

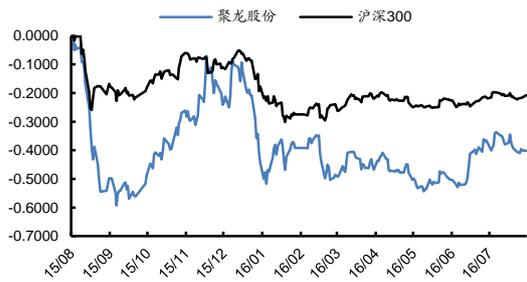
研究所

证券分析师: 孔令峰 S0350512090003
konglf@ghzq.com.cn
010-68366838
联系人: 朱芸 S0350115020010
zhuy03@ghzq.com.cn
010-88576686-801
联系人: 刘浩 S0350116040007
liuh02@ghzq.com.cn

聚龙智瞳+培高连锁, 不断前进中的聚龙

——聚龙股份 (300202) 跟踪报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
聚龙股份	-4.6	14.1	-38.0
沪深 300	1.3	3.3	-17.2

市场数据	2016/08/09
当前价格 (元)	24.18
52 周价格区间 (元)	16.03 - 41.46
总市值 (百万)	13287.01
流通市值 (百万)	10367.51
总股本 (万股)	54950.40
流通股 (万股)	42876.38
日均成交额 (百万)	250.67
近一月换手 (%)	37.77

相关报告

- 《聚龙股份 (300202) 事件点评: 新业务+新产品助“聚龙”腾飞》——2016-07-07
- 《聚龙股份 (300202) 点评报告: 基本面重大改变, 供应链优化项目两年预计流水三百亿 (买入)*计算机行业*孔令峰、田庚》——2016-03-01
- 《聚龙股份 (300202) 研究报告: 清分机市场龙头试水转型 (买入)*计算机行业*孔令峰、田庚》——2015-12-23

投资要点:

- **聚龙智瞳软件成像技术领先, 将在消费电子领域开拓市场。**ISP 智能图像算法对图像质量的改善空间可达 10%-15%。聚龙智瞳在 ISP 图像算法处理技术领域处于领先地位, 对比同类已面世手机测试效果竞争优势显著, 消费电子领域开拓市场将为公司打开新的成长空间。
- **培高连锁推行实际进展超过计划, 年底快消品旺季将印证成果。**聚龙股份在培高连锁合作模式下的利润来源于 4 个点: 设备收益、流水分成、股权收益、以数据为基础的增值服务收益。设备收益在今年可体现为公司收入, 按照公司计划目标的 10 万台智能终端设备销售有 3 亿元的收入, 28% 净利率估算将创造 8400 万净利润。流水分成、股权收益在培高连锁运营中分享, 具备持续性。
- **国有大行订单不断, 清分机等银行智能硬件销售将在下半年放量。**公司在交通银行清分机选型采购项目中标、入选中国建设银行采购供应商, 印证公司主营业务下半年复苏的逻辑。主营业务业绩望回归 2014 年高点水平 (3.7 亿归母净利润)。
- **盈利预测和投资评级: 维持买入评级。**预计 2016-2018 年净利润为 4.54 亿, 5.63 亿, 6.83 亿, EPS 为 0.83 元、1.02 元、1.24 元。
- **风险提示:** 金融机具产品市场竞争加剧风险, 相关项目进展不及预期

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	887	1759	2219	2801
增长率 (%)	-22%	98%	26%	26%
净利润 (百万元)	260	454	563	683
增长率 (%)	-30%	75%	24%	21%
摊薄每股收益 (元)	0.47	0.83	1.02	1.24
ROE (%)	16.34%	22.22%	21.63%	20.78%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

1、聚龙智瞳领先技术应用至消费电子领域

1.1、聚龙智瞳设立

聚龙全资子公司聚龙融创、湖南源信光电科技有限公司及北京润犀科技中心(有限合伙)拟共同出资 1 亿元设立聚龙智瞳科技有限公司,从事手机、平板、电脑、穿戴设备、机器人等配套产品研发、制造、销售以及提供相关的技术咨询和服务。其中聚龙融创出资 5,100 万元占合资公司 51%的股权,湖南源信出资 2,500 万元占合资公司 25%的股权,北京润犀出资 2,400 万元占合资公司 24%的股权。

