锐明技术财务建模

商用车智能监控产业链市场规模有多大？

今天我们要研究的这个赛道，属于安防行业的细分领域——商用车车载视频监控。

这个赛道的龙头，自 2019 年 12 月上市之后连拉 8 个涨停板，不过自今年 2 月份以来，其连续震荡调整，从峰值高位 86.89 元，跌至目前 55.68 元，下跌幅度达到 36%左右，而同期，上证涨幅 10.12%；创业板指数涨幅 14.67%。



图：股价（单位：元）

来源：WIND

它，就是**锐明技术**。我国车载视频监控领域龙头，其产品为车载通用智能监控设备及系统，包括一键报警、安全驾驶辅助、驾驶员状态识别、盲区监测等功能，主要用于商用车领域，能够减少行业事故率、死亡率等。

2019 年，其营业收入为 15.6 亿元，同比上升 32.22%；净利润为 1.99 亿元，同比上升 28.22%；经营活动现金流净额为 2.37 亿元；毛利率为 43.56%、净利率为 12.73%，加权 ROE 为 36.87%。

看到这里，在做研究之前，几个值得我们深思的问题来了：

1) 商用车智能监控这条产业链，市场规模有多大？目前处于怎样的阶段，市场是否饱和？

2）本案在商用车车载智能监控领域的竞争力如何？处于行业什么水平？与海康威视、大华股份等有哪些区别？

今天，我们就以**锐明技术**入手，来研究车载安防监控行业的逻辑。对于相关行业，之前我们做过研究的，还有**海康、伯特利、银轮等，**可订阅我们的“专业版报告库”，获取之前我们做过的更多内容，以及上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

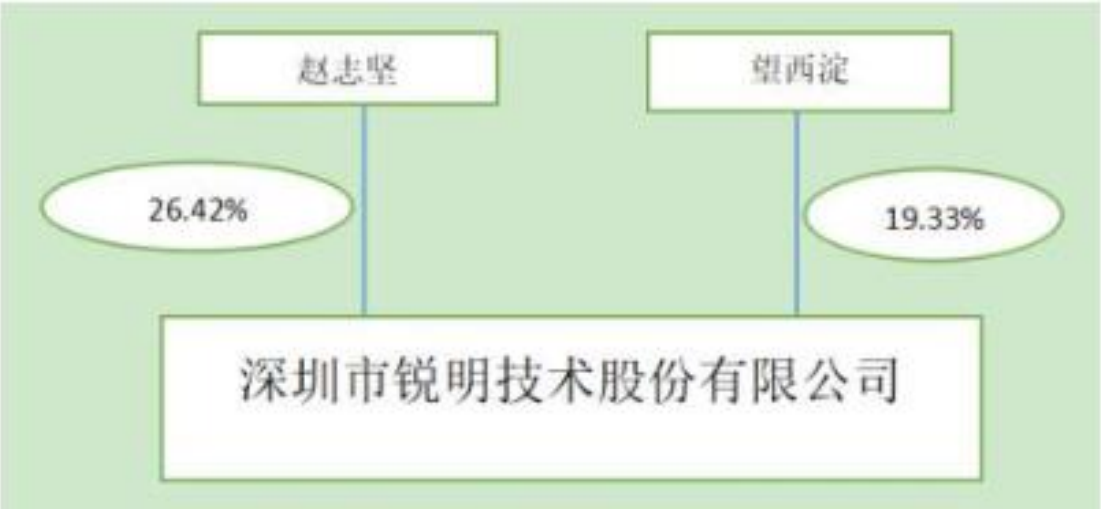
优塾

— 01 —

商业模式

▼

锐明技术，成立于 2002 年，2019 年登陆深交所。主营业务为商用车智能监控设备，具体产品包括车载摄像机、驾驶主动安全套件以及管理平台软件等。其大股东以及实际控制人为赵志坚和望西淀，两人合计持股比例为 45.75%。



图：股权结构

来源：公司公告

从机构持仓情况来看，2020 年半年报，本案的机构投资者包括交银施罗德、汇添富、华夏基金、嘉实基金、工银瑞信基金等。

来看近三年一期财务数据：

2017 年-2020 年半年报，其营业收入分别为 8.52 亿元、11.83 亿元、**15.6 亿元、**6.16 亿元；净利润分别为 1.20 亿元、1.55 亿元、**1.99 亿元、**0.85 亿元；经营活动现金流净额分别为 0.87 亿元、0.97 亿元、**2.37 亿元、**0.10 亿元。

从盈利能力来看，毛利率分别为 40.66%、42.09%、**43.56%、**47.73%；净利率分别为 14.08%、13.13%、**12.73%、**13.87%。

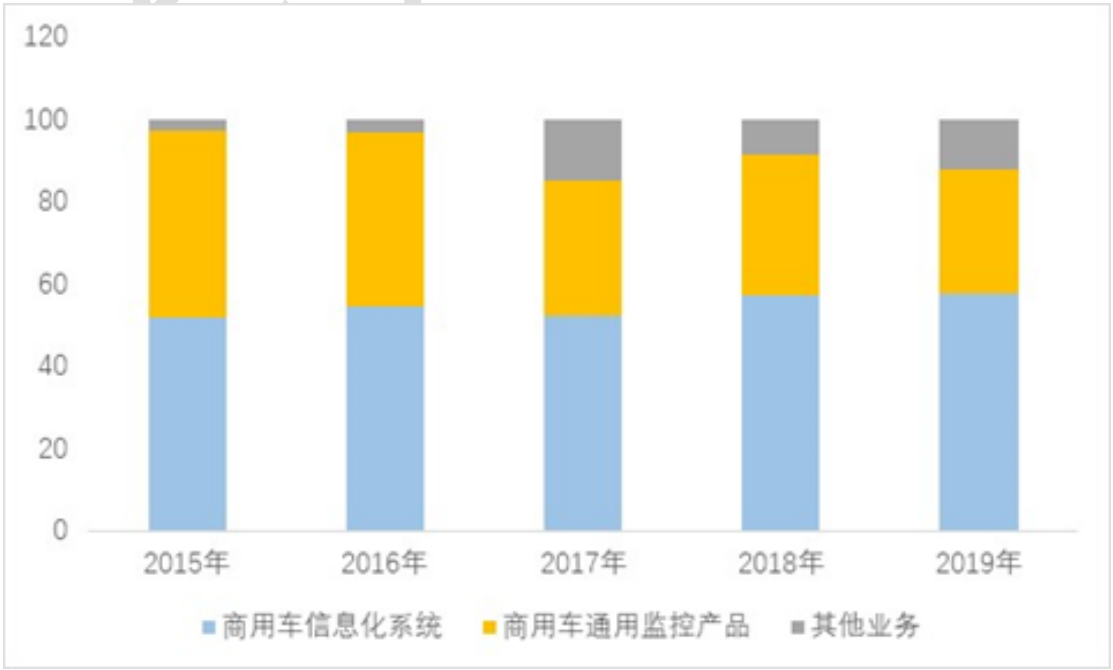
从业绩增速来看，近三年营业收入复合增速为 35.49%，净利润年复合增速为 28.78%。2020 年半年报收入同比下降 6.19%，净利润同比上升 4.52%。本案属于安防视频监控行业中的车载视频监控领域，也是汽车零部件的一部分，主要研发、生产、销售车载视频监控设备、车载摄像头、平台软件等。

优塾



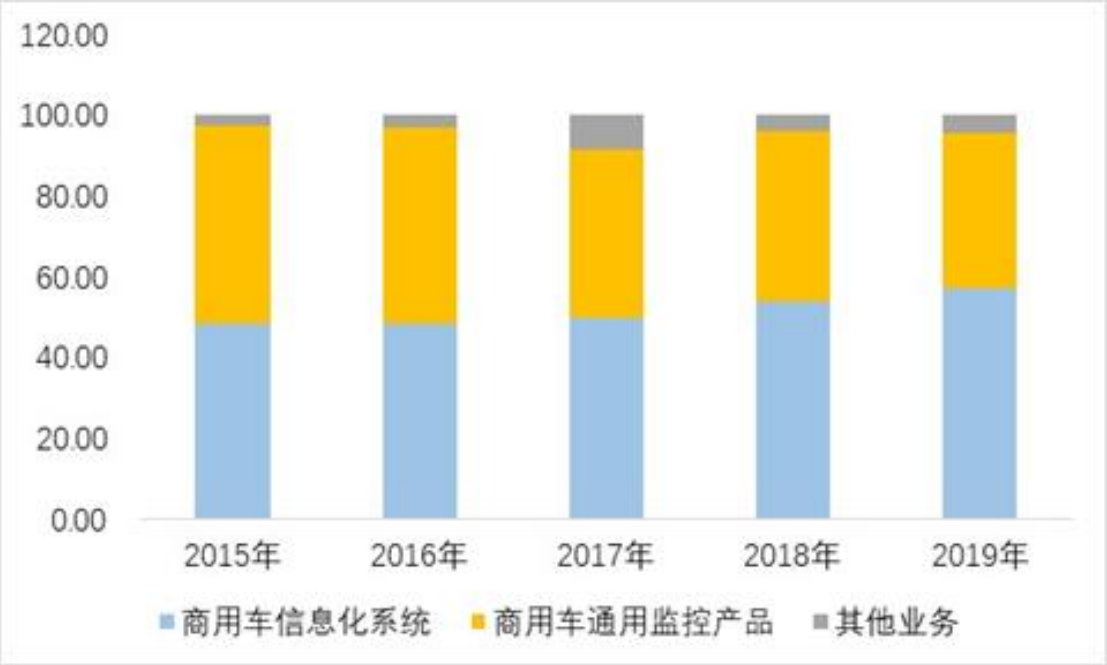
图：公司产品　来源：公司招股书

从收入结构来看，2019 年，57.84%来自商用车综合监控信息化系统，30.12%来自商用车通用监控产品、12.04%来自其他业务。从近五年数据来看，商用车综合监控信息化系统是其主要收入来源，并且占比逐年上升，从 2015 年的 51.65%上升至 2019 年的 57.84%。



