



AR&3D电商领导者，业绩爆发黄金期

——易尚展示（002751）深度研究报告之二

2018年05月31日

强烈推荐/维持

易尚展示

公司深度

报告摘要：

AR技术日渐成熟，C端用户量将显著提升。未来几年AR主要应用仍是以手机为主，随着技术发展和商业普及，C端用户量将会显著提升。

AR&3D电商将最先成熟，未来有望成为主要购物模式。

- **AR&3D购物有助于提升消费者体验。**双向互动，全方位、动态化展现商品信息，与现实场景匹配，增加客户对产品的理解。
- **AR&3D购物提升电商效率，具有战略意义。**AR能降低电商3%-5%的退货率，为电商行业减少300亿-500亿退货金额；提升电商1%-2%的转化率，为电商行业增加660亿-1300亿销售额；用户停留时长提高15.2%；提升12.8%的复购率；为AR-MR行业的爆发做长期准备，
- **巨头早已经在布局，未来生态有望快速形成。**京东、阿里巴巴、亚马逊、宜家等均在打造AR/VR购物生态圈。

商品三维扫描市场空间巨大，公司迎来黄金发展期。

- **AR/VR技术逐渐成熟，商品三维数据是AR/VR购物的基础**
- **商品三维建模市场规模预计400亿以上，未来三年快速增长。**我们以部分适合AR展示、AR购物的商品品类为例，预计整体将达到400亿元。京东天工计划3.0公布未来有数亿件商品需要三维建模，按照每件800元计算，预计市场规模整体将亦达到1000亿元！
- **公司三维扫描技术厚积薄发，有望成为AR&3D商品三维扫描领导者。**我们认为智能自动建模将成为AR&3D电商的主要建模方式。易尚展示背靠顶尖学府，与院士深度合作，凭借着强大的技术、人才储备，深度参与阿里、京东的AR&3D电商业务，有望成为AR&3D商品三维扫描领导者，业绩未来几年存在爆发性增长空间。

公司盈利预测及投资评级：预计公司2018年-2020年营业收入分别为11.59亿元、18.45亿元和26.31亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.74亿元、4.30亿元（包含出售部分写字楼1.5亿净利润）和6.05亿元；每股收益分别为1.13元、2.79元和3.92元，对应PE分别为32.18倍、13倍和9.24倍。考虑到公司的高成长性、稀缺性、未来存在爆发空间，我们给予公司2018年50倍估值，目标价56.5元，增长空间56%，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：文化创意3D业务不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	640.47	732.43	1,159.00	1,845.00	2,631.00
增长率（%）	19.23%	14.36%	58.24%	59.19%	42.60%
净利润（百万元）	15.12	47.49	174.01	430.83	605.76
增长率（%）	-61.69%	214.16%	266.42%	147.59%	40.60%
净资产收益率（%）	3.41%	9.58%	28.02%	56.45%	55.56%
每股收益(元)	0.11	0.34	1.13	2.79	3.92
PE	329.27	106.53	32.18	13.00	9.24
PB	11.48	10.43	9.02	7.34	5.14

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

交易数据

52周股价区间（元）	36.22-33.48
总市值（亿元）	56
流通市值（亿元）	27.74
总股本/流通A股（万股）	15460/7658
流通B股H股（万股）	/
52周日均换手率	2.2

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《易尚展示（002751）：参与京东天工计划3.0，AR&3D电商业务静待爆发》 2018-05-23
- 2、《易尚展示（002751）：享受公司成长大股东承诺不减持，一季度业绩远超预期》 2018-04-24
- 3、《易尚展示（002751）：业绩略超预期，新技术新业务开启公司新篇章》 2018-04-20
- 4、《易尚展示（002751）：Q1业绩淡季，增速明显》 2018-03-30

目 录

1. AR 技术日渐成熟, C 端用户量将显著提升.....	3
2. AR&3D 电商将最先成熟, 未来有望成为主要购物模式.....	4
2.1 AR&3D 购物有助于提升消费者体验	4
2.2 AR&3D 购物提升电商效率, 具有战略意义	6
2.3 巨头早已经在布局, 未来生态有望快速形成	7
3. 商品三维扫描市场空间巨大, 公司迎来黄金发展期	10
3.1 AR/VR 技术逐渐成熟, 商品三维数据是 AR/VR 购物的基础	10
3.2 商品三维建模市场规模预计 400 亿以上, 未来三年快速增长.....	11
3.3 公司三维扫描技术厚积薄发, 有望成为 AR&3D 商品扫描领导者	12
4. 盈利预测及估值.....	14
4.1 盈利预测	14
4.2 估值及投资建议	15

插图目录

图 1: 各巨头在手机 AR 和 AR 眼镜的发展.....	3
图 2: 易尚展示与京东合作的办公桌 3D 展示	5
图 3: 易尚和阿里合作的 3D 骑士队服	5
图 4: 易尚和京东合作的 3D 飞利浦蓝牙音响	5
图 5: 京东 AR 购物实现效率、体验有效提升	7
图 6: 京东 618 节 3D 展示冰箱 1	7
图 7: 京东 618 节 3D 展示冰箱 2	7
图 8: 京东的 AR/VR 布局	8
图 9: 亚马逊 AR View 应用场景	9
图 10: 宜家 IKEA Place 使用场景	9
图 11: 电商在 AR 的布局	10
图 12: 商品展示的不同形式	11
图 13: 商品建模未来三年市场规模测算	12

