

“智能硬件+智慧营销”双轮驱动，公司迈入发展快车道

——首次覆盖报告

公司深度

● 以智能硬件为根基，立足智慧营销的创新型公司：

公司业务主要包括智能硬件和智慧营销两大业务板块，公司深耕智能硬件业务多年，智能硬件产品品类也从已成熟的智能照明拓展到消费级智能产品等众多细分领域，在智能硬件业务领域产业链上拓展和延伸；在智慧营销这一领域，数字经济带动数字营销行业快速发展，公司将持续聚焦“大数据+人工智能”，帮助公司深挖消费者需求，完成高效投放的营销目的。公司已将企业名由“麦达数字”更名为“实益达”，意味着公司未来的发展战略将更加聚焦智能硬件。

● 智能硬件行业迎来万亿市场，公司处于业务爆发期

中国智能硬件市场发展较快，根据艾媒咨询数据显示，2020年市场规模达到10767.0亿元，目前市场上智能硬件普及程度开始提升，产品种类更趋多样化，加上消费升级趋势下，智能硬件作为优质产品更受青睐，市场稳步扩大，公司紧抓智能硬件板块的发展机遇，智能硬件产品品类也从已成熟的智能照明、智能电源部件，拓展到智能锁具、金融终端产品、基站电源等众多细分领域，未来公司也会继续开拓如TWS耳机等智能可穿戴设备、智能音响等更多智能终端设备市场，逐步在更多有市场前景的智能硬件领域复制公司的产品能力，业务有望持续爆发。

● 技术+客户双重优势，打造公司核心竞争力

公司近几年加大在新业务领域的研发投入，发展具有自主知识产权的产品，旗下智能制造子公司均建立了现代化的研发生产基地，通过一系列技术创新，公司智能硬件产品在业内一直具有竞争力。截至目前，产品先后切入ABL、EGLO、SSG等国际一线客户的供应链体系，最新研发的产品获得欧洲客户持续的肯定，同时公司坚持“产投研”一体的战略实施路径，未来公司也有望挖掘出新的业务增长点，实现多方共赢。

● 盈利预测、估值与评级

预计公司2020-2022年营业收入分别为8.78/10.93/14.19亿元，增速分别为15.1%、24.5%、29.8%，归母净利润分别为0.38/0.70/0.99亿元，EPS分别为0.07/0.12/0.17元。考虑到公司所处市场空间巨大，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：投资风险；中美贸易摩擦升级和汇兑损失的风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,036	763	878	1,093	1,419
增长率(%)	10.6	-26.3	15.1	24.5	29.8
净利润(百万元)	-370	87	38	70	99
增长率(%)	-602.8	-123.6	-56.4	84.7	41.2
毛利率(%)	19.0	20.6	20.7	20.4	20.5
净利率(%)	-35.7	11.4	4.3	6.4	7.0
ROE(%)	-26.7	6.4	2.6	4.7	6.2
EPS(摊薄/元)	-0.64	0.15	0.07	0.12	0.17
P/E	52.1	-11.4	78.7	42.6	30.2
P/B	2.3	3.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2021年3月30日

敬请参阅最后一页免责声明

推荐（首次评级）

马笑（分析师）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

马长欣（联系人）

machangxin@xsdzq.cn

证书编号：S0280119040011

市场数据

时间 2021.03.30

收盘价(元):	5.17
一年最低/最高(元):	5.06/9.5
总股本(亿股):	5.78
总市值(亿元):	29.86
流通股本(亿股):	3.79
流通市值(亿元):	19.62
近3月换手率:	83.82%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与评级

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 8.78/10.93/14.19 亿元，增速分别为 15.1%、24.5%、29.8%，归母净利润分别为 0.38/0.70/0.99 亿元，EPS 分别为 0.07/0.12/0.17 元。公司所处市场空间巨大，首次覆盖给予“推荐”评级。

关键假设

智慧营销：行业高速发展，由于受全球疫情影响，公司部分业务受到一定的冲击，但公司丰富的客户资源将持续为公司带来收益。

智能硬件：随着 5G、物联网时代的到来，公司近年来一直在深耕智能硬件业务，加大研发投入，多款研发的新品投入市场后热销，公司智能穿戴业务将持续受益。

LED 照明：该业务受益于行业回暖，以及公司在海外市场业务快速发展，同时在国内树立自我品牌，不断研发推出新品，未来将有高速发展。

我们与市场的观点的差异

(1) 市场认为数字营销业务竞争激烈，我们认为公司该业务正在实现触底反弹，以“技术+数据”驱动，且可以帮助客户实现营销环节“数字化”转型，未来相信公司该业务有望持续稳定发展。

(2) 市场认为智能硬件业务增速趋缓，我们认为公司旗下的智能硬件产品品类也从已成熟的智能照明拓展到消费级智能产品等众多细分领域，未来公司也会继续开拓 TWS 耳机和智能手表等智能可穿戴设备，逐步在更多有市场前景的智能硬件领域复制公司的产品能力，且智能照明业务在现有优质客户体系内仍然有较高的增长空间，该业务有望持续高增速。

股价上涨的催化因素

- (1) 核心客户订单公告
- (2) 公司持续的技术和研发投入
- (3) 5G 应用硬件及内容的进一步普及
- (4) TWS 等智能穿戴产品放量

风险分析

- (1) 投资风险
- (2) 中美贸易摩擦升级和汇兑损失的风险

目 录

1、 全方位布局智能硬件与智慧营销.....	5
1.1、 公司概况：智能硬件与智慧营销协同发展.....	5
1.2、 股权结构较为集中，易于决策管理.....	6
1.3、 坚持“产投研”一体的战略，产投协同发展.....	6
2、 深耕智能硬件，技术+客户优势助力高速发展.....	7
2.1、 中国智能硬件行业发展加快，将踏入万亿市场.....	8
2.2、 公司从智能照明业务不断向智能穿戴拓展，布局更宽广的赛道.....	10
2.3、 技术+客户双重优势，助力公司拓展智能硬件市场.....	14
3、 智慧营销市场空间广阔，新兴营销技术和模式带来新机遇.....	15
3.1、 智慧营销市场广阔，将成为行业的下一个风口.....	15
3.2、 面对行业变革，新兴技术迎来新机遇.....	16
4、 财务分析.....	17
5、 盈利预测与估值评级.....	19
5.1、 关键假设及盈利预测.....	19
5.2、 估值水平与投资评级.....	20
6、 风险分析.....	20
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	5
图 2： 2015-2019 年度利润构成图.....	6
图 3： 股权架构图.....	6
图 4： 智能发展历程.....	8
图 5： 智能硬件分类.....	8
图 6： 2020 年智能硬件市场进入万亿规模.....	10
图 7： 预计 2025 年智能照明市场规模将超千亿元.....	11
图 8： 实益达案例：京东·Fresh.....	11
图 9： 实益达案例：百联·逸刻.....	11
图 10： 实益达案例：友客便利店.....	12
图 11： 实益达案例：全家 family.....	12
图 12： 智能照明客户广泛.....	12
图 13： 全球可穿戴市场规模.....	13
图 14： 2018-2020 全球可穿戴设备产品结构.....	13
图 15： 2024 年全球 TWS 耳机市场规模将上升至 147.5 亿美元.....	14
图 16： 2024 年全球智能手表出货量将达到 108.91 百万件.....	14
图 17： 智慧营销产业链.....	15
图 18： 中国互联网广告市场规模.....	16
图 19： 公司智慧营销业务.....	17
图 20： 公司营业收入及增速.....	17
图 21： 公司毛利率与净利率情况.....	18
图 22： 公司费用率情况.....	18
图 23： 公司流动比率、速动比率和现金比率.....	19