图：收入结构（单位：%）

来源：塔坚研究



图：毛利结构（单位：%）

来源：塔坚研究

商用车综合监控信息化系统——该业务是对城市公交、出租车、网约车、两客一危、环保运输等场景进行监控和记录，再通过大数据分析等智能化手段，帮助政府及企业实现信息化管理，从而达到降低事故率的目的。

商用车通用监控产品——一般指安装在车内外的摄像头等监控设备，用于对车内外的人事情况进行监控和记录。

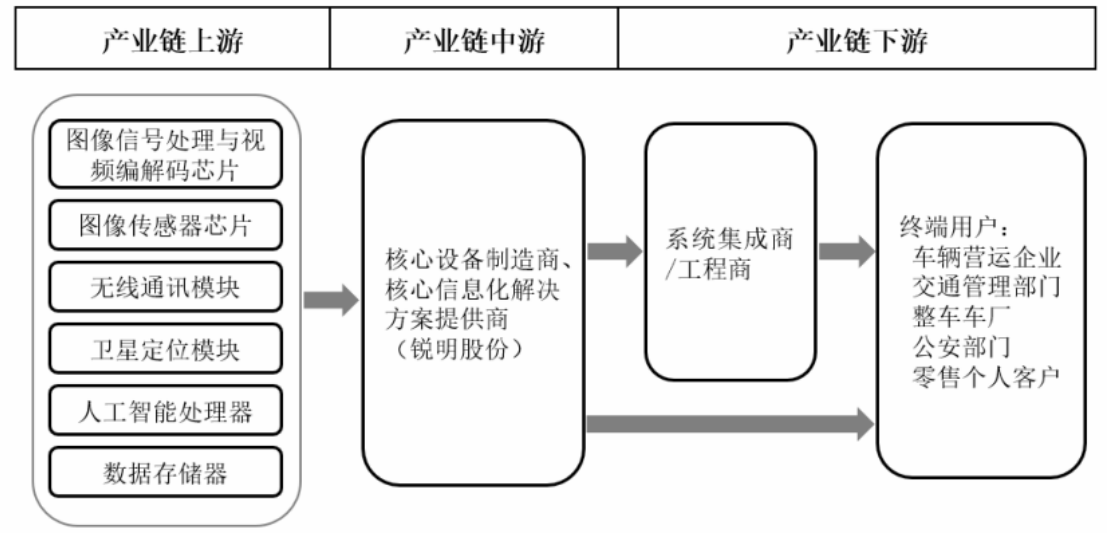
其他业务——主要是对外提供电子元器件贴片加工的收入和出租自由房产的租金收入。

从智能监控设备产业链来看：

上游为原材料供应商，主要包括视频编解码芯片、图像传感器芯片、无线通信模块、人工智能处理器、数据存储器等原材料。代表公司有德州仪器、全志科技、索尼、美光科技、移远通信、鹏鼎控股等。其中，芯片、存储器等毛利率较高在 40-60%左右，模块、PCB 毛利率较低在 20%左右。

中游是设备制造商、信息化解决方案提供商，代表公司有锐明技术、千方科技、鸿泉物联、天迈科技等，行业平均毛利率在 45%左右。

下游终端用户分为系统集成商、政企部门、整车厂以及个人客户等。代表公司有上汽集团、比亚迪、宇通客车、三宝科技等，整体毛利率平均在 17%左右。



图：产业链　来源：招股书

本案，为商用车提供通用监控产品以及监控信息化系统，处于产业链中游。

2017 年至 2019 年，其前五大客户的销售收入占营业收入比例分别为 20.27%、22.39%、12.28%；前五大供应商的采购额占年度采购总额的比例分别为 26.23%、26.39%、23.18%。

以上产业链和业务模式，形成了本案特殊的财报结构：

从产业链上下游公司的资产结构来看，固定资产占比较高的是上游原材料中的 PCB 生产商，其需要投入大量生产设备来保证产能。

应收账款占比较高的包括上游电子元器件，和下游整车厂，主要原因是下游客户为行业龙头或 to G 部门，话语权较强。存货占比较高的是上游原材料供应商，其中，移远通信的存货占比较高的原因是提前备货，应对未来销售业务的增加。

对比同行业设备制造商，锐明技术的货币资金占比较高，同时固定资产占比处于同行业较低水平，说明其现金流情况较为乐观。

另外，相比海康威视和大华股份，锐明技术和鸿泉物联一方面硬件收入占比要小于软件，并且客户较为分散，toG 客户比例要小于海康威视和千方科技。因此，下游压款周期较短，本案应收账款相应占比略低、可见，相比 To G，ToB 的企业有更好的回款能力和较高的话语权。

产业链	可比公司	总资产（亿元）	货币资金占比（%）	固定资产占比（%）	应收账款占比（%）	存货占比（%）
上游（原材料）	全志科技	25.68	66.19%	5.38%	1.38%	16.03%
	信维通信	83.69	5.31%	18.43%	33.28%	7.28%
	中颖电子	11.99	18.64%	1.99%	11.58%	10.36%
	移远通信	29.32	20.50%	5.43%	16.40%	24.70%
	鹏鼎控股	288.56	23.53%	31.74%	21.43%	6.93%
中游（设备制造商）	锐明技术	20.51	54.10%	4.32%	19.07%	9.86%
	千方科技	162.20	16.61%	3.60%	20.69%	16.74%
	鸿泉物联	9.65	62.46%	7.06%	15.10%	4.00%
	天迈科技	9.34	41.64%	4.01%	24.63%	8.14%
	海康威视	753.58	35.92%	7.68%	28.28%	14.95%
下游（整车厂）	上汽集团	8493.33	15.05%	9.78%	4.87%	6.40%
	比亚迪	1956.42	6.47%	25.27%	22.46%	13.07%
	宇通客车	366.19	12.89%	10.37%	37.85%	11.95%
	东风汽车	188.19	19.22%	8.39%	32.27%	12.28%

图：资产结构对比（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

从利润结构来看，营业收入规模排在首位的是下游整车厂上汽集团，比亚迪等，中游设备制造商如海康威视和上游的鹏鼎控股在同一领域中收入规模也比较高。上游的芯片设计如中颖电子和中游的鸿泉物联以及锐明技术等在产业链中有较高的毛利率和净利率。

从整个产业链来看，上游的芯片设计、模组等电子元器件原材料，以及中游的设备制造企业的平均毛利率水平较高，主要是因为上游有较高的进入壁垒，需要投入大量研发，导致技术附加值更高，中游是因为软件产品有边际成本递减的效应。

