普及、互联网视频广泛流行以及硬件成本持续下跌等因素的推动下，智能电视近年来在中国的销量呈爆发式增长态势。数据统计显示，智能电视 2014 年销量 2825 万台，2015 年销量 3556 万台，2016 年销量达 4170 万台，增长率维持在 18~20% 的高位。同时，智能电视销量渗透率逐年提升，2015 年达到 76.4%，预计 2016 年的销售渗透率超过 85%。智能电视、OTT 盒子和智能微投是目前实现电视智能化的三个主要方式。据奥维云网 (AVC) 数据显示，截至 2015 年中国的智能电视累计保有量达 1.05 亿台，OTT 盒子累计保有量达 6010 万台，智能微投

累计保有量达 90 万台。另据智能家居网数据显示，预计到 2018 年底中国的智能电视保有量将达到 2.3 亿台（比 2015 年增长 119%），未来发展空间巨大。此外，视频、游戏、电商、教育等互联网电视使用场景的应用作为客厅经济智能化的代表，使智能电视成为引领整个家电行业发展的先驱龙头。

图 13：我国智能电视销量及渗透率持续上升（单位：万台）

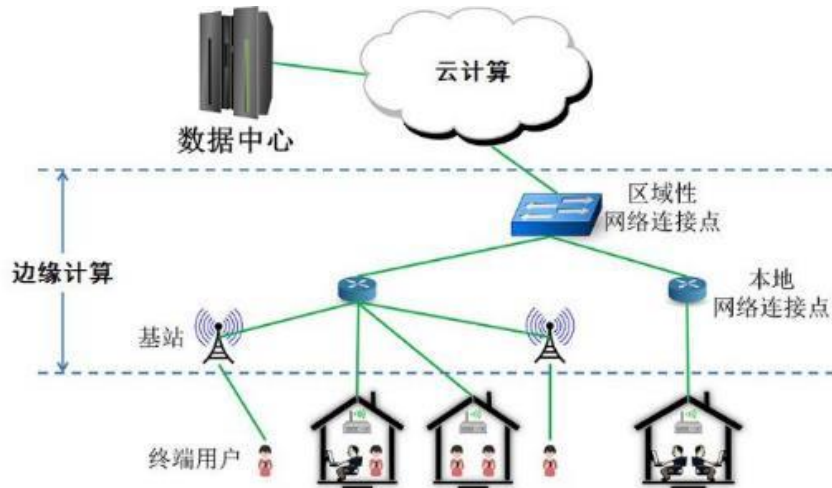


资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

### 2.3 未被足够重视的关键趋势：边缘计算与云计算融合（端+云）

“端+云”将成为公司未来战略的核心，也是物联网发展的必然路径，但目前市场对边缘计算的关注度还远不够。随着物联网技术加速更新以及应用场景不断深化发展，入网终端设备的数量将比现在呈现指数级增长，超量数据的传输、控制、存储、计算等将成为目前云计算面临的挑战。IDC 最新统计报告显示，到 2020 年将有超过 500 亿量级的终端与设备联网，而到 2018 年，就将有 50% 的物联网网络将面临网络带宽的限制，40% 的数据需要在网络边缘侧分析、处理与储存。海量数据的分析与储存对网络带宽提出了巨大的挑战，而边缘计算的诞生解决了这一难题。根据定义，边缘计算指的是靠近物体或数据源进行的计算、存储、控制等数据处理的一种计算模式。边缘计算充分利用物端的嵌入式计算能力，以分布式信息处理的方式实现物端的智能和自治，并与云计算结合，通过云端的交互协作，实现系统整体的智能化。在智能互联的网络边缘侧，面向分布式的感知、决策与控制的通信与计算将迎来革命性的发展机遇。

图 14：边缘计算将成为互联网 3.0 时代的关键组成部分



资料来源：公开资料，申万宏源研究

**低延时更快速+高效率省能耗+海量数据智能处理，边缘计算具有多项独特优势。**

分布式和低延迟计算：在更靠近用户的边缘节点上，边缘计算利用路由器或离边缘设备最近的基站等节点，减少网络等待和响应时间，成为云计算的有效补充。高资源利用率：用户终端如智能手机在执行复杂的分析过程中，通常需要将数据往返于云端从而进行处理和运算，边缘计算将通过边缘节点处过滤或者分析数据，利用适合数据管理任务的空闲计算资源，提高资源利用率，也省去了大量的能源成本。应对数据爆炸和网络流量压力：通过在边缘设备上执行数据分析，可有效应对数据爆炸，减轻网络的流量压力。边缘计算能够缩短设备的响应时间，减少从设备到云数据中心的数据流量，以便在网络中更有效的分配资源。工业应用智能计算：具备工业互联网接口的工业控制系统本质上就是一种边缘计算设备，解决工业控制高实时性要求与互联网服务质量的不确定性的矛盾。安全性能好：边缘计算还具有网络自自治和可靠、可用、可维护等更优安全性能。

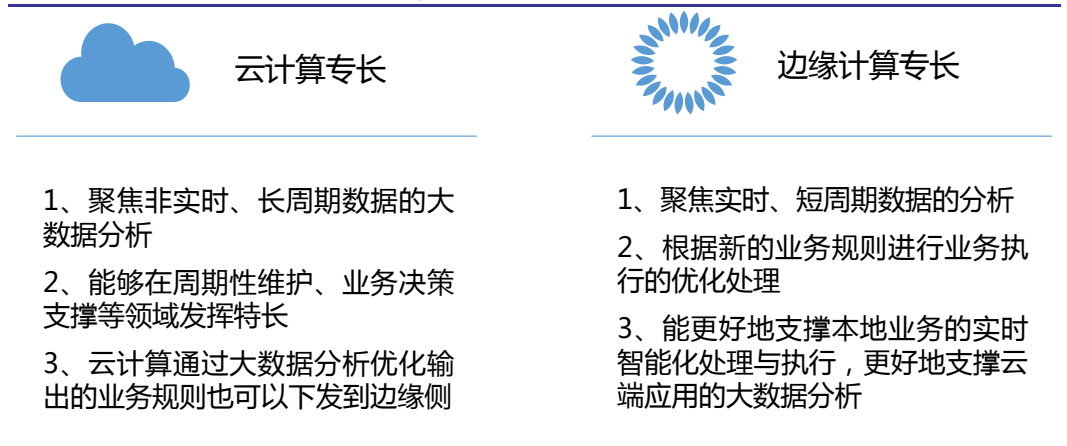
图 15：边缘计算的特征



资料来源：中国信息通信研究院，申万宏源研究

应用场景趋于多样化，边缘计算与云计算融合是发展方向。边缘计算的应用场景较为丰富且前景广阔，涉及网络联接、数据聚合、芯片、传感、行业应用多个产业链角色。边缘计算一方面支撑现有物联网商业模式创新，实现从产品向服务的价值链延伸；另一方面实现了产品和服务的定制化与智能化，如预测性维护、能效管理、智能制造等。边缘计算与云计算两者存在紧密的互动协同关系，将共同促进物联网行业的变革和转型。边缘计算既靠近执行单元，更是云端所需高价值数据的采集单元，可以更好地支撑云端应用的大数据分析；反之，云计算通过大数据分析优化输出的业务规则也可以下发到边缘侧，边缘计算基于新的业务规则进行业务执行的优化处理。未来在大部分的应用场景，边缘计算和云计算将同时出现，相互补充、相互促进，联手解决大数据时代的计算问题。

