

研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002  
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn

## 联合汉朔，电子价签新蓝海

## ——合力泰（002217）动态研究

## 公司简述：

合力泰是国内液晶与触控领域的优势企业，在前年借壳联合化工上市之后迅速通过资本市场杠杆实现产业链延展，在与广州奥翼在电子纸领域达成合作，迅速收购捷晖光学、收购比亚迪部品件、业际光电、平波电子等等一气呵成之后，公司近期与国内电子货架标签的龙头公司汉朔科技达成深度合作：合力泰在为汉朔代工电子货架标签的同时还成立了前海云泰有限公司负责标签的租赁式营销，并与其合资成立麦丰网络面向标签的消费者 2C 服务。简言之，超长的产业链布局带来国内最低的制造生产成本，深邃的行业经验率先实现智能制造与互联网+的联合，跨界形成新的盈利模式，合力泰是 A 股电子非常稀缺的在制造产业链布局与互联网跨界都非常成功的复合型多元化公司。

## 投资要点：

## 1. 汉朔科技：电子价签行业龙头

汉朔科技是国际领先的商业智能解决方案提供商，以自主研发的电子标签为核心，将移动互联技术、物联网技术与最新商业理念融合，为全球客户提供全方位的商业解决方案。公司核心管理层为前华为通信芯片产品线资深研发人员，对于通信协议非常熟悉，远比国内其他竞争对手更加了解无线通信协议，公司应用于电子标签的 RF 通信协议也是使用自行设计的私有协议，这也是公司在国内商超性能测试中拥有明显优势的重要原因。

汉朔的电子价格标签方案是一套包含了标签、无线网络、软件系统、增值服务的完整解决方案，是基于 SKU（商超的产品库存单品统一编号）级别的商超货物价格与库存管理体系。系统硬件主要由电子纸标签、手持扫码设备、专用 RF 基站&无线路由器、后台服务器四部分组成。电子纸标签是系统的硬件核心，依托于电子纸显示技术，主要分成段码式和点阵式两种，可以显示价格、库存、促销信息、二维码等多维商超销售信息。

## 2. 电子纸是最适合于货架标签应用的显示技术

与传统纸质、液晶等媒介不同，电子纸是最适合于货架标签应用的显示技术：传统纸质标签虽然价格低廉，但是由于信息不可更改，显示内容格式固定，在现今线上线下一体化大潮下商品价格需要频繁变更的现实面前总是为商超带来较大的更替成本（包括更替时间成本和人力成本）。而液晶面板虽然有比较丰富的显示色彩，但是不适用于长期显示静态画面，功耗也非常高，成本也较之贵很多，所以作为普通货架标签并不合适。

电子纸技术的最大优势是功耗低，只有在刷新时需要驱动，图案驻留几乎不需要耗电，电流都是微安级别的，两个纽扣电池可以使用 5 年。由于商超货架配置的低成本要求与货物变更的频繁度，要做到电源到架是非常困难的，因此低功耗和易替性几乎是货架标签的必然要求。单品成本低是电子纸的另一优势，考虑到功耗、易替性与抗摔

性，电子纸的单品成本是液晶面板无法比拟的。此外，点阵式电子纸可以以像素的模式显示任意形状的图形，作为显示条码或二维码等商家和消费者手机互动的媒介非常适宜。

图1 电子纸价签结构简单、易用，仅用一两个纽扣电池即可驱动



资料来源：网络，国海证券研究所

电子纸技术的优势赋予了电子价签广泛的可扩展应用面，通过 wifi、蓝牙、NFC 等移动支付技术和二维码等功能能够完成与智能手机、移动终端、互联网络设备的连接；2.4G 的通用频率，可构筑与其他设备的双向通信平台。低成本电子纸使电子价签能够以相对低廉的成本完成超市数量众多的价签改造---我国零售商超门店的 SKU 总数量级达到数十亿，只有使用电子纸才能使改造成本低于绝大多数商超的预算容限。