表格目录

表 1: 天猫、商品部分种类商品统计	11
表 2: 三种建模方式	13
表 3: 公司近三年业绩预测	14

1. AR 技术日渐成熟, C 端用户量将显著提升

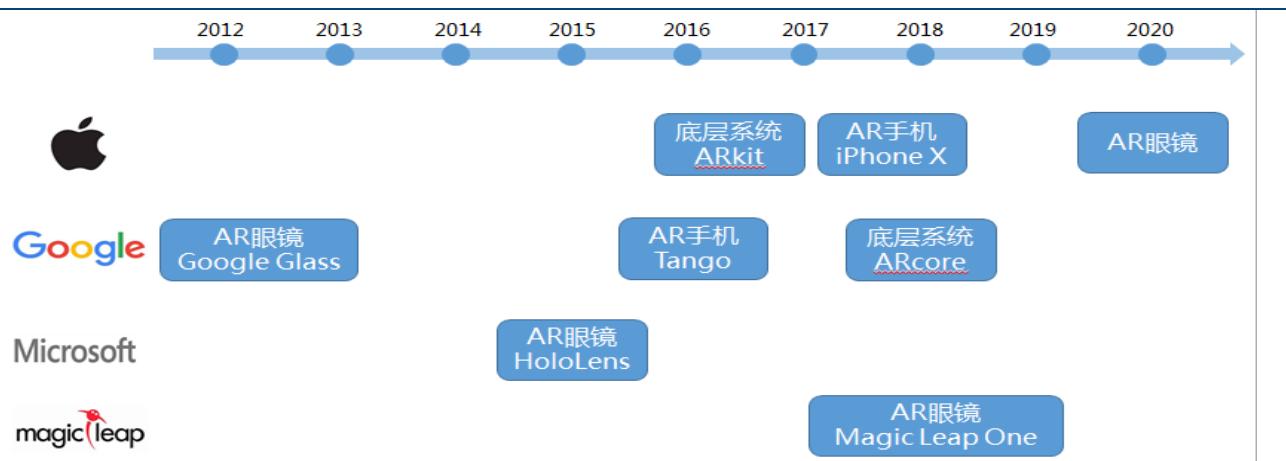
2017 年 8 月, 我们在全市场第一个发表了 AR 行业首篇深度报告《苹果引领, AR 爆发已来临》, 并在市场进行交流, 明确提出苹果下一个十年核心战略是 AR, 苹果推出 ARkit 代表着苹果在 AR 近十年的布局开始商业落地, 苹果十周年革命性产品 iPhoneX 是以 AR 为核心设计的手机。事实证明我们的预测准确无误, AR 行业发展迅速。

- ◆ **手机 AR 发展迅速:** 国外方面, 苹果 2017 年 6 月推出 AR 底层系统 ARkit, 2017 年 9 月推出以 AR 为核心设计的 iPhone X。谷歌 2016 年 11 月推出第一款 AR 手机 Tango 手机, 2017 年 8 月推出与 ARkit 对标的 ARcore。国内方面, 联想 2017 年 1 月推出 AR 手机 PHAB2 Plusy, 小米、华为与三星 2018 年 2 月成为首批搭载 ARcore 技术的厂商, OPPO2018 年 3 月联手商汤科技推出 AR 开发者平台。苹果引领下, 手机厂商均开始发力发展 AR 手机。
- ◆ **AR 眼镜蓄势待发:** 谷歌 2012 年 4 月发布 Google Glass, 2017 年 7 月推出企业版 Glass Enterprise Edition。微软 2015 年 1 月发布首个不受线缆限制的 AR 头显设备 HoloLens。苹果正在研发 AR 眼镜, 预计将于 2020 年正式上市。Magic Leap 推出首款 AR 头显设备 Magic Leap One, 2018 年向开发者提供设备。

我们认为, 未来几年 AR 硬件仍是以手机为主, C 端用户逐渐庞大, AR 具备大规模应用基础

- ◆ 手机的更新换代, 支持 AR 功能的高性能手机越来越多
- ◆ 技术的迭代更新, AR 底层技术不断升级和成熟
- ◆ AR 应用开发积累技术和经验, AR 应用逐渐完善
- ◆ 巨头和资本进入, AR 生态逐渐繁荣

图 1: 各巨头在手机 AR 和 AR 眼镜的发展



资料来源：东兴证券研究所

2. AR&3D 电商将最先成熟, 未来有望成为主要购物模式

当前购物的模式主要是线下实体店和线上网购两种形式, 但都存在诸多痛点。

线下购物存在以下痛点:

- ◆ 实体店购物受到时间、空间等诸多限制, 费时费力。
- ◆ 展示类产品无法与环境匹配。

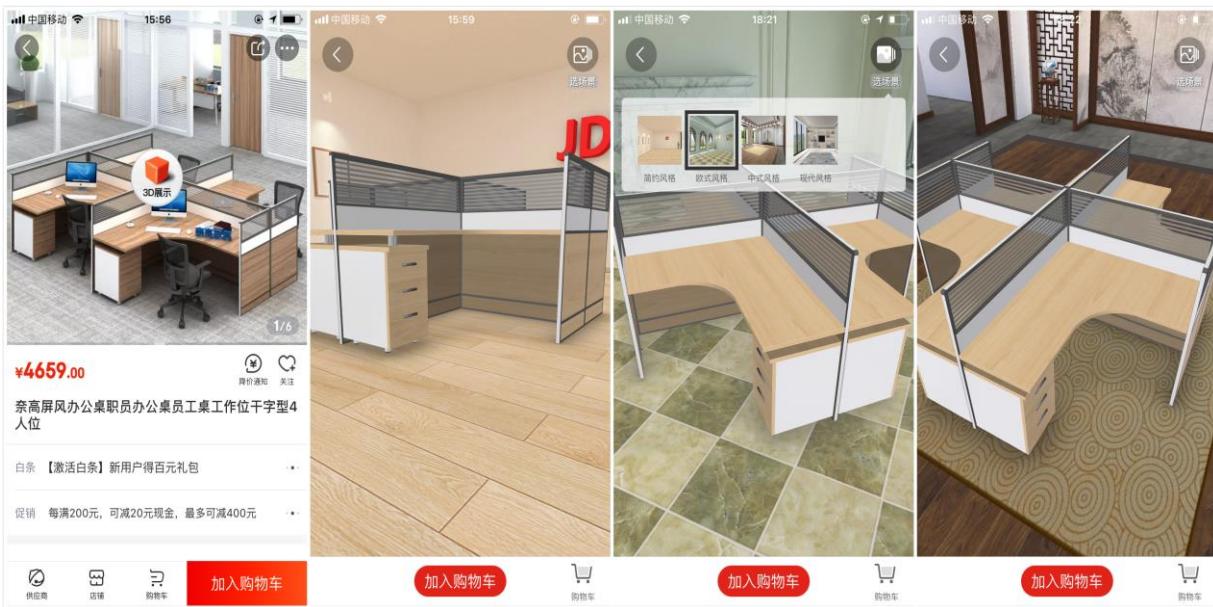
传统线上网购存在以下痛点:

- ◆ 商品信息描述不清。传统网店主要基于商家提供的文字、图片、视频等, 只能展示商品某个侧面, 无法展示全貌。
- ◆ 无法匹配商品与现实场景。尤其是家具家居类商品, 其颜色、大小等需要与居住环境相匹配, 线下挑选或线上浏览均难以做到完美契合。
- ◆ 安装类产品培训难度大。网购安装类产品如组合衣橱等需要一定的辅助和支持, 而传统的线上购物难以做到清楚地指导培训, 顾客难以根据教程完成安装工作。

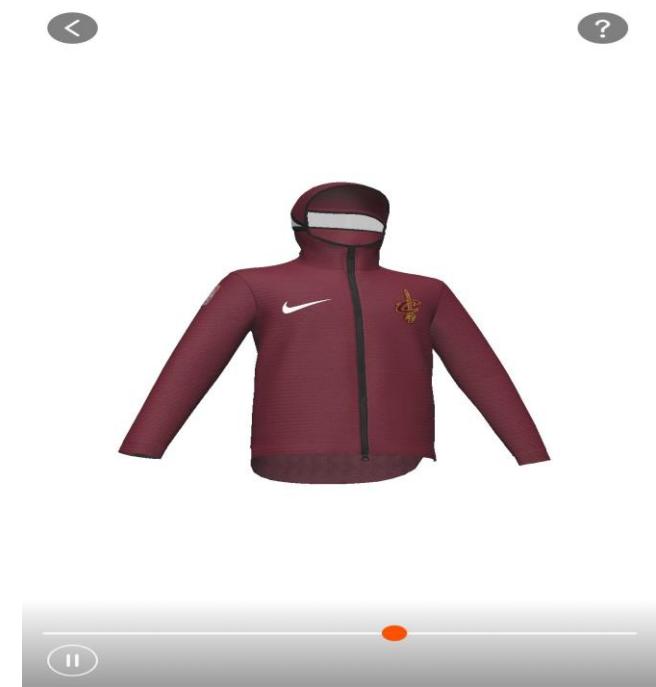
我们认为: **AR&3D 电商能解决传统购物模式的痛点, 并会成为最主要的线上购物模式。**

2.1 AR&3D 购物有助于提升消费者体验

- ◆ **双向互动, 全方位、动态化展现商品信息。** 3D 展示的商品是动态化的, 可放大缩小、任意旋转, 并能够根据需求调整产品的颜色和大小, 呈现出商品的整体结构及细节特点, 使得消费者能够全方位、真实的获得商品信息。
- ◆ **与现实场景匹配, 增加客户对产品的理解。** AR 展示将商品的 3D 渲染图直接投射在相应的使用场景中, 让消费者感受物品摆放的位置和空间, 最大程度展现购买效果, 提升购物满意度。这不仅能有效转化成交量, 同时能减少展示误差, 有效降低退换货率, 进一步降低零售电商的相关成本。

图 2:易尚展示与京东合作的办公桌 3D 展示


资料来源: JD, 东兴证券研究所

图 3:易尚和阿里合作的 3D 骑士队服


资料来源: 阿里, 东兴证券研究所

图 4:易尚和京东合作的 3D 飞利浦蓝牙音响


资料来源: 京东, 东兴证券研究所

2.2 AR&3D 购物提升电商效率, 具有战略意义

- 降低电商的退货率, 预计减少电商 300 亿-500 亿退货金额

退货率高是电商核心痛点, 每年退货金额近 1 万亿。退货给电商企业带来了物流、商品破损率、商品周转运输等高额成本支出, 是电商核心痛点。根据中国行业研究网数据显示, 2017 年“双 11”电商退货率平均占到销售量的 25%, 部分商家高达 40%, 日常退换货率达到 15%。根据中国电子商务研究中心《2017 中国电商年度发展报告》, 2017 年我国电商年销售额 6.6 万亿元, 退货金额近 1 万亿元。

AR 电商未来有望为电商减少 300 亿-500 亿退货金额。我们认为实际商品和想象中的商品存在较大偏差, 是造成退货的重要原因。AR 技术能全方位展示商品信息, 降低客户对商品信息了解的偏差, 降低退货率。根据京东天工计划 3.0 公布的数据, 京东 AR&3D 购物平均能降低 15% 的退货率。考虑到京东公布的数据以展示商品类为主, 我们保守估计 AR&3D 购物技术成熟后降低 3%-5% 退货率, 预计将减少 300-500 亿的退货金额。

- 提高电商的转化率, 预计将为电商行业增加 660 亿-1300 亿销售额。AR&3D 购物能打破商品与消费者的隔阂, 使消费者全方位了解商品信息, 增强购物的临场感, 提高电商购物转化率。据美国电商企业 Apollo Box 的数据, AR 技术将转换率提高了 25%; 京东数据显示, AR 购物有效订单转化率提升 19.2%。2017 年电商交易额 6.6 万亿元, 按提高转化率 1-2 个百分点计算, 预计将为电商额外增加 660 亿-1320 亿销售额。
- AR&3D 购物能增加用户停留时间, 增加电商流量。**电商的发展以用户流量为基础, 当前线上流量红利逐渐消失的情况下, 各大平台都将下一增长点集中在“深挖用户体验、提升用户消费频次”上。AR&3D 购物能实现精细化购物, 有效提升用户停留时间和增加电商流量。京东数据显示, AR&3D 购物使得用户平均停留时长提升 15.2%, 据美国电商企业 Apollo Box 的数据, 消费者在 AR 商品页面的停留时间由普通商品的 6 分钟提高到了 16 分钟。
- AR 购物能提高客户复购率。**AR 营销活动的购买体验让消费者乐于主动分享, 形成了更深的粘性, 并且通过 AR 提升了用户满意度, 从而提高了用户的复购率, 根据京东天工计划 3.0 公布数据, AR&3D 购物提高了 12.8% 的复购率。
- 为 AR-MR 行业爆发做长期准备**

阿里、京东对 AR、VR、MR 大量投入, 一方面是对电商业务有着实实在在的促进作用。另一方面, 未来随着 AR 技术不断成熟, AR 硬件成为下一个消费级平台, AR 购物未来会成为电商主要购物模式, 电商在提前准备布局, 并以此延伸进整个 AR/MR 产业链。