图 16: 边缘计算与云计算专长互补，融合发展

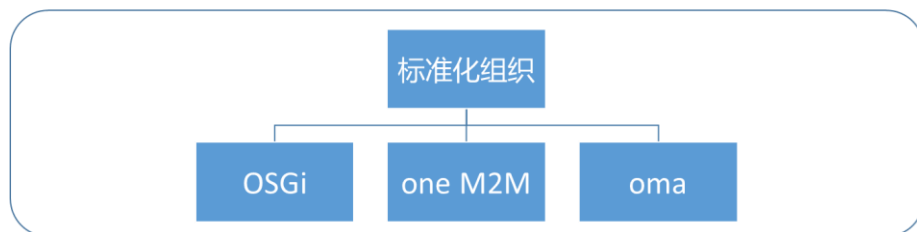


资料来源：公开资料，申万宏源研究

边缘计算产业联盟形成，推动行业加速成熟。2016年11月，由华为、中国科学院沈阳自动化研究所、中国信息通信研究院、英特尔公司、ARM和软通动力信息技术(集团)有限公司联合倡议发起的边缘计算产业联盟(Edge Computing Consortium, 缩写为 ECC)在北京正式成立，标志着“边缘计算”发展将进入快车道。

图 17: 边缘计算主要产业分布

网关类型	主要厂商	操作系统
工业网关	华为、ARM、IBM	Predix、Linux等
家庭网关	中国电信、华为、极路由、小米	OpenWrt、OSGI、Andriod
汽车网关	TESLA、百度、BMW	QNX、AutoPilot、Andriod Auto



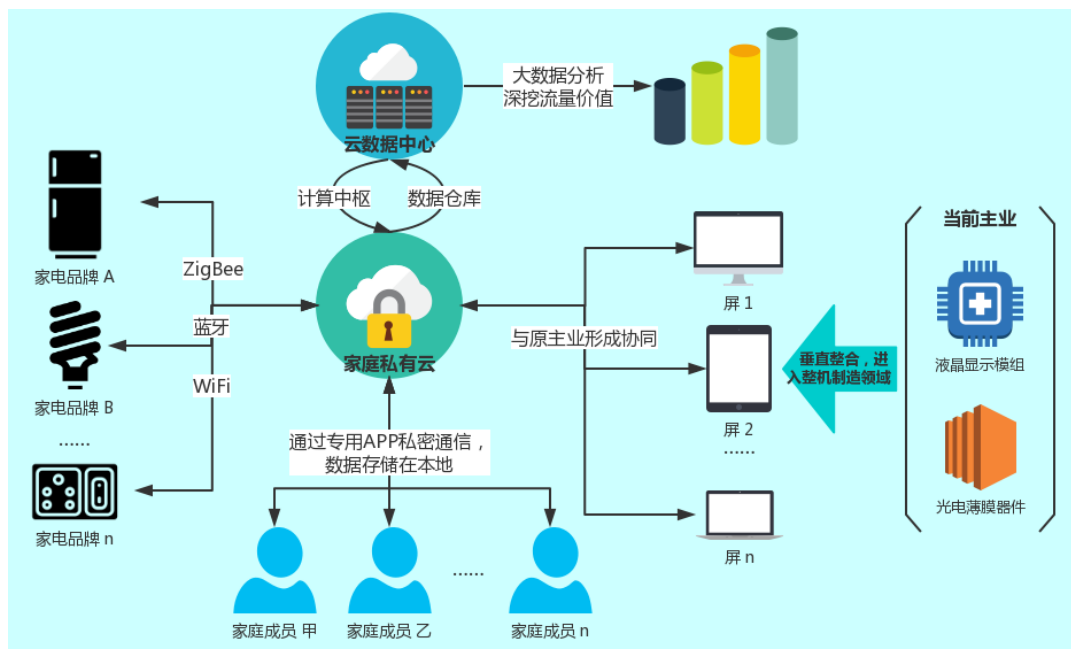
资料来源：中国信息通信研究院，申万宏源研究



### 3 锦富技术：构建“端+云”物联网生态，其平台价值或被低估

顺应下一代互联网发展大趋势，公司欲打造“端+云”结合的智能家居体系。一方面，公司以现有的智能显示终端业务为立足点，进行产业链的延伸，通过外延收购获得家庭私有云平台的核心技术，将边缘计算节点下沉到家庭，将构建起连接不同品牌、不同通信协议智能设备的底层开放平台，占据智能家居价值链中关键一环；另一方面，公司定增建设数据中心，提供了其智能家居生态体系中大数据存储与挖掘的能力，进一步提升平台价值。公司当前的布局恰好与物联网大规模落地的时点相吻合，有望成为行业爆发最先的受益者。

图 18：公司构建的“端+云”生态平台



资料来源：申万宏源研究

#### 3.1 “端”：入股北京算云，布局家庭端“神经元”

北京算云是智能家居领域的平台型公司，研发实力突出。2016年12月，公司以5000万元人民币收购了北京算云15%股权，并享有优先控股权。北京算云的主要产品包括微型网络数据终端、智能无线AP、微型网络数据终端单机版和智能遥控器等，并提供基于上述产品和配套系统的智能家居解决方案。目前其90%的员工均从事技术开发，主要核心技术人员都有在业内知名公司担任技术负责人的经历。公司在私有云、无线网络、媒体服务、网关设备、智能家居物联网平台等软硬件方面的技术处于前沿水平。

表 3：北京算云的主要产品及上市节奏

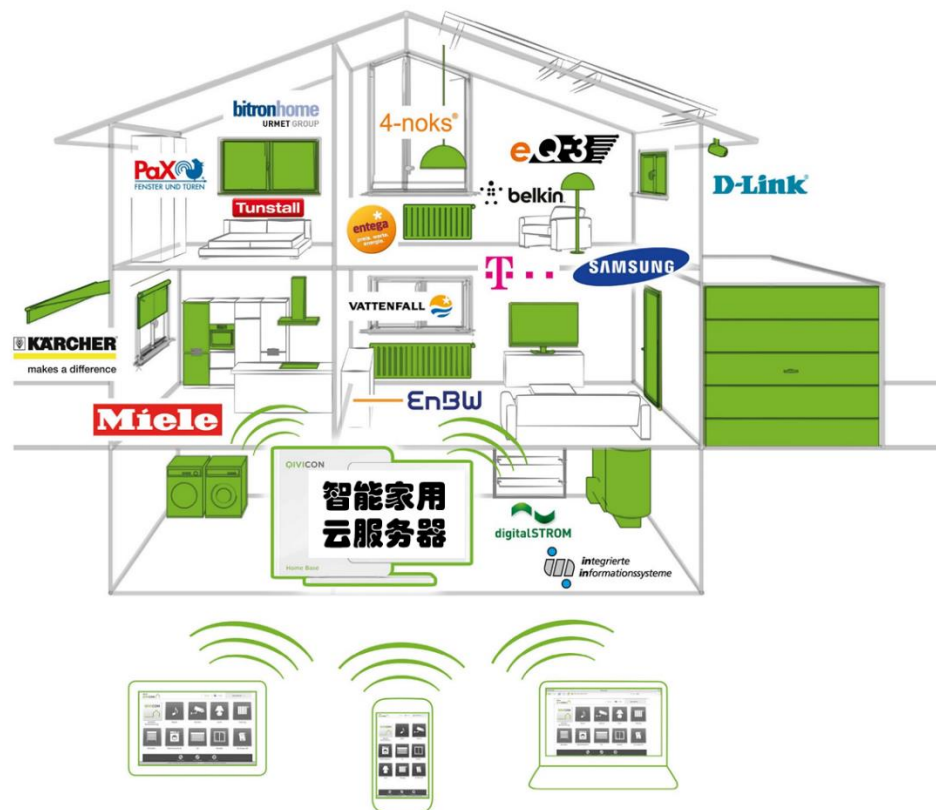
产品名称	研发起始时间	研发完成时间	投产时间	上市时间
------	--------	--------	------	------