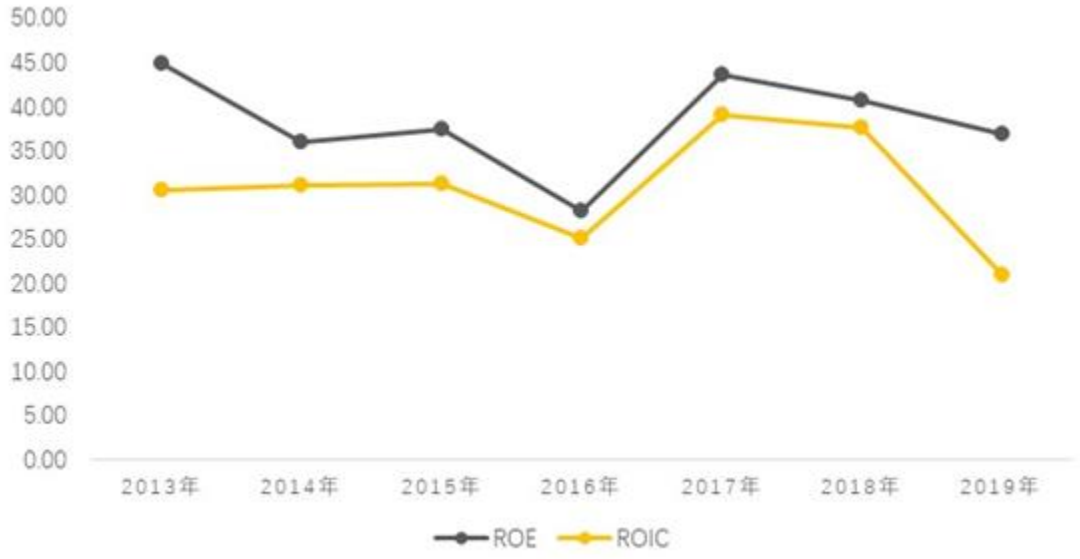
综上，产业链中以软件产品为主的企业利润率较高。

产业链	可比公司	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	现金流（亿元）	毛利率（%）	净利率（%）	管理费用率（%）	销售费用率（%）	研发费用率（%）	财务费用率（%）
上游（原材料）	全志科技	14.63	1.32	3.65	32.61	9.05	5.32	2.46	20.13	-3.07
	信维通信	51.34	10.27	6.77	37.35	20.01	4.01	2.30	8.37	1.26
	中颖电子	8.34	1.81	2.20	42.31	21.74	4.59	2.81	16.24	-0.59
	移远通信	41.30	1.48	-1.44	21.15	3.58	3.09	4.89	8.76	0.66
	鹏鼎控股	266.15	29.25	41.62	23.83	10.99	4.01	1.42	5.08	-0.68
中游（设备制造商）	锐明技术	15.64	1.99	2.37	43.56	12.73	6.49	12.28	10.86	0.10
	千方科技	87.22	10.73	9.37	30.99	12.30	3.59	10.50	8.13	0.27
	鸿泉物联	3.13	0.70	0.62	51.48	22.25	8.58	7.91	16.40	-0.87
	天迈科技	4.69	0.75	0.15	46.47	15.95	6.63	7.93	11.19	0.73
	海康威视	576.58	124.65	77.68	45.99	21.62	3.16	12.59	9.51	-1.11
下游（整车厂）	上汽集团	8265.30	352.89	462.72	12.15	4.27	2.70	6.95	1.62	0.00
	比亚迪	1277.39	21.19	147.41	16.29	1.66	3.24	3.40	4.41	2.36
	宇通客车	304.79	19.61	53.40	24.35	6.43	2.72	9.17	5.82	0.69
	东风汽车	135.20	4.14	5.08	11.99	3.06	3.34	5.31	3.58	-0.33

图：利润结构对比（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

接着，来看一组《塔坚研究》整理的基本面数据：



图：ROE VS ROIC（单位：%）

来源：塔坚研究



图：同行业 ROE 对比（单位：%）

来源：塔坚研究



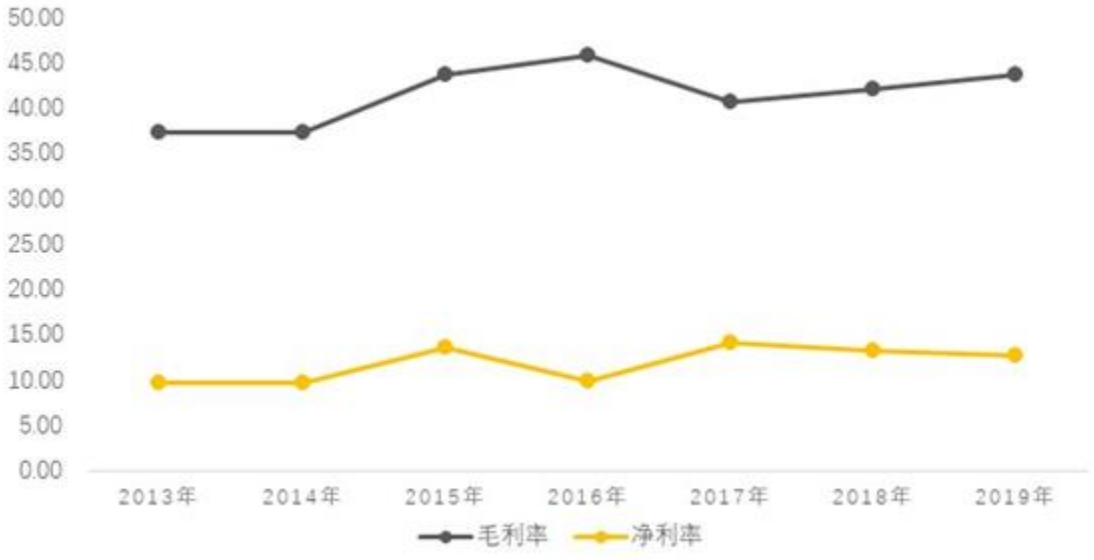
图：营业收入 VS 营收增速（单位：亿元、%）

来源:塔坚研究



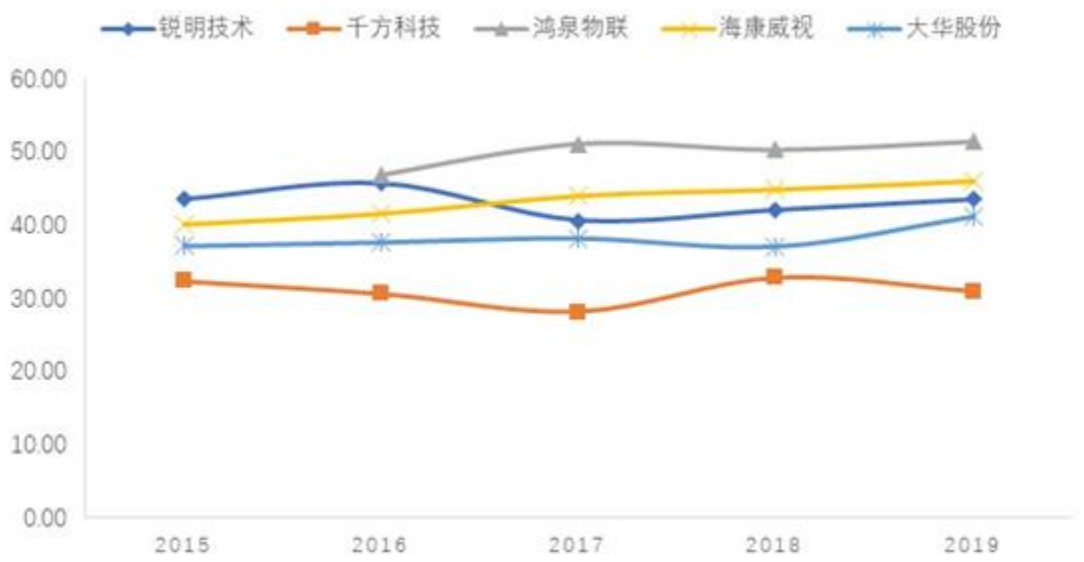
图：营业收入增速及净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究



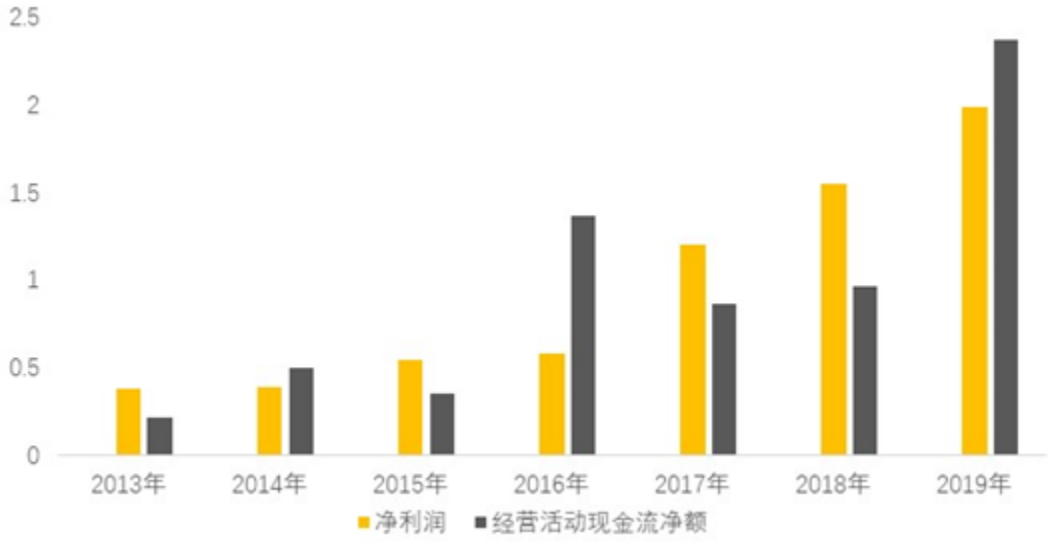
图：毛利率 VS 净利率（单位：%）

来源：塔坚研究



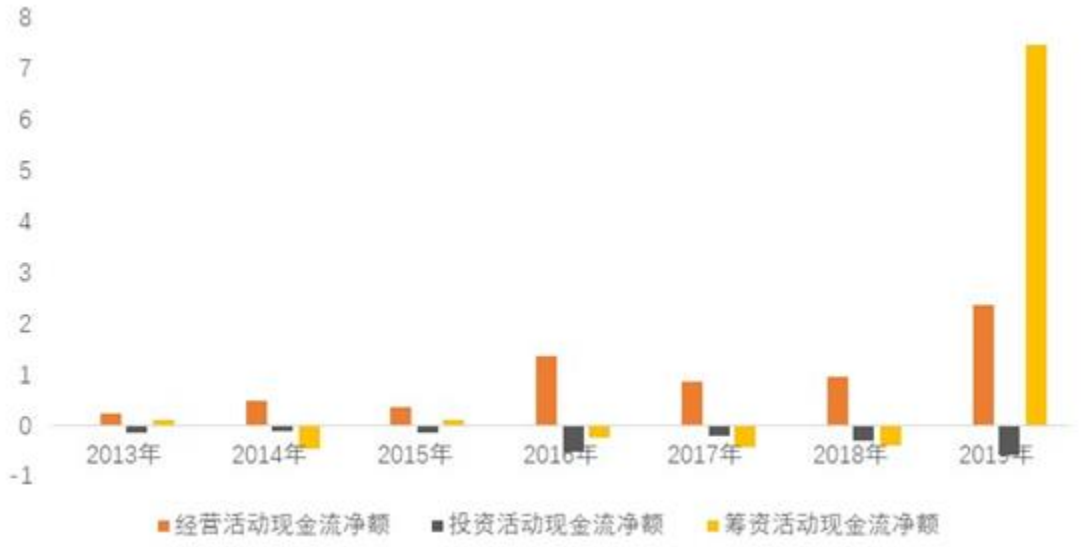
图：同行业毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究