表 1: 聚龙智瞳各方持股情况

股东名称	出资方式	出资金额(万元)	持股比例
聚龙融创科技有限公司	现金	5,100	51%
湖南源信光电科技有限公司	现金	2,500	25%
北京润犀科技中心(有限合伙)	现金	2,400	24%
合计		10,000	100%

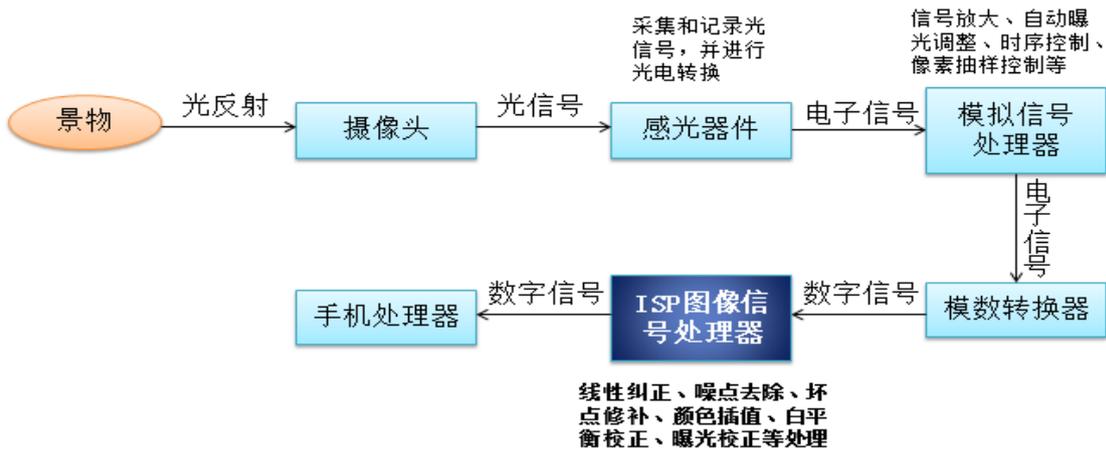
资料来源:公司公告,国海证券研究所

湖南源信光电科技有限公司是领先的“计算摄影和计算机视觉”解决方案提供商。在新一代高清全景视频实时变换、超高分辨率图像实时处理、ISP 智能图像算法设计、海量图像分布式存储、视频智能分析等前沿技术领域掌握有众多核心专利。

1.2、ISP 智能图像算法

ISP 智能图像算法设计在手机拍照成像技术过程中起重要作用。手机拍照的技术过程为:按动快门后,光线从镜头进入,到达传感器,传感器负责采集、记录光线,并把它转换成电流信号,经过模拟信号处理器处理后,被模数转换器转换为数字信号,然后交由 ISP 图形信号处理器进行处理,最后由手机处理器处理储存。如图 1。