微型网络数据终端	2015年5月	2016年11月	2017年一季度	2017年一季度
无线智能 AP	2016年4月	2016年11月	2017年一季度	2017年一季度
微型网络数据终端单机版	2017年1月	2017年8月	2017年三季度	2017年四季度
智能遥控器	2016年9月	2017年5月	2017年三季度	2017年三季度

资料来源：公司公告，申万宏源研究

智能家用云服务器实现家庭内部数据处理和互联互通，同时切中信息安全痛点。目前智能家居行业内企业众多，尚未通过形成稳定的行业格局，主要原因在于现有智能产品还更多处于单品智能化及不同产品联动阶段，产品大多是功能单一、体验碎片化的产品，没有实现大规模跨品牌、跨品类互动，没有成体系的整体解决方案，尚未达到运营在统一平台的系统化智能阶段（如苹果、谷歌都在尝试构建相对封闭的智能家居生态），这为智能家居平台型公司提供了很好的切入机会。北京算云研发的家用云服务器利用充分开放的架构，兼容不同品牌、不同通信协议的智能家居设备，能够成为家庭内部数据存储、互通、处理的神经中枢，具备作为智能家居底层平台的实力。另外，北京算云的智能家居方案实现了不依赖于公有云的家庭控制中心，能够将重要的用户数据（如涉及隐私的通信数据）存储在本地并随时彻底删除，大大增强了信息的安全性。

图 19：智能家用云服务器构建了高度开放、不依赖公有云的信息平台



资料来源：公开网络，申万宏源研究

产品市场需求明确，目前已有在手订单。在产品推广前期，公司的智能家居解决方案主要通过和装饰地产公司合作，实现产品在一线城市的推广。目前已与东易日盛装饰集团、

清华启迪科技园、招商物业达成了一定合作。同时，北京算云规划在今年下半年着手构建电商销售渠道，并在 2018 年逐步实现以电商销售为主，线下销售为辅的格局。截至目前已与莱盛隆电子股份有限公司签订了意向供货合同，订单内容为 1500 台智能家用云服务器，订单金额为 1500 万元。根据北京算云预测，其硬件收入将以接近每年翻一番的速度增长，至 2021 年突破 2.7 亿元，且毛利率超过 50%。

图 20：北京算云硬件收入预测（金额单位：万元）

项目	产品	预测期				
		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
数量	微型网络数据终端	2,200.00	4,000.00	6,800.00	13,600.00	21,760.00
	智家无线 AP	5,100.00	11,000.00	21,500.00	43,000.00	68,800.00
	微型网络数据终端单机版		1,000.00	3,000.00	6,000.00	9,600.00
	智能遥控器		2,500.00	8,000.00	16,000.00	25,600.00
单价	微型网络数据终端	0.92	0.85	0.83	0.83	0.83
	智家无线 AP	0.13	0.11	0.11	0.11	0.11
	微型网络数据终端单机版	-	0.10	0.10	0.10	0.10
	智能遥控器	-	0.05	0.05	0.05	0.05
营业收入	微型网络数据终端	2,024.00	3,400.00	5,610.00	11,220.00	17,952.00
	智家无线 AP	637.50	1,254.00	2,322.00	4,644.00	7,430.40
	微型网络数据终端单机版	-	100.00	300.00	600.00	960.00
	智能遥控器	-	124.75	399.20	798.40	1,277.44
	其他					
合计		2,661.50	4,878.75	8,631.20	17,262.40	27,619.84

资料来源：公司公告，申万宏源研究

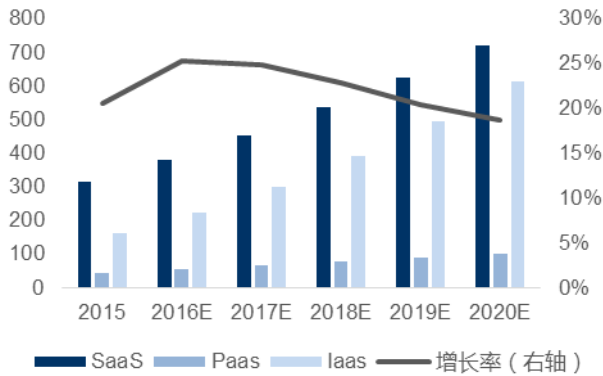
### 3.2 “云”：定增建设数据中心，打造“最强大脑”

公司拟定增 8 亿投入数据中心建设项目。在通过收购南通旗云 100% 股权进入 IDC 领域后，公司将 IDC 业务定位为未来重要的利润增长点。本次定增计划投入 8 亿资金，在紧邻上海的南通建设总规模为 5800 个机柜的高等级数据中心。项目分三期建设，第一期约 1450 个机柜、第二期约 1450 个机柜、第三期约 2900 个机柜分别于第 1、2、3 年末完成。

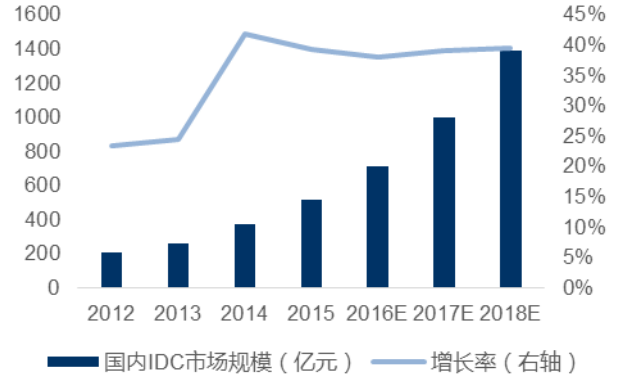
我们认为，物联网对云计算提出更高要求，将拉动对 IDC 的需求，公司此时建设云计算基础设施具备前瞻性。物联网的普及将生成海量数据，但目前对物联网数据的利用能力仍然较弱。根据对物联网价值转移路径（先硬后软）的判断，未来势必需要更强大的云计算能力来挖掘物联网数据的潜在价值。IDC 作为云计算的关键硬件资源，其地位将更加凸显，并将完成从传统数据中心向云计算数据中心的转型。预计未来三年国内 IDC 市场将保持接近 40% 的高速增长。