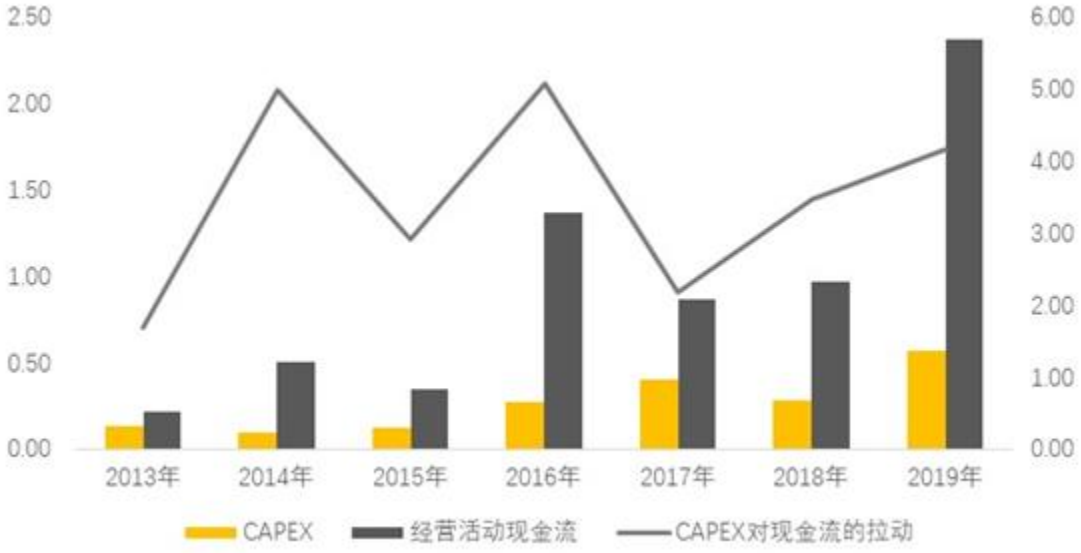
图：净利润及经营活动现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



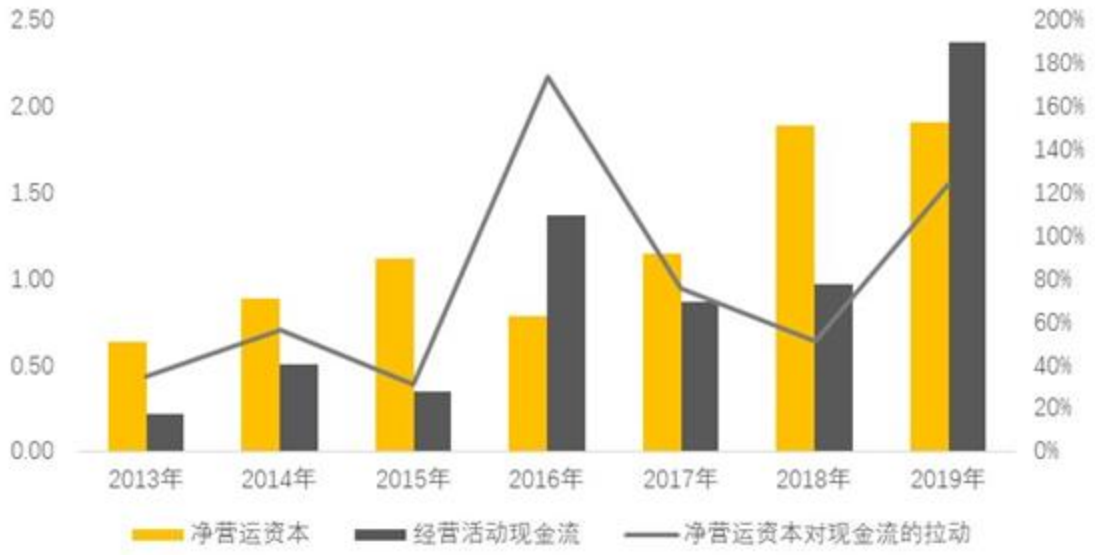
图：现金流（单位：亿元）

来源：塔坚研究



图：资本支出对现金流的拉动（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究



图：净营运资本对现金流的拉动（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究



图：存货对现金流的拉动（单位：亿元、倍）

来源：塔坚研究



图：资产结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

看完这组基本面图表后，重要的问题来了——如果将这家公司放在同行业的坐标系中，其回报、增长情况到底如何？如果要对这家公司做建模，应该从什么地方入手？

— 02 —

同行业，回报分析

▼

在塔坚研究的投研体系之下，对任何行业做分析的核心，都始于回报分析。

并购优塾

本案近三年，其 ROE 为 43.58%、40.66%、36.87%；ROA 为 22.44%、21.55%、15.91%；ROIC 为 39.06%、37.62%、20.96%。这个水平到底如何，我们来和同行业做个比较：

回报	可比公司	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
ROE对比	锐明技术	37.47	28.24	43.58	40.66	36.87
	大华股份	23.59	24.80	25.47	22.16	22.74
	鸿泉物联		47.33	39.11	26.30	19.63
	天迈科技	32.78	20.15	17.44	18.41	19.47
	海康威视	35.28	34.56	34.96	33.99	30.53
ROA对比	锐明技术	22.30	15.47	22.44	21.55	15.91
	大华股份	15.90	14.88	14.50	11.63	12.29
	鸿泉物联		22.70	27.97	22.33	11.30
	天迈科技	25.53	15.55	13.82	13.23	11.30
	海康威视	25.84	23.37	22.30	21.10	19.16
ROIC对比	锐明技术	31.27	25.17	39.06	37.62	20.96
	大华股份	21.74	21.71	21.61	18.77	19.67
	鸿泉物联		35.03	41.00	28.63	12.09
	天迈科技	32.00	18.51	15.86	15.51	12.76
	海康威视	31.45	29.47	28.44	27.45	24.63

图：投入回报对比（单位：%）

来源：WIND、塔坚研究

从 2019 年财报数据来看，可比公司中，本案回报率较高。2019 年锐明技术和鸿泉物联 ROE 大幅下滑的原因是上市导致的总资产周转率和资产负债率下滑所致。

其次，从核心指标拆解来看：

总资产周转率——2019 年，锐明技术的总资产周转率为 **1.07 次**，高于大华股份的 0.94 次、鸿泉物联的 0.49 次、天迈科技的 0.62 次、海康威视的 0.83 次。

资产负债率——2019 年，锐明技术的资产负债率为 **31.94%**，高于鸿泉物联的 12.10%、天迈科技的 27.09%、低于大华股份的 45.96%、海康威视的 39.66%。

净利率——2019 年，锐明技术的净利率为 12.73%，高于大华股份的 12.09%、低于鸿泉物联的 22.25%、海康威视的 21.62%、天迈科技的 15.95%。

可比公司	总资产周转率（次）	净利率（%）	资产负债率（%）
锐明技术	1.07	12.73	31.94
大华股份	0.94	12.09	45.96
鸿泉物联	0.49	22.25	12.10
天迈科技	0.62	15.95	27.09
海康威视	0.83	21.62	39.66

图：销售净利率、总资产周转率、资产负债率

来源：塔坚研究

接下来，我们将分子、分母拆开，以 2019 年为横截面，对比一下各家的资产情况和收益情况、收益以及营运效率情况。

		锐明技术	大华股份	鸿泉物联	天迈科技	海康威视	千方科技
资产类	固定资产	0.89	15.22	0.68	0.38	57.91	5.84
	无形资产	0.20	4.12	0.23	0.11	10.46	7.85
	存货	2.02	38.40	0.39	0.76	112.68	27.15
	营运资本	12.69	104.44	7.52	5.33	405.06	34.36
	应收账款	3.91	132.41	1.46	2.30	213.08	33.57
负债类	净营运资本	1.91	77.87	1.54	2.04	161.60	13.84
	带息债务	0.31	5.81	0.05	1.00	73.31	7.60
	应付账款	2.97	42.90	0.75	1.06	127.00	32.34
	预收账款	0.77	3.76	0.06	0.10	10.21	14.11
经营情况	营业收入	15.64	261.49	3.13	4.69	576.58	87.22
	营业成本	8.83	153.96	1.52	2.51	311.40	60.19
	销售费用	1.92	39.53	0.25	0.37	72.57	9.16
	管理费用	1.01	7.41	0.27	0.31	18.22	3.14
	研发费用	1.70	27.94	0.51	0.52	54.84	7.09
	折旧摊销	0.17	2.79	0.05	0.05	6.75	1.88
	归母净利润	1.95	31.88	0.70	0.75	124.15	10.13
	经营活动现金流	2.37	16.01	0.62	0.15	77.68	9.37
单位应收账款带来收入	单位营运资本带来的现金流	0.19	0.15	0.08	0.03	0.19	0.27