表 1: 主要收购和投资的公司.....	7
表 2: 智能硬件发展政策.....	9
表 3: 盈利预测.....	20
表 4: 可比公司估值表 (价格为 2021-03-19 日收盘价)	20

1、全方位布局智能硬件与智慧营销

1.1、公司概况：智能硬件与智慧营销协同发展

公司是以智能硬件为根基，立足智慧营销的创新型公司。公司成立于1998年，2007年在中小板上市，公司原主营业务为EMS消费类电子和照明产品生产制造，2010年尝试自有品牌业务，经过2013年开始的由OEM向ODM业务转型升级，2016年原有硬件业务脱胎换骨后开始进入爆发式增长；2018年公司智能照明产品北美出口量大幅增长，2019年成功切入欧洲市场，2019年下半年来自欧洲市场的智能照明产品订单放量增长；2020年4月收购深圳益智飞科技有限公司，9月公司设立实益达电声，公司进入智能可穿戴领域。

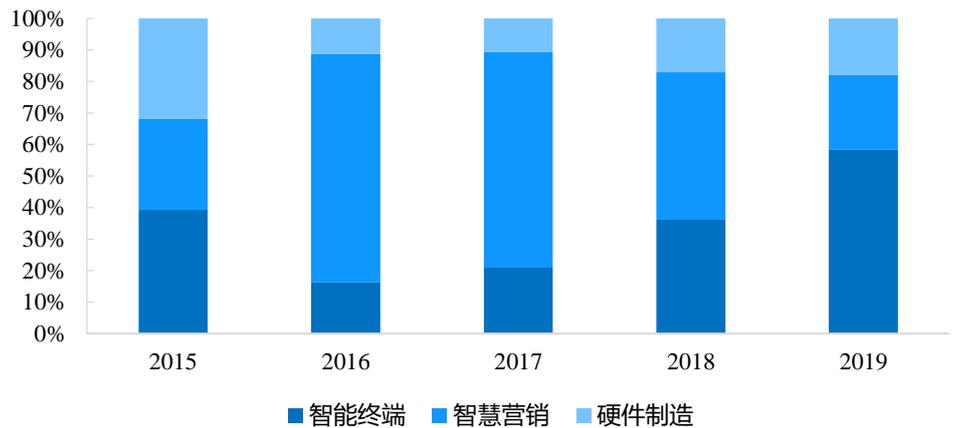
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司深耕智能硬件业务多年，始终关注研发创新、人才储备和客户挖掘，在智能照明等方面已经有一定程度的技术积累。公司旗下的智能硬件产品品类也从已成熟的智能照明拓展到消费级智能产品等众多细分领域，未来公司也会继续开拓TWS耳机和智能手表等智能可穿戴设备，逐步在更多有市场前景的智能硬件领域复制公司的产品能力。

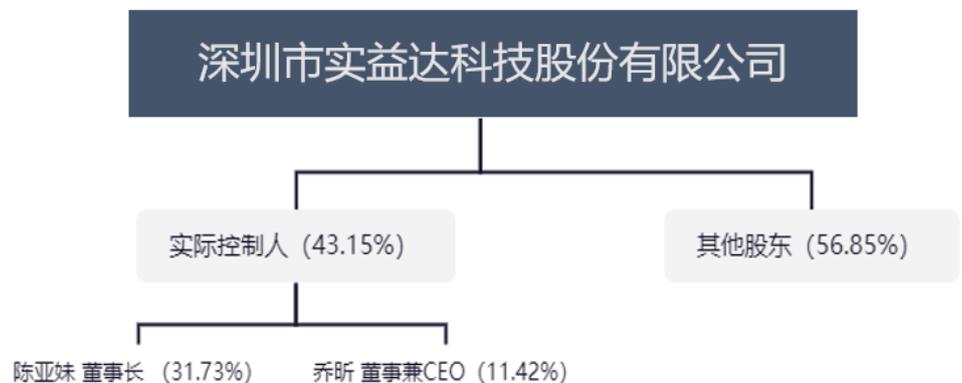
智能终端产品业务增长势头强劲，境外业务处于上升期。公司的智能硬件板块业务占比已经超过50%，并继续保持每年递增趋势，公司未来将聚焦于公司擅长和熟悉的智能硬件领域，并在该领域投入更多的资源和精力。近年来，智能终端产品已成为实益达第一业务并有逐年递增的趋势，产品品类也从智能照明、智能电源部件逐渐延展到智能锁具、TMS耳机、智能穿戴设备等；其板块业绩2020年上半年达到2.28亿元，同比增长50.44%。地域收入划分上，自2016年公司开展海外业务以来，境外收入从7,017万元上升至2.960亿元，上升幅度达到322%，据2020年上半年财报显示，境外营收已达到总营收的41.38%，同比增长47.90%。利润构成方面，2020上半年主要的三个板块经营利润达到9000万元，其中智能终端板块达到5720万占63.6%，同时产品毛利率也是最高，达到25.07%。

图2：2015-2019 年度利润构成图

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、股权结构较为集中，易于决策管理

实益达实际控制人为乔昕、陈亚妹夫妇，二人作为一致行动人，总计持有公司股份 43.15%，第三大股东王云峰，深圳电明科技股份有限公司董事长，仅持有实益达 1.37%的股权。董事长陈亚妹、CEO 乔昕同为公司创始人，具有丰富的 EMS 行业经验，对行业大局有精准的把控能力，善于抓住行业新动态发展的机会。

图3：股权架构图

资料来源：wind，新时代证券研究所

1.3、坚持“产投研”一体的战略，产投协同发展

聚焦主业，产投协同发展。公司近年来一直在围绕主营业务做外围投资布局，在投资方面始终秉持“以产定投、以投带产”的原则，力争实现产投协同。公司智能硬件板块子公司实益达技术与参股公司电明科技达成合作，双方在智慧灯杆、ETC 显示屏等业务领域展开合作；公司智慧营销板块子公司顺为广告与参股公司广州舜广信息科技有限公司达成业务合作，双方利用各自的优势服务互联网大客户，目前已有成功的合作案例。公司还会持续通过内生发展和外延布局相结合的方式拓展业务，更多会聚焦现有主营业务，围绕主营业务的上下游、周边业务以及前沿业务延伸布局。公司基于近年来在投资并购中积累的经验，形成了自身投资理念和逻辑。