图 21：全球云计算市场规模预测（亿美元）

图 22：国内 IDC 市场维持着较高的增速



资料来源：Gartner, 申万宏源研究



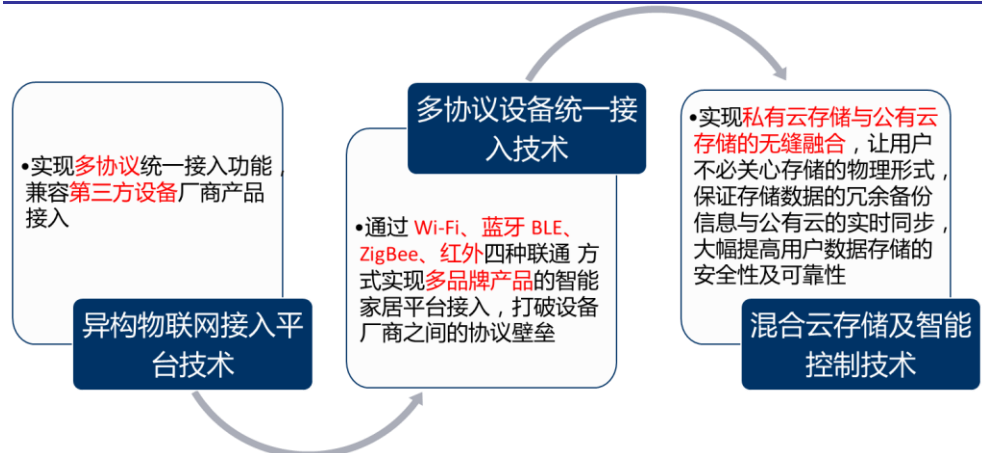
资料来源：中国 IDC 圈, 申万宏源研究

建成的数据中心将在公司“端+云”战略体系中扮演计算中枢和数据仓库的重要角色。机房建成后，前期可通过提供机柜出租服务获取收益。但从中长期看，公司自建数据中心更大的价值在于为智能家居生态提供一颗“大脑”，解决海量数据存储、大数据分析等需求，构成从端到云的闭环，让数据和流量在自有体系内流动，挖掘最大的价值，并获得此类增值服务的收入。

### 3.3 手握端、云融合核心技术，有望引领百亿级家庭私有云市场

三大技术实现不同智能终端、不同通信协议、私有云和公有云之间的融通，构建高度开放的智能家居平台。公司收购的北京算云拥有异构物联网接入平台技术、多协议设备统一接入技术、混合云存储及智能控制技术三大核心技术，不仅在“端”的层面打通了各种品牌和类型的智能设备，也实现了家庭私有云和公有云之间的无缝连接，同时保证了用户私有数据的安全。上述技术的专利正在申请当中。另外，通过收购公司还将获得数据安全、权限认证及数据加密等领域的核心机密技术，从而建立非专利的技术壁垒；并通过与国际知名芯片厂商 Atmel 和 Marvell 公司的合作，使产品具备了从身份鉴权到实时数据加密，再到解密恢复全流程软硬件一体化解决能力。

图 23：公司掌握了端云融合的关键技术，具备较高的技术壁垒



资料来源：公司公告，申万宏源研究

以硬件销售与后续服务收费为利润来源，家庭云具备百亿市场空间。我们认为，在物联网和智能家居快速普及的背景下，公司所在的家庭私有云平台市场也将随之迎来高速增长。在产品推广前期，智能硬件的销售收入占到大部分；而随着用户总量的快速提升，服务及增值业务收入比重会越来越来。我们以一二线主要城市的新增住宅市场和存量住宅市场为对象进行了测算，预计到2020年，家庭云服务在一二线城市新增住宅的渗透率将达到3%，在存量住宅的渗透率达到1.5%；由此而来的硬件销售收入86亿元，服务及增值业务收入34亿元，整体市场规模超过百亿水平。公司作为最早布局家庭私有云市场，并具备“端+云”生态的玩家，具备成为该细分市场龙头的潜力，享受高增长的红利。

表4：至2020年，家庭私有云市场规模将突破百亿（仅考虑一二线主要城市）

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	
新增住宅市场	住宅销售量（万套）	250	263	276	289	304
	渗透率	0.20%	0.90%	1.80%	3.00%	5.00%
	硬件及安装费用（万元）	1.00	1.00	1.10	1.20	1.20
	硬件及安装收入（亿元）	0.5	2.4	5.5	10.4	18.2
	累计安装量（万套）	1	3	8	17	32
	服务及增值业务费用（万元/年）	0.10	0.15	0.20	0.25	0.30
	服务及增值业务收入（亿元）	0.1	0.4	1.6	4.1	9.5
	存量住宅市场	存量住宅数量（万户）	8000	8000	8000	8000
渗透率		0.03%	0.20%	0.70%	1.30%	2.00%
新增安装量（万户）		2	14	42	62	98
硬件及安装费用（万元）		0.80	0.80	0.90	1.00	1.00
硬件及安装收入（亿元）		1.9	10.9	38.2	61.6	98.4
累计安装量（万套）		2	16	56	104	160
服务及增值业务费用（万元/年）		0.10	0.15	0.20	0.25	0.30
服务及增值业务收入（亿元）		0.2	2.4	11.2	26.0	48.0
总市场规模（亿元）		2.7	16.1	56.4	102.1	174.1
增长率			493%	251%	81%	70%

资料来源：申万宏源研究

未来家庭私有云业务有望成为公司的主要利润来源。从家庭私有云市场规模出发，我们对公司这部分业务的营收和净利做了大致估算，有如下几点基本假设：1) 公司实现对北京算云的控股；2) 随着市场空间的快速扩大，有其他厂商进入，但公司作为先发者，具备技术和资源上的优势，能够保持住20%以上的市场份额；3) 净利率取计算机行业平均水平9%左右，随着业务的成熟和增值服务收入占比的扩大，净利率有一定上升空间。根据这几项假设，我们预计公司家庭私有云业务营收在2020年有望突破20亿元，并贡献2亿量级的净利润。

表5：公司家庭私有云业务未来营收及净利推算

2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
-------	-------	-------	-------	-------



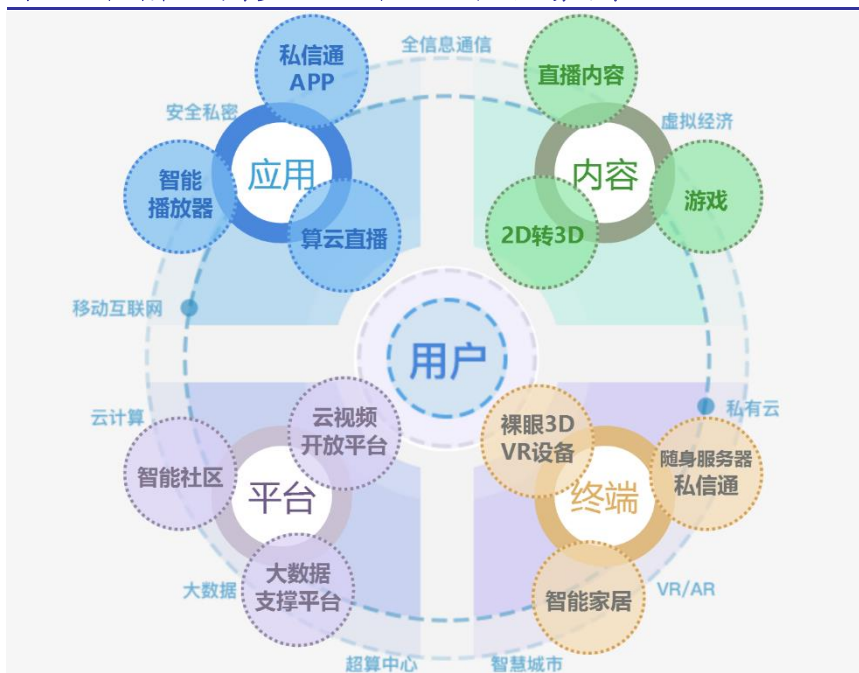
市场规模 (亿元)	2.7	16	56	102	174
公司市占率	33.0%	29.0%	25.0%	22.0%	20.0%
营业收入 (亿元)	0.89	4.66	14.10	22.47	34.83
	YOY	421%	202%	59%	55%
净利率	9.0%	10.0%	11.0%	11.5%	12.0%
净利润 (亿元)	0.08	0.47	1.55	2.58	4.18
	YOY	479%	233%	67%	62%