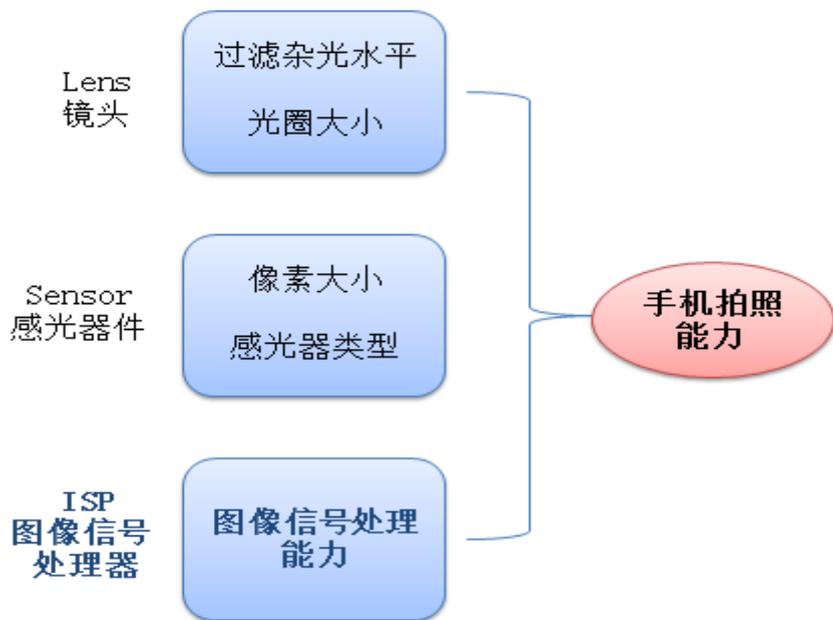
图 1: 手机拍照成像技术示意图



资料来源：国海证券研究所

一款手机拍照能力由镜头 Lens、感光器件 Sensor 和图形信号处理器 ISP 共同决定。镜头和感光器件作为硬件处理，在提升拍照能力的演进中已存在一些瓶颈阻碍；而 ISP 作为软件处理部分，算法技术仍能大幅提升拍照能力。聚龙智瞳的优势正在于此，在 ISP 处理技术领域处于领先地位。目前在手机等电子产品拍照功能应用已形成了完整的技术解决方案，对比同类已面世手机测试效果竞争优势显著。聚龙智瞳的技术可以将低照度(夜拍)下探一个数量级，在清晰度、颜色、信噪比三方面表现优异。

图 2：决定手机拍照能力的 3 个因素



资料来源：国海证券研究所

表 2：手机拍照中各器件的属性及功能

器件	属性	功能
----	----	----

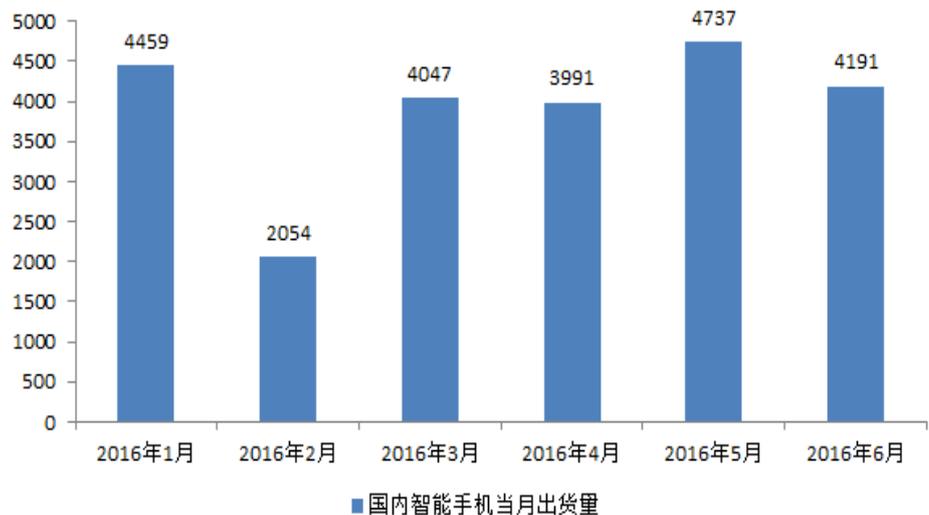
镜头	过滤杂光水平	镜头通常由由几片透镜组成，镜头片数越多，过滤杂光水平越强，成像就越真实。
	光圈大小	通过改变光圈孔的大小控制进入镜头到达传感器的光线量。光圈开得越大，通过镜头到达传感器的光线就多，成像画面就越明亮。
感光器件	像素大小	“像素”指的是相机传感器上的最小感光单位。像素越多，感光性能越强。
	感光器类型	相对来说，传感器尺寸越大，感光性能越好，成像效果自然也越出色。而更大的传感器会导致手机的体积、重量、成本增加。
图像信息处理器 ISP	图像信息处理能力	对传感器输入的信号进行运算处理，通常它对图像质量的改善空间可达 10%-15%。

资料来源：国海证券研究所

1.3、消费电子领域的应用机会

2015 年，全球手机产品出货量为 12.93 亿部，国内手机出货量为 5.39 亿部，对应市场应用空间较为确定。低照、抗逆光及防抖等图像增强功能作为近几年手机迭代升级的重要功能亮点已形成全市场需求。

