



麦达数字(002137.SZ)

【联讯通信公司深度】产投研战略进入收获期，拓宽智能硬件业务边界

2019年10月25日

投资要点

增持(首次评级)

当前价：7.46 元

目标价：元

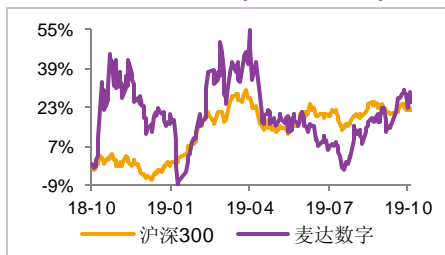
分析师：李仁波

执业编号：S0300518010001

电话：0755-83331495

邮箱：lirenbo@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1035.5	1169.4	1571.2	2164.3
(+/-)	10.6%	12.9%	34.4%	37.6%
归母净利润	-369.52	119.86	151.82	187.79
(+/-)	-591%	132%	26.7%	23.7%
EPS(元)	-0.64	0.21	0.26	0.33
P/E	-12	36	28	23

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

◇ 切入智慧电源领域，推动智能硬件板块增长，

公司最新研发的智能灯以及智能电源等产品线获得了欧洲客户肯定，2019年7月来自欧洲市场客户 EGLO 的新增订单需求增加明显；2019年公司新切入的国内金融科技领域的优质客户—怡化股份，2019年7月订单需求大幅增加，夯实公司智能硬件板块业绩的稳定增长。

近年来公司持续在寻找智能硬件业务升级的突破口。公司智能硬件板块除了目前已成熟的智能照明、智能电源部件等之外，也在不断推进如大功率智能电源、传感器等其他智能硬件相关部件的研发工作。根据公告，公司正积极拓展 5G 基站电源等相关项目公司正在积极推进，

◇ 5G 时代下，智能电源应用充分受益

5G 小微基站所需的电源数量将大幅提升。未来国内 5G 宏基站的建设数量大概是 4G 基站的 1.5 倍。而考虑到小基站对宏基站热点的覆盖范围内 20%-50%的区域计算，国内的 5G 小基站也将达到 950 万个。按照 1 座新建基站要配 1 整套通信电源的通常用量来计算，基站电源市场规模在未来 3-5 年内将会有爆发性的增长。

◇ 产业为本、资本为翼

公司不断进行产业链延伸，在与原有业务密切相关的大数据、人工智能等领域深入布局，投资了如麦盟科技、六度人和、舜飞科技等一批优质企业，逐步形成了一套相对成熟的投资逻辑，即“投资拉动产业、产业赋能投资”。

◇ 投资评级

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.20/1.52/1.88 亿元，EPS 为 0.21/0.26/0.33 元，对应的 PE 为 36/28/23 倍。公司切入智慧电源业务，打开公司新的增长空间。同时公司激发内部创业活力，金融终端订单增速快，产投研政策有望进入收获期，我们看好公司未来智能硬件业务的发展和总体发展方略，首次覆盖给予“增持”评级。

◇ 风险提示

业务拓展不及预期；盈利能力不及预期；投资标的公允价值变动



目 录

投资案件	4
投资评级与估值	4
关键假设点	4
有别于大众的认识	4
股价表现催化剂	4
核心风险提示	4
一、坚持内有外拓，打造智能营销和智能硬件双驱动模式	5
（一）智能硬件和智能营销双驱动	5
（二）公司业绩状况	6
（三）公司股权结构	7
二、行业研究：智能硬件市场空间广阔	8
（一）智能硬件市场广阔，赛道加速启动	8
1、智能照明进入发展新赛道	9
2、5G 时代下，智能电源应用充分受益	11
3、智慧灯杆试点推动智慧城市项目落地	12
（二）智慧营销国内市场广大，短期出现结构型调整	14
三、公司研究：智能硬件稳定增长，产投研战略进入收获期	15
（一）客户优质，毛利率持续提升	15
1、公司客户优质	15
2、注重研发，毛利率持续提升	15
（二）智能硬件板块快速增长，智慧营销转型升级	16
（三）投资板块——产业为本、资本为翼	17
（四）机制创新，激发内部创业活力	18
四、盈利预测与估值	18
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司主营业务构成	6
图表 3：2014-2019 上半年公司营收及增速	7
图表 4：2014-2019 上半年公司归母净利润及增速	7
图表 5：公司股权结构	7
图表 6：智能硬件细分产品类型	8
图表 7：2017 年智能硬件细分领域市场占比	8
图表 8：2012-2017 年国内智能硬件市场规模(亿元)	9
图表 9：2018-2019 年国内智能硬件市场规模预测(亿元)	9
图表 10：2012-2017 年国内智能硬件市场规模(亿元)	9
图表 11：国内智能硬件分类	9



图表 12: 智能照明控制流程	10
图表 13: 2015-2020 全球智能照明市场规模预测及增速	11
图表 14: 全球智能照明市场规模国内外增速对比	11
图表 15: 2013-2018 年国内模块电源市场规模及增速	11
图表 16: 2018 年国内模块电源行业市场竞争格局	11
图表 17: 2019 年国内出台的智慧灯杆相关政策	12
图表 18: 智慧灯杆功能分析图	13
图表 19: 2016-2022 年全球及国内智慧路灯市场规模及增速预测	13
图表 20: 2013-2020 年全国国内数字营销市场规模及增速预测	14
图表 21: 公司部分客户一览	15
图表 22: 公司研发投入持续增长	16
图表 23: 公司毛利率触底反弹	16
图表 24: 智能硬件板块营收增速	16
图表 25: 智能硬件净利润增速	16
图表 26: 公司战略投资布局	17
图表 27: 主营业务收入预测	18
图表 28: 可比公司估值对比表	19
附录: 公司财务预测表 (百万元)	20



投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.20/1.52/1.88 亿元，EPS 为 0.21/0.26/0.33 元，对应的 PE 为 36/28/23 倍。公司切入智慧电源业务，打开公司新的增长空间。同时公司激发内部创业活力，金融终端订单增速快，产投研政策有望进入收获期，我们看好公司未来智能硬件业务的发展和总体发展方略，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设点

公司智慧营销板块正处于整改升级阶段，由于控制客户质量我们认为该业务板块今年略有下滑，未来几年维持较低的增长速度。鉴于客户健康程度的提升，我们假设智能营销板块的毛利率略有提升。

公司的智能硬件板块是公司未来大力发展的业务，由于今年在智能照明和工业控制板块均拓展了新的大客户，其中 EGLO 和怡化股份在下半年的订单需求大幅增加。我们假设公司未来三年的业务量增速分别为 50%、60%、60%。受益于公司的品牌建设和技术积累，我们假设公司的毛利率略有提升。

假设公司的三费率与过去保持稳定。

有别于大众的认识

市场认为公司数字营销业务发展困难，且智能硬件领域增速不会太快。

我们认为公司智慧营销板块正处于转型升级期。公司坚持“技术+数据”作为该板块的未来业务转型升级方向。智能硬件板块收入快速增长。受益于良好的技术储备和服务品牌客户经验，目前公司在大力拓展智能硬件产品，并取得了较好的成果。智能硬件板块除了目前已成熟的智能照明、智能电源部件等之外，也在不断推进如大功率智能电源、传感器等其他智能硬件相关部件的研发工作。未来有望切入更大市场的智慧能源领域。

股价表现催化剂

1、智慧电源项目进展顺利；2、投资的公司公允价值正向变动；3、新产品订单增加。

核心风险提示

业务拓展不及预期；盈利能力不及预期；投资标的公允价值变动



一、坚持内有外拓，打造智能营销和智能硬件双驱动模式

深圳市麦达数字股份有限公司（简称麦达数字）1998年在深圳市成立。多年来通过“内优外拓”的战略部署，公司从深耕传统制造行业转型为以“智慧营销+智能硬件”产投研相结合的集团化企业。1998年6月，麦达数字前身实益达创立，主营EMS业务。2007年于A股上市(股票代码：002137)，成为国内首家EMS上市公司。