资料来源：申万宏源研究

**重视技术创新，成立海外研发中心。**去年6月，公司在美国加利福尼亚州设立研发中心，该研发中心将专注对VR及AR软硬件技术、高速WIFI技术、云计算技术、分布式存储技术、半导体新材料技术及其它新材料技术等进行研究，为公司的发展积淀技术，推动公司的转型与升级。新技术的驱动将成为公司后续成长的主要动力。

**北京算云母公司深圳算云在互联网前沿领域进行了多维度布局，未来有望继续深化同上市公司间的合作。**深圳算云自成立之初，便面向下一代互联网进行业务上的构建和技术上的研发。目前已拥有包括安全通讯、网络视频直播、VR/AR等在内的五大业务板块，其“私信通”、“算云直播”等产品已上线并获得良好的市场反馈。未来上市公司有望与深圳算云强化合作，形成资源互补并加快转型进度。

图 24：深圳算云拥有多元化的新一代互联网业务体系



资料来源：算云公司，申万宏源研究

## 4. 布局优质前沿技术，放大业绩成长空间

### 4.1 牵手 CLEARink 开发新型显示技术，瞄准教育市场

参股新型墨水屏开发商 CLEARink，挖掘显示领域新增长点。公司在 2015 年 10 月向美国 CLEARINK DISPLAYS, LLC 增资 300 万美元，取得其 10.8% 的股权。CLEARink 主要从事一种新型反射型显示屏（即墨水屏）的研究与开发，该产品可广泛应用于电子标签、手机背壳、可穿戴电子产品、智能手机、电子书和户外显示牌等。目前公司已与 CLEARink 签署协议，拟共同投资设立一家中外合资公司，合资公司由上市公司方面控股，并将享有 CLEARink 所有技术(包括但不限于双色、三色和动态全彩显示技术)的独家许可权。

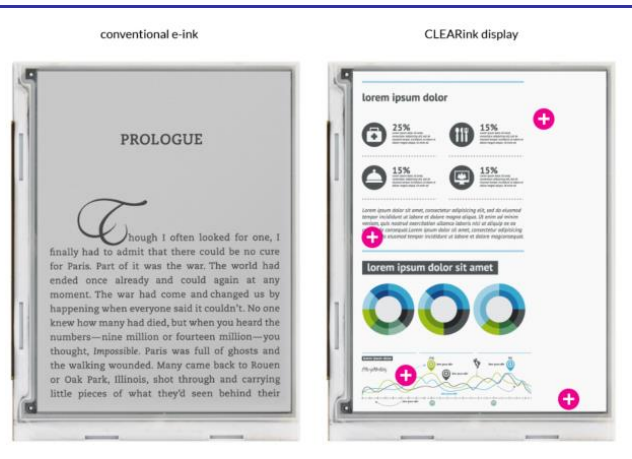
产品优势显著，研发已取得重大突破。与现有市售的反射型显示屏产品相比，CLEARink 的新型墨水屏具有高亮度、高刷屏率和可以实现动态全彩色效果等优点；与 LCD 产品相比，CLEARink 产品的特点是省电、无蓝光且制造成本更低。其中省电的优点可以使其应用产品的续航能力更长，而无蓝光产生则可以更好地保护用户的眼睛不受蓝光的潜在伤害。目前产品在亮度方面的研发取得了重大突破，在黑白显示时的亮度可达到 80%，优于市场上现有同类产品的相应指标。

图 25：当前在售的电子墨水屏仅能黑白显示，且刷新率低



资料来源：淘宝，申万宏源研究

图 26：CLEARink 研发中的新产品与传统墨水屏对比



资料来源：CLEARink，申万宏源研究

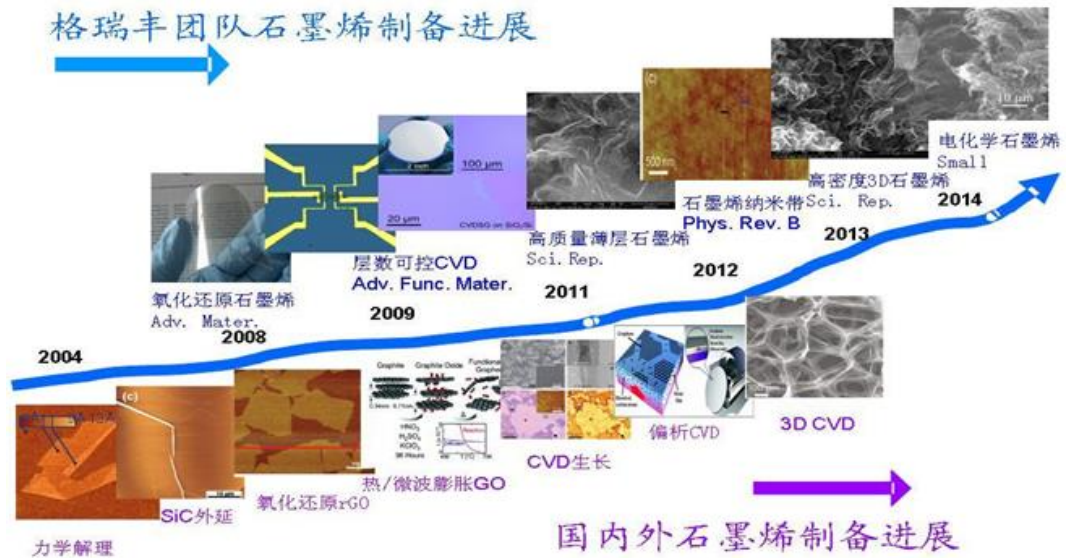
面向全国 1.4 亿中小學生，教育市场潜力巨大。新型墨水屏研制成功后，可充分发挥护眼的优势，针对学生群体开发电子书包。公司规划以“硬件+教育 APP+教育公益项目”的模式，快速打开市场；并与教育主管机构合作，建立电子书包的行业标准。若研发过程顺利，预计相关产品在今年下半年上市。2015 年全国初中、小学在校生数量达 1.4 亿人，潜在需求巨大；其中北上广深等一线城市学生数量为 500 万人，我们保守估计在 3 年内，公司电子书包产品在一线城市渗透率达到 2%，每台产品均价 2000 元，则单单该项业务能贡献 2 亿元的营收。