图 3：国内智能手机当月出货量（万台）



资料来源：wind，国海证券研究所

目前聚龙智瞳消费电子产品化进程正在跟进，尚需不低于 5-7 个月时间完成 FPGA 验证及芯片化工作，产品市场定位及成熟价格体系将在产品化进程及商务推进过程中逐步确定和完善。消费电子领域开拓市场将为公司打开新的成长空

间。

2、培高连锁推行实际进展超过计划，年底快消品旺季验证成果

2.1、培高连锁供应链模式特点—集约化、规模化

2016年2月使用自有资金1.25亿元、3500万元分别对培高连锁和培高传媒进行增资，增资完成后公司持股占两者增资后注册资本总额的26%。培高供应链通过把全国范围内个体零售商户、培高城市配送中心、知名生产企业整合并联合在一起，改变传统各环节独立经营的方式，实现规模生产、集中采购、统一配送、统一销售，将快消品传统渠道代理模式转变为平台运营模式。该模式打破快消品流通环节价格盘剥、假货、串货、缺乏精准销售等发展掣肘，使厂商产品推广更为精准，终端弱势群体获得收益。

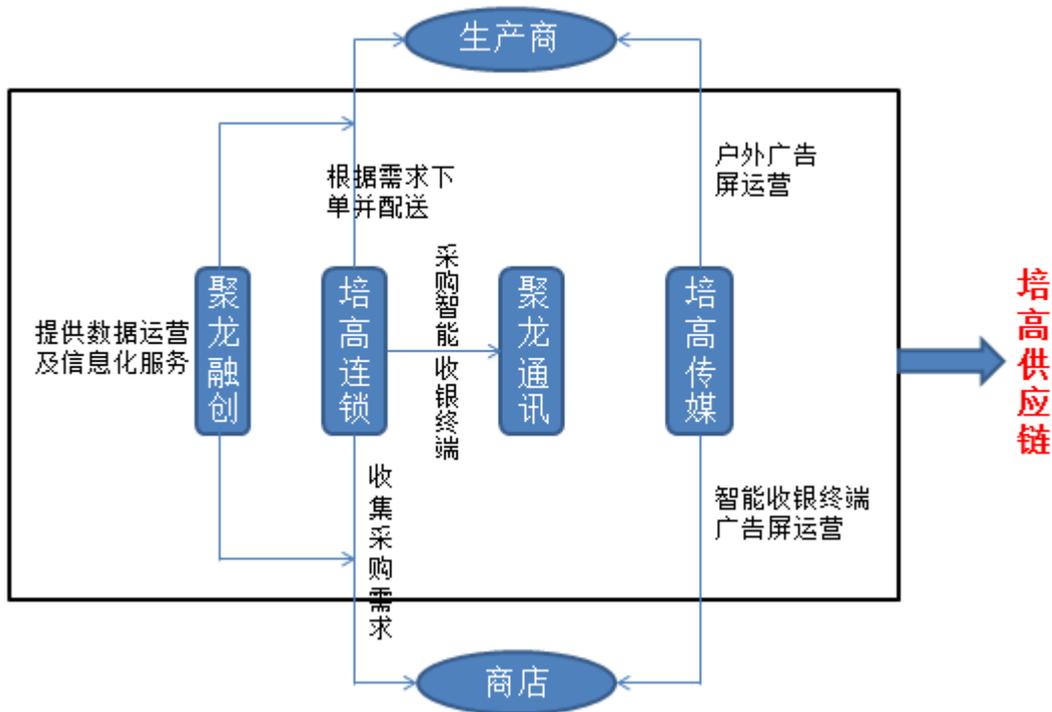
图 4：培高供应链模式与传统供应链模式对比



资料来源：国海证券研究所

该模式中免费智能收银终端作为载体为商户提供商品订货、收、发、存系统管理及智能化收银工具，同时兼具广告运营功能，广告业务由培高传媒运营。聚龙融创以信息化系统管理、大数据运营服务为手段为培高连锁平台提供数据运营及信息化服务。