2015年，通过收购顺为互动、奇思国际、利宣广告初步建立“全案数字营销服务+创意策划+社会化媒体营销服务”的产业格局。以数字营销行业的产业并购作为突破口，从传统行业切入到互联网行业，并正式更名为“麦达数字”。2016年，延伸布局企业级SaaS战略举措落地—投资国内领先的消费品行业SaaS服务提供商赢销通和SaaS SCRM龙头企业六度人和。同年，集团旗下智能硬件板块各子公司也相继登陆新三板，完成资产证券化。

智能硬件板块作为麦达的成熟业务板块，持续为公司战略转型提供稳定的业绩支持。2017年成立北京麦达，引入甲骨文前全球副总裁高礼强及其团队，加大在大数据、人工智能、互联网广告精准投放和营销SaaS方面的技术投入，丰富麦达数字集营销策略、资源服务和营销技术为一体的一站式智慧营销解决方案，提升麦达数字营销技术、销售、运营、战略及投资等方面的综合能力，为麦达未来的战略发展提供更强有力的智力支持。2018同年，投资大数据风控技术服务提供商富数科技，内部孵化麦盟科技，设立专项产业基金，进一步夯实战略转型的基础麦达数字在不断的创造着行业奇迹的同时，通过内生式发展+外延式并购，以“产投研”相结合推进“智慧营销+智能硬件”双轮驱动战略的落地，打造“技术+数据”驱动的一流企业级SaaS平台和生态圈。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、联讯证券

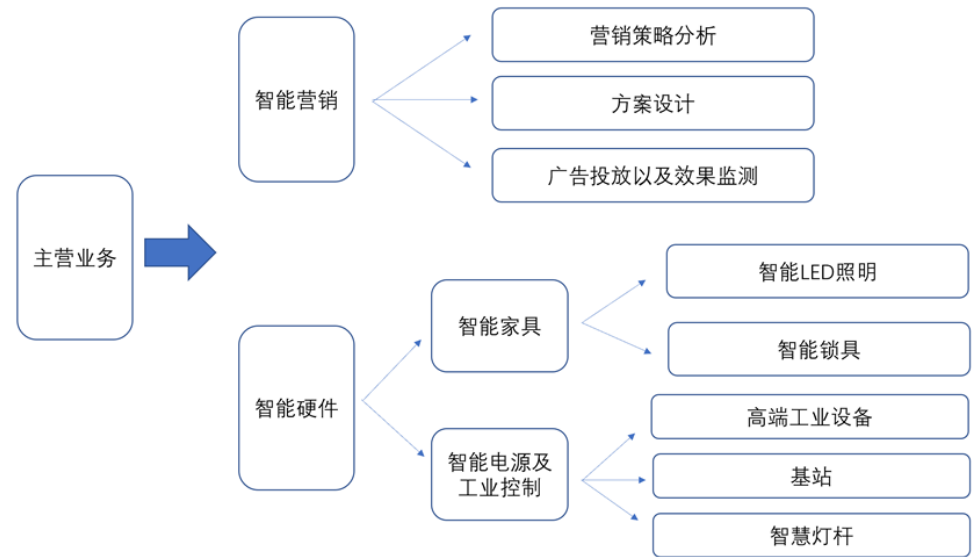
（一）智能硬件和智能营销双驱动

公司主营业务主要为智能营销和智能硬件两大板块。公司在2015年通过收购顺为广告、奇思广告和利宣广告三家公司，正式进军智慧营销领域，提前布局SaaS领域，主要产品包括提供营销策略规划、方案设计、广告投放以及效果检测等一系列智能营销服务链，对接客户包括国内外各领域的知名品牌商。而智能硬件板块又具体细分为智能家居产品和智能电源及工业控制。智能家居产品包括智能LED照明和智能锁具的研发生产及其销售，其中智能LED照明产品尤其受国内外知名商家的一致好评，比如智能筒射



灯、无边框面板灯、智能嵌入式灯具。智能电源及工业控制包括高端工业设备、基站和智慧灯杆三种电源产品，高端工业设备电源主要提供给圆晶切割、圆晶系统、塑封设备和焊线机。同时，随着国内 5G 建设高峰期的临近，基站电源和智慧灯杆也将会成为公司未来重要的利润增长点。

图表2： 公司主营业务构成



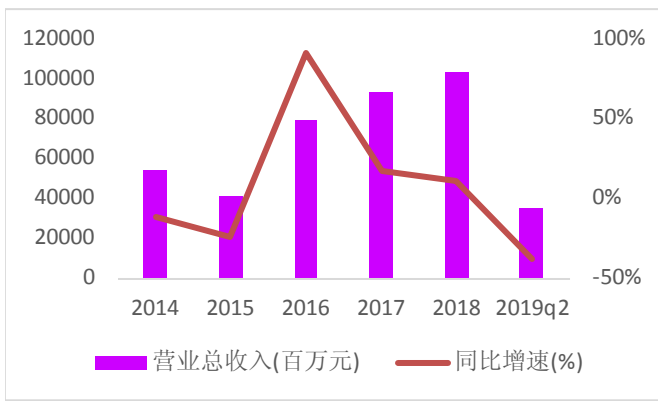
资料来源：联讯证券

（二）公司业绩状况

公司从 2014 年开始企业的转型升级，从传统的 EMS 制造转变为广告服务和智能 LED 生产销售商。业绩得到明显改善，而且在 2015 年收购数家广告公司，正式切入数字营销领域，该领域一度成为公司的主要业务构成并为公司营收和净利润带来较大增速，2014 年到 2016 年，归母净利润由 1427.63 百万元增长至 14998.77 百万元。但随着中美贸易战的贸易摩擦带来收入同比下降，以及智能硬件和智能营销两个市场的竞争加剧导致的毛利率不断下滑。公司净利润不断下滑，但由于公司产品性能和性价比，营业收入多年保持着较稳定的增长，从 2014 年的 54651.77 百万元增至 2018 年的 103553.4 百万元。然而，19 年上半年公司成功接获国外知名厂商的大额高毛利率的智能硬件订单，整体毛利率得到大幅改善，公司净利润同比上升 69.61%。同时国内 5G 建设期加速，智能灯杆和基站电源未来大量的需求预期，公司有望出现业绩拐点，扭亏转盈。