## 4.2 参股格瑞丰，石墨烯项目推进顺利

苏州格瑞丰纳米科技有限公司成立于 2012 年 8 月，是由中科院苏州纳米所技术团队牵头，全球高质量薄层石墨烯的领导企业。高质量薄层石墨烯(Few-layer graphene)是其具有技术优势的品牌产品。目前公司总计向格瑞丰投资 800 万元，占有 25% 股份，而根据格瑞丰最新一轮融资数据，其估值已达 1.5 亿人民币。

高质量薄层石墨烯制备项目进展顺利，与多家锂电池公司展开合作。格瑞丰的石墨烯产品具备以下优势：①**高品质**。产品中几乎不含任何官能基团和拓扑缺陷，不含金属、非金属等杂质。②**产品层薄**。产品厚度为从单原子到若干原子层，薄层石墨烯微片产品的典型厚度包括 1nm 和 1-5 nm。③**生产过程环保且成本具有竞争优势**。独特的制备和分散工艺不仅成本低且绿色环保。④**高性能**。相比较当前绝大多数石墨烯企业采用氧化还原石墨烯制备技术所制备的产品，公司产品的电导率有数量级的提升。产品可广泛用作锂电正极材料导电添加剂；防腐、导电抗静电及防水涂料的添加剂；车用润滑油添加剂及汽车刹车片的力学增强剂等。此外，格瑞丰计划将高质量薄层石墨烯浆料的产能扩大到 300 吨/年（相当于石墨烯粉体约为 30 吨/年）。目前，格瑞丰正与多家锂电企业开展合作，产品验证方面进展顺利。

图 27：格瑞丰的高质量薄层石墨烯产品达到了国际先进水平



资料来源：格瑞丰官网，申万宏源研究

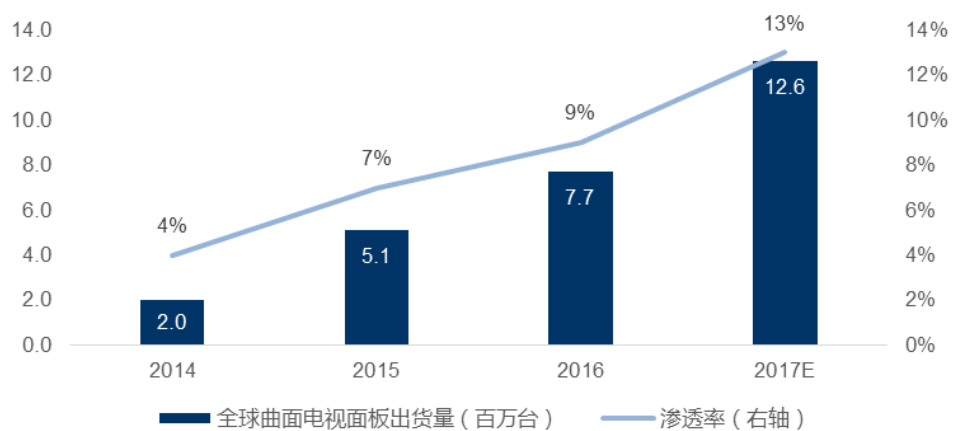
## 5. 原有业务景气度回升，积极升级技术水平

### 5.1 液晶显示：垂直整合发力，将成为“端+云”生态重要一环

布局具有高成长性的曲面电视和智能电视领域。公司 2014 年通过并购奥英光电及产业整合，实现传统业务由背光模组零件加工向 BLU 及 LCM 制造产业延伸，开始布局曲面

电视产品，15 年底成功切入冠捷为其做 ODM。公司依靠强大的光学设计能力、产品设计能力与制程优化能力，率先在全球范围内实现最小曲率（2400R）的 32 英寸显示器量产，并首创双曲率显示器（球面显示器），在曲面液晶显示领域拥有多项国内外自主知识产权。根据公司的定增预案，公司将投入定增资金 2.66 亿元建设家庭智能显示终端自动化生产线项目。项目建成后将新增年产 75 万台家庭智能显示终端生产能力，其中曲面液晶显示器（含超薄）50 万台，智能电视（含超薄）25 万台。2015 年起曲面电视迎来爆发性增长，三星根据 2015 年的市场情况预计，未来 2 年，曲面电视在中国以及全球市场的需求将以每年两倍的速度激增。而智能电视已经被市场普遍接受，目前的销售渗透率已超过 85%。我们认为随着公司后续产能的进一步释放，公司曲面电视和智能电视未来还有望开拓更多的客户。

图 28：曲面电视的增长已进入快车道



资料来源：Sigmaintell，申万宏源研究

液晶显示业务业绩触底，未来将成为“端+云”生态的重要一环。受全球 PC 显示器及电视市场低迷及市场竞争加剧影响，公司光电薄膜显示器件及背光模组业务近两年出现业绩下滑。但从去年三季度以来，客户订单的稳步回升，公司传统显示业务呈现出好转趋势。我们认为今年全球电子元器件价格上涨、供给相对吃紧的局面仍将延续；从中长期的角度看，全球平板显示行业向中国转移、显示技术升级换代（从 LCD 升级为 OLED）为公司的显示业务提供了新一轮发展机遇。另外，在公司未来“端+云”的战略中，各种类型、不同尺寸的显示屏将成为人机交互的重要终端，公司有望借此推出具有更高附加值的成套产品。

表 6：公司显示业务收入估算

		2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
液晶显示模组	销量(万套)	1,247	1,124	1,100	1,155	1,212	1,273	1,330
	单价(元)	104	149	130	138	140	142	144
	收入(万元)	129,481	167,371	143,000	159,390	169,680	180,766	191,520
光电显示薄膜器件	销量(万片)	145,158	109,161	90,000	95,000	100,000	105,000	110,000
	单价(元)	0.80	0.77	0.71	0.74	0.75	0.75	0.75
	收入(万元)	116,340	83,874	63,900	70,300	75,000	78,750	82,500
智能显示终端	销量(万台)				30	75	95	110
	单价(元)				1,000	980	970	960



收入 (万元) 30,000 73,500 92,150 105,600

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 5.2 检测治具: OLED 大规模应用有望拉动需求

公司于 2015 年完成了对迈致科技 85% 股权的收购。迈致科技专注于提供电子、电器生产线测试设备及相关服务, 具有对 PCB、FPC、芯片、光电元件及整机相关领域的全方位检测能力。2015 年由于迈致科技主要客户产品变化不大, 检测设备采购减少, 业绩未达预期。目前迈致科技已开发出了 OLED 检测设备, 随着苹果及其他手机厂商开始大规模采用 OLED 显示屏, 有望大幅提升对新的检测设备的需求, 改善盈利状况。并且公司也在通过逐步调整业务结构加大新技术新产品研发, 围绕公司业务板块拓展新客户, 扩大迈致在自动化智能装备系统集成领域的市场规模等来逐步改善业绩。

图 29: 迈致科技的检测治具产品



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 30: iPhone 8 等手机对 OLED 屏的使用将拉动相关检测治具的需求



资料来源: 公开网络, 申万宏源研究

表 7: 检测治具业务收入估算

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
检测治具销量(万台)	37	40	45	48	52	55
检测治具单价(元)	655	780	800	830	840	850
检测治具收入(万元)	24,121	31,200	36,000	39,840	43,680	46,750