图 5：培高供应链系统模式



资料来源：国海证券研究所

2.2、聚龙股份在培高连锁中的利润点

聚龙股份在培高连锁合作模式下的利润来源于4个点：设备收益、流水分成、股权收益、以数据为基础的增值服务收益。设备收益在今年可体现为公司收入，按照公司计划目标的10万台智能终端设备销售有3亿元的收入，28%净利率估算将创造8400万净利润。流水分成、股权收益在培高连锁运营中分享，具备持续性。

表 3：聚龙股份在培高连锁中的盈利点及空间

盈利点	盈利空间	假设	利润性质
1、设备收益： 聚龙通讯负责智能收银终端的研发、生产，并将设备销售给培高，培高免费送给商户。	已完成近20万家终端门店的合作谈判及地推工作，今年按计划设备铺设10万家店，有3亿元的设备收入，28%净利率估算对应为 8400万 净利润。	智能终端单价约为3000元	一次性
2、流水分成： 聚龙融创负责信息化系统的开发和运营，将根据年度流水金额的一定比例收取服务费用。	10万门店，年度总流水为730亿，培高供货流水占比20%对应流水146亿，聚龙在此基础上以5%获得分成 7300万 。	每家门店2000元日均流水计，服务费用为5%流水分成	持续性
3、股权收益： 聚龙分别持有培高连锁、培高传媒26%股权，享受上述股权带来的股份分红。	聚龙连锁收益：146亿流水，培高连锁利润2.92亿，聚龙占比26%股权对应 7600万 。 聚龙传媒收益：培高传媒通过智能收银终端广告屏运营产生媒体广告收益，同时培高传媒自	培高连锁利润率为流水的2%	持续性

	身拥有超过 2000 块大屏幕进行户外广告运营。		
4、以数据为基础的增值服务收益	目前培高已地推约 20 万家终端门店，覆盖约 1 亿人群。对上述渠道客户的覆盖以及提供全方位信息化服务所掌控的运营及交易数据将带来巨大的增值价值，未来将可能拓展多种供应链金融服务业务等，空间很大。		待开发

资料来源：国海证券研究所（注：盈利空间测算按照公司今年覆盖 10 万家门店为假设前提）

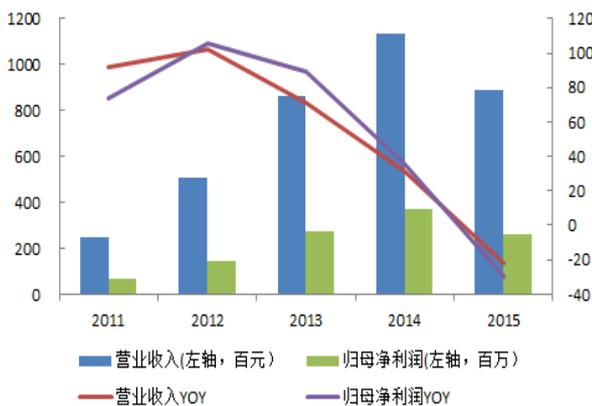
2.3、培高连锁当前推进工作超过计划

培高连锁在山东省重点推进，原计划地推 3 万家，当前实际已达近 4 万家，超出预期。终端设备将在今年 4 季度前铺设至门店，年底快消品旺季将验证培高连锁的成果。

3、银行智能硬件销售将在下半年放量

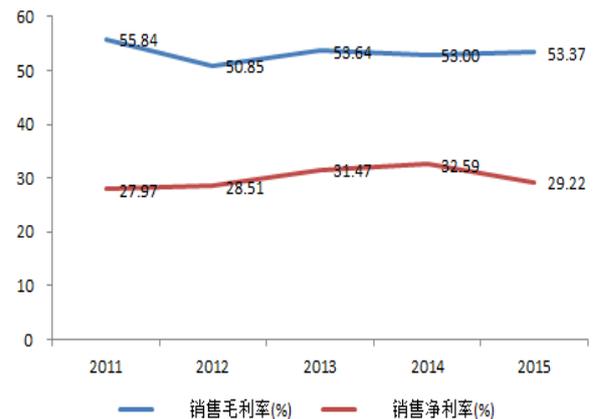
今年下半年，国有大行陆续开始智能硬件设备的招标工作。公司在交通银行清分机选型采购项目中标、入选中国建设银行采购供应商，印证公司主营业务下半年复苏的逻辑。新版人民币发行及金融反腐造成公司 2015 年业绩（2.6 亿归母净利润）回落，2016 年压制业绩因素消除，主营业务业绩预计将回归 2014 年高点水平（3.7 亿归母净利润）。