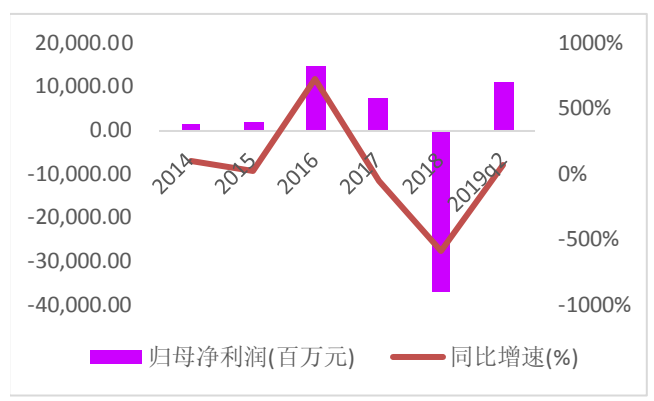


图表3: 2014-2019 上半年公司营收及增速



资料来源: 联讯证券

图表4: 2014-2019 上半年公司归母净利润及增速

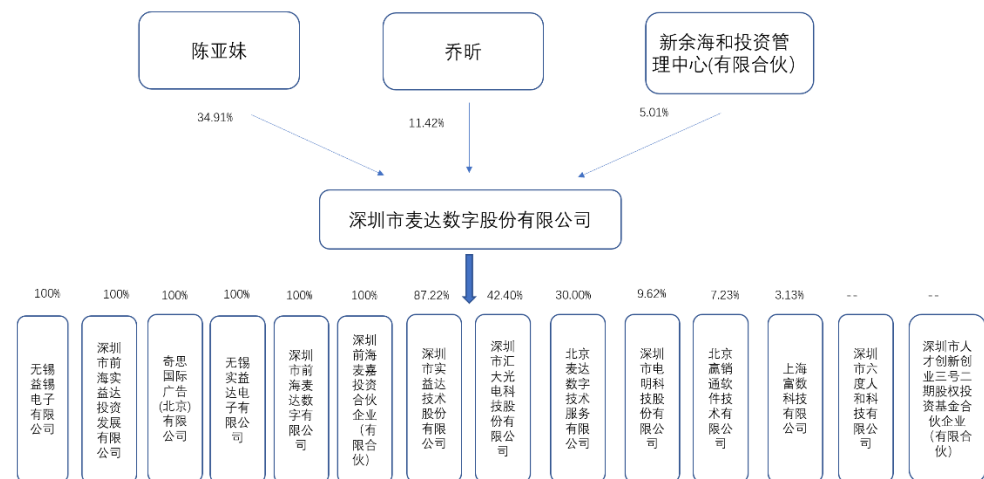


资料来源: 联讯证券

(三) 公司股权结构

公司实际控制人为陈亚妹和乔昕, 陈亚妹直接持有公司 34.91%股权和乔昕持有 11.42%股权。此外, 新余海和投资管理中心(有限合伙)占有公司 5.01%股权。公司名下拥有 6 家全资的子公司如深圳市前海麦达数字有限公司、深圳市前海实益达投资发展有限公司。其余还有 8 家部分入资公司如深圳市汇大光电科技股份有限公司、深圳市电明科技股份有限公司

图表5: 公司股权结构



资料来源: Wind、联讯证券



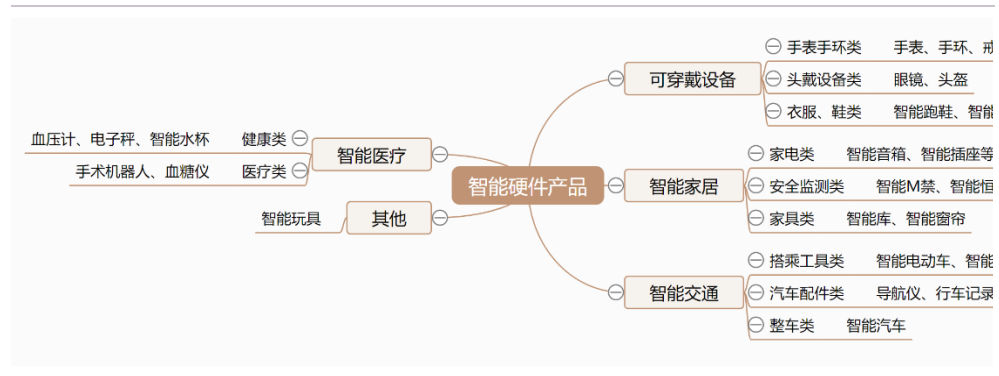
二、行业研究：智能硬件市场空间广阔

(一) 智能硬件市场广阔，赛道加速启动

智能硬件是以平台性底层软硬件为基础，以智能传感互联、人机交互、新型显示及大数据处理等新一代信息技术为特征，以新设计、新材料、新工艺硬件为载体的新型智能终端产品及服务，简单来说就是通过软硬件结合的方式，对传统设备进行改造，进而让其拥有智能化的功能。智能化之后，硬件具备互联网连接的能力，实现互联网服务的加载，形成“云+端”的典型架构，具备了大数据等附加价值。是未来万物互联到来的必要准备。

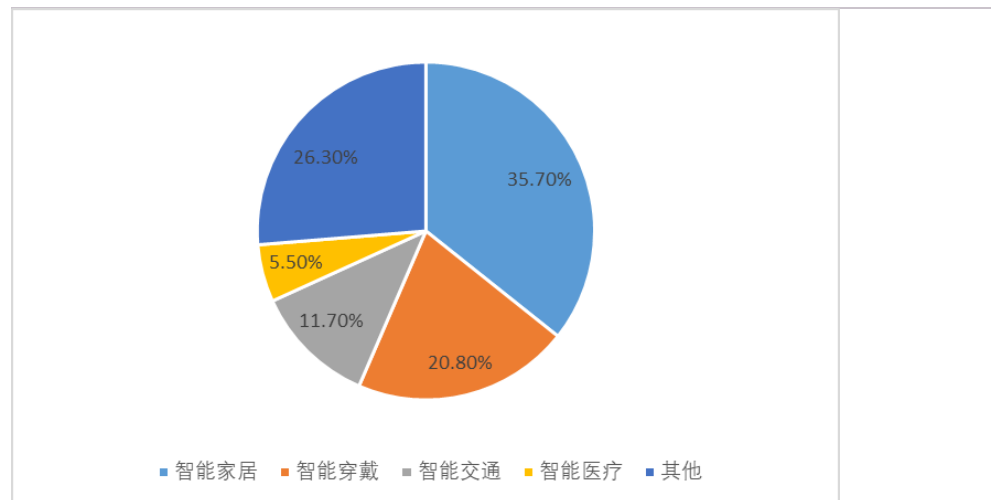
智能硬件产品主要包括可穿戴设备、智能家居、智能医疗、智能交通和其他类型。可穿戴设备包含手表手环类、头戴设备类、衣服鞋子。智能家居包含家电家具和安全监测类。智能医疗包含健康类和医疗类。智能交通指搭乘工具类、汽车配件类、交通类。根据 2017 年的数据统计，智能家居是智能硬件行业中市场规模占比最大的细分领域，2017 年其销售总额高达 260 亿元，规模占比为 35.7%，其次较大比重分别为其他类型(26.3%)、智能穿戴设备(20.8%)、智能交通(11.7%)和智能医疗(5.5%)。

图表1：智能硬件细分产品类型



资料来源：前瞻研究院、联讯证券

图表1：2017 年智能硬件细分领域市场占比



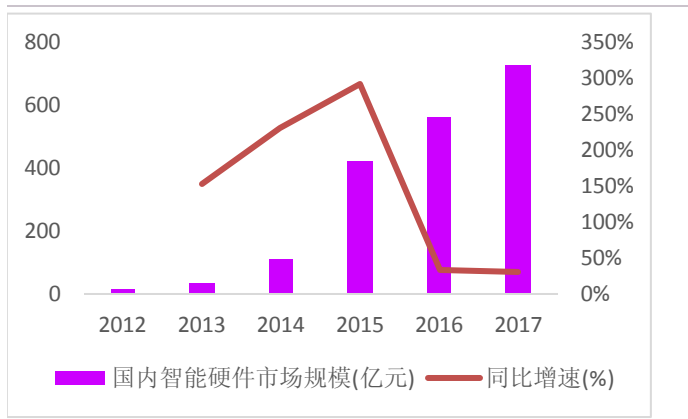
资料来源：前瞻研究院、联讯证券

根据历史数据判断，国内智能硬件市场在经过 2012、2013 年的发展酝酿期，在 2014 年和 2015 年出现爆发时增长，由 2013 年的 32.8 亿元市场规模增长至 2014 年的 108.3 亿元和 2015 年的 425 亿元，年均复合增长率高达 260%，布局于该领域的相关公司充分



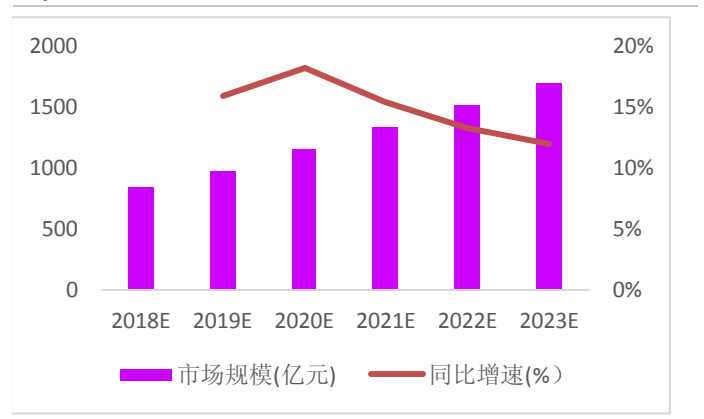
受益。2017 年国内市场规模已达 730 亿元，行业规模增速高于全球但总量占比仍未及全球的十分之一，因此可以预测未来国内智能硬件市场仍会在较长时期内保持一个正上升的态势。根据前瞻研究院预测，从 2018 年的 850 亿元，到 2023 年中国智能硬件市场规模能达到 1704 亿元，2017-2023 年年复合增长率约为 16.5%，未来中国的智能硬件市场空间广阔。

