

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2017年08月25日

市场数据

目前股价	10.39
总市值（亿元）	253.30
流通市值（亿元）	105.80
总股本（万股）	243,789
流通股本（万股）	101,831
12个月最高/最低	17.50/10.39

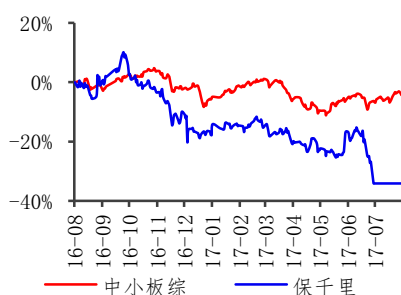
分析师

甄峰 075583516231

Email: zhenfeng@cgws.com

执业证书编号: S1070516100001

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

## ADAS 系统下游需求持续旺盛，“VR 手机、大宝机器人”市场有望快速打开

——保千里（600074）公司动态点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	5636	7046	8455
(+/-%)	37.0%	25.0%	20.0%
净利润	910	1127	1338
(+/-%)	13.8%	23.8%	18.7%
摊薄 EPS	0.37	0.46	0.55
PE	27.83	22.48	18.93

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**1) 公司发布《2017年半年报》：2017年上半年实现营业收入 22.74 亿，同比增长 60.85%，归属于上市公司股东的净利润 3.68 亿，同比增长 9.53%。2) 公司第二代 VR 手机发布会于 8 月 23 日召开，正式发布了打令 VR 手机新品 V10S、V11S，VR 手机搭载全球最小一体化 VR 模组。3) 8 月 12 日公司公告“关于公司及相关当事人收到证监会《行政处罚决定书》”的事项，相关当事人被处罚共计 235 万元，保千里被立案调查一案已完结。
- **保千里合规风险充分释放，估值有望上修。**根据《公告》，保千里本次违法违规的事实不属于触及《上海证券交易所股票上市规则》13.2.1 条规定的重大违法违规情形，本次因立案调查引起的公司股票可能被上交所实施退市风险警示并暂停上市的风险已解除。保千里历史业绩持续高速增长，但公司自 2016 年 12 月 29 日披露的《关于收到证监会调查通知书的公告》以来，市场出于对退市风险警示、或财务状况质量担忧，其估值一直低于人工智能可比公司的水平。随着本次《行政处罚决定书》落地，保千里的退市警示风险、及财务质量风险得到充分释放，公司估值洼地有望逐步修复。
- **国内首家品牌汽车整车厂汽车夜视主动安全系统供应商，品牌溢价显著。**2016 年全年公司汽车夜视主动安全系统销售收入高达 10 亿。公司作为国内第一家品牌汽车整车厂汽车夜视主动安全系统的一级供应商，在国内汽车智能驾驶领域具有领先地位，品牌溢价显著。在汽车前装市场，目前有众泰、宝沃等 6 家汽车厂开启了合作，后续还将加大速度。目前，宝沃 BX7、BX5 旗舰版及众泰 T600 运动版均已实现批量出货。在汽车后装市场，公司后装通过“4s 店、汽车店、汽车洗美装店”等合作，持续铺开市场。公司与多个大型汽车经销商签署合作协议，如庞大集团、远通集团、三马汽车等，建立全国各省份渠道。目前保千里后装市场销售网点 2500

多家，以 4S 店为主。根据行业统计，全国有 26000 家 4S 店，几十万家汽车洗美装饰店，公司后装市场发展潜力巨大。随着汽车交通安全问题关注度增加，消费者越来越追捧配备主动夜视安全系统的汽车，国内汽车庞大市场将加装夜视主动安全系统，公司高营收增速有望维持。