图 5:京东 AR 购物实现效率、体验有效提升


资料来源：天工计划 3.0，东兴证券研究所

2.3 巨头早已经在布局，未来生态有望快速形成

京东积极布局 AR/VR，最终实现无界零售。京东 2016 年 9 月发布 VR/AR 战略，并联合 30 多家 VR/AR 上下游企业成立了全球电商领域首个 VR/AR 产业推进联盟，试图整合资源，为日后在 AR 购物、AR 仓储、AR 物流等多方面发力做准备。随后相继推出了 3D 商品展示、VR 营销、VR 购物、AR 购物、AR 营销、VR 直播、JD Dream 等，最终实现“无界零售”生态的愿景。

图 6:京东 618 节 3D 展示冰箱 1

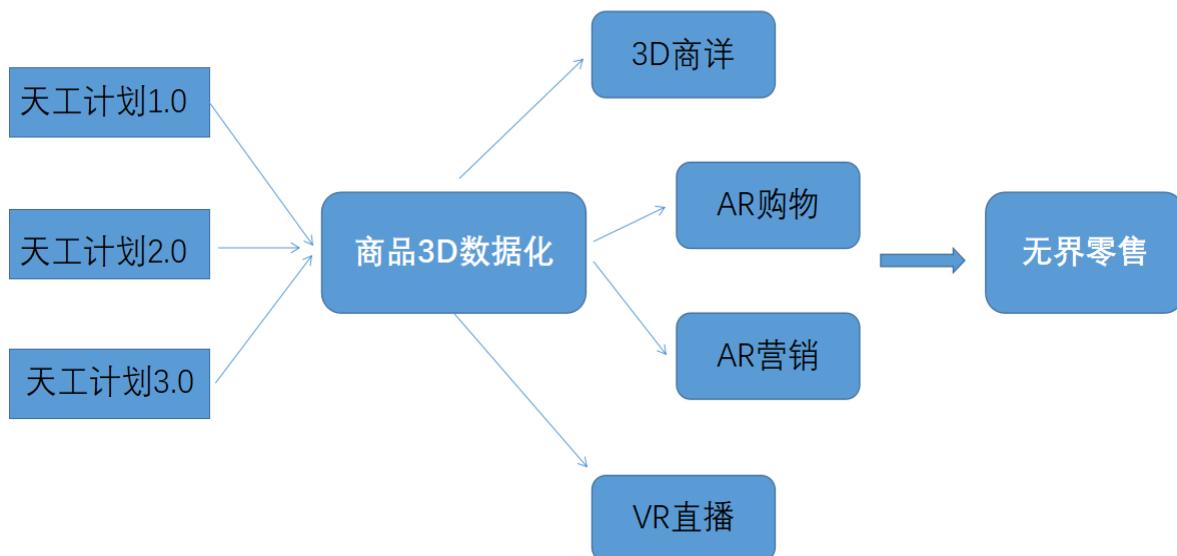

资料来源：京东，东兴证券研究所

图 7:京东 618 节 3D 展示冰箱 2


资料来源：京东，东兴证券研究所

京东推出天工计划，打造最大电商 3D 数据库。商品三维数据化是电商 AR/VR 战略的基础，为此京东推出了一系列天工计划尝试商品三维数据化。2017 年 4 月，京东发布了“天工计划 1.0”，同时发起了人工智能 3D 建模大赛，意图选拔低成本、高质量、高效率的自动化建模团队。2017 年 12 月，京东推出“天工计划 2.0”，重点是打造 AR 开放平台，加快商品的三维化展示进程。2018 年 5 月，京东“天工计划”正式升级至 3.0 阶段，致力于开发 AR 终端解决方案。

图 8:京东的 AR/VR 布局

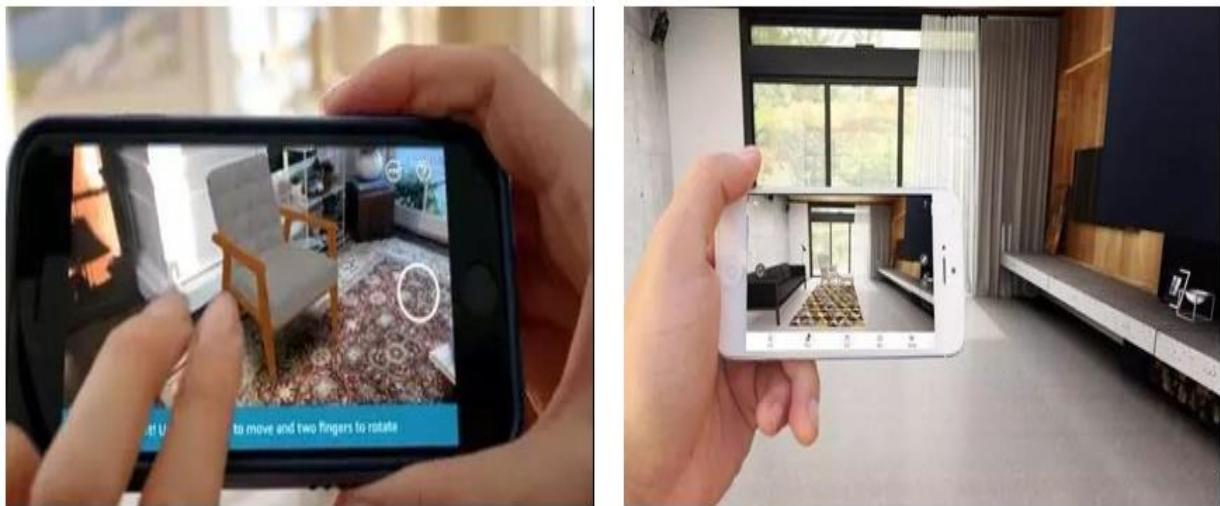


资料来源：京东，东兴证券研究所

阿里巴巴 AR-GO, 打造“造物神”计划。阿里巴巴 2017 年尝试 AR, AR 购物 AR-GO 首次出现在 2017 年 2 月的天猫家装节中，消费者可以将各类家具以 1:1 的比例摆放在自己家中，查看家装实景效果。此外，阿里巴巴还在同年 4 月短暂内测了针对更多商品目录的 AR 购物功能淘宝 AR-Tao, 2017 年 7 月，淘宝购物节直接使用了 AR 购物直播。与京东类似，阿里推出“造物者”计划探索商品三维建模方案。