辑，针对有业务协同及战略价值的标的，公司更多会沿着先投、后控、再并的投资逻辑，逐步完成投资布局，在充分了解标的公司的前提下，逐步加大投资，从而降低并购风险。

表1：主要收购和投资的公司

公司名称	业务性质	主营简介	持股比例
无锡实益达电子	制造业	无锡实益达创立伊始即与国际知名照明电子公司建立合作关系，并自主研发、制造、销售LED室内照明、车载电子，蓝牙音箱，蓝牙耳机等系列电子产品。	100%
无锡益锡电子	批发和零售	无锡益锡电子有限公司经营范围包括从事电子元器件（混合集成电路）、电子产品、数字发声设备的批发；贸易代理（不含拍卖）；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外）。	100%
深圳实益达技术	制造业	实益达是一家智能硬件孵化平台，以产品研发为核心，为用户提供以物联网技术为基础的工业智能制造、智能照明、智能家居等为一体的智能硬件孵化服务，同时帮助用户构建多层次、跨平台的研发体系。	87.22%
上海富数科技	技术服务	科学研究、富数立足是一家大数据风控服务提供商。主要为银行、消费金融、P2P 等企业提供建模数据补充、反欺诈验证、信用评估服务，帮助其提升风控环节效率。其大数据风控模型目前已落地应用于P2P、车贷、房贷等信贷业务。	3.41%
深圳汇大光电	硬件制造	公司自设立以来,一直专注于 LED 产品的封装,通过先进的封装技术生产出稳定性高的产品,生产的产品在国内同类产品中处于中高端地位。公司目前产品主要有直插(Lamp)LED、贴片(SMD)LED。	42.40%
深圳六度人和	批发、零售业	深圳市六度人和科技有限公司，是腾讯&用友战略投资的国家级高新技术企业，中国 CRM 行业的领跑者，为中国数万的企业提供销售体系的支撑服务。	13.75%
深圳电明科技	制造业	深圳市电明科技股份有限公司是由深圳市同洲电子股份有限公司显示技术事业部改制设立，已有 LED 产品的生产、销售历史十多年。	9.91%
北京赢销通	软件、信息技术服务	一家专业的营销信息解决方案服务商，为消费品、零售行业等提供经销商管理系统、移动销售服务等。	7.23%

资料来源：企查查，新时代证券研究所

设立产业基金，投资新兴领域。公司出资人民币 3000 万元与深圳市中小担人才股权投资基金管理有限公司（管理人）、深圳市引导基金投资有限公司共同发起设立股权投资基金-深圳市人才创新创业三号二期股权投资基金合伙企业（有限合伙），该基金投资方向主要集中于国家、省、市重点支持的战略性新兴产业、未来产业、现代服务业等行业，包括高技术、高成长、高附加值的项目以及国内外前沿技术、原创技术、颠覆性技术等领域，其中重点投向符合深圳市、区政府人才主管部门认可的人才创新创业企业。

2、深耕智能硬件，技术+客户优势助力高速发展

公司深耕智能硬件业务多年，始终关注研发创新、人才储备和客户挖掘。在智能照明等方面已经有一定程度的技术积累，并已经建立了具有较强的自主研发和创新能力的专业团队，智能硬件板块旗下核心子公司-实益达工业、无锡益明光电以及实益达智能先后取得高新技术企业证书，三家企业凭借在硬件产品规划、研发和制造领域的积累和底蕴，在智能硬件业务领域产业链上拓展和延伸，持续为公司发展提供稳定的业绩支持。公司旗下的智能硬件产品品类也从已成熟的智能照明拓展到消费级智能产品等众多细分领域，未来公司也会继续开拓 TWS 耳机和智能手表等智能可穿戴设备，逐步在更多有市场前景的智能硬件领域复制公司的产品能力，

拥抱产业新发展、新变化。

2.1、中国智能硬件行业发展加快，将踏入万亿市场

随着万物互联时代的到来，硬件智能化成为全社会共识，行业高速发展的前提条件已逐渐形成。在国家政策的催化、技术成熟、5G商用等利好因素作用下，信息技术改造传统设备的进程在加速，智能硬件作为“互联网+人工智能”的重要载体，整个产业迎来快速发展机遇。

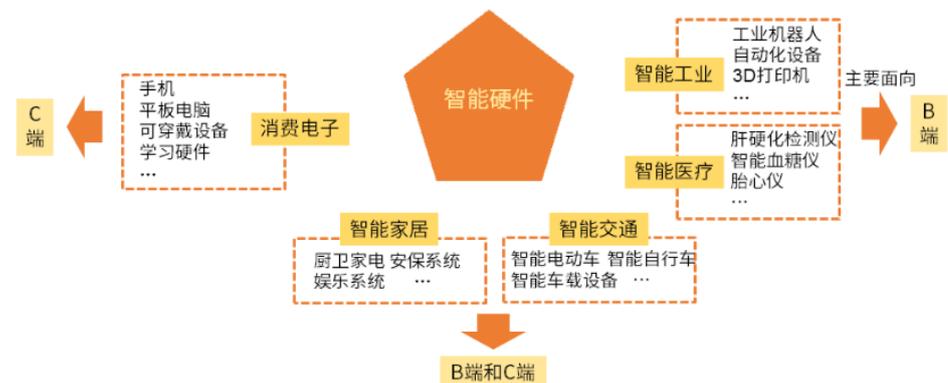
图4：智能发展历程



资料来源：公开资料整理，新时代证券研究所

智能硬件指通过将硬件和软件相结合，对传统设备进行智能化改造。智能硬件是具备信息采集、处理和连接能力，可实现智能感知、交互、大数据服务等功能的新兴互联网终端产品。在手机、电视等终端产品实现智能化之后，新一代信息技术正加速个人穿戴、交通出行、医疗、生产制造等领域集成融合，催生智能硬件产业蓬勃发展。智能硬件可分为五类：智能家居、可穿戴设备、智能交通、健康医疗、其他。其中，如消费电子等领域产品以C端消费者服务为主，普及程度高；智能家居、智能交通等领域对C端消费者及B端企业均有服务；智能工业和智能医疗的智能终端产品则主要面向B端企业，供给工厂、医院等机构。

图5：智能硬件分类



资料来源：艾媒咨询，新时代证券研究所

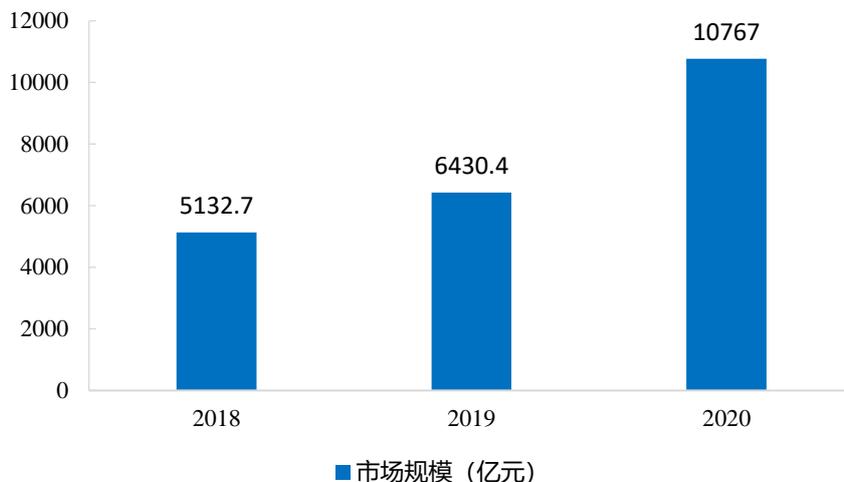
多政策支持市场发展,促进智能硬件产业扩大与升级。国务院等部门发布了《轻工业发展规划(2016-2020年)》、《中国制造2025》、《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020年)》等相关政策都对我国智能制造产业提出方向,要求产业发展坚持以供给侧结构性改革为主线,鼓励创新、加强合作,探索新业态、新模式、新路径;2019年11月,发改委等15部门联合印发的《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》,其中提出要深化制造业服务业和互联网融合发展,大力发展“互联网+”,激发发展活力和潜力,营造融合发展新生态;加快人工智能、5G等新一代信息技术在制造、服务企业的创新应用,逐步实现深度优化和智能决策。