图：同行业财务数据对比

来源：塔坚研究

根据以上三张表，我们能看出，智能监控视频设备这个行业的核心资产是营运资本对现金流的拉动，如果按照一单位核心资产带来的现金流来看，2019 年锐明技术较强，每增加 1 元的营运资本，带来 0.19 元的现金流。

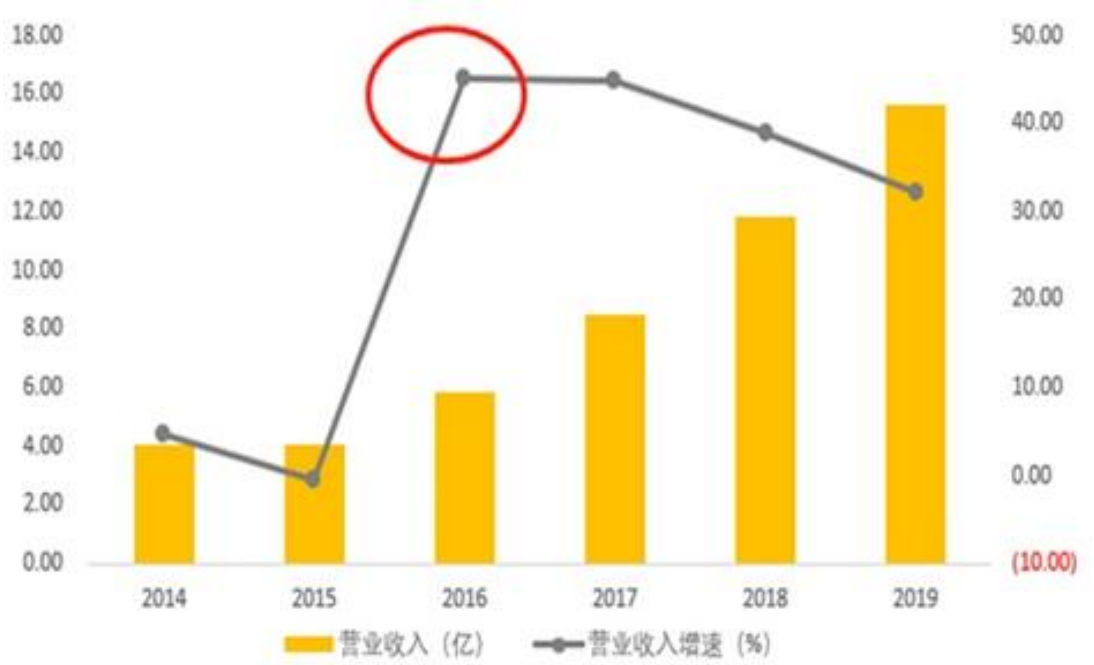
这是由于，锐明技术下游客户较为分散，同时海外客户占比相对较高，以及软件系统通常会先收到款项等因素，导致本案现金流情况较好。

— 03 —

增长，驱动

▼

本案，核心产品为车载通用监控产品和配套的信息化系统，主要应用于商用车领域。



图：历史收入增速（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

可比公司	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
锐明技术	4.67	-0.62	45.16	44.84	38.81	32.22
大华股份	35.52	37.45	32.26	41.38	25.58	10.50
鸿泉物联				77.89	-8.43	26.34
天迈科技	30.31	50.98	10.92	25.06	12.38	28.33
海康威视	60.37	46.64	26.32	31.22	18.93	15.69
千方科技	20.96	13.35	52.03	6.80	35.35	20.28

图：可比公司历史收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

同行业可比公司中，2016 年千方科技高增速是因为并购所致；2017 年鸿泉物联受下游智能网联汽车产业快速发展，其产品销量大增，导致营收增速接近 80%，2018 年其大客户北汽福田重卡销量下降，导致其收入增速为负。

海康威视、大华股份受益于雪亮工程的启动，2016 年营业收入实现高增长。

从本案的历史增速来看，其营业收入增速高点出现在 2016 年，并且 2017 年增速仍保持高达 30%以上的水平，2018 年增速开始下滑。其原因是：

2016 年——获得境外大客户订单，带来通用监控产品大幅增长 55.09%。另外，锐明技术开始推广信息化产品，以及深圳等部分城市换装电动公交车，促使信息化产品销售额增长了 76.52%。

2017 年——监管层出台政策，强制要求两客一危运输车辆安装智能视频监控系统，渗透率要达到 95%以上，由此本案信息化系统营业收入增长了 96.46%。

2018 年——增速下滑，一方面是因为公交车行业智能监控产品渗透率逐步提高，行业增速放缓。另一方面是因为本案信息化产品价

格下降所致，在出租车和公交车行业，平均单价分别下降 31.94%和 10.77%。

由此看来，智能监控系统在商用车中的渗透率提升，是本案核心增长驱动力。

因此，对于本案的收入预测，我们采用如下方法：

商用车信息化系统业务——由于细分产品较多，且价格档次不一，无法进行精确估算，而行业增长逻辑比较确定，故我们采用市占率法，对本案进行收入预测：

*公式 1：商用车信息化系统=商用车信息化系统市场规模 *市占率*价*

*其中，商用车信息化系统市场规模=商用车市场规模*信息化系统渗透率*

商用车通用监控业务——同样无法量价拆分，且市场格局较为分散，市占率数据没有官方统计，故我们采用增速法进行预测：

公式 2：商用车通用监控产品=上一年收入（1+增长率）*

其中，增长率参照商用车的销量增速。

上述影响本案收入的几大变量，我们逐个来分析，先来看信息化系统市场规模。

— 05 —

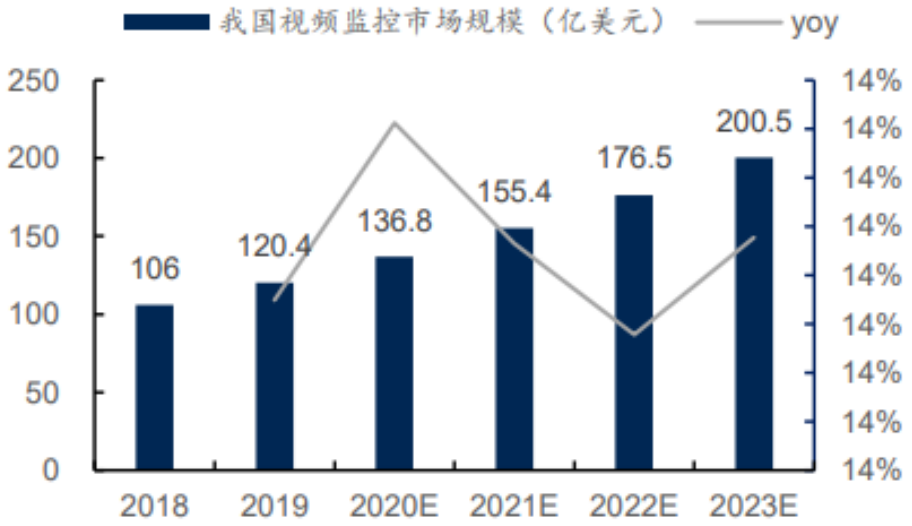
信息化系统、规模

商用车信息化系统，是指政府或企业通过前端监控设备采集到数据，经过后端软件系统分析后进行提前干预，帮助政府或行业监管者找到更优解决方案，从而达到降低事故率、死亡率，提高车辆运营效率等目的。

未来，随着监控信息化系统在商用车行业的渗透率提升，需求会逐步增加。

根据中国产业信息网数据，2019 年我国视频监控市场规模达到 120.4 亿美元，同比增长 13.58%，预计到 2023 年，我国视频监控市场规模将达到 201.3 亿美元，其中车载视频占比 16%，约为 32.21 亿元，年复合增速达 29.3%。

优塾



图：我国视频监控市场规模及预测（单位：亿美元、%）

来源：HIS、国信证券

本案，其信息化系统主要应用于**公交车、两客一危、出租车/网约车、渣土及环保**等四大领域，分别占比 20.71%、31.94%、33.23%、14.11%。由于每个领域信息化系统渗透率差异较大，我们将前三大应用领域的市场规模、渗透率两大核心因子拆分来看。