图表2：2012-2017 年国内智能硬件市场规模(亿元)



资料来源：Wind、联讯证券

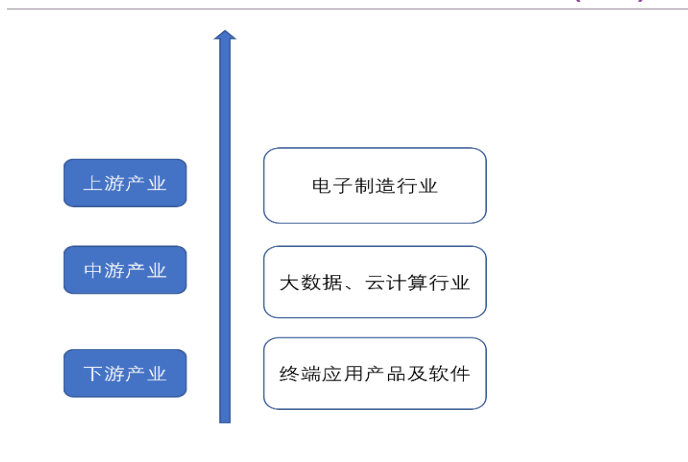
图表3：2018-2019 年国内智能硬件市场规模预测(亿元)



资料来源：Wind、联讯证券

国内智能硬件产业链在经过多年的发展建设已经较为成熟，智能硬件行业的上游是电子元器件制造厂商，例如芯片、传感器等。中游是技术服务厂商主要是提供大数据、云计算服务。相关公司如亚马逊、京东智能等等。下游产业是终端应用和软件层，如手环和配套的软件。而当前国内智能硬件企业较多，而自身定位也各有不同，我们根据企业的产品类型主要可分为三大类，分别为：构筑生态型、平台搭建型、初创垂直型。

图表4：2012-2017 年国内智能硬件市场规模(亿元)



资料来源：联讯证券

图表5：国内智能硬件分类

类型	发展背景	产品分类	代表企业
构筑生态型	巨头背景	为行业提供生态服务平台	阿里智能、亚马逊、百度、京东智能
平台搭建型	供应链背景	为客户提供一系列的打包解决方案服务	腾讯开放平台、小米集团、硬蛋
初创垂直型	创始人背景	为某种垂直细分领域的软硬件产品进行研发制造	ROKID、逸途科技

资料来源：联讯证券

1、智能照明进入发展新赛道

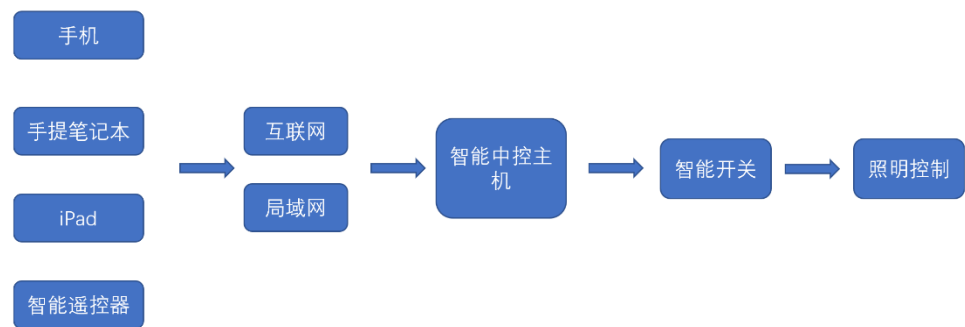
智能照明系统是指利用先进电磁调压及电子感应技术，对供电进行实时监控与跟踪，自动平滑地调节电路的电压和电流幅度，改善照明电路中不平衡负荷所带来的额外功耗，提高功率因素，降低灯具和线路的工作温度，达到优化供电目的照明控制系统。

智能 LED 照明作为智能家居的重要组成部分之一，其存在能够满足商业和工业单位



对降低能耗需求的不断增长，在全球不断推进绿色经济、智慧城市的概念下，智能照明将会是新时代下照明的主流选择。同时随着 5G 建设的不断提速，5G 时代下对通信、电子、物联网技术发展带来质的转变，一方面，智能照明将持续向网络化、个性化、绿色化发展，另一方面，智能照明生产成本的不断降低也会提高未来智能照明在照明领域的市场渗透率。我国多家照明企业陆续推出了智能 LED 照明产品，比如飞利浦推出的 Hue 智能灯泡和欧普照明正在布局的场景化智能照明系统。

图表6：智能照明控制流程



资料来源：中商产业研究院、联讯证券

根据前瞻研究院的数据显示:2013年,全球智能照明市场行业规模约 57.57 亿美元,经过了 2 年的孕育沉淀,2015 年智能照明市场规模大幅增长,达到 78.3 亿美元,同比增速为 26%。研究院按照该良好的发展态势,预估 2020 年全球市场规模可达 243.41 亿美元,年均复合增长率超过 20%。

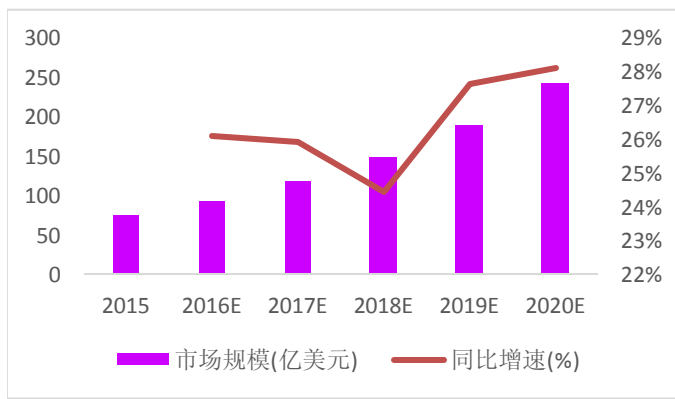
从区域来看,欧洲地区市场一直占全球智能照明市场较大份额。主要原因在于节能环保概念在海外发达国家的流行,西方政府一方面积极出台严格的照明系统能效要求等相关政策,另一方面在进行智慧城市项目的建设,对市政、住宅和商用大力部署智能 LED 照明。这些举措纷纷加速了对欧洲地区对以往高耗能非环保的传统照明产品的淘汰进程,使得智能照明在海外市场的长时间内成为最优选项。

而在预测期内,亚太地区的照明市场规模将有最大的增速空间,政府鼓励采用节能照明系统的举措预计将成为该地区智能照明市场增长的主要推动力。例如,印度政府实施的 UJALA 计划致力于提高消费者对节能 LED 灯功效的认识。同时国内政府对绿色经济、环保经济的有效落实以及对智慧城市、智慧家庭项目的推广也会大大加速国内智能照明项目的铺设。

未来随着 5G 建设的不断完善发展,“智慧家庭”、“智慧城市”等生态系统得以落地并大规模的应用,智能照明应用场景的不断拓展提升,国内外智能照明行业将得到各大照明厂商的资金和关注度倾斜,将会保持一个稳定的高速发展态势。