表2: 智能硬件发展政策

时间	标题	主要内容
2015.05	中国制造2025	《中国制造2025》是经国务院总理李克强签批,由国务院于2015年5月印发的部署全面推进实施制造强国的战略文件,是中国实施制造强国战略第一个十年的行动纲领。
2016.09	智能硬件产业创新发展专项行动(2016-2018年)	以推动终端产品及应用系统智能化为主线,着力强化技术攻关,突破基础软硬件、核心算法与分析预测模型、先进工业设计及关键应用,提高智能硬件创新能力。着力优化发展环境,加快智能硬件应用普及进程,加强行业公共服务平台建设,夯实智能硬件发展基础。着力繁荣产业生态,建立标准、知识产权、创业创新平台、应用示范间的联动机制,培育新模式新业态
2017.12	促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020年)	工业和信息化部印发了《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020年)》(以下简称《行动计划》),以信息技术与制造技术深度融合为主线,以新一代人工智能技术的产业化和集成应用为重点,推动人工智能和实体经济深度融合,加快制造强国和网络强国建设。
2019.03	关于促进人工智能和实体经济深度融合的指导意见	把握新一代人工智能的发展特点,结合不同行业、不同区域特点,探索创新成果应用转化的路径和方法,构建数据驱动、人机协同、跨界融合、共创分享的智能经济形态。

资料来源：新时代证券研究所

2020年中国智能硬件将踏入万亿市场。根据iiMedia Research(艾媒咨询)数据显示,中国智能硬件市场发展较快,2020年市场规模预计达到10767.0亿元,目前市场上智能硬件普及程度开始提升,且产品种类更趋多样化,加上消费升级趋势下,智能硬件作为优质产品更受青睐,市场稳步扩大。

图6：2020年智能硬件市场进入万亿规模

资料来源：艾媒咨询，新时代证券研究所

2.2、公司从智能照明业务不断向智能穿戴拓展，布局更宽广的赛道

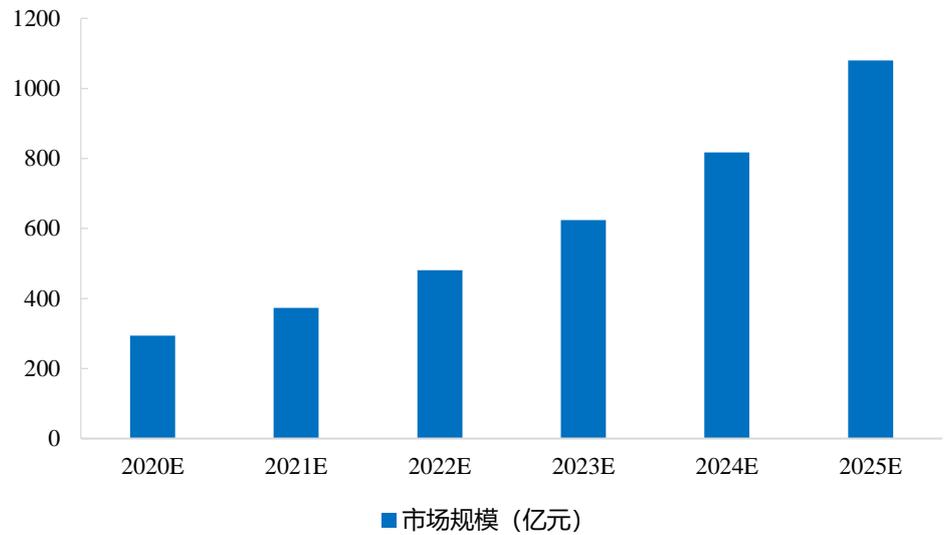
公司旗下的智能硬件产品品类也从已成熟的智能照明、智能电源部件，拓展到智能锁具、金融终端产品、基站电源等众多细分领域，未来公司也会继续开拓如TWS耳机等智能可穿戴设备、智能音响等更多智能终端设备市场，逐步在更多有市场前景的智能硬件领域复制公司的产品能力，成为智能硬件产品提供商。

目前公司智能硬件板块的核心产品业务主要包括两大块：

智能终端产品业务：主要包含LED智能照明、智能锁具、TWS耳机以及智能可穿戴等智能终端产品。

高端制造业务：公司为品牌商提供智能电源、工业控制产品等工业级产品的工程测试、制造、供应链管理等系列服务，聚焦高端工业设备和机器人等领域。为全球最大的芯片设备厂商ASMPT供应芯片设备零部件。

商业照明进入爆发期，行业快速增长，智能照明市场未来规模预计超千亿。伴随着5G商用以及新业态的布局，智能产业迎来了很好的发展方向，智能照明单品迎来了爆发式增长。而互联网时代主力军90后的到来，让智能照明产品迎来新一轮的快速增长。从市场需求角度，智能照明对传统照明市场的替代效应也会极大激发智能照明市场的需求，智能照明产业极具诱惑力的市场“大蛋糕”已逐步呈现，预计2025年智能照明市场规模将超千亿元。

图7： 预计 2025 年智能照明市场规模将超千亿元

资料来源：前瞻产业研究，新时代证券研究所

公司赋能传统照明，重塑产业生态。实益达是公司旗下的商业照明品牌，深耕行业 10 余年，商业照明业务广泛运用于零售业、地产业、会展、商业中心、医疗、校园等领域，公司拥有成熟的研发及制造平台，为客户提供集研发生产、设计、服务为一体的一站式智能商业照明解决方案，致力于用灯光推动生活。现已为多家知名品牌服务，落地多个精品项目，研发生产基地现已布局无锡、深圳、新加坡、马来西亚各地。

图8： 实益达案例：京东·Fresh

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图9： 实益达案例：百联·逸刻

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

工智能可穿戴主控芯片及应用技术研发项目建设完成后，会和公司已有产业形成联动优势、技术优势、市场优势，进一步深化公司在智能硬件业务的布局。

可穿戴设备产品市场前景十分广阔，年均复合增长率为 19.01%。根据 Mordor Intelligence Analysis 发布的《Global Smart Wearable Market Growth, Trends, and Forecast (2019 - 2024)》数据显示，2018 年全球可穿戴设备市场规模高达 181.51 百万件，预计 2024 年全球可穿戴设备市场规模达到 515.79 百万件，年均复合增长率为 19.01%。中国可穿戴设备市场规模保持稳定增长，以 4.01% 的年均复合增长率从 2017 年的 4,195 百万美元增长至 2023 年的 5,311 百万美元，可穿戴设备产品市场前景十分广阔。