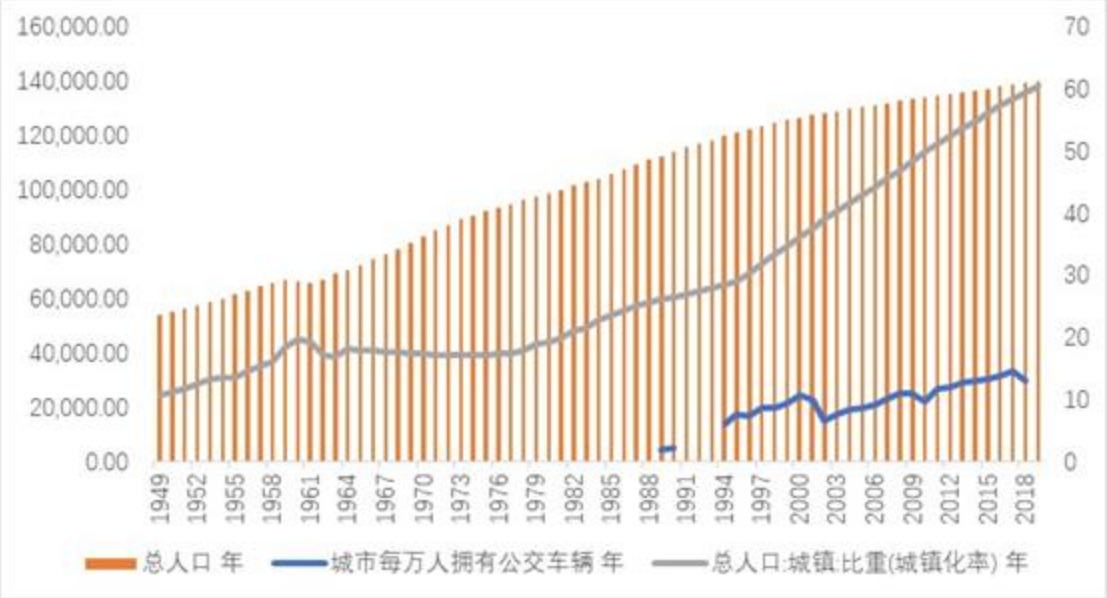
首先，是公交车领域。其测算公式为：

*公交车信息化市场规模=公交车保有量*信息化渗透率*

1）公交车保有量

根据交通运输部数据，2019 年我国公交车保有量为 69.33 万辆，同比增长 2.97%，2015 年至 2019 年全国公共汽电车平均每年新增 3.29 万辆，年复合增长率 5.4%

公交车的保有量取决于**总人口数和城镇化率**。根据历史数据来看，随着总人口数量和城镇化率的提升，我国公交车保有量也随之增加。



图：总人口数、城镇化率（单位：万人、%）

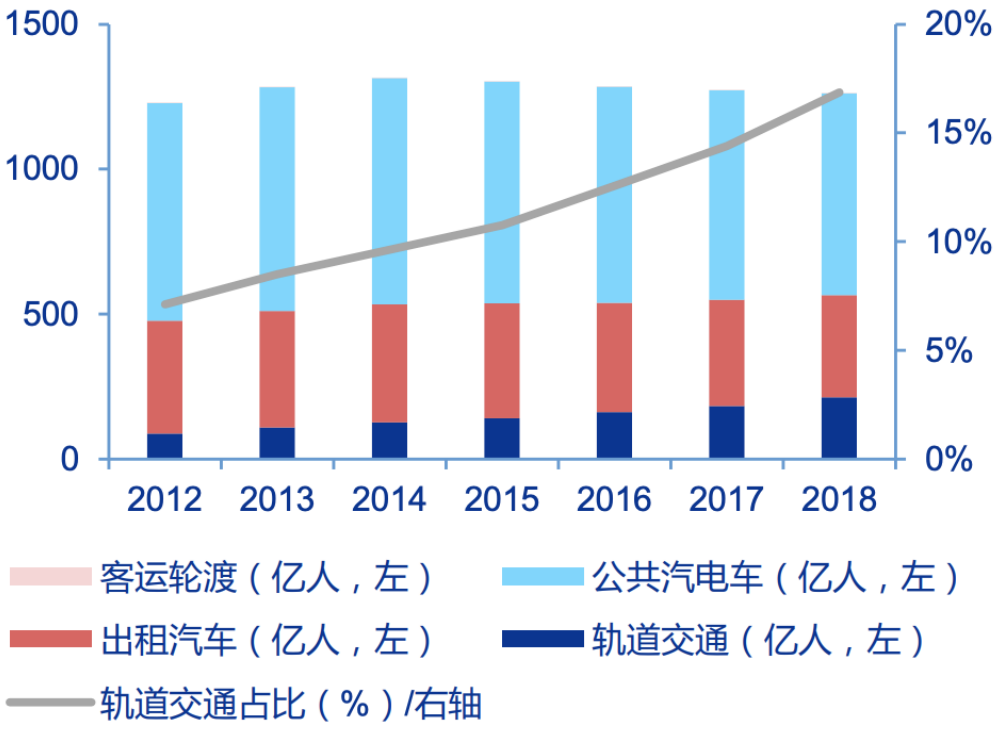
来源：Wind

近十年来，我国总人口数量增速和城镇化率增速都在下滑。其中，总人口增速从 2010 年的 0.4%下降到 2019 年的 0.3%，城镇化率增速也从 2010 年的 3%下降到 2019 年的 1.7%。

不过，在城镇化率方面，虽然增速放缓，但是与日本、美国等发达国家 80%-90%的城镇化率相比，我国目前 60%的水平还有增长空间。

长期来看，我国公交车保有量将随着城镇化率的提升而持续增长，不过由于城市轨道交通的运营里程不断增长，2019 年运营里程达到 7.06 亿列公里，较 2018 年增长 17.47%。另外，基于准时、不堵车、运行速度快等优势，人们出行将更愿意选择地铁等轨道交通。

根据交通运输部数据，2012 年至 2018 年，城市轨道交通在城市公共交通中占比持续提升，目前占比在 17%左右，预计到 2025 年仍保持 15%的年复合增速，而公交车的年复合增速将降至 1%-2%左右。



图：城市公共交通不同类别占比（单位：亿人、%）

来源：申万宏源

由于公交车有被轨道交通替代的趋势，因此，我们假设公交车保有量增速将从 2019 年的 2.97%逐渐下降至城镇化率增速 1.7%。此外，假设每年公交报废率大约在每年 7%左右，由此估算得出，2020-2022 年的公交车保有量分别为 76.29 万辆、78.36 万辆、80.39 万辆。

2）公交车信息化系统渗透率

短期来看，公交车信息化系统的渗透率受政策监管的驱动，2018 年 12 月 14,日，交通部下发通知补助开展营运客运汽车安全监控及防护装置整治专项行动，明确要求各地新投入市场的公交车必须配置视频监控设备，未安装前不得投入市场。

长期来看，新能源公交车载运营成本上每天的用电成本仅为燃油车的 30%-50%，成本优势明显，未来随着电动公交车的换装，也会提升信息化系统的渗透率。

根据本案销售团队的调研数据，2018 年公交车信息化渗透率为 63%，由于政策推动，以及安全需求，监控系统将成为公交车必装设备，参照新能源公交车的历史渗透率，其用 4 年时间从 66%提升到 94%。

因此，假设公交车信息化系统渗透率在 2025 年达到 100%，年复合增速为 6.82%，2020-2021 年分别为 74%、79%、84%。

综上，预测期内公交车市场规模如下：

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
数量		69.33	71.30	73.24	75.13	76.98	78.78	80.52	82.20	83.80	85.33	86.78
增速		2.97%	2.84%	2.72%	2.59%	2.46%	2.34%	2.21%	2.08%	1.95%	1.83%	1.70%
替换报废			4.99	5.13	5.26	5.39	5.51	5.64	5.75	5.87	5.97	6.07
报废率			7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
公交车规模		69.33	76.29	78.36	80.39	82.37	84.30	86.16	87.95	89.67	91.31	92.86
公交车渗透率	63%	68%	74%	79%	84%	89%	95%	100%	100%	100%	100%	100%
公交车信息化规模		47.34	56.13	61.80	67.65	73.66	79.84	86.16	87.95	89.67	91.31	92.86