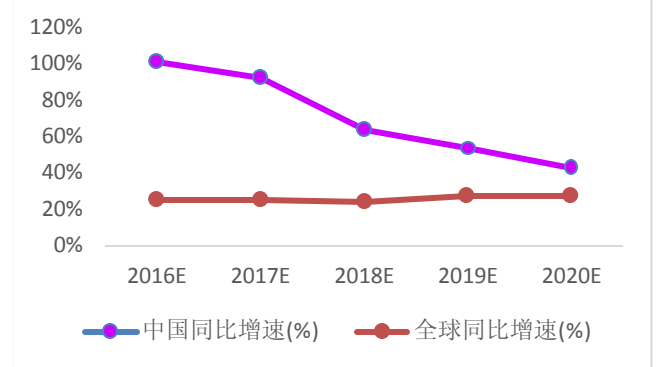


图表7：2015-2020 全球智能照明市场规模预测及增速



资料来源：中商产业研究院、联讯证券

图表8：全球智能照明市场规模国内外增速对比



资料来源：中商产业研究院、联讯证券

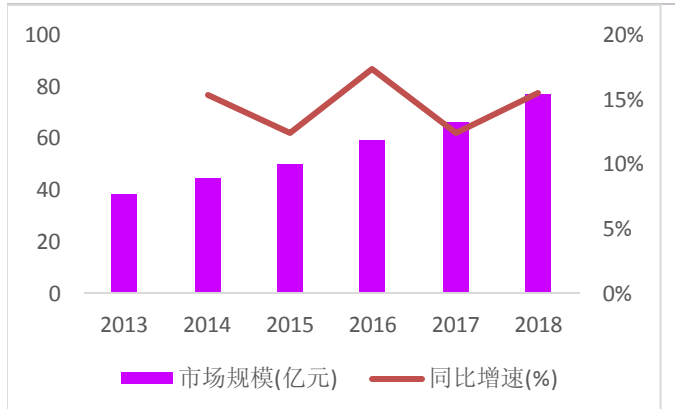
2、5G 时代下，智能电源应用充分受益

据前瞻产业研究院发布的《中国模块电源行业发展前景预测与投资战略规划分析报告》统计数据显示，2013-2018 年国内模块电源行业市场规模由 2013 年的 39 亿元增长至 2018 年的 77.2 亿元，年复合增长率为 15%，期间的同比增速也大致在 15%左右，因此在该期间整体行业处于一个平稳的增长阶段。

5G 小微基站所需的电源数量将大幅提升。赛迪顾问日前发布的《2018 年中国 5G 产业与应用发展白皮书》表示未来国内 5G 宏基站的建设数量大概是 4G 基站的 1.5 倍，预计要 475 万个 5G 宏基站才能实现连续覆盖。而考虑到小基站对宏基站热点的覆盖范围内 20%-50%的区域计算，国内的 5G 小基站也将达到 950 万个。按照 1 座新建基站要配 1 整套通信电源的通常用量来计算，基站电源市场规模在未来 3-5 年内将会有爆发性的增长。

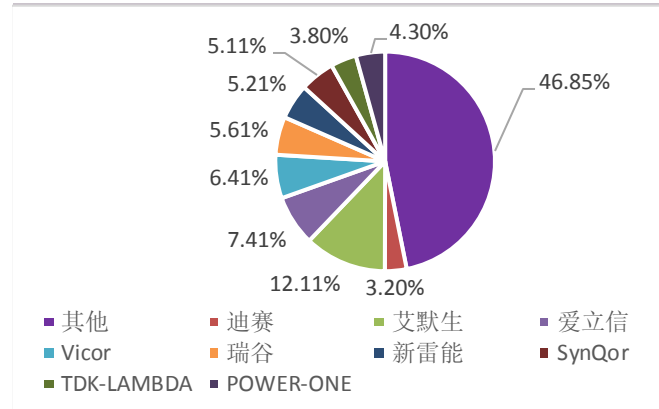
从市场的竞争格局来看，艾默生作为电源行业的龙头，第一大的占比充分说明其综合实力和影响力，其次是爱立信，Vicor 凭借其模块电源在军工领域的优势占据市场第三的位置；而我们国内的企业如瑞谷科技和新雷能的发展速度都相对较快，处于国内领先水平。至于 SynQor、POWER-ONE、TDK-LAMBDA 等海外品牌的市场占有率持续下滑。

图表9：2013-2018 年国内模块电源市场规模及增速



资料来源：前瞻研究院、联讯证券

图表10：2018 年国内模块电源行业市场竞争格局



资料来源：前瞻研究院、联讯证券



3、智慧灯杆试点推动智慧城市项目落地

随着全球对智慧城市项目的推进，比起欧洲各国较前的发展程度和建设进程，我国的智慧城市建设仍然处于起步阶段。例如 2015 年，美国通信巨头 AT&T 和通用电气为美国加州圣地亚哥市 3200 个路灯安装摄像头、麦克风和传感器等硬件设备；2016 年丹麦市政部门将 2 万盏配备智能芯片的节能路灯安装在哥本哈根街头等等。但凭借 5G 的建设提速和技术应用，立足于 5G 网络基础设施的大量铺设将是我国智慧城市建设进程赶超欧洲国家的关键因素。智慧灯杆作为智慧城市建设的重要一环，同时也是象征着万物互联时代的来临。

与传统路灯不同，智慧灯杆是一个整合了监控设备、5G 微基站、LED 照明、显示设备等多种硬件设施的集成化系统设备，其通过大数据交互、云计算等技术，能够实现智能照明、安全预警、信息发布等一系列功能。智慧灯杆单杆成本大概在 3 至 6 万每根，今年以来我国各地区也纷纷开启部分试点，2019 年 4 月，成都市双流区智慧城市（智慧路灯）建设项目特许经营权及投资建设招标项目，第一期涉及智慧路灯改造共计 5168 柱。2019 年 6 月，眉山市招标 20000 套智慧路灯建设，其中 5000 套预计在 3 年内完工，同时陆续相关的政策出台也为行业发展进行保驾护航，充分说明未来大规模智慧灯杆的铺设将是智慧城市的重要载体和配套终端。

图表11：2019 年国内出台的智慧灯杆相关政策

政策	地区	时间	相关摘要
《新时代“数字福建宽带工程”行动计划》	福建省	1月11日	推动具有“一杆多用”功能的城市智慧灯杆建设和改造
《北京市5G产业发展行动方案2019年-2022年》	北京市	1月21日	相关部门研究制定集多种功能于一体的综合杆设计标准和管理方法，实现“多杆合一”
《成都市5G产业发展规划纲要2019年-2022年》	成都市	2月1日	更多采用“微基站+智慧灯杆”的方式部署5G网络
《广州市公用移动通信基站规划建设指导意见》	广州市	4月18日	广州市住房和城乡建设局负责开放城市路灯杆用于微基站建设
《广东省5G基站和智慧灯杆建设计划(2019年-2021年)》	广东省	5月17日	明确了广东省21给地级以上市的5G基站及智慧杆的建设任务
《关于2019年推进电信基础设施共建共享的实施意见》	全国	4月26日	集约利用现有基站站址和路灯杆、监控杆等公用设施，提前储备5G站址资源

资料来源：联讯证券



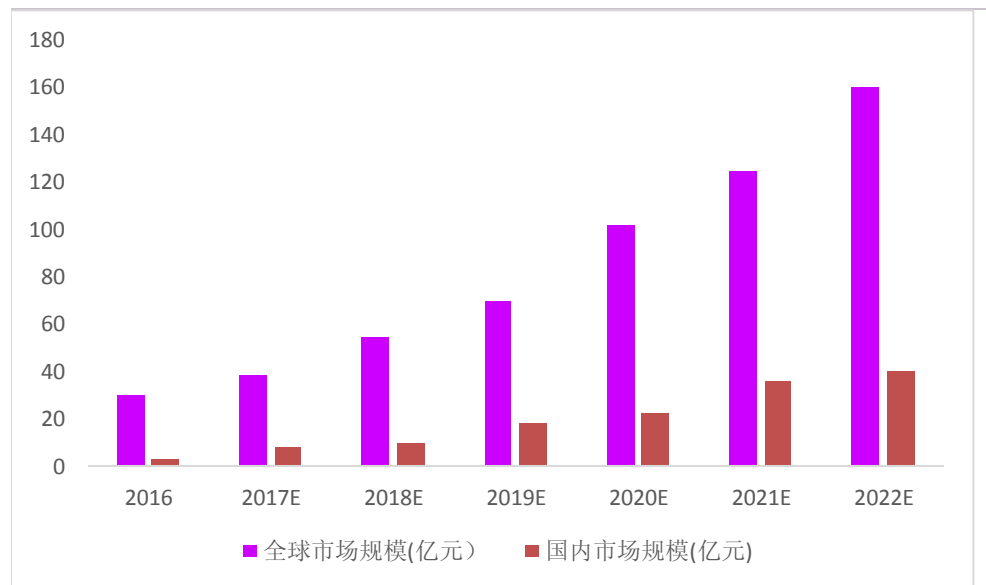
图表12: 智慧灯杆功能分析图



资料来源: OFweek 产业研究院、联讯证券

根据 OFweek 产业研究院数据, 2016 年全球智慧路灯市场规模达 30 亿元, 而国内市场规模仅为 3 亿元。但预计随着全球智慧城市项目的不断落实, 整体的智慧路灯渗透率将会上升, 到 2022 年预计全球智慧路灯的市场规模将达到 160 亿元, 复合增长率达 33.2%, 而我国虽然智慧城市建设的进程仍处于较为落后的水平, 但随着政府的重视和 5G 建设带来的推动, 预计 2022 年国内市场规模突破 40 亿元, 年复合增长率为 39%, 高于全球整体的增速水平。