亚马逊 AR View, 搭建 AR 应用场景。2017 年 11 月 2 日，亚马逊推出名为 AR View 的新功能。AR View 它可以在客户订购产品之前向客户展示该产品在家中摆放的 3D 效果透视图，用户可以对虚拟商品进行移动、旋转、缩放等操作，全方位多角度的预览商品放置后的效果。亚马逊表示 AR View 支持上千款商品，包括室内装饰、家用电器、办公用品、玩具等，这项功能会为买家提供更好的购物体验，选择合适的商品。

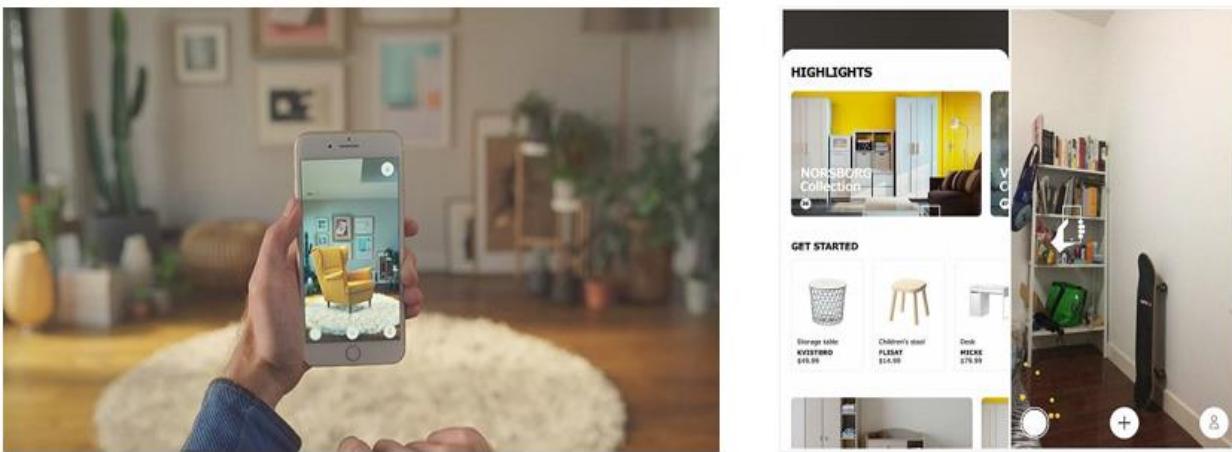
图 9:亚马逊 AR View 应用场景



资料来源：东兴证券研究所

宜家 IKEA Place，创新家居零售。2017 年 9 月 20 日，宜家在 iPhone 更新的 iOS11 系统应用商店中上线了 AR 应用 IKEA Place。比起以往得事先测量好各种空间尺寸的繁琐准备动作，IKEA Place 可以直接把一款真实大小的家居 3D 渲染图塞进现实空间里。IKEA Place 还能根据用户的居住空间大小，自动调整产品规格，精准度高达 98%。苹果-宜家应用程序一经发布，将立刻成为世界上最大的 AR 平台。

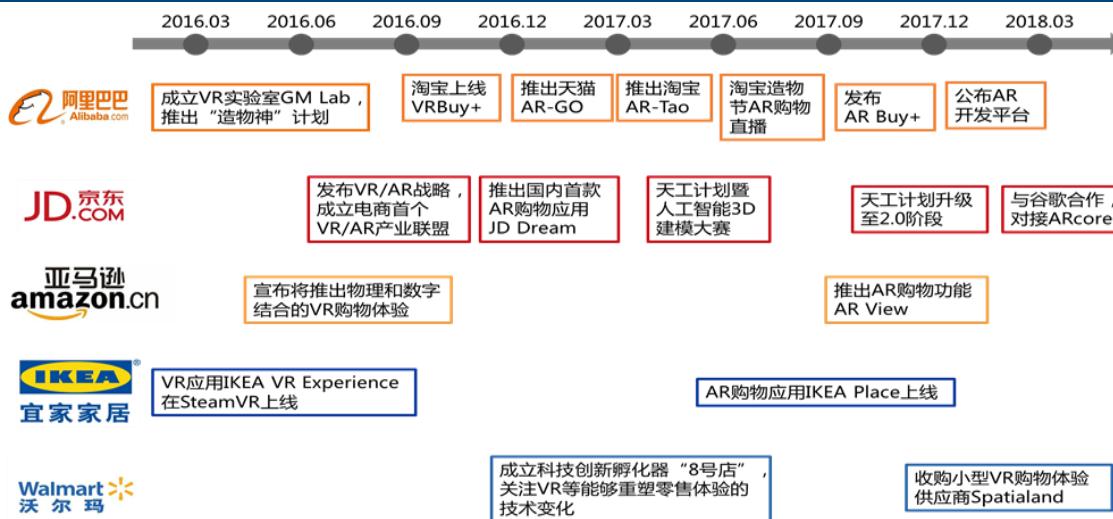
图 10:宜家 IKEA Place 使用场景



资料来源：东兴证券研究所

沃尔玛“8号店”，创新科技孵化器。零售巨头沃尔玛在硅谷推出了一个全新的科技孵化器“8号店”(Store No. 8)，主要用于关注能够重塑零售体验的技术变化，如虚拟现实、无人驾驶汽车、无人机速递和个性化购物等。（“8号店”名称的来源是沃尔玛此前实验新形态商店布局场所的位置。）