### 3. 电子价签是传统零售行业转型的重要依托

近年来，随着淘宝、京东、一号店等互联网电商的快速成长，传统零售行业商超受到非常大的冲击。线上购物的低价、透明、跨越地域限制等便利消费者的属性都直逼传统商超软肋，虽然众多传统零售商期望能够完成从线下向线上的转型，但是由于缺乏对互联网的理解，而且线下盘子大，转型面临各种各样的阻力，即使开拓线上战场，也在模式解读、消费行为大数据分析方面与互联网电商存在相当差距。不过这亦并非传统零售商会被网络电商全面取代的信号：首先线上购物永远无法达到或取代实体店体验，诸如生鲜类的产品不适宜在线上销售，生活区周边最后一公里的便利性购物也是实体商超更胜一筹。

图2 电子纸价格标签在生鲜类产品中的应用



资料来源：华润万家超市拍摄，国海证券研究所

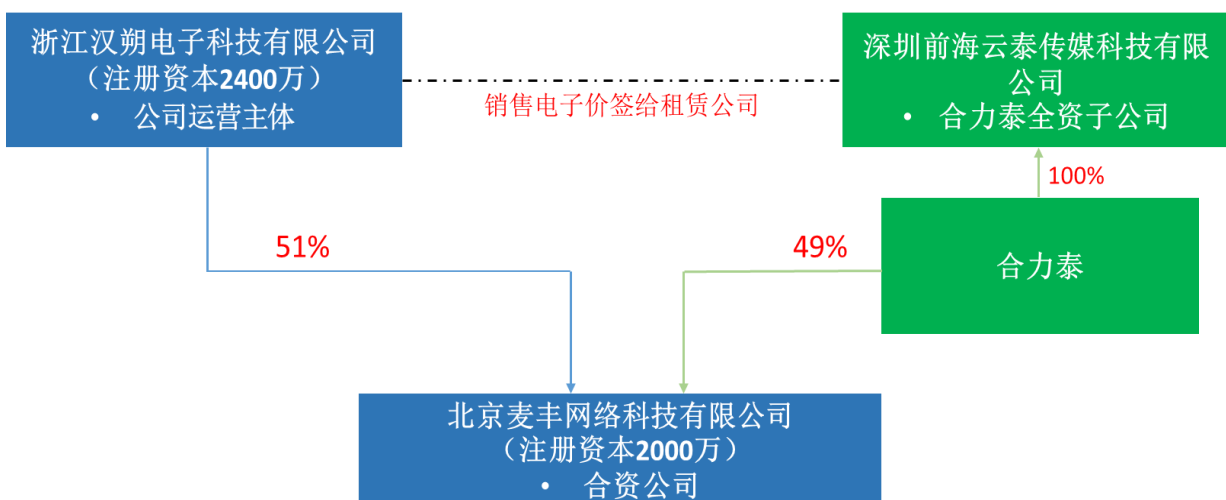
从本质上来说，线上线下所面对的是消费者不同的购物选择，但是对消费者而言，其实对于消费体验的追求是一致的：他们既希望能够获得实体店一样的购物体验，又希望能够取得类似于网络的比价信息，如果同时能够获得离自己最近距离的门店（或渠道）与价格信息那就更佳好上加好。换言之，中国消费者想获得线上线下完整而便利的购物体验，互联网电商这几年虽然在不断的侵蚀实体商超，但是实体商超向线上靠拢的技术成本亦在不断下降。我们认为消费者真正在意的并非购物途径的选择（线上还是线下），而是商家所能提供的最佳资源整合式服务体验。因此，未来线上和线下的争夺的焦点其实在于资源整合，而非途径之争。

在这一前提下，未来线下商超转型全渠道商其实亦有相当多的潜在性机会，线下商超如能顺利完成从渠道到大数据系统的改造的话，未来在部分销售场景的应用方面未必会落于下风，因此如何为线下商超打通任督二脉，完成线下既存数据的系统收集与线上转换（软件）的媒介则极为重要。电子价签，作为商超中 SKU 级别的电子设备，与每个商品息息相关，通过它能够轻松实现线下支付转线上（移动支付）、购物导航&&消费者行为信息收集、针对客户需求的精准营销、线上比价、直接下单等功能，是商超实现系统转换的极佳系统硬件依托。