- **全球首款 VR 手机搭载全球最小一体化 VR 模组，市场容量巨大。** 凭借在精密光机电成像+仿生智能算法的全面积累，公司向 VR 技术领域延伸。公司在自主拥有的实时图像拼接和图像矫正的软件算法基础上，配合自主设计的全景镜头，自主研发设计了全球首款 VR 拍摄手机——打令 VR 手机。该款手机的发布标志着智能手机从 2D 平面拍摄时代向空间拍摄时代，照片从平面交互向场景化交互的颠覆性推进。打令 VR 手机并为消费者提供丰富有趣的拍摄方式以及娱乐方式，即实现全景拍摄、实时预览、一键生成、一键分享、随心编辑、随时回看等功能。保千里打令 VR 手机开创 360° 全景手机拍摄先河，并成为推动 VR 镜头技术在智能手机应用普及的领头军，为用户带来手机拍照上的冲击，提高公司在智能手机行业的差异化竞争优势。打令 VR 手机销售渠道主要如下：公司打令商城、各省市线下分销商、线上第三方渠道、行业渠道等，终端售价 4999 元。VR 行业发展迅速，目前经历了爆发元年。智能手机发展到今天却进入了一个瓶颈期，而两者结合可以打破这种同质化趋势。中国平面拍摄的智能机存量为 13.2 亿部，2016 年智能手机出货量达 4.65 亿部。随着更具实用和有趣的场景式交互拍摄（全景拍摄）方式兴起，公司打令 VR 手机具备广阔市场前景和规模。
- **国内人力成本提升，智能机器人前景较为广阔。** 公司持续研发创新，深入研究机器视觉和人工智能领域，确立图像处理、智能交互、大数据分析、深度学习四大研究方向，完善软件开发平台，攻克多项关键技术难题，取得了阶段性成果，推动机器视觉和人工智能在公司的产业化应用。公司智能机器人主要有：打令小宝机器人、魔镜机器人、神灯机器人及大宝机器人。2016 年，“打令宝系列机器人”通过行业渠道客户已经覆盖了除台湾、西藏外的中国各省份，合作品牌达三百多个，覆盖五千多家门店。公司小宝机器人定位于中高端家庭用户，深受中高端家庭欢迎。公司的商用服务机器人—大宝机器人实现人工智能技术“看到、想到、做到”的完整链条，具有视像捕捉、语音识别、机动性能、自主充电以外，还能进行 100kg 负重搬运，兼顾多种搬运模式；通过多种传感器融合的自主室内导航，全方位自主避障；开创的多关节智能仿生手臂，实现多种手部灵活动作；同时并行多种操作系统，具有强大的计算能力和运行速度。大宝机器人集办公、娱乐、载重及服务等功能于一体，通过强大的性能满足各类企业在服务环节中重复性工作岗位要求。随着国内人口红利消失及人力成本提升，近年来，国内餐饮行业普遍面临着人工成本过高、重复性劳动多、盈利模式单一等问题。大宝机器人能够为传统服务业创新升级，做到技术的落地与实用性，贴合餐厅的运营模式，市场潜力巨大。
- **投资建议：** 公司作为国内领先的高端电子视像技术企业，始终专注于视频和图像的采集、分析、显示、传输、处理的完整技术链条，深耕高端视像技术多年，在“精密光机电成像+仿生智能算法”领域具备较强核心竞争优势，且持续加大研发投入，形成一定技术壁垒。“智能驾驶辅助系统”

的潜在市场空间巨大，行业成长迅速，目前公司智能驾驶辅助系统及打令 VR 手机、打令宝机器人产品市场空间已初步打开，公司业绩有望持续。公司“智能驾驶辅助系统”业务持续向产业链下游延伸销售渠道下沉，与全国多个省份代理商签约，增强了对终端控制能力，第二代 VR 手机、大宝机器人有望更成为新增盈利亮点。我们测算，公司 2017-2019 年实现净利润 9.10 亿、11.27 亿、13.38 亿，2017-2019 年 EPS 为 0.37、0.46、0.55 元/股，当前股价对应 PE 为 27.8X、22.48X、18.9X，安全边际充足，维持【推荐】评级。随着本次《证监会行政处罚》落地，保千里的退市警示风险、及财务质量风险得到充分释放，公司估值有望上修。