图表13: 2016-2022 年全球及国内智慧路灯市场规模及增速预测



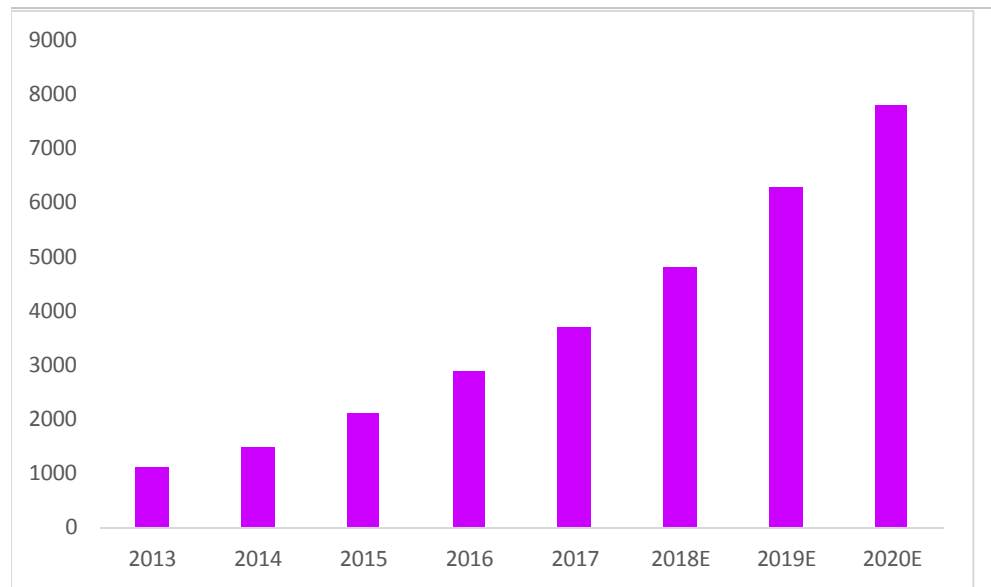
资料来源: OFweek 产业研究院、联讯证券



（二）智慧营销国内市场广大，短期出现结构型调整

智慧营销是指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。近年来，我国智慧营销行业发展迅速，国内的智慧营销市场规模从2013年的1100亿元，预计到2020年市场规模能够达到7800亿元，年均复合增长率高达32%。因此在未来较大的一段时期，国内网络广告发展仍将处在一个快速增长的发展期，智慧营销市场空间广大。

图表14：2013-2020年全国数字营销市场规模及增速预测



资料来源：中国产业信息、联讯证券

但随着大数据、云计算等新兴技术的发展，数字营销行业近年来呈现明显的结构化调整的特征，传统数字营销企业若未能跟上行业发展的步伐，尤其若没有跟进新兴技术储备，均面临非常严酷的竞争环境：如广告平台集中度提升，流量成本增加，流量红利开始消失；广告主投放目标开始注重由“品牌”向“效果”转型，且更加注重用户体验，广告主预算结构出现变化，传统数字营销企业面临挑战；媒体价格越来越透明，广告行业去中间化趋势明显，中介商利润空间进一步被压缩；“大市场，小公司”的格局之下，行业竞争愈加激烈等，导致行业整体毛利呈现下滑；在技术的加持下，新兴媒体、传播形式不断增加和变化，数字营销行业的企业直面“数字化”转型的挑战。



三、公司研究：智能硬件稳定增长，产投研战略进入收获期

（一）客户优质，毛利率持续提升

1、公司客户优质

公司客户优质。主要客户如 ABL、ASM PT、GE 等均是知名的跨国企业，新拓展的客户怡化股份也是国内智能金融终端运维领域规模覆盖面最广的服务提供商之一。公司凭借在智能 LED 照明产品领域技术研发、产品规划等方面的能力和洞察力，以 ODM 的模式与 ABL 达成了长期业务合作。公司最新研发的智能灯以及智能电源等产品线获得了欧洲客户肯定，2019 年 7 月来自欧洲市场客户 EGLO 的新增订单需求增加明显，助力公司智能硬件板块业绩的稳定增长。国内市场开拓也相对顺利，目前国内主要定位于新经济、新零售等商业场景领域，这类场景客户需求可复制性强，且产品标准化程度高，目前国内已成功切入钱大妈、全家、宝家别墅等客户，未来国内市场有望成为公司智能照明业务业绩增长点之一。

优质的客户群体，一定程度上稳定了智能硬件板块业务，降低了应收账款回收风险，拓展了潜在业务空间，同时在与优质客户合作过程中，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。

图表 15： 公司部分客户一览



资料来源：公司公告、联讯证券

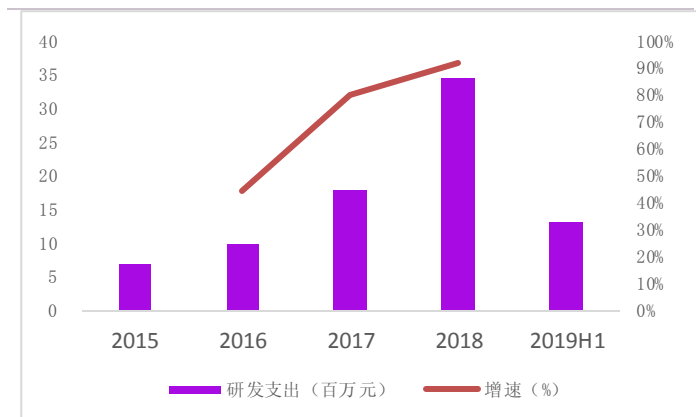
2、注重研发，毛利率持续提升

公司注重研发投入，2018 年公司研发投入同比增加 92.13%，尤其是在智能硬件等新业务领域的投入，并紧跟物联网、云计算快速发展所带来的机遇，力争在细分业务领域开拓更大的市场空间，增强公司的核心竞争力。公司以技术创新为源动力，产品研发为核心，发展具有自主知识产权的产品，定位于成为智能硬件产品解决方案提供商，旗下智能制造子公司分布长三角和珠三角，均建立了现代化的研发生产基地。截至目前公司旗下已有四家子公司取得高新技术企业证书；2018 年公司共申请了 40 项专利，其中发明专利 5 项，实用新型专利 35 项，并获得 23 项实用新型专利证书。



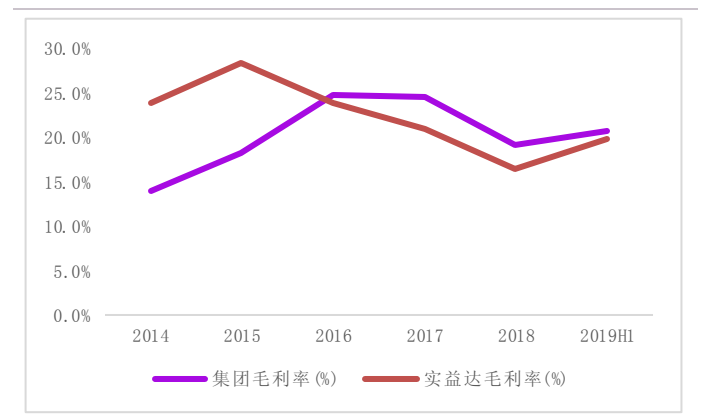
公司研发的自有智能照明系统可以实现场景多元化和个性定制，支持智能语音音箱控制、手机远程控制以及蓝牙连接等模式，对公司打开国内市场助力明显。