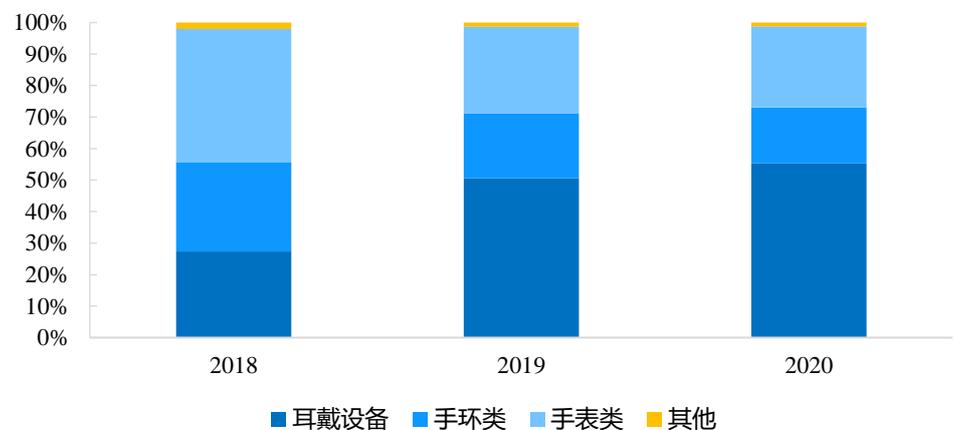
图13：全球可穿戴市场规模



资料来源：Mordor Intelligence Analysis，新时代证券研究所

从可穿戴设备产品结构来看，耳戴设备市场份额大幅上升。2018—2019 年，耳戴设备市场份额大幅上升，2019 年占比突破 50%，达到 50.7%；手环、手表类产品份额有所下滑，2019 年占比分别为 20.6% 和 27.5%。

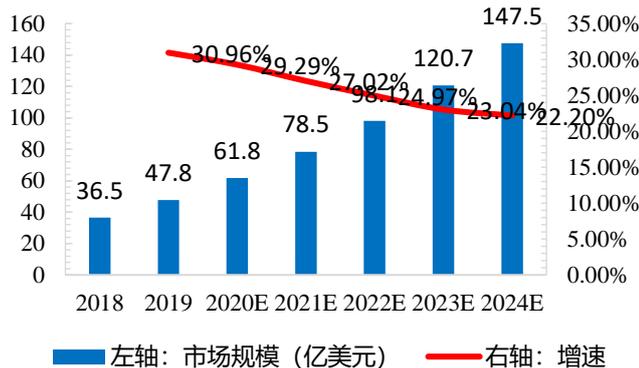
图14：2018-2020 全球可穿戴设备产品结构



资料来源：前瞻产业研究院，新时代证券研究所

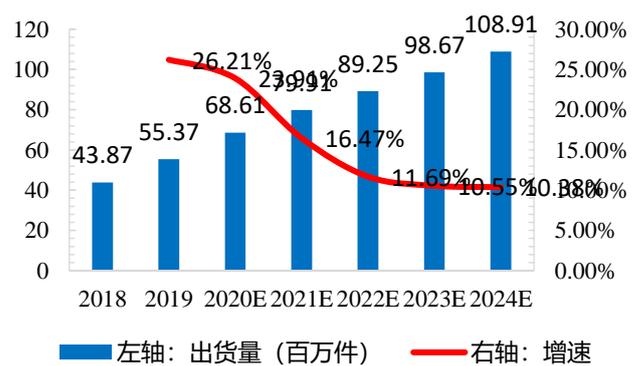
全球 TWS 耳机市场 2018-2024 年均复合增长率高达 26.21%，全球智能手表市场年均复合增长率为 16.36%。根据 Arizton 发布的统计报告，2018 年全球 TWS 耳机市场规模已达到 36.5 亿美元，未来将保持稳定快速增长，预计 2024 年全球 TWS 耳机市场规模将上升至 147.5 亿美元，2018-2024 年均复合增长率高达 26.21%。根据 Mordor Intelligence Analysis 发布的报告显示，2018 年全球智能手表出货量已经达到 43.87 百万件，随后保持稳定增长，2024 年全球智能手表出货量将达到 108.91 百万件，年均复合增长率为 16.36%，智能手表市场空间潜力巨大。

图15：2024 年全球 TWS 耳机市场规模将上升至 147.5 亿美元



资料来源：Arizton，新时代证券研究所

图16：2024 年全球智能手表出货量将达到 108.91 百万件



资料来源：Mordor Intelligence Analysis，新时代证券研究所

收购益智飞，设立实益达电声，自建 ODM 生产线，为公司未来实现可持续的快速发展带来新引擎。公司不仅收购了国内领先的 TWS 方案提供商益智飞，发起设立了控股子公司实益达电声，还用自有资金建设了 TWS 成品生产线。截至目前，益智飞的方案业务处于高速增长过程中，实益达的 TWS 成品生产线 (ODM) 已经进入量产阶段。TWS 业务有望在不久的未来成为公司新的业绩增长点。

2.3、技术+客户双重优势，助力公司拓展智能硬件市场

增强研发投入，提升智能硬件产品竞争力。智能硬件系公司的成熟业务板块，近年来公司非常重视硬件业务板块的研发投入，尤其是智能硬件、智能控制软件等的研发，提升软硬件结合的核心能力、拓宽产品品类、延伸产业链，是公司智能硬件业务板块正在持续构建的长期竞争力。目前公司在智能照明、智能锁具等方面已经有一定程度的技术积累，并已经建立了具有较强的自主研发和创新能力的专业团队。公司在销的智能照明产品都是公司自主研发，部分热销的系列产品获得了客户好评截至 2019 年公司共申请了 32 项专利，获得了 38 项专利授权（含前期申请的专利于本报告期内获得授权）。

与 EGLO、怡化股份等优质客户合作，毛利率水平基本维持在 20% 左右。经过近几年的调整、规划和布局，智能硬件业务板块的经营业绩得以大幅改善，整体毛利率水平基本维持在 20% 左右的水平。2019 年上半年，因受自 2018 年下半年以来开始的全球范围内经济下行、中美贸易摩擦等因素的影响，硬件业务板块的收入规模有所下滑，但整体毛利率达到 21.76%，业务健康度非常不错。自 2019 年第三

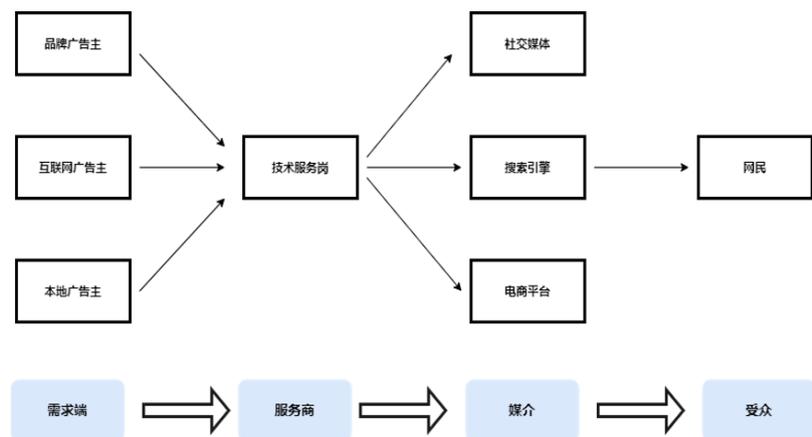
季度开始，硬件业务板块新切入的客户-欧洲客户 EGLO、SSG 以及国内客户怡化股份开始规模化量产，带动下硬件业务板块的收入规模同比大幅增长 21.49%。公司智能硬件板块目前的主要客户资质良好，通过与优质客户的合作，公司也能更好地触及先进技术和终端市场，为公司产品规划、管理等方面带来更好的借鉴。