图：市场规模（万辆）

来源：塔坚研究

其次，是两客一危领域。其预测公式为：

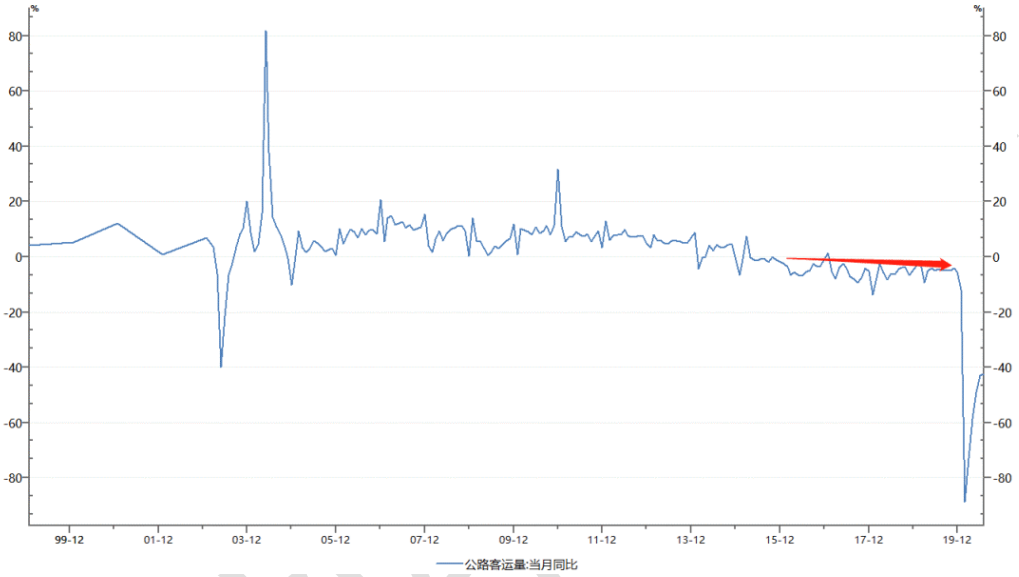
*两客一危信息化市场规模=两客一危保有量*信息化渗透率*

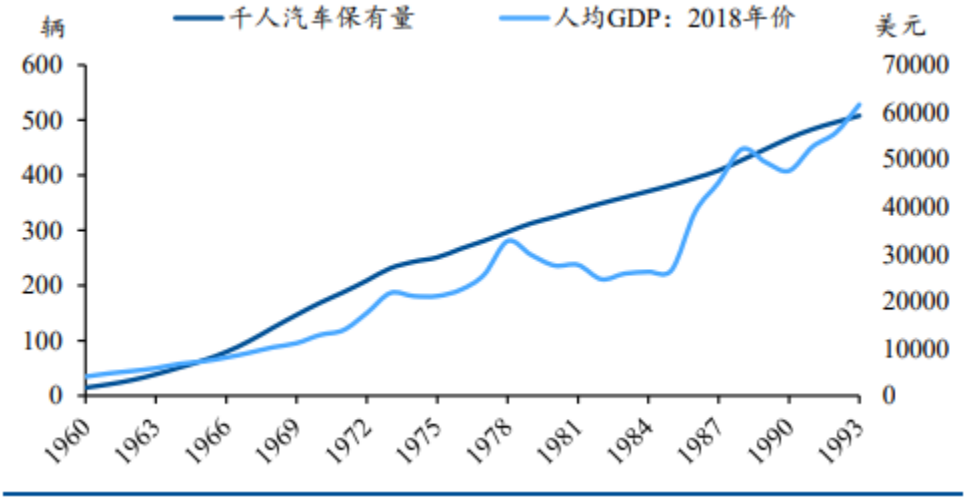
1）两客一危汽车保有量。

两客一危车辆，是指从事旅游大巴、城际客车以及运输危险化学品、烟花爆竹、爆炸物等专用车辆。从本质上来看，仍属于生产型工具，其核心宏观指标是城镇化率、固定资产投资增速、基建开工率有关。

客车方面，随着人均 GDP 的提升带动人均汽车保有量的增加，相应会减少人们对公路客车的需求。从历史数据来看，公路客运量与人均汽车保有量成反向关系。自 2015 年起，公路客运量每月的增速均为负增长，而同期，我国每千人汽车保有量从 2015 年的 120 辆/千人增长至 180 辆/千人。

目前来看，我国人均汽车保有量（180 辆/千人）与美国（800 辆/千人）、意大利（690 辆/千人）、日本（590 辆/千人）比较仍有上升空间，未来，随着人均汽车保有量与发达国家的水平靠拢，会进一步替代城际客车市场，导致公路客运量增速持续下滑。



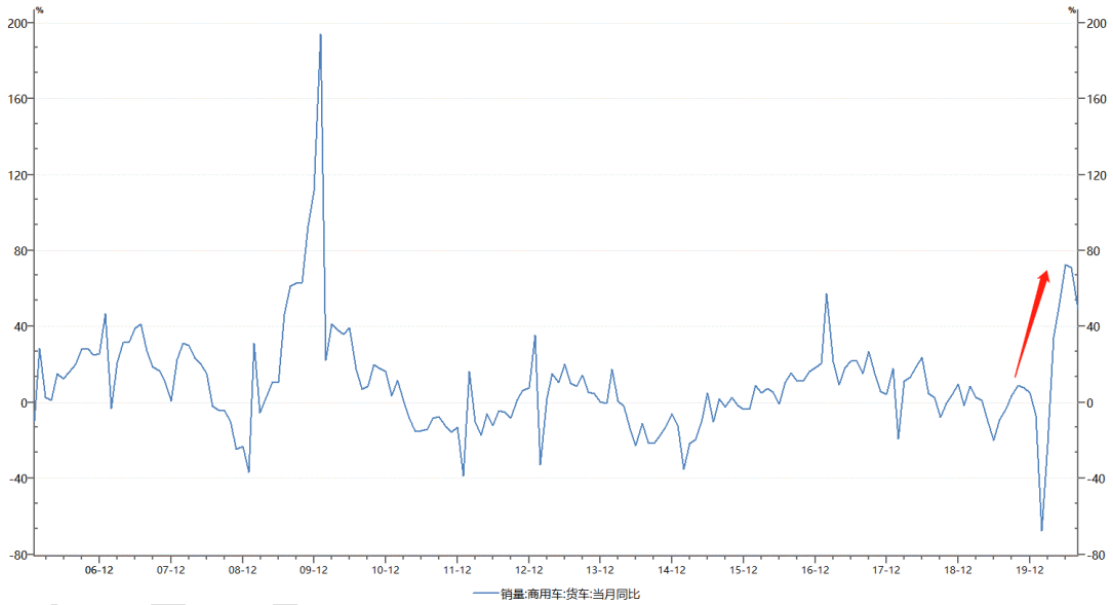


图：公路客运量、人均汽车保有量（单位：%、辆/千人）

来源：Wind、塔坚研究

货车方面，本案产品应用于货物运输的物流车。根据国家统计数据，2020 年 7 月公路货运量同比增速为 3.1%，基本恢复卫生事件之前的水平。

根据中国汽车工业协会数据，2020 年 8 月货车销量为 39.6 万辆，同比增长 49%，1-8 月份累计销量 301.1 万辆，同比增长 20.7%，虽然环比下滑 4.5%，但仍保持高景气度。



图：货车销量

来源：Wind、塔坚研究

货车行业具有较强的周期性，一般 3-4 年一个周期，2010 年、2013 年和 2016 为周期高点。关于商用车景气度，延续我们此前在商用车产业链报告中的研究，因受到基建刺激加替换周期的双重驱动，景气度的持续时间会较长。

2）两客一危信息化渗透率

根据锐明技术招股书披露，目前两客一危的信息化系统渗透率大约在 50%。渗透率在政策的强制推动下，将会快速提升：

2017 年 4 月，交通部发布的中国交通运输行业标准 JT/T1094-2016 号文件《营运客车安全技术条件》正式实施，标准要求营运客车出厂时应装备车内外视频监控系统，即客车必须前装符合要求的视频监控系统。

2018 年底，交通部颁布《营运客运汽车安全监控及防护装置整治专项行动方案》，要求所有"两客一危"车辆在两年内全面升级智能监控报警系统，未前装的不得投入运营，即 2020 年渗透率达到 100%。

该政策 2019 年已经实施了一年，2020 年受卫生事件影响，安装进度会延迟，但具体完成比例并没有权威统计数据，多家机构预测大约会延迟到 2022 年完成。

两客一危行业除了有政策方面的驱动外，还有来自安全驾驶、运营效率等方面的需求驱动，监控信息化系统可以显著降低行业事故率、死亡率等。

根据本案官网披露的案例信息来看，2019 年 1 月至 8 月，其系统化产品安装到惠州 1148 辆危化品运输车辆中。期间，与 2018 年同期相比，事故率降低 38.91%、死亡率降低 87.50%，人伤亡率降低 86.67%；与未安装信息化产品车辆对比，事故率低 31.87%、死亡率低 83.30%、人伤死亡率低 86.43%。

由此来看，未来渗透率提升是必然趋势，不过，由于 2020 年卫生事件影响，渗透率提升会大概率延缓，根据多家机构预测，大约在 2022 达到 100%。

接下来，是出租车/网约车领域。其预测公式为：

*出租车/网约车信息化市场规模=（出租车+网约车）市场规模*信息化渗透率*

1）出租车/网约车市场规模

根据交通部数据，2019 年我国出租车拥有量为 139.16 万辆，同比增长 0.19%，网约车为 86 万辆（根据网约车运营证估算），同比增长 134.55%。由于网约车的兴起对出租车市场有替代效应，两者的规模存在此消彼长的关系，整体市场规模约为 225 万辆。

网约车用户使用率趋于平稳，近三年维持在 39%的水平，未来网约车的数量增长也将趋缓，假设预测期内，其增速从 2019 年的 15.12%逐渐趋同于出租车的 0.19%。

2）信息化渗透率

根据锐明技术招股说明书，2016 年国内出租车市场视频监控安装率只有 25%。由于网约出租车在安全问题、价格监控等方面标准化程度低，给乘客安全出行带来了隐患，近年来，网约车安全事故引发社会关注，推动政策加大力度对网约车的监管。

2016 年 7 月，交通运输部等七部委出台《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》，要求网约车经营车辆需安装具有行驶记录功能的卫星定位装置、应急报警装置。

除了政策要求外，处于安全性需求，未来网约车的渗透率提升逻辑较强，因此假设预测期内，假设出租车/网约车信息化系统渗透率在 2025 年达到 100%，年复合增速为 6.82%，2020-2021 年分别为 74%、79%、84%。