图表16: 公司研发投入持续增长



资料来源: Wind、联讯证券

图表17: 公司毛利率触底反弹



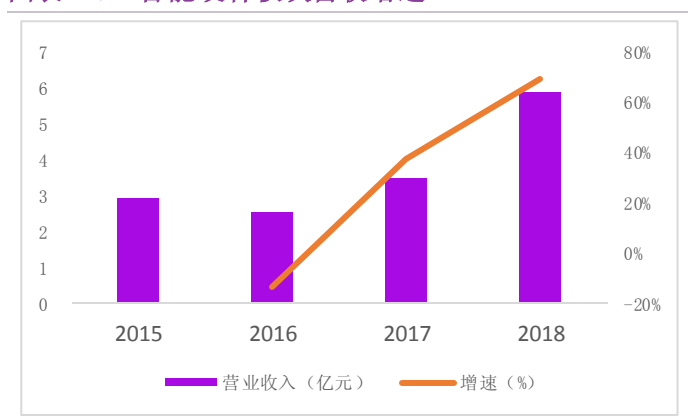
资料来源: 联讯证券

(二) 智能硬件板块快速增长，智慧营销转型升级

公司智能硬件板块收入快速增长。受益于公司良好的技术储备和服务品牌客户经验，目前公司在大力拓展智能硬件产品，并取得了较好的成果。跨国芯片制造商的设备供应商 ASM PT 是公司现有的核心客户之一，公司于 2014 年初与其达成紧密业务合作，已成为 ASM PT 工控部分电子部件制造的重要供应商；2018 年公司来自 ASM PT 的业务收入同比大幅增加 68.65%；来自 ABL 的业务收入同比大幅增加 118.09%。公司智能硬件板块营收近三年复合增速为 26.4%，近三年净利润复合增速 168.2%。

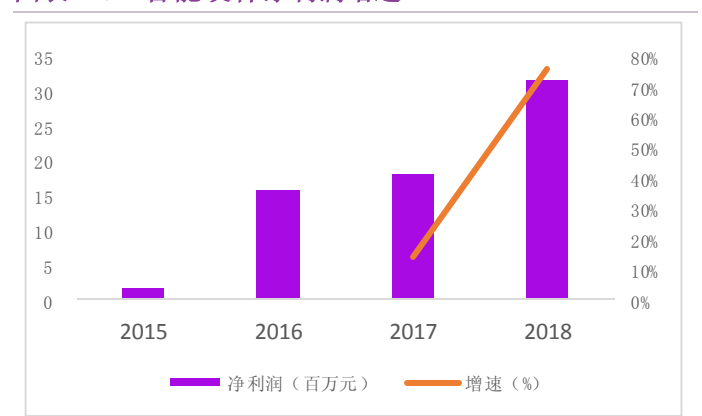
公司最新研发的智能灯以及智能电源等产品线获得了欧洲客户肯定，2019 年 7 月来自欧洲市场客户 EGLO 的新增订单需求增加明显；2019 年公司新切入的国内金融科技领域的优质客户—怡化股份，2019 年 7 月订单需求大幅增加，夯实公司智能硬件板块业绩的稳定增长。

图表18: 智能硬件板块营收增速



资料来源: Wind、联讯证券

图表19: 智能硬件净利润增速



资料来源: Wind、联讯证券

近年来公司持续在寻找智能硬件业务升级的突破口。公司智能硬件板块除了目前已成成熟的智能照明、智能电源部件等之外，也在不断推进如大功率智能电源、传感器等其他智能硬件相关部件的研发工作。根据公告，公司正积极拓展 5G 基站电源等相关项目公司正在积极推进，但相关业务尚未正式落地，合作模式目前尚没完全确定。基站电源



市场空间广阔，随着 5G 时代的到来，基站建设将迎来新一轮的高峰，据工信部统计截止到 2017 年底，全国 4G 基站数量为 389 万个，若考虑连续覆盖 5G 的密度为 4G 设备的 1.5 倍，5G 全国共需要基站数量约为 450 万，伴随着宏基站的建设之余，考虑到时延和连续覆盖的要求，小基站数量为宏基站数量的 1.5~2 倍，达 675~900 万个。若假设单个电源的价格为 500 元，仅小基站电源市场空间超 33 亿元。

公司智慧营销板块正处于转型升级期。数字营销行业近年出现调整，公司坚持“技术+数据”作为该板块的未来业务转型升级方向。通过三大策略对公司智慧营销板块进行梳理：（1）控制公司应收账款风险；（2）调整、优化三家公司的业务格局及部分人员组织架构，聚焦各自擅长的业务领域；（3）整合三家数字营销公司的后台服务职能。在未来 5G 应用相关领域寻找和布局业务机会。

公司在 2018 年计提了大部分商誉减值，目前商誉总体较小。2017 年公司商誉总值为 5.42 亿元，在 2018 年年报计提了大部分的商誉减值，目前公司的商誉值为 1.29 亿元，占总资产的比重相对较小。

（三）投资板块——产业为本、资本为翼

2015 年以来，公司不断进行产业链延伸，在与原有业务密切相关的大数据、人工智能等领域深入布局，投资了如麦盟科技、六度人和、舜飞科技等一批优质企业，逐步形成了一套相对成熟的投资逻辑，即“投资拉动产业、产业赋能投资”。公司已经退出惠赢天下，获得了可观的投资收益，未来公司将持续布局更多符合未来趋势的优质标的。

根据 2018 年年报披露，公司拟设立 2 只专项产业基金，基金整体规模在 6-8 亿元，同时，鉴于沅源资本管理的沅源启程专业性更高，与公司的战略规划存在强协同效应，可为公司带来更多的潜在投资收益和投资机会，公司全资子公司前海实益达拟以自有资金出资 5000 万元认购沅源启程的份额。

图表20： 公司战略投资布局

被投资公司	持股比例	公司简介
麦盟科技	30.00%	专注于人工智能在营销领域深度应用的营销云科技公司，通过大数据和人工智能技术帮助客户辨别虚假流量、降低获客成本、提高销售效率
六度人和	15.00%	腾讯战略投资的 SCRM 领跑者，集客户管理、H5 微营销、协同办公、外勤管理、在线客服于一体
奇异果互动	18.00%	中国领先的手机生态营销服务商，小米、vivo、华为、知乎、头条的核心合作伙伴
赢销通	8.43%	消费品行业 SaaS 服务领导者，客户包括可口可乐、联合利华等全球 500 强企业
富数科技	3.13%	国内领先的以安全多方计算和人工智能技术为核心的金融科技解决方案提供商，核心团队来自于 Alibaba、Capitalone、IBM 等知名企业
舜飞科技	10.00%	领先的程序化营销技术公司，为广告主搭建 DSP—BiddingX，提供 RTB、PMP、PDB 的全流程服务解决方案
爱贝信息	2.13%	线上线下一体化的全球支付解决方案提供商，目前是国内数字娱乐领域从事提供交易解决方案业务的优质企业

资料来源：联讯证券



（四）机制创新，激发内部创业活力

公司鼓励核心高管和优秀员工参与经营旗下子公司，并将子公司的股份作为股权激励转让给对应的员工，实现了公司与员工共同创业，利益共享、风险共担，最大限度的调动创始团队员工的积极性，从而吸引更多专业人才加盟。以子公司麦盟科技为例，公司当初为了探索人工智能营销产品的多场景应用，将该项目独立运营，引入核心高管参与经营，本次机制创新一方面可以建立更加灵活的机制，另一方面实现项目市场化的运作，降低公司在项目前期的投资风险。2019年3月，麦盟科技获得新一轮股权融资，一定程度上是对公司本次机制创新项目的充分肯定，同时麦盟科技也进入新的发展阶段。