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

## 6. 盈利预测与投资评级



## 6.1 关键假设

**液晶显示业务：**显示器件营收从 2016 年下半年开始触底回暖，且市场上出现了供给紧张、价格上涨的趋势。预计这一情况还将持续，将提升公司该项业务的整体营收和毛利。整机方面，公司曲面显示器、智能电视的产能将在近两年逐步释放，定增年产 75 万台家庭智能显示终端项目在两年内达产，整机业务实现快速增长。

**检测治具业务：**苹果公司今年发布的手机改动较大，对检测治具的需求同比显著提升。迈致科技发出商品在 16 年下半年陆续验收，使其当期利润增长较大，16 年全年净利润约 1 亿元。同时，OLED 检测设备完成开发并进入苹果生产线，该新设备的售价和毛利率高于其他产品，对未来两到三年的业绩产生积极影响。另外公司将借助苹果设备供应商的身份，开拓新客户，扩大市场占有率。

**云计算中心业务：**项目建设如期投入运营（预计设置机柜规模 5800 个，分三期建设，第一期约 1450 个机柜于第 1 年末完成，第二期约 1450 个机柜于第 2 年末完成，第三期约 2900 个机柜于第 3 年末完成，每期建设完成后进入运营期），由于该机房属于高等级数据中心，且选址南通，靠近上海等长三角发达地区，拥有地方政府政策支持、完善的硬件配套，因此我们预计其出租价格及毛利率将略高于行业平均水平。且未来公司 IDC 业务与自有“端+云”生态对接后，毛利率有上升空间。

**电子墨水屏业务：**今年下半年完成产品的研发并与 CLEARink 成立合资公司，针对中小学生的电子书包产品上市销售。保守估计在 3 年内，公司电子书包产品在一线城市渗透率达到 2%，每台产品均价约 2000 元。另外公司基于新型显示技术的电子广告牌、电子货架标签等从明年起开始贡献收入。由于该显示技术的创新性，毛利率略高于传统电子书，取 35%且逐年下降。

表 8：毛利拆分表

单位：百万	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>液晶显示屏及模块</b>							
收入	1294.8	1673.7	1430.0	1593.9	1696.8	1804.8	1915.2
YOY		29.3%	-14.6%	11.5%	6.5%	6.4%	6.1%
成本	1180.0	1584.8	1358.5	1511.0	1610.3	1716.4	1821.4
毛利	114.8	89.0	71.5	82.9	86.5	88.4	93.8
毛利率(%)	8.9%	5.3%	5.0%	5.2%	5.1%	4.9%	4.9%
<b>光电显示薄膜器件</b>							
收入	1163.4	838.7	639.0	703.0	750.0	787.5	825.0
YOY		-27.9%	-23.8%	10.0%	6.7%	5.0%	4.8%
成本	1009.5	772.1	589.2	647.5	691.5	726.9	761.5
毛利	153.9	66.7	49.8	55.5	58.5	60.6	63.5
毛利率(%)	13.2%	8.0%	7.8%	7.9%	7.8%	7.7%	7.7%
<b>检测治具</b>							
收入		241.2	312.0	360.0	398.4	436.8	467.5
YOY			29.3%	15.4%	10.7%	9.6%	7.0%
成本		122.7	127.9	147.6	167.3	190.0	210.4

毛利		118.5	184.1	212.4	231.1	246.8	257.1
毛利率(%)		49.1%	59.0%	59.0%	58.0%	56.5%	55.0%
<b>智能显示终端</b>							
收入				300.0	735.0	921.5	1056.0
	YOY				145.0%	25.4%	14.6%
成本				255.0	632.1	797.1	918.7
毛利				45.0	102.9	124.4	137.3
毛利率(%)				15.0%	14.0%	13.5%	13.0%
<b>数据中心业务</b>							
收入				76.8	204.0	425.0	522.0
	YOY				165.6%	108.4%	22.8%
成本				47.6	122.4	246.5	302.8
毛利				29.2	81.6	178.5	219.2
毛利率(%)				38.0%	40.0%	42.0%	42.0%
<b>电子墨水屏业务</b>							
收入				24.0	108.0	255.0	368.0
	YOY				350.0%	136.1%	44.3%
成本				15.6	71.3	170.9	250.2
毛利				8.4	36.7	84.2	117.8
毛利率(%)				35.0%	34.0%	33.0%	32.0%
<b>其他</b>							
收入		194.8	400.5	220.3	198.3	188.3	178.9
	YOY		105.6%	-45.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
成本		160.3	360.1	192.8	176.5	167.6	161.0
毛利		34.5	40.4	27.5	21.8	20.7	17.9
毛利率(%)		17.7%	10.1%	12.5%	11.0%	11.0%	10.0%
<b>合计</b>							
收入		2653.0	3154.2	2601.3	3256.0	4080.5	4809.6
	YOY		18.9%	-17.5%	25.2%	25.3%	17.9%
成本		2349.7	2839.6	2268.3	2800.7	3462.5	4008.8
毛利		303.3	314.6	333.0	455.2	618.0	800.8
毛利率(%)		11.4%	10.0%	12.8%	14.0%	15.1%	16.7%

资料来源：申万宏源研究

## 6.2 盈利预测与投资评级

**盈利预测：**我们预计公司 16-20 年分别实现营业收入 26.0/ 32.6/ 40.8/ 48.1/ 53.2 亿元，实现归属母公司净利润 0.37/ 0.84/ 1.58/ 2.66/ 3.56 亿元，同比增长 73%/ 124%/ 89%/ 69%/ 34%，对应 16-20 年 EPS 分别为 0.08/ 0.17/ 0.33/ 0.56/ 0.74 元。考虑本次增发(发行不超过 8300 万股)，摊薄后 16-20 年 EPS 为 0.07/ 0.15/ 0.28/ 0.47/ 0.63 元。

(由于目前物联网业务处在培育阶段，且公司尚未完全控股北京算云，我们在预测时暂未考虑其家庭私有云的业绩并表)

我们认为应该从以下两个方面来考虑公司的估值和股价,其中相对估值 PE 作为参考,本篇报告将主要依据绝对估值结果给出投资建议:

1) 相对估值 18 年趋于合理。从相对估值角度,由于 16 年上半年受全球电视市场增速明显放缓和行业竞争的影响,公司传统主营业务销售收入和毛利率下降导致公司业绩仍处在低谷,估值高于行业平均。但随着公司在物联网领域的扩张,以及传统主业的回暖,预计 17、18 年净利润增速将分别高达 124%、89%。根据我们的盈利预测,不考虑后续的外延扩张,公司 16-20 年考虑本次增发摊薄后的 PE 分别为 296/ 132/ 70/ 42/ 31 倍,公司 18 年的 PE 低于物联网行业平均水平。我们认为公司目前能够支撑一定的估值溢价: 1) 公司作为家庭私有云领域的先发者,有望在此百亿市场中占据主导地位,其构建的智能家居平台价值要高于一般的硬件销售; 2) 公司坚定转型物联网领域,后续尚有外延预期; 3) 公司未来数年业绩将持续高增长, 16-20 年净利润 GAGR 为 75%。