#### 4. 汉朔&合力泰：强强联合，紧密合作

从目前已经发布的上市公司公告情况来看，合力泰与汉朔的合作关系如下图：

图3 合力泰与汉朔的合作关系



资料来源：公司公告，国海证券研究所

合力泰在六月底成立了子公司前海云泰传媒科技有限公司，并且与汉朔共同成立了麦丰网络科技有限公司，合力泰占 49% 股权，这两家公司将成为合力泰与汉朔科技未来推广电子货架标签的运营主体。目前来看，公司在推广电子价签的硬件销售方面会采取销售与租赁相结合的多样化模式，并在该系统上为客户提供移动支付、广告推送等增值服务，最大可能的降低客户的改造成本，以达到快速提高市场保有量的目标。在电子价签的保有量达到一定规模后，公司将以电子价签为依托，为商超客户提供数据分析和增值服务，并且与后台智能系统实现用户数据联动。合力泰所负责的前海云泰将主要负责前端的电子价签租赁（合力泰为租赁模式提供资金支持与市场开拓支持），而合资公司麦丰网络则负责为客户提供应用数据分析和增值服务。易见，合力泰目前已经与汉朔的业务体系实现深度捆绑，贯穿电子价签的生产制造、销售租赁、数据分析与服务等全部环节，未来随着汉朔电子价签的逐步推广扩大，合力泰将有望分享这份数十亿级的应用市场蛋糕。汉朔的自主知识产权、远超国内竞争对手的性能表现、合力泰制造的低成本优势、领先于竞争对手的应用卡位与数据开发模式... 以上种种都是保障电子价签能够取得进阶突破的优势所在。

目前汉朔正处于不断累积客户资源的快速增长期，国内许多知名商超或物流储运企业都和公司有合作关系。汉朔在与国内竞争对手的招标性能 PK 中也居于相对领先的位置，因此我们对于汉朔在电子货架标签领域取得阶段性

开拓进展是比较有把握的。电子架签能够以相对较低的成本实现“线下体验，线上交易”的渠道链接，卡位很准，并且易用、实用，在生鲜、时蔬等价格经常变动的产品上确实能够为商家节省大量人力物力成本，具备较强的实用价值。由于电子纸供应商的稀缺（全球只有元太和奥翼两家供应商）、射频产品技术的门槛，这个产品要做到高性能低成本具有较大的技术研发与生产制造门槛，而是否能做到“高性低价”又严重影响产品在市场上的推广和展开。这两个维度均与合力泰的模组制造技术以及生产成本息息相关，合力泰的产业链长度以及在电子纸模组方面的独家布局在国内优势极大，因此合力泰已经成为实际意义上对汉朔影响最大的合作公司。

## 5. 给予合力泰增持评级

我们预计公司 15-16 年的 EPS 分别为 0.19、0.26 元，公司停牌前股价对应今年与明年 EPS 的估值分别为 69.54 倍和 51.11 倍。公司 8 月 4 号公告正在筹划非公开发行股票及出售资产事宜停牌至今，公司自 2014 年借壳联合化工上市后，迅速通过资本市场实现平台化发展，一步一个脚印，步步兑现预期，公司超强的执行力有目共睹，给予公司增持评级。

### 风险提示：

1. 触控市场竞争恶化，单品价格大幅降低。
2. 公司供应链整合进度低于预期。
3. 汉朔电子货架标签市场开拓以及应用开发接受度不及预期。

预测指标	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	3053.44	3972.22	5124.16	6661.92
增长率(%)	155.95%	30.09%	29.00%	30.01%
净利润（百万元）	147.22	209.06	284.42	381.56
增长率(%)	332.17%	42.00%	36.05%	34.15%
摊薄每股收益（元）	0.137	0.194	0.264	0.354
ROE(%)	8.09%	10.30%	12.29%	14.16%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1. 盈利预测