四、盈利预测与估值

我们基于以下关键假设对公司的业务预测如下：

公司智慧营销板块正处于整改升级阶段，由于控制客户质量我们认为该业务板块今年略有下滑，未来几年维持较低的增长速度。鉴于客户健康程度的提升，我们假设智慧营销板块的毛利率略有提升。

公司的智能硬件板块是公司未来大力发展的业务，由于今年在智能照明和工业控制板块均拓展了新的大客户，其中 EGLO 和怡化股份，在下半年的订单需求大幅增加。我们假设公司未来三年的业务量增速分别为 50%、60%、60%。受益于公司的品牌建设和技术积累，我们假设公司的毛利率略有提升。

假设公司的三费率与过去保持稳定。我们对公司的主营业务情况预测如下：

图表21： 主营业务收入预测

百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收合计	936.0	1035.5	1286.5	1834.6	2699.8
Yoy	17%	11%	24%	43%	47%
营业成本	708.2	839.1	1028.3	1430.3	2100.9
毛利率	24%	19%	20%	22%	22%
智慧营销					
收入	569.0	433.3	411.6	432.2	453.8
Yoy	7%	-24%	-10%	5%	5%
毛利率	27%	20%	20%	22%	23%
智慧硬件					
收入	346.25	585.21	877.8	1404.5	2247.2
Yoy	37%	69%	50%	60%	60%
毛利率	20%	17%	20%	22%	22%
其他					
收入	20.7	17.0	18.7	20.6	22.7
Yoy	57%	-18%	10%	10%	10%
毛利率	13%	45%	25%	25%	25%

资料来源：Wind，联讯证券

可比公司估值



公司主营业务分为智能硬件、智慧营销板块，在 A 股中数字营销板块 PE (TTM) 中位数为 41 倍，我们选取同类上市公司：数知科技、蓝色光标、分众传媒作为参考。

智能硬件板块主要为智能 LED、工业控制电源等，我们选取：华体科技、欧普照明为参考。

图表22：可比公司估值对比表

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2019E)	PE (2020E)	PE (2021E)
002027.SZ	分众传媒	25.5	34.3	23.3	18.1
300038.SZ	数知科技	14.6	11.7	8.9	7.0
300058.SZ	蓝色光标	25.8	20.0	21.5	18.5
	平均值	22.0	22.0	17.9	14.5
603679.SH	华体科技	53.5	32.1	20.7	15.3
603515.SH	欧普照明	20.5	19.1	16.3	13.8
	平均值	37	26	18.5	14.55
002137.SZ	麦达数字	—	36	28	23

资料来源：Wind，联讯证券（以 2019 年 10 月 25 日 Wind 一致预期统计）

首次覆盖给予公司“增持”评级。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.20/1.52/1.88 亿元，EPS 为 0.21/0.26/0.33 元，对应的 PE 为 36/28/23 倍。公司切入智慧电源业务，打开公司新的增长空间。同时公司激发内部创业活力，金融终端订单增速快，产投研政策有望进入收获期，我们看好公司未来智能硬件业务的发展和总体发展方略，首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

业务拓展不及预期；

盈利能力不及预期；

投资标的公允价值变动；



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1036.50	1310.94	1609.19	2218.07	经营活动现金流	1.99	-58.88	-143.55	-226.56
现金	103.02	225.09	157.12	216.43	净利润	-367.39	122.16	154.32	190.19
应收账款	229.52	303.92	395.15	539.60	折旧摊销	16.58	14.09	14.09	14.09
其它应收款	41.00	33.88	48.77	68.77	财务费用	-5.20	-1.14	-0.91	2.34
预付账款	10.17	9.95	13.89	18.84	投资损失	450.58	65.00	0.00	0.00
存货	67.16	76.74	105.73	150.54	营运资金变动	-152.91	-67.91	-251.51	-373.46
其他	585.51	661.24	888.40	1223.75	其它	60.31	-191.08	-59.55	-59.71
非流动资产	630.42	596.33	582.24	568.15	投资活动现金流	-150.07	143.00	60.00	60.00
长期投资	240.98	240.98	240.98	240.98	资本支出	461.20	20.00	0.00	0.00
固定资产	76.06	68.22	60.38	52.54	长期投资	-96.29	0.00	0.00	0.00
无形资产	46.63	40.71	34.78	28.86	其他	-514.98	123.00	60.00	60.00
其他	266.75	246.43	246.10	245.78	筹资活动现金流	-31.45	37.96	15.58	225.87
资产总计	1666.92	1907.27	2191.43	2786.22	短期借款	-8.00	0.00	28.65	247.19
流动负债	291.46	372.82	516.64	940.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	28.65	275.84	其他	-23.45	37.96	-13.07	-21.32
应付账款	169.28	228.03	294.89	400.36	现金净增加额	-177.45	122.08	-67.97	59.31
其他	122.18	144.79	193.10	264.02					
非流动负债	0.97	0.97	0.97	0.97	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.97	0.97	0.97	0.97	营业收入	0.11	0.13	0.34	0.38
负债合计	292.43	373.80	517.62	941.20	营业利润	-4.44	1.38	0.28	0.23
少数股东权益	34.40	36.70	39.20	41.60	归属母公司净利润	-5.69	1.33	0.26	0.23
归属母公司股东权益	1340.08	1496.77	1634.61	1803.42	获利能力				
负债和股东权益	1666.92	1907.27	2191.43	2786.22	毛利率	0.19	0.20	0.21	0.21
					净利率	-0.35	0.10	0.10	0.09
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	-0.27	0.08	0.09	0.10
营业收入	1035.53	1169.47	1571.23	2164.34	ROIC	-0.34	0.12	0.13	0.13
营业成本	839.14	934.64	1247.76	1717.44	偿债能力				
营业税金及附加	7.25	8.54	11.56	15.76	资产负债率	0.18	0.20	0.24	0.34
营业费用	38.61	40.20	54.21	75.59	净负债比率	0.01	0.01	0.03	0.17
管理费用	86.33	102.82	135.76	188.10	流动比率	3.56	3.52	3.11	2.36
财务费用	-5.20	-1.14	-0.91	2.34	速动比率	3.33	3.31	2.91	2.20
资产减值损失	450.58	65.00	0.00	0.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.05	73.00	30.00	30.00	总资产周转率	0.55	0.65	0.77	0.87
投资净收益	36.10	50.00	30.00	30.00	应收账款周转率	4.34	4.57	4.68	4.82
营业利润	-372.21	142.40	182.84	225.11	应付账款周转率	4.54	4.70	4.77	4.94
营业外收入	17.13	3.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业外支出	0.92	1.68	1.28	1.36	每股收益	-0.64	0.21	0.26	0.33
利润总额	-356.00	143.72	181.56	223.75	每股经营现金	0.00	-0.10	-0.25	-0.39
所得税	11.39	21.56	27.23	33.56	每股净资产	2.32	2.59	2.83	3.12
净利润	-367.39	122.16	154.32	190.19	估值比率				
少数股东损益	2.13	2.30	2.50	2.40	P/E	-11.66	35.94	28.38	22.94
归属母公司净利润	-369.52	119.86	151.82	187.79	P/B	3.21	2.88	2.64	2.39
EBITDA	-360.82	155.35	196.02	241.54	EV/EBITDA	-11.01	24.79	20.14	17.12
EPS（元）	-0.64	0.21	0.26	0.33					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

李仁波,中南财经政法大学硕士。2017年11月加入联讯证券,现任研究院通信行业分析师,证书编号:S0300518010001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号:10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入:相对大盘涨幅大于10%;

增持:相对大盘涨幅在5%~10%之间;

持有:相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持:相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

增持:我们预计未来报告期内,行业整体回报高于基准指数5%以上;

中性:我们预计未来报告期内,行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间;

减持:我们预计未来报告期内,行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com