图 11:电商在 AR 的布局



资料来源：互联网，东兴证券研究所

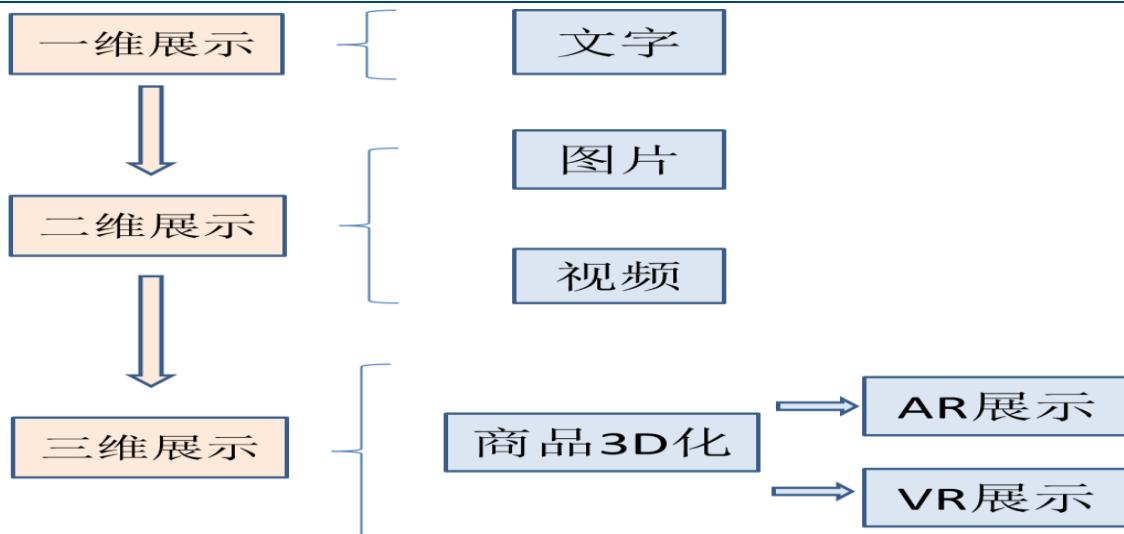
我们认为：**AR 购物未来几年将迎来快速发展期，最终成为主要的购物方式。**当前手机 AR 功能仍处于初期阶段，存在内容少、体验差的不足，但随着技术不断升级迭代，巨头逐步落地商业化，AR 最终成为继 PC、手机后下一个计算中心。AR 购物亦会成为电商主要购物模式。特别是 5G 商业化落地后，AR 行业包括 AR 购物将有质的飞跃，将是全方位爆发。

- ◆ AR 手机端使用便捷，具备 C 端爆发基础
- ◆ 手机升级换代，AR 功能逐渐强大和成熟
- ◆ 用户换机迭代，AR 覆盖人群快速扩大
- ◆ AR 技术不断突破，内容持续更新
- ◆ AR 眼镜未来三至五年有望在 C 端普及，成为最终消费终端
- ◆ 5G 未来几年商业落地，AR 应用流量瓶颈解决

3. 商品三维扫描市场空间巨大，公司迎来黄金发展期

3.1 AR/VR 技术逐渐成熟，商品三维数据是 AR/VR 购物的基础

传统的商品展示是“文字”形式的一维展示，以及增加了“图片”和“视频”的二维展示。三维展示的实质是把商品 3D 化，通过 AR/VR 形式把商品的整体及细节全方位呈现给用户，商品 3D 化是 AR/VR 的基础。

图 12:商品展示的不同形式


资料来源：东兴证券研究所

3.2 商品三维建模市场规模预计 400 亿以上，未来三年快速增长

我们以适合做 AR 购物的部分商品品类为例，如家具、鞋履、珠宝配饰、箱包手袋、手机数码、家电、家装、服装、玩具、汽车用品等。我们按照品类名称在京东、天猫上进行了简单搜索，相关品种数量如下（可能因系统参数原因，相关品种京东商品数量大于天猫数量）。考虑到当前天猫和京东的商品三维建模工程并未数据共享，且标准口径不一，预计上述举例的商品三维建模市场规模将达到 250 亿元左右，如若考虑到商品数量最大的淘宝有部分商品存在三维建模需求，预计商品三维建模市场规模将达到 400 亿元以上。根据京东天工计划 3.0 公布的数据，未来京东有数亿件商品需要三维建模，按照每件 800 元计算，预计市场规模整体将亦达到 1000 亿元。