3、智慧营销市场空间广阔，新兴营销技术和模式带来新机遇

3.1、智慧营销市场广阔，将成为行业的下一个风口

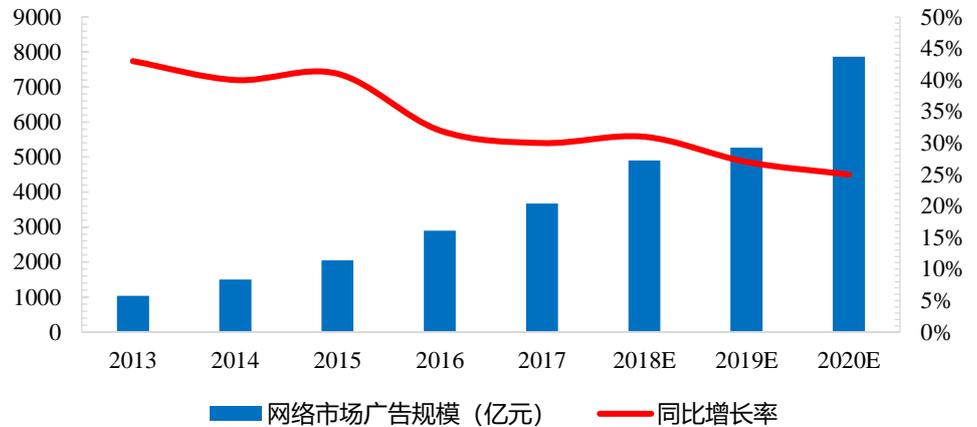
智慧营销是通过数字化多媒体渠道，实现营销精准化、营销效果可量化和数据化的一种营销活动。智慧营销服务机构基于互联网媒介渠道，利用数字化的信息和网络媒体的交互性为客户提供营销服务的市场营销方式，是基于明确的数据库对象。智慧营销广告区别于传统营销渠道最大的特色在于其精准投放的效果，其作为互联网行业与广告行业的交叉领域，兼有两大行业的基本特征。常见的智慧营销有网络媒体、移动媒体、社交媒体、搜索引擎广告，新媒体广告，网络视频广告，网盟导航广告和 APP 应用分发市场广告等。

图17：智慧营销产业链



资料来源：立鼎产业研究，新时代证券研究所

智慧营销行业处于高速发展阶段，空间广阔。我国智慧营销行业发展非常迅猛，2017年中国智慧营销市场规模达到3750.1亿，同比增长31.9%，在2018年增速仍保持在30%以上。未来随着互联网规模的持续扩大，市场规模有望继续保持高速增长，在2020年市场规模将近8000亿元。中国网络广告市场仍旧是互联网产业重要的商业模式，并且市场随着互联网企业形态和格局的变化而变化。未来5-10年，网络广告将继续跟随互联网产业发展，进入以互联网作为连接点，以技术为驱动，打破多种渠道和资源进行精细化管理，以内容创意和基于数据分析的优化能力作为核心竞争力的阶段。

图18： 中国互联网广告市场规模

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

3.2、 面对行业变革，新兴技术迎来新机遇

数字经济带动数字营销行业快速发展，大数据和人工智能正在重塑数字营销格局、推动营销技术及方式变革。以大数据、云计算等新兴数字科技为核心的商业模式正在颠覆整个产业生态，众多企业在数据化的浪潮中加速整合。一方面，5G时代和大数据技术带来的技术升级，有力的推动了数字精准营销、效果营销的发展，新兴媒体、传播形式也在不断增加和变化，撼动着传统营销市场的霸主地位；另一方面，随着互联网媒体资源的不断集中，利用互联网进行营销，凭借数据挖掘、文本分析、人工智能等技术，能更方便获得精准营销所需资源，以替代以往粗放的营销方式，这均是传统的营销服务商难以比拟的。随着科技的发展，数字营销行业在不断进化、变革，但数字营销行业的变化重要方向之一就是追求精准营销、效果营销，其实这也是回归营销本质，数字营销已经从单纯的文字、声音、影像投放，发展为深挖消费者需求，完成高效投放的营销目的。

整合三家公司业务，打造整体服务客户的能力。经过前期对数字营销板块旗下顺为、奇思和利宣三家公司的业务梳理和调整，三家公司聚焦在各自擅长的业务领域，业务健康度有所提升。为了进一步提高服务客户的综合能力、提升管理效率以及节约管理成本，公司对三家公司进行了深度整合，从业务协同、团队融合、后台整合等方面，推动三家公司共同开拓客户、共同服务客户，从而打造整体服务客户的能力。未来随着5G信息相关功能落地、前沿科技不断发展，相信将为公司的数字营销业务尤其是效果营销带来新的机遇。

图19：公司智慧营销业务



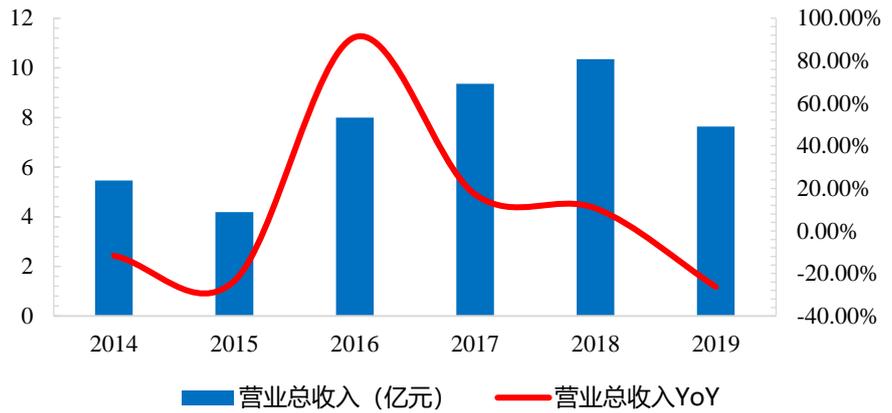
资料来源：公司资料整理，新时代证券研究所

公司打造智慧营销“雷达”平台，让企业在互联网+时代市场营销中做得越来越精准和高效。智慧营销“雷达”平台是融合了GBDT、CNN、RNN、MLP、AVE等先进技术的人工智能平台，运用人工智能和数据挖掘算法技术有效的整合企业内外部数据，为企业打造专属的智慧营销中心，实现营销的智能化和自动化。该平台强大的数据采集能力、智能的信息处理能力以及灵活的服务提供能力可大幅提升企业的数字营销效率。智慧营销“雷达”平台基于多线索、多维度对客户进行评分排序，建立智慧个性化的客户营销服务体系，准确的定位优质潜在客户群和发现客户的个性化需求，由AI反向驱动内部员工的有效销售，帮助EC提升了营销效能与运营管理效能，积极的促进了其与上下游合作伙伴的深层合作互惠关系。

4、财务分析

公司营业收入总体逐步上升。公司总体营收处于稳步上升态势，2015年营业收入和增速均出现下滑是因为公司正面临转型的关键时点，传统照明业务和消费类电子业务板块营业收入下滑，新型智慧营销业务正处于初步开发阶段，暂时没有体现出较强的创收能力。2019年公司营业收入同比下降是因为受国内、外经济大环境变化趋势和行业不景气影响。2020年公司积极开展多项措施，有效应对，预计2020年公司营收将重回上升趋势。