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	8.09%	10.30%	12.29%	14.16%	EPS	0.137	0.194	0.264	0.354
销售毛利率	15.65%	15.61%	14.71%	15.41%	P/E	98.74	69.54	51.11	38.10
销售净利率	4.82%	5.26%	5.55%	5.73%	P/B	7.99	7.16	6.28	5.39
<b>成长能力</b>					P/S	4.76	3.66	2.84	2.18
收入增长率	155.95%	30.09%	29.00%	30.01%					
利润增长率	316.80%	42.00%	36.05%	34.15%					
<b>营运能力</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
总资产周转率	0.99	1.36	1.44	1.63	货币资金	97.84	39.72	727.80	1281.97
应收账款周转率	4.28	5.09	6.59	7.31	应收和预付款项	902.32	1199.99	1202.92	1346.84
存货周转率	6.78	22.33	33.38	43.71	存货	379.75	150.12	130.91	128.91
<b>偿债能力</b>					其他流动资产	25.71	25.71	25.71	25.71
资产负债率	40.97%	30.32%	35.11%	34.09%	长期股权投资	0.00	0.00	180.02	181.01
流动比	1.16	1.71	1.75	2.08	投资性房地产	6.72	5.96	11.20	15.81
速动比	0.83	1.50	1.61	1.96	固定资产和在建工程	1380.77	1223.54	1045.24	876.87
					无形资产和开发支出	248.69	242.63	234.80	224.89
					其他非流动资产	41.85	24.44	7.04	7.04
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3083.65</b>	<b>2912.12</b>	<b>3565.63</b>	<b>4089.06</b>
营业收入	3053.44	3972.22	5124.16	6661.92	短期借款	465.39	92.52	90.01	91.00
营业成本	2575.53	3352.15	4370.40	5635.32	应付和预收款项	702.65	695.90	1065.91	1207.90
营业税金及附加	12.37	11.92	23.06	15.99	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	50.10	66.34	94.28	110.59	其他负债	95.38	94.40	96.01	94.89
管理费用	195.00	248.66	332.56	427.03	<b>负债合计</b>	<b>1263.41</b>	<b>882.83</b>	<b>1251.93</b>	<b>1393.79</b>
财务费用	40.44	26.77	14.83	4.82	股本	1078.43	1078.43	1078.43	1078.43
资产减值损失	31.74	31.99	39.02	22.13	资本公积	411.33	411.33	411.33	411.33
投资收益	0.76	0.00	90.01	0.00	留存收益	330.47	539.53	823.95	1205.51
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1820.23</b>	<b>2029.29</b>	<b>2313.71</b>	<b>2695.27</b>
其他经营损益	0.00	3.38	2.02	3.27	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>149.00</b>	<b>237.77</b>	<b>342.04</b>	<b>449.32</b>	股东权益合计	1820.23	2029.29	2313.71	2695.27
其他非经营损益	39.47	40.97	7.18	59.43	<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3083.65</b>	<b>2912.12</b>	<b>3565.64</b>	<b>4089.06</b>
<b>利润总额</b>	<b>188.47</b>	<b>278.74</b>	<b>349.22</b>	<b>508.75</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
所得税	41.25	69.69	64.80	127.19	经营性现金净流量	-159.98	397.75	866.93	592.82
<b>净利润</b>	<b>147.22</b>	<b>209.06</b>	<b>284.42</b>	<b>381.56</b>	投资性现金净流量	-124.41	-68.67	-94.13	-55.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	349.24	-387.20	-84.73	16.60
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>147.22</b>	<b>209.06</b>	<b>284.42</b>	<b>381.56</b>	<b>现金流量净额</b>	<b>64.73</b>	<b>-58.12</b>	<b>688.07</b>	<b>554.18</b>

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

王凌涛，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。