图 6：公司历年营收及归母净利润



资料来源：wind,国海证券研究所

图 7：公司历年毛利率和净利率



资料来源：wind,国海证券研究所

4、盈利预测与评级

维持买入评级。2016 年主营清分机业务将恢复性增长，供应链整合业务带来新的利润。保守估计 2016 年净利润可达 4.54 亿。公司是计算机行业中少有的兼具良好现金流、合理估值和高弹性的个股，预计 2016-2018 年 EPS 为 0.83 元、1.02 元、1.24 元。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	887	1759	2219	2801
增长率(%)	-22%	98%	26%	26%
净利润（百万元）	260	454	563	683
增长率(%)	-30%	75%	24%	21%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.83	1.02	1.24
ROE(%)	16.34%	22.22%	21.63%	20.78%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 传统金融机具市场竞争加剧风险。
- 2) 相关项目进展不及预期。

表 1: 聚龙股份盈利预测表

证券代码:	300202.SZ				股价:	24.18	投资评级:	买入		日期:	2016/08/09
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	16%	22%	22%	21%	EPS	0.47	0.83	1.02	1.24		
毛利率	53%	52%	52%	51%	BVPS	2.89	3.71	4.74	5.98		
期间费率	31%	28%	29%	28%	估值						
销售净利率	29%	26%	25%	24%	P/E	51.26	29.33	23.62	19.49		
成长能力					P/B	8.39	6.52	5.11	4.05		
收入增长率	-22%	98%	26%	26%	P/S	15.00	7.56	5.99	4.75		
利润增长率	-30%	75%	24%	21%							
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.49	0.71	0.69	0.69	营业收入	887	1759	2219	2801		
应收账款周转率	1.49	1.49	1.43	1.43	营业成本	414	844	1065	1372		
存货周转率	2.05	2.05	1.94	1.94	营业税金及附加	9	17	21	27		
偿债能力					销售费用	153	256	308	379		
资产负债率	13%	18%	19%	19%	管理费用	121	251	301	370		
流动比	6.38	4.73	4.63	4.74	财务费用	(8)	(7)	(10)	(14)		
速动比	5.48	3.77	3.70	3.80	其他费用 / (-收入)	(2)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	196	397	533	666		
现金及现金等价物	619	439	653	925	营业外净收支	94	110	97	98		
应收款项	596	1182	1553	1959	利润总额	290	507	630	764		
存货净额	202	420	560	721	所得税费用	31	54	68	82		
其他流动资产	10	19	24	30	净利润	259	453	562	682		
流动资产合计	1427	2060	2789	3636	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)		
固定资产	278	259	272	274	归属于母公司净利润	260	454	563	683		
在建工程	57	107	97	97							
无形资产及其他	29	29	26	24	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	178	(128)	233	292		
资产总计	1823	2487	3216	4062	净利润	259	453	562	682		
短期借款	0	0	0	0	少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(1)		
应付款项	194	405	541	696	折旧摊销	23	21	20	21		
预收帐款	1	2	33	42	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	28	28	28	28	营运资金变动	(104)	(601)	(348)	(410)		
流动负债合计	224	435	602	767	投资活动现金流	(148)	(31)	(3)	(2)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(99)	(31)	(3)	(2)		
其他长期负债	11	11	11	11	长期投资	0	0	0	0		
长期负债合计	11	11	11	11	其他	(49)	0	0	0		
负债合计	234	446	613	777	筹资活动现金流	(210)	0	0	0		
股本	550	550	550	550	债务融资	(5)	0	0	0		
股东权益	1588	2041	2604	3285	权益融资	0	0	0	0		
负债和股东权益总计	1823	2487	3216	4062	其它	(205)	0	0	0		
					现金净增加额	(180)	(159)	231	290		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【计算机组介绍】

孔令峰，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、客观地出具报告。

朱芸，北京大学经济社会学方向硕士，从事计算机行业研究。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

【分析师承诺】

孔令峰，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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

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，除法律规定的情况外，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。