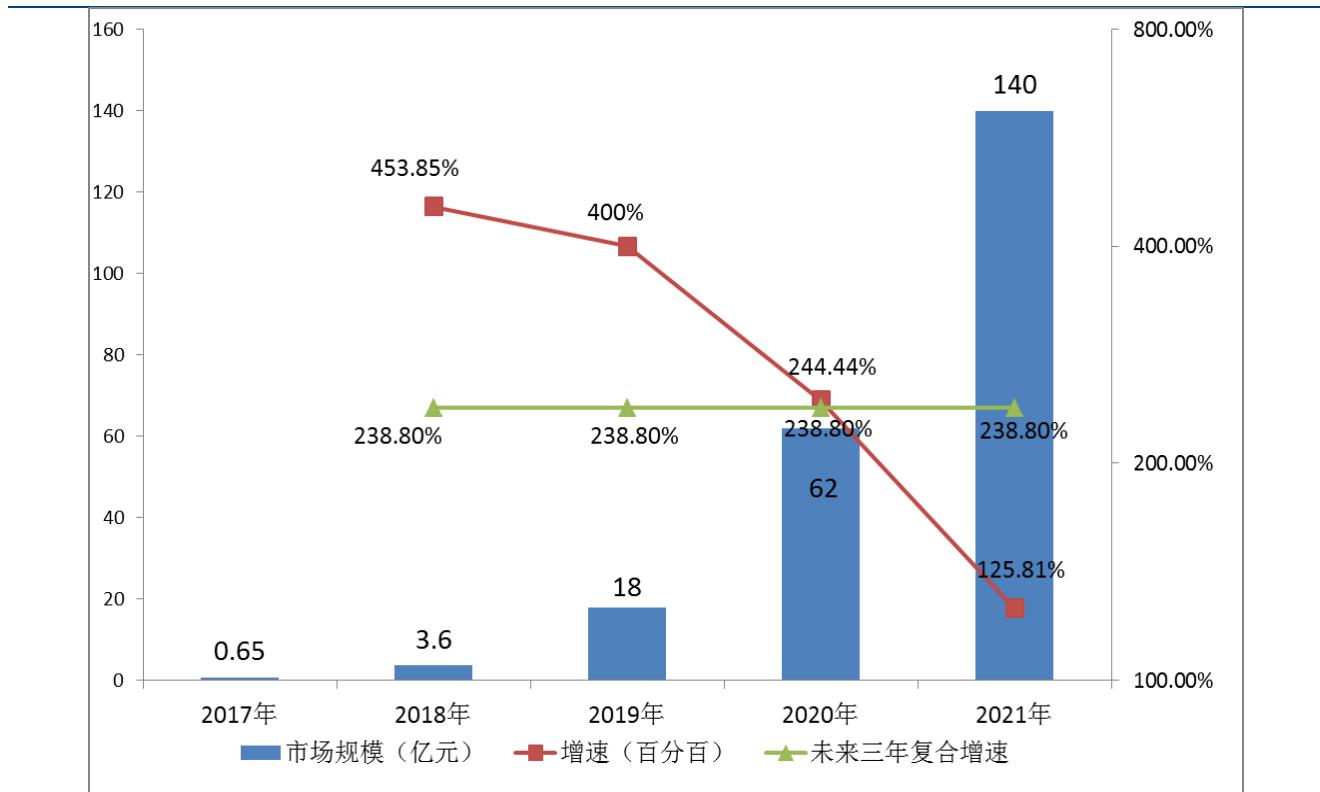
表 1:天猫、商品部分种类商品统计

商品品类	天猫商品数量	京东商品	小计	单价（元）	市场规模（亿元）
家具	41,1204	84,0000	125,1204	1200	15.01
箱包	11,8152	81,0000	92,8152	700	6.49
数码	1899,6699	85,0000	1984,6699	800	158.77
鞋子	411,1603	99,0000	510,1603	600	30.60
玩具	25,3033	84,0000	109,3033	800	8.74
服装	47,9438	88,0000	135,9438	1000	13.59
珠宝	15,6729	67,0000	82,6729	1000	8.26
汽车用品	49,4284	83,0000	132,4284	800	10.59
合计			3173,1142		252.09

资料来源：东兴证券研究所

未来几年商品三维建模快速增长，**5G**商业化落地将全方位爆发！我们预测未来三年内商品三维数据建模的市场规模将会爆发性增长趋势，在2021年有望达到140亿元左右，未来三年复合增速达到238.8%。考虑**5G**在2020-2021年开始商业化普及，AR购物将全方位爆发，电商平台需在**5G**之前提前建立商品3D数据库，**5G**落地后需求将会井喷。

图 13:商品建模未来三年市场规模测算



资料来源：东兴证券研究所

3.3 公司三维扫描技术厚积薄发，有望成为AR&3D商品扫描领导者

商品三维建模有以下三种模式：手工建模，依靠开发人员编程制作，适用3D游戏、3D动画、3D电影，缺点是生产周期长、成本高（如一部3D动画需要几年的制作周期），手工建模难以适用于电商大规模商品三维建模；图片合成建模，通过算法提前二维图片部分数据合成三维数据，京东天工计划中大部分合作公司即是这种技术，当前图片合成建模还原度低、精度低、凹凸面无法建模，图片合成建模亦难以适用于电商大规模商品三维建模。

经过大量一线调研, 我们认为: 利用三维扫描仪智自动建模是电商商品三维扫描的主导方式, 其他两种建模方式难以胜任! 理由如下:

- 三维扫描仪扫描是逆向工程, 按商品本来面貌还原商品本身, 适合消费者真实了解商品信息
- 速度高、还原度高、进度高, 适合批量建模

表 2:三种建模方式

	释义	优点	缺点	适用场景
手工建模	开发人员手工编程, 软件制作	从业人员多, 模型制作前期工作相对较少	生产周期较长、成本高、效率低	3D 游戏、3D 动画、3D 电影
图片合成建模	通过计算机算法, 将多张二维图片提取数据合成三维数据	成本较低, 速度快、算法为核心壁垒	还原度低、精度低、凹凸面无法建模	工程建筑类
智能自动建模	通过三维扫描仪设备对物体进行扫描, 生产三维数据	产品三维数据精度高, 还原度达 90%以上, 采集过程速度快, 技术壁垒高	扫描仪价格较高, 且扫描模型需要人工后期调整修复, 才能达到效果与质量的平衡	未来有望成为主要建模手段, AR&3D 电商领域即采用此项技术

资料来源: 东兴证券研究所

背靠顶尖学府, 公司技术全球领先。公司已有近十年 3D 建模研发积累, 研发团队以牛憨笨 (国内光电子泰斗)、赵沁平 (北航虚拟现实实验室主任)、金国藩 (清华大学全息影视专家)、叶声华 (测量计量泰斗) 四大院士作为技术顾问指导, 与清华、复旦等高校有长期合作关系并拥有自己的博士后工作站。研发投入大技术先进。公司当前 3D 建模最高精细度能达到 0.02 毫米, 速度最快的是 1 秒, 色彩匹配高, 在国内处于领先地位, 与国际上具有较强竞争力。目前公司拥有专利 97 项, 其中发明专利 24 项, 实用新型专利 58 项, 外观设计专利 15 项; 计算机软件著作权 6 项。其中公司 3D 桌面扫描仪于 2017 年被广东省科学技术厅列入首批创新产品清单。**2017 年 9 月与清华大学、北京航空航天大学等多所顶尖学府合作承接国家重大科学仪器项目“三维数字彩色成像测量仪”。**该项目有望大幅提升三维数字化的核心竞争力

公司积极、深度的参与电商 AR&3D 业务中, 有望成为领军企业!公司 2016 年成为阿里第一个合作伙伴开展商品三维建模业务, 2018 年 1 月发布电商专用 3D 扫描系统, 2018 年上半年深度参与京东天工计划。根据我们大量的一线调研, 对技术的了解和判断, 我们认为公司凭借着强大的技术、人才储备, 一定会成为电商 AR&3D 业务的领军企业, 非常看好公司与京东、阿里开展的合作以及未来广阔的发展前景!