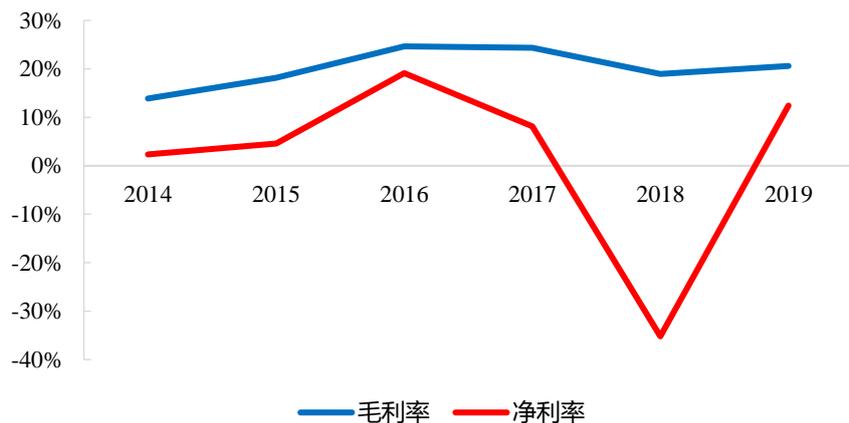
图20：公司营业收入及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

公司毛利率相对平稳，稳中有升。从 2014 年毛利率为 13.88% 提升至 2017 年的 20.62%，公司的盈利能力逐步增强。净利率方面，随着利润的增加，净利率也随着提升。2018 年因公司的投资收益方面出现了亏损，因此造成了净利率下滑的现象，后续又重回正常轨道。

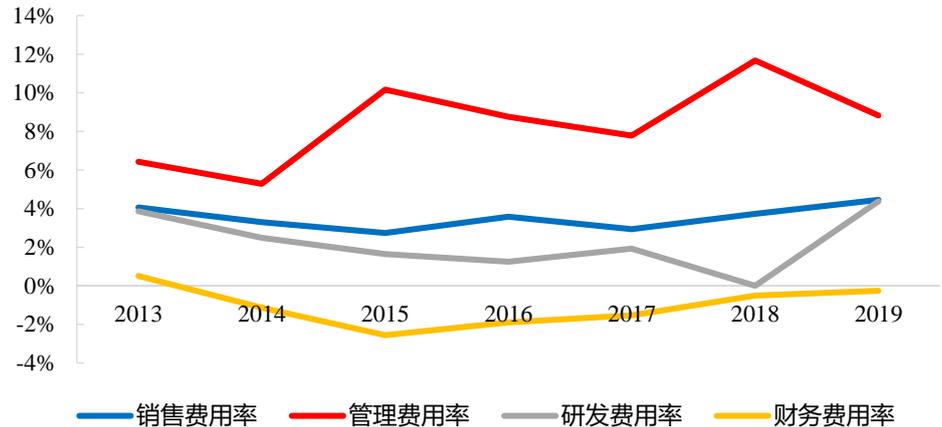
图21：公司毛利率与净利率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

公司费用率整体平稳，近年来开始注重研发，研发费用同比加大。公司销售费用、财务费用和管理费用相对毕竟平稳，近几年公司加大研发投入，重点投入智能照明、智能电源等智能硬件业务领域相关产品的研发，截至 2019 年底公司共申请了 32 项专利，获得了 38 项专利授权。

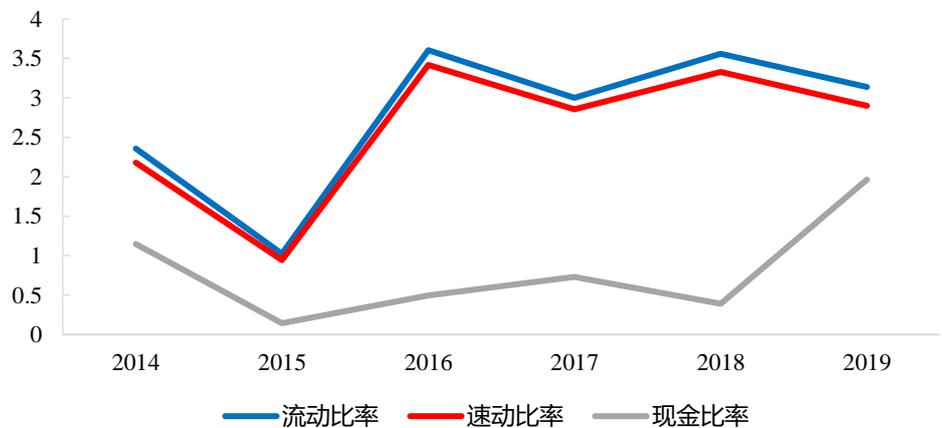
图22：公司费用率情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

公司近几年流动比率和速动比率相对稳定，有较强的偿债能力。公司流动比率和速动比率近几年维持在 3 到 4 之间，数值相对稳定，现金比率 2019 年有大幅度提高，则公司有较强的偿债能力。

图23：公司流动比率、速动比率和现金比率



资料来源：wind，新时代证券研究所

5、盈利预测与估值评级

5.1、关键假设及盈利预测

智慧营销：行业高速发展，由于受全球疫情影响，公司部分业务受到一定的冲击，但公司打造的智慧营销“雷达”平台和丰富的客户资源将持续为公司带来收益。预计 2020-2022 年该业务营收同比增速分别为 12%，20%，25%。

消费电子：随着 5G、物联网时代的到来，公司近年来一直在深耕智能硬件业务，加大研发投入，多款研发的新品投入市场后热销，公司智能穿戴业务业务将持

续受益。预计 2020-2022 年该业务营收同比增速分别为 18%，35%，40%。

LED 照明：该业务受益于行业回暖，公司在海外市场业务快速发展，同时在国内市场树立自我品牌，未来将有高速发展。预计 2020-2022 年该业务营收同比增速分别为 13%，20%，25%。

表3：盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
LED 照明	3.93	3.49	3.94	4.73	5.92
YoY		-11.20%	13.00%	20.00%	25.00%
消费电子	1.92	1.53	1.81	2.44	3.41
YoY		-20.31%	18.00%	35.00%	40.00%
数字营销	4.33	2.33	2.61	3.13	3.91
YoY		-46.19%	12.00%	20.00%	25.00%
其他业务	0.17	0.28	0.42	0.63	0.95
YoY		64.71%	50.00%	50.00%	50.00%
总收入	10.35	7.63	8.78	10.93	14.19
YoY		-26.28%	15.06%	24.52%	29.79%

资料来源：新时代证券研究所

5.2、估值水平与投资评级

公司主营业务分为两大类，智慧营销业务上市公司可对标的主要包括分众传媒、蓝色光标；智能硬件业务上市公司对标主要是华体科技、欧普照明，2020 年虽然受全球疫情影响，公司部分业务受到一定的冲击，但公司积极开展多项措施，有效应对，公司营业收入同比增加，扣非净利润增幅明显，鉴于公司目前所处市场空间巨大，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 8.78/10.93/14.19 亿元，增速分别为 15.1%、24.5%、29.8%，归母净利润分别为 0.38/0.70/0.99 亿元，EPS 分别为 0.07/0.12/0.17 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

