

# 与京东合作协议落地, 电商业务有望迎来黄金爆发期

——易尚展示（002751）事件点评

事件：

2018年6月13日，公司发布公告，与京东签署了《京东-易尚3D电商合作框架协议》，在智能建模、联合工程实验室、虚拟试衣领域三个领域达成合作协议。

一、智能建模领域达成以下合作协议：（1）公司与京东展开深度合作，易尚提供智能建模设备以及技术方案，京东提供商品品类支持与协助；（2）公司与京东合作对接渲染引擎；（3）共同探索基于自动化智能设备建模及渲染，提升3D商品展示效果；（4）最终建模方案 and 标准制定后，京东向商家及合作商推荐易尚的建模设备和解决方案；（5）京东与易尚协商确定定额建模业务，易尚审核确保3D模型质量。

二、共建联合工程实验室项目中达成以下合作协议：（1）组建3D电商联合工程实验室，致力于电商商品快速建模、虚拟电商展示等解决方案，共同建立行业标准，优化建模流程，提高建模效率；

（2）工程实验室总部设立于易尚公司，分部设立于河北省邢台市3D电商建模基地，总部进行研发性工作，分部进行实施性工作，条件合适时申请升级为省级和国家级工程实验室；（3）易尚牵头与邢台市政府进行协调，双方申请邢台市政府扶持政策及资金支持，用于工程实验室的研发投入和3D建模人才培养，京东承诺给予业务优先和订单支持的倾斜；（4）在邢台市3D建模基地进行联合挂牌，共同培养3D建模技术人才，提供建模人才的认证考核，将邢台市3D建模基地建设成为国内首家电子商务3D技术服务和建模示范基地，进行技术、培训和人才输出；

三、虚拟试衣项目达成以下合作协议：（1）双方就3D虚拟试衣项目应用达成战略合作关系，共同探索在京东线上线下的相关应用；（2）京东提供线上、线下各类型适合3D虚拟试衣应用需求、以及相关端口的实施相关应用测试；（3）京东提供相关的线上线下渠道、资源支持，易尚提供相关硬件设备与技术支持；（4）易尚积极参与京东组织的3D虚拟试衣应用相关的各项活动，并根据市场需求以及京东反馈对硬件设备以及技术及时更新；

2018年06月14日

强烈推荐/维持

易尚展示

事件点评

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

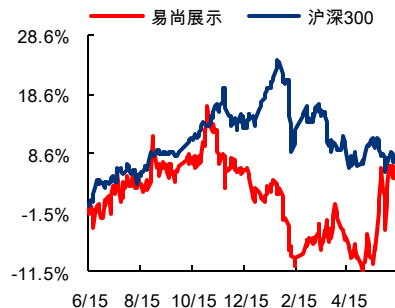
执业证书编号：

S1480510120012

## 交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间（元）   | 37.88-36.55 |
| 总市值（亿元）      | 58.56       |
| 流通市值（亿元）     | 29.01       |
| 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     | 2.14        |

## 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）深度报告之二：AR&3D电商领导者，业绩爆发黄金期》2018-05-31
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《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

## 主要观点：

### 1. 百亿市场规模，公司电商业务起航成为公司新增长点，有望快速发展！

根据协议，公司与京东在自动化 3D 建模展开深度合作，京东提供商品品类支持与协助，易尚提供智能建模设备及方案，待最终标准确定后，京东将定额向易尚提供商品建模业务，有利于易尚稳定扩大产能，易尚的 AR&3D 业务进入实质性开展阶段。根据我们之前易尚第二篇深度报告《AR&3D 电商领军者，业绩爆发黄金期》，AR&3D 电商业务拥有 250 亿-400 亿市场规模，公司厚积薄发，电商有望成为公司新增长点！此外，根据协议，公司与京东在邢台 3D 建模基地进行 3D 建模人才培养，人才瓶颈有望解决，AR&3D 业务有望快速发展。

### 2、厚积薄发，易尚成为电商 AR&3D 领域中领军者，此次协议强化了公司在三维建模领域中的领导地位和竞争优势。

公司 2010 年开始对三维建模技术及设备进行研发，与叶超华（测试计量技术及仪器泰斗）、赵沁平（工程院院士，北航教授，虚拟现实泰斗）金国藩（工程院院士，清华机械工程学院院长，光学泰斗）牛憨笨（工程院院士，深圳大学光电子所长，光电子泰斗）四位院士合作，背靠清华、北航等顶尖学府，公司厚积薄发，三维建模领域全球技术顶尖，是电商 AR&3D 领域中的领军者。

我们认为，此次与京东达成协议有望强化易尚在三维建模领域中的领导地位和竞争优势：（1）公司率先与京东就三维建模标准、渲染平台同步和优化、行业标准制定方面展开合作，使得公司在与同类企业竞争中更具有优势和竞争力。（2）公司与京东发起组建 3D 电商联合工程实验室，有利于公司进一步提升设备、技术、算法，提高建模效率，优化流程，巩固和加强公司在商品三维建模领域中的优势。（3）公司与京东共同培养 3D 建模技术人才，提供建模人才的认证考核，有利于公司巩固人才、技术、经验优势。

### 3、虚拟试衣业务前景广阔，商业变现仍需时日

根据公告，公司与京东在 3D 虚拟试衣线上线下业务达成战略合作关系，京东提供资源、需求、端口和测试，易尚提供硬件设备和技术。虚拟试衣方便客户做出决策，前景广阔市场空间大，但当前技术成熟度不高，用户体验不理想，商业成熟及大规模应用仍需时日。

## 结论：

看好公司文化创意产业发展，特别看好公司电商业务。公司凭借强大技术积累，作为 AR&3D 行业领军者，与京东深度合作，电商业务有望迎来业绩爆发黄金期。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，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**文化创意 3D 业务不及预期。

**公司盈利预测表**

| 资产负债表    |       |       |       | 单位:百万元 |       | 利润表        |          | 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   | 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   | 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   | 0     | 2     | 2     | 2      | 2     | EBITDA     | 56       | 103      | 242     | 436     | 683    |
| 非流动负债合   | 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     |            |          |          |         |         |        |
| 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   | 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   | 443   | 496   | 621   | 763    | 1090  | 毛利率 (%)    | 31.75%   | 30.10%   | 34.05%  | 37.10%  | 40.56% |
| 负债和所有者   | 1793  | 2231  | 2275  | 2347   | 2696  | 净利率 (%)    | -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   | 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   | -266  | -418  | -205  | 722    | 56    | 应收账款周转率    | 3        | 3        | 4       | 6       | 7      |
| 公允价值变动   | 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   | 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  | 0.11     | 0.34     | 1.13    | 2.79    | 3.92   |
| 筹资活动现金   | 120   | 287   | 51    | -686   | 248   | 每股净现金流 (最  | -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  | 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: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。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。