表 9: 可比公司估值情况

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS			PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
002402	和而泰	83.38	10.04	0.14	0.19	0.27	74	52	37
002474	榕基软件	81.76	13.14	0.04	0.09	0.12	338	149	114
002813	路畅科技	57.55	47.96	0.42	0.56	0.73	114	85	65
300465	高伟达	66.50	14.68	0.14	0.22	0.30	102	67	48
600460	士兰微	77.95	6.25	0.04	0.04	0.05	171	151	121
物联网行业平均							160	101	77
300128	锦富技术	94.31	19.67	0.07	0.15	0.28	296	132	70

资料来源: Wind、申万宏源研究(可比公司 EPS 均选取 Wind 一致预期,锦富技术 EPS 为考虑本次增发摊薄后 EPS,市值与股价数据更新至 2017/2/23)

我们也计算了假设北京算云并表后的估值,供投资者参考。根据本文 3.3 节的测算,家庭私有云市场规模 2020 年有望突破 100 亿元。假设公司行使对北京算云的优先控股权,预计家庭私有云业务 2020 年将贡献 2.58 亿净利润(具体测算见表 5)。加上其他业务 3.56 亿元净利润,公司 2020 年整体净利润 6.14 亿元,对应 PE 18 倍,具备投资吸引力。

2) 现金流贴现法更适用于公司估值。公司未来进入市场巨大的物联网行业,且占据家用私有云细分市场的领先地位,“端+云”生态将持续贡献利润,来自硬件销售和增值服务费用的现金流稳定。考虑北京算云的并表预期,在 FCFF 绝对估值下,公司价值为 26.24 元。

#### WACC 计算及参数选择:

$$WACC = (E/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1 - Tc)$$

$$\text{股权成本 } Re = \text{无风险利率} + \beta \times (\text{市场收益} - \text{无风险利率})$$

$$= 3.29\% + 1.28 \times (8.29\% - 3.29\%) = 9.69\%$$

无风险利率=3.29%(十年期国债);  $\beta = 1.28$ (物联网行业中值水平); 市场收益=8.29%  
(基于申万策略 5%的市场溢价); 资产负债率=30%; 有效税率=18%; 债务成本=6.41%

$$WACC=(E/V) \times Re+(D/V) \times Rd \times (1-Tc)=8.36\%$$

**现金流假设:** 1) 未来 3 年增长如公司收入预测。2) 3-8 年假设增速为 18%，此处考虑了家庭私有云业务并表带来的现金流贡献。因为家庭私有云市场和公司的“端+云”生态需要 3-5 年的培育和成长过程，在此期间公司业绩将保持高速增长，此外新型墨水屏、智能显示终端等业务也逐渐开拓市场，带来增量的现金流。综合考虑，未来 3-8 年年化增速取 18%。3) 8 年以后，假设公司在物联网领域地位稳固，在家庭私有云市场占有率保持在较高水平，假设公司硬件产品及增值服务收费的上涨幅度与 CPI 同步（根据申万关键假设表，我国 CPI 增速在 2%左右），考虑到公司将持续受益于整个物联网行业的增长红利，我们认为可以给予 3%的永续增长。

图 31: FCFF 绝对估值结果

FCFF 估值关键假设			FCFF 估值结果		
估值阶段	年份	增长率	百万元, 元, 百万股	价值	比例
显性	3	—	显性半显性价值	3,595	29%
半显性	5	18%	终值	8,958	71%
永续	After 8年	3.0%	核心企业价值	12,554	100%
WACC	8.36%		加: 非核心长期投资	38	
			货币资金	367	
			交易性金融工具净值	0	
			企业总价值	12,959	
			减: 付息债务	312	
			少数股东权益价值	69	1%
			少数股东PB	1.00	
			少数股东权益	69	
			股权价值	12,579	
			总股本数	479	
			<b>每股价值</b>	<b>26.24</b>	

资料来源: 申万宏源研究

图 32: FCFF 估值的敏感性分析

敏感性分析										
每股价值		永续增长率								
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	6.9%	27.19	29.04	31.27	34.01	37.46	41.94	47.98	56.59	69.82
	7.4%	24.77	26.28	28.07	30.23	32.88	36.22	40.55	46.40	54.73
	7.9%	22.70	23.94	25.40	27.13	29.22	31.79	35.02	39.22	44.88
	8.4%	20.89	21.94	23.14	24.56	26.24	28.26	30.74	33.87	37.94
	8.9%	19.32	20.20	21.21	22.38	23.75	25.37	27.33	29.74	32.77
	9.4%	17.92	18.68	19.53	20.51	21.64	22.97	24.54	26.44	28.77
	9.9%	16.69	17.33	18.06	18.89	19.84	20.93	22.22	23.74	25.58

敏感性分析二										
每股价值		第二阶段增长率								
		16.0%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%	20.0%
第二阶段 持续年数	2	17.85	18.02	18.20	18.38	18.55	18.73	18.91	19.09	19.28
	3	19.79	20.06	20.34	20.62	20.90	21.18	21.47	21.76	22.05
	4	21.87	22.26	22.65	23.05	23.45	23.86	24.28	24.70	25.13
	5	24.10	24.62	25.15	25.69	26.24	26.80	27.37	27.95	28.54
	6	26.48	27.15	27.84	28.55	29.27	30.00	30.76	31.53	32.31
	7	29.03	29.88	30.75	31.65	32.56	33.51	34.48	35.47	36.49
	8	31.76	32.81	33.89	35.01	36.16	37.34	38.56	39.82	41.12

资料来源：申万宏源研究

首次覆盖给予“买入”评级。公司积极转型切入万亿级别物联网市场，我们看好其“端+云”生态的平台价值与成长性，未来几年新业务板块将有望大幅提升营收和整体毛利率水平。另外公司传统业务受益于行业景气度上行，通过垂直整合进入高成长的曲面屏及智能电视市场，并与新业务产生协同，盈利能力有望得到改善。在FCFF估值模型下，公司有26.24元/股的绝对价值，有30%以上的增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	2,653	3,154	2,601	3,256	4,081	4,810	5,324
二、营业总成本	2,561	3,398	2,826	3,139	3,879	4,490	4,925
其中：营业成本	2,350	2,840	2,268	2,801	3,463	4,009	4,418
营业税金及附加	4	5	5	5	7	8	9
销售费用	51	59	57	88	110	135	149
管理费用	133	175	182	228	277	313	319
财务费用	5	6	9	10	12	14	15
资产减值损失	18	313	305	7	10	12	15
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	-1	2	9	28	60
三、营业利润	93	-244	-226	119	210	347	458
加：营业外收入	12	296	290	10	12	15	17
减：营业外支出	3	9	3	4	5	5	6
四、利润总额	102	43	61	125	217	357	469
减：所得税	21	9	12	23	38	56	70
五、净利润	81	34	49	102	180	301	400
少数股东损益	10	13	12	18	22	35	44
归属于母公司所有者的净利润	71	22	37	84	158	266	356



六、基本每股收益	0.18	0.04	0.08	0.17	0.33	0.56	0.74
考虑本次增发摊薄后 EPS	0.13	0.04	0.07	0.15	0.28	0.47	0.63

资料来源：申万宏源研究

### 6.3 风险提示

智能家居产品/ 数据中心建设/ 新型墨水屏产品研发进度不及预期; 显示行业景气度回落; 定增方案过会风险; 迈致科技商誉减值等。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。