- **风险提示：**“ADAS 系统及智能硬件+产品”市场增速不及预期风险；重大重组失败的风险。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1657	4114	5636	7046	8455	<b>成长性</b>					
营业成本	960	2437	3382	4298	5191	营业收入增长	124.0%	148.3%	37.0%	25.0%	20.0%
销售费用	80	145	224	280	336	营业成本增长	51.0%	153.9%	38.8%	27.1%	20.8%
管理费用	172	518	709	887	1064	营业利润增长	1142.0%	102.0%	44.1%	25.7%	20.0%
财务费用	28	77	71	29	16	利润总额增长	1324.6%	101.6%	39.5%	23.8%	18.7%
投资净收益	0	-45	0	0	0	净利润增长	1541.4%	114.1%	13.8%	23.8%	18.7%
营业利润	386	779	1123	1412	1693	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	46	91	91	91	91	毛利率	42.1%	40.8%	40.0%	39.0%	38.6%
利润总额	432	870	1214	1503	1784	销售净利率	22.5%	19.4%	16.1%	16.0%	15.8%
所得税	58	71	303	376	446	ROE	25.7%	18.3%	17.2%	17.6%	17.3%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	48.2%	58.3%	15.2%	21.5%	17.7%
净利润	373	799	910	1127	1338	<b>营运效率</b>					
资产负债表	( 百万 )					销售费用/营业收入	4.8%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
流动资产	1989	6308	4758	6499	7700	管理费用/营业收入	10.4%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
货币资金	803	3201	2961	2144	4674	财务费用/营业收入	1.7%	1.9%	1.3%	0.4%	0.2%
应收和预付款项	686	2114	679	2828	1388	投资收益/营业利润	0.0%	-5.7%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	496	923	1047	1456	1567	所得税/利润总额	13.5%	8.1%	25.0%	25.0%	25.0%
其他流动资产	4	71	71	71	71	应收账款周转率	3.00	2.82	16.93	3.70	10.83
非流动资产	587	2981	2849	2717	2584	存货周转率	1.93	2.64	3.23	2.95	3.31
固定资产	197	732	613	495	377	流动资产周转率	0.90	0.47	0.79	0.79	0.83
资产总计	2577	9289	7607	9216	10285	总资产周转率	0.64	0.44	0.74	0.76	0.82
流动负债	1124	3194	602	1084	815	<b>偿债能力</b>					
短期借款	410	2328	0	0	0	资产负债率	43.6%	49.4%	26.3%	26.9%	21.5%
应付和预收款项	714	867	602	1084	815	流动比率	1.77	1.93	6.97	5.58	8.60
非流动负债	0	1395	1395	1395	1395	速动比率	1.32	1.62	5.33	4.27	6.77
长期借款	0	1314	1314	1314	1314	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	1124	4590	1997	2480	2210	EPS	0.15	0.33	0.37	0.46	0.55
股东权益	1452	4699	5609	6736	8074	每股净资产	0.60	1.93	2.30	2.76	3.31
股本	2306	2438	2438	2438	2438	每股经营现金流	0.25	0.93	-0.10	-0.34	1.04
留存收益	733	1534	2445	3572	4910	每股经营现金/EPS	1.64	2.85	-0.26	-0.73	1.89
少数股东权益	0	324	324	324	324	<b>估值</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	2577	9289	7607	9216	10285	PE	67.82	31.68	27.83	22.48	18.93
现金流量表	( 百万 )					PEG	1.52	1.69	0.52	0.48	0.48
经营活动现金流	-147	-335	2089	-859	2476	PB	17.44	5.79	4.79	3.95	3.27
其中营运资本减少	-2123	2249	1042	1259	1471	EV/EBITDA	49.23	27.37	18.72	16.50	12.89
投资活动现金流	-294	-2478	68	68	68	EV/SALES	14.40	6.53	4.45	3.71	2.83
其中资本支出	-121	380	0	0	0	EV/IC	17.66	4.56	4.99	3.61	3.77
融资活动现金流	1054	5091	-2396	-26	-13	ROIC/WACC	0.48	0.58	0.14	0.21	0.17
净现金总变化	613	2280	-239	-817	2530	REP	36.66	7.81	35.97	17.53	22.67

## 研究员介绍及承诺

**甄峰：**首席中小市值研究员，2011年香港城市大学商学院管理科学博士毕业，研究方向是大型复杂商业问题的建模与优化，6年证券研究经验，覆盖过中小市值（偏TMT），环保，交通运输等行业。

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级：**强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级：**推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

吴楠：0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
杨锦明：0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com  
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
佟骥：0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

### 北京联系人

赵东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层  
邮编：518034 传真：86-755-83516207  
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编：100044 传真：86-10-88366686  
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126 传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>