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

我们看好公司文化创意 3D 产业所带来的利润增长: 创客 3D 教育业务进入爆发期, 3D 博物馆业务有望稳中增长, AR&3D 电商业务未来爆发空间大。预计 2018-2020 年文化创意产业(虚拟展示产品)营收同比增长 240%、132%、81%。

- ◆ **AR&3D 电商业务:** 非常看好公司电商业务, 以及与阿里、京东的合作! 未来几年有望爆发性增长!
- ◆ **创客 3D 教育业务:** 整体市场规模将达到 1500 亿元, 公司创客教育业务有十倍以上增长空间。公司当前在深圳订单为 100 所, 公司近两个月与邢台、清远、克拉玛依政府签订合作框架协议, 以邢台为例 2018 年建设 100 所试点学校, 未来推广有数倍增长空间。当前公司已渡过早期试点阶段, 逐渐在二、三、四线城市获得区域性订单。考虑到各省市试点推广政策密集出台, 保守估计公司订单未来几年每年翻倍增长, 毛利率维持在 50% 左右, 成为公司主要增长动力之一。
- ◆ **3D 博物馆业务:** 考虑到公司博物馆业务仍处于试点推广阶段, 博物馆对文物三维建模有着刚需且对技术要求较高, 公司通过成功案例有望进一步拓展业务, 未来有望保持 20%-30% 左右增速, 毛利率在 60% 左右。

传统展示业务:

- ◆ 近几年传统展示业务稳定, 收入 4.5-4.9 亿元间。毛利率在 25%-30% 之间。考虑到新零售重视线下零售店, 公司有望获得增量用户的红利, 带来 20% 以上的增速。预计 2018-2020 年收入 6.7 亿元、8.07 亿元、9.07 亿元。毛利率在 30% 左右。
- ◆ **循环会展业务:** 预计 2018-2020 年收入 1.42 亿元、1.78 亿元、2.13 亿元。毛利率维持在 26% 左右。

表 3:公司近三年业绩预测

收入情况	2018 年	增速	2019 年	增速	2020 年	增速
文化创意业务	347.00	240.2%	805.00	131.99%	1456.00	80.87%
传统展示业务	812.00	28.78%	985.00	21.31%	1120.00	13.71%
合计	1159.00	58.24%	1845.00	59.19%	2631.00	42.6%

资料来源: 东興证券研究所

根据公告披露, 公司总部大厦的部分写字楼已取得预售许可证, 出售面积 8,682.54 平米, 备案价 79999.99 元/平方米, 公司 2018 年出售部分写字楼, 预计确认收入和利润在 2019 年。我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 11.59 亿元、18.45 亿元和 26.31 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 1.74 亿元、4.30 亿元(包含出售部分写字楼 1.5 亿净利润)和 6.05 亿元; 每股收益分别为 1.13 元、2.79 元和 3.92 元, 对应 PE 分别为 32.18 倍、13 倍和 9.24 倍。

4.2 估值及投资建议

考虑到公司的高成长性、稀缺性、技术壁垒高、未来存在爆发空间，我们给予公司2018年50倍估值，目标价56.5元，增长空间56%，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：文化创意3D业务不及预期。

表 1：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	509	516	599	763	1165	营业收入	640	732	1159	1845	2631
货币资金	176	100	134	225	482	营业成本	456	512	764	1161	1564
应收账款	228	281	314	346	426	营业税金及附加	4	3	7	11	16
其他应收款	8	8	12	19	28	营业费用	43	46	58	92	132
预付款项	21	31	38	50	65	管理费用	95	104	125	199	284
存货	69	74	87	103	139	财务费用	51	39	12	-19	-39
其他流动资产	3	3	3	3	3	资产减值损失	2.48	9.10	1.62	5.00	5.00
非流动资产合计	1284	1715	1677	1584	1531	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	61	70	386	746	708	营业利润	-11	31	191	396	669
无形资产	863	847	826	804	790	营业外收入	7.05	0.00	0.00	420.00	4.00
其他非流动资产	24	92	55	22	21	营业外支出	0.16	0.27	0.14	0.14	0.14
资产总计	1793	2231	2275	2347	2696	利润总额	-4	31	190	815	673
流动负债合计	758	901	1099	1113	1251	所得税	9	5	32	245	114
短期借款	300	288	300	0	0	净利润	-13	25	158	571	596
应付账款	132	204	254	361	436	少数股东损益	-28	-22	-16	140	-10
预收款项	11	26	38	59	88	归属母公司净利润	15	47	174	431	606
一年内到期的非	0	2	2	2	2	EBITDA	56	103	242	436	683
非流动负债合计	597	861	598	374	267	EPS(元)	0.11	0.34	1.13	2.79	3.92
长期借款	503	769	480	112	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	1355	1762	1697	1486	1518	成长能力					
少数股东权益	-5	-27	-43	97	87	营业收入增长	19.23%	14.36%	58.24%	59.19%	42.60%
实收资本(或股)	140	143	155	155	155	营业利润增长	-127.12%	-386.16%	516.87%	107.65%	69.19%
资本公积	93	142	155	155	155	归属于母公司净利润	266.42%	147.59%	266.42%	147.59%	40.60%
未分配利润	177	213	182	195	340	获利能力					
归属母公司股东	443	496	621	763	1090	毛利率(%)	31.75%	30.10%	34.05%	37.10%	40.56%
负债和所有者权	1793	2231	2275	2347	2696	净利润率(%)	-2.06%	3.45%	13.63%	30.94%	22.64%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	0.84%	2.13%	7.65%	18.36%	22.47%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	3.41%	9.58%	28.02%	56.45%	55.56%
经营活动现金流	115	61	251	598	607	偿债能力					
净利润	-13	25	158	571	596	资产负债率(%)	76%	79%	75%	63%	56%
折旧摊销	16.52	33.03	39.58	59.46	52.49	流动比率	0.67	0.57	0.54	0.69	0.93
财务费用	51	39	12	-19	-39	速动比率	0.58	0.49	0.47	0.59	0.82
应收账款减少	0	0	-33	-32	-79	营运能力					
预收帐款增加	0	0	13	20	29	总资产周转率	0.39	0.36	0.51	0.80	1.04
投资活动现金流	-266	-418	-205	722	56	应收账款周转率	3	3	4	6	7
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.85	4.36	5.06	6.00	6.61
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.34	1.13	2.79	3.92
筹资活动现金流	120	287	51	-686	248	每股净现金流(最新	-0.23	-0.49	0.63	4.10	5.90
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.15	3.47	4.02	4.94	7.05
长期借款增加	0	0	255	-600	0	估值比率					
普通股增加	0	2	12	0	0	P/E	329.27	106.53	32.18	13.00	9.24
资本公积增加	0	50	13	0	0	P/B	11.48	10.43	9.02	7.34	5.14
现金净增加额	-32	-71	97	634	911	EV/EBITDA	101.60	59.59	25.80	12.58	7.49

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。