表4：可比公司估值表（价格为 2021-03-30 日收盘价）

证券代码	证券简称	股价	市值 亿元	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002027	分众传媒	9.40	1362	0.13	0.26	0.36	49	38.77	27.51	9.71
300058	蓝色光标	6.48	160	0.29	0.3	0.36	19.81	19.52	16.46	1.59
平均				0.21	0.28	0.36	34.41	29.15	21.99	5.65
603679	华体科技	17.69	26	0.92	0.76	1.45	44.68	25.01	13.16	3.71
603515	欧普照明	28.32	215	1.18	1.17	1.36	23.87	24.01	20.67	4.28
平均				1.05	0.97	1.41	34.28	24.51	16.92	4.00

资料来源：wind，新时代证券研究所

6、风险分析

(1) 投资风险

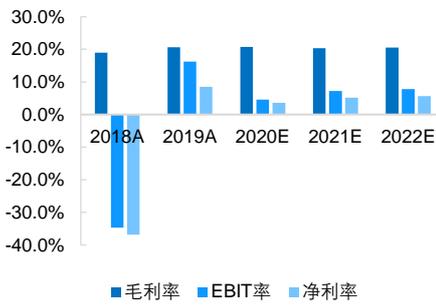
公司在投资过程中，可能因多方面原因（如标的企业尽调、业务谈判进展不顺利等）导致整个项目中途停止，也可能在投资完成后，发生标的公司业绩承诺未达成、业绩下滑、生产经营出现重大不利变化等情形，从而导致公司投资不达预期甚至投资失败的风险。

（2）中美贸易摩擦升级和汇兑损失的风险

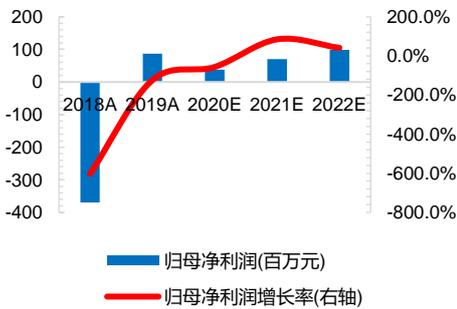
若中美贸易摩擦继续升级，公司出口关税因此增加，将对公司业务带来不利影响。同时，因公司国际销售业务目前主要以美元结算，并且对国际客户通常提供一定的信用期限，由此形成了银行存款(美元)和以美元计价的应收账款等外币资产，若人民币汇率波动特别是人民币升值，将使得公司面临汇兑损失的风险。

附：财务预测摘要

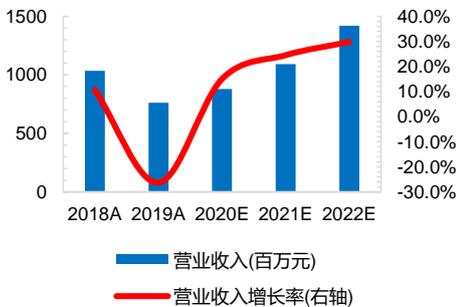
1、毛利率、EBIT率、净利率



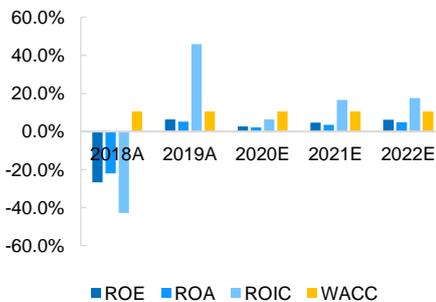
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1036	763	878	1093	1419
营业成本	839	606	696	870	1128
折旧和摊销	17	17	11	13	16
营业税费	7	5	6	7	10
销售费用	39	34	35	45	58
管理费用	86	67	75	95	123
财务费用	-5	-2	-3	-11	-13
公允价值变动损益	0	4	0	0	0
投资收益	36	119	0	40	60
营业利润	-372	129	43	90	125
利润总额	-356	127	48	92	128
少数股东损益	2	8	2	5	6
归属母公司净利润	-370	87	38	70	99

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	1667	1824	1810	2105	2157
流动资产	1036	952	1280	1563	1751
货币资金	103	117	397	477	650
交易型金融资产	0	478	239	358	299
应收账款	219	236	236	382	399
应收票据	10	2	13	5	19
其他应收款	41	12	43	29	63
存货	67	73	51	123	89
可供出售投资	76	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	241	70	-11	-122	-204
固定资产	76	61	67	78	97
无形资产	47	41	27	10	-3
总负债	292	346	292	512	460
无息负债	292	345	291	512	459
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1374	1478	1518	1593	1698
股本	579	578	578	578	578
公积金	961	918	918	918	918
未分配利润	-239	-148	-119	-68	-0
少数股东权益	34	51	53	57	63

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2	42	-292	173	-80
净利润	-367	95	40	75	105
折旧摊销	17	17	11	13	16
净营运资金增加	148	-588	319	-127	123
其他	205	518	-662	212	-324
投资活动产生现金流	-150	-26	569	-105	240
净资本支出	10	8	15	-14	14
长期投资变化	-82	-19	81	96	81
其他资产变化	-222	-38	665	-22	335
融资活动现金流	-31	10	3	11	13
股本变化	-0	-2	0	0	0
债务净变化	-86	53	-54	221	-53
无息负债变化	-78	53	-54	221	-53
净现金流	-177	26	281	80	173

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.6	-26.3	15.1	24.5	29.8
净利润增长率	-580.5	125.8	-57.8	86.6	40.7
EBITDA 增长率	-392.8	141.0	-63.9	81.8	37.6
EBIT 增长率	-447.7	134.5	-67.8	98.6	40.5
估值指标					
PE	52.1	-11.4	78.7	42.6	30.2
PB	2.3	3.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	-8.5	17.4	47.4	23.9	16.6
EV/EBIT	-8.1	19.7	60.2	27.9	18.9
EV/NOPLAT	-7.9	26.5	71.7	34.5	23.1
EV/Sales	2.8	3.2	2.7	2.0	1.5
EV/IC	2.2	1.7	1.6	1.4	1.3
盈利能力 (%)					
毛利率	19.0	20.6	20.7	20.4	20.5
EBITDA 率	-33.1	18.4	5.8	8.4	8.9
EBIT 率	-34.7	16.2	4.5	7.2	7.8
税前净利润率	-35.9	16.9	4.9	8.2	8.8
税后净利润率 (归属母公司)	-36.8	8.5	3.6	5.2	5.7
ROA	-22.0	5.2	2.2	3.5	4.9
ROE (归属母公司) (摊薄)	-26.7	6.4	2.6	4.7	6.2
经营性 ROIC	-42.9	46.0	6.3	16.5	17.6
偿债能力					
流动比率	3.6	3.1	4.7	3.3	4.0
速动比率	1.3	2.8	3.4	2.6	3.3
归属母公司权益/有息债务	5514.8	4139.6	4985.8	4807.7	5329.8
有形资产/有息债务	4578.5	2938.1	4583.0	5136.9	6029.2
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.64	0.15	0.07	0.12	0.17
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.93	1.06	-0.51	0.30	-0.14
每股自由现金流(FCFF)	-0.10	1.31	-0.50	0.38	-0.05
每股净资产	2.31	2.47	2.54	2.66	2.83
每股销售收入	1.79	1.32	1.52	1.89	2.46

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马笑，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，首席分析师，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名；2020年Wind金牌分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	梁爽 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	阎喜蒙 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	丁培培 销售经理 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>