综上，本案量的成长性，主要在于政策强制要求带来的渗透率快速提升。商用车视频监控，目前来看，是政策需求的产物。但考虑到

未来自动驾驶会首先在商用车领域大规模运用，长期来看，内生需求驱动的逻辑不强。

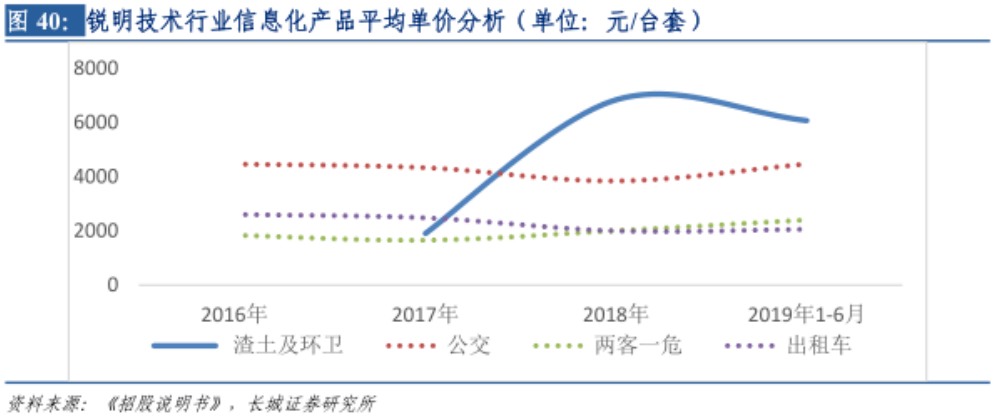
好，量的驱动因子预测完，接下来，我们再来看价格。

— 06 —

信息化系统，单价

根据锐明技术招股书披露，2016 年-2019 年二季度，其信息化系统平均价格不同领域分布为：公交 4000 元/台套、两客一危和出租车均价为 2000 元/台套，渣土及环保为 6000 元/台套。

各细分行业产品单价与配置设备数量成正相关关系。其中，渣土车、环保专业车辆需要配置的模块较多，公交车专用外设较多，导致单价较高；出租车所需监控空间较小，配备设备少，技术要求低，所以单价相对较低；两客一危行业客户对功能需求比较基础，产品同质化程度较高，因此单价较低。整体来看，加权平均价格在 2982 元/台套左右。



图：信息化产品平均单价（单位：元/台套）

来源：招股书、长城证券

通常来说，下游整车厂对汽车配件等电子产品有年降的要求，但是，搭载新技术的产品价格会在刚上市时候维持较高的水平。

车载视频监控信息化系统的发展经历了三个阶段：1）以 2G 窄带通信技术和 GPS 定位为基础，对车辆进行监控调度，无法远程监控；2）以 3G/4G 宽带通信技术为基础，可以进行远程视频监控，但需要人工后期参与筛选信息；3）以 AI 和大数据技术为基础，对车辆进行主动管理和监管。

目前，车辆监控信息化系统正在从第二阶段向第三阶段迭代，锐明技术已经可以做到将结合了 AI 技术的信息化系统应用到渣土车、公交等领域，并提供解决方案。

因此，短期来看，由于搭载了 AI、大数据等技术的第三代产品正在逐渐放量，新产品由于技术含量高，平均单价较高，所以，价格短期内还会维持目前的水平。

长期来看，本案产品供货的下游客户大部分为整车厂，根据鸿泉物联招股书中提到，通常整车厂会要求供应商每年下调一定幅度（3-5%）的产品报价。由于本案产品有一定的安防属性，价格下调并有汽车电子幅度大，预测期内，我们按 3%价格下调幅度进行对预测。

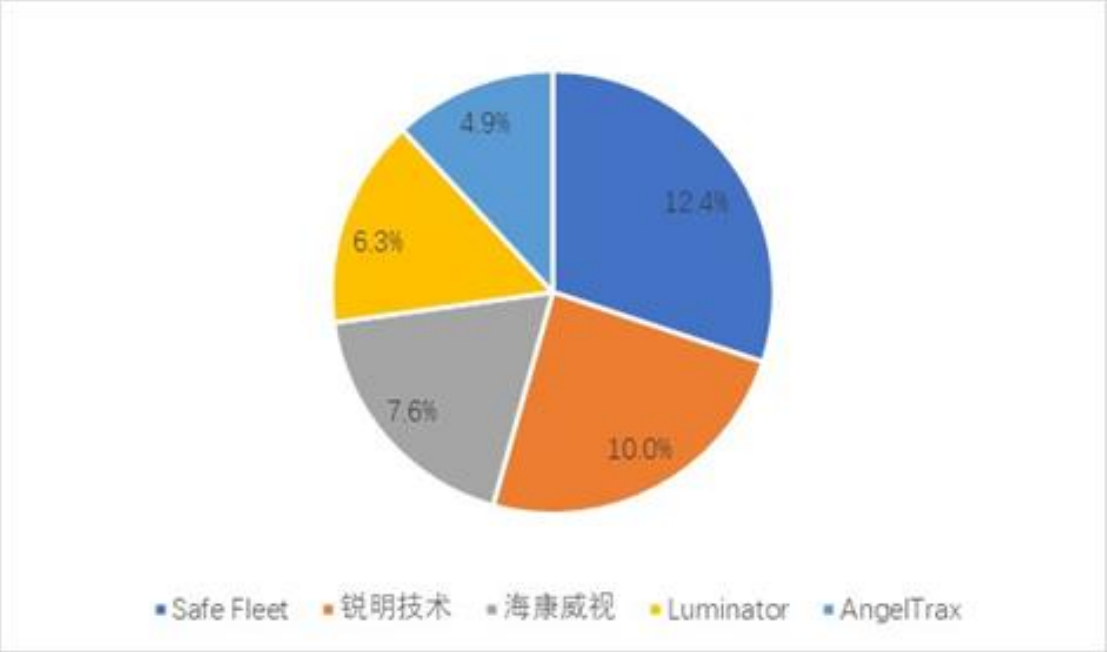
综上，对于信息化产品的单价我们假设，2020-2022 年，由于更高技术含量的产品上市，价格维持 2019 年 2982 元/套的水平，之后以 3%的幅度降价。

— 07 —

竞争格局、市占率

▼

目前，全球车载视频监控市场集中度较为分散，CR5 为 32.2%，根据 HIS 机构数据显示，本案全球市占率为 10%，排名第二，领先于安防龙头海康威视的 7.6%。



图：全球车载监控市占率（单位：%）

来源：塔坚研究

从市占率情况来看，本案在车载监控市场有较强的竞争力。那么，未来其市场份额是否有提升的潜力？车载监控行业的壁垒在哪儿？我们从行业资质、技术门槛以及客户渠道来看。

1）行业资质

虽然车载视频监控属于汽车零部件，但本案产品主要用于商用车市场，性质更偏向于安防属性。因此，其产品涉及到社会公共安全问题，有较高的行业准入门槛。

以两客一危行业的后装市场为例，产品需要获得公安部 GB/T19056 认证、交通运输部 JT/T794、JT/T796、JT/T1076 等认证，如果产

品出口至国际市场，需要取得 FCC、e-MARK、RoHS 标准等一系列认证。另外，在整车厂的前装市场，需要通过 IATF 16949 质量管理认证。

目前，本案执行国内、国外质量标准分别为 18 项和 12 项，执行的主要行业标准 13 项，获得多个国家及下游应用行业的准入资格。如美国、瑞典、意大利等国家，以及宇通客车和比亚迪等整车厂。

2）技术壁垒

车载视频监控，有别于主要应用于商业、工业、社区、家居及平安城市等固定场所的视频监控，需要在复杂的工作环境（如高速移动、持续振动与冲击、高/低温、人为破坏、电压不稳等）下能够保证较好的图像处理和分析的能力，技术门槛较高。

车载监控视频除了需要在恶劣的环境下工作外，在视频图像技术方面，需要在多变的光线条件下进行视频采集，为驾驶员提供安全驾驶辅助、以及盲区行人监测预警等功能，因此，此领域与安防领域的本质一样，都是在某个特定场景进行长期的数据积累并优化练习。本案，2002 年进入汽车前端视频领域，具备一定数据积累优势。

同时，本案近几年不断加大研发投入，2019 年研发费用投入同比增长 40%，根据 2020 年中报数据，研发费用占营业收入 15.25%，处于行业较高水平。



图：研发费用及同比增速（单位：百万元、%）

来源：塔坚研究

3）客户渠道

对于车载视频监控及系统来说，目前仍属于汽车后装市场，因为前装是需要列在汽车生产手册的里的，而本案与比亚迪、宇通客车深度绑定，在公交车和商用车市场有稳定订单。

对比同行业来说，本案另一大优势是产品线较多，基本涵盖了全部的商用车领域。而可比公司中，如海康威视和大华，主要以固定类产品为主，车载领域涉及较少。

不过，需要注意的是，目前海康威视和大华股份均开始入局商用车车载视频监控领域，其中，海康威视 2017-2019 年在商用车上安装的智能视频设备超过 17 万套，年复合增长率达到 252%。

综上，虽然本案在商用车车载监控视频领域深耕多年，但是面对海康、大华等安防龙头的入局竞争，未来市场格局不确定性较大，对此，本案未来市占率情况分乐观保守两种情景分析：

乐观情况下：本案依托资质、技术以及客户渠道等优势，能够逐步提高市占率，预测期内达到行业龙头 Safe Fleet 全球市场份额 12.4%的水平。

保守情况下：受海康、大华等安防龙头的冲击，其市场份额会被抢占，假设未来三年保持 10%的市占率，之后下滑到目前海康威视在车载视频监控的市场份额水平 7.6%。

到这里，我们已经完成了商用车信息化系统业务的收入预测。那么，近年来收入占比逐渐下降的通用监控产品，未来收入如何?

— 08 —

通用监控产品

▼

优塾信息

本案通用监控产品为车载摄像机、车载监控终端等设备，同样应用于公交车、出租车、两客一危等商用车领域。因此，该业务的驱动力与信息化系统业务相关性较高，我们进行简化预测。

我们采用增速法进行预测，其收入预测公式为：

通用监控产品收入=上一年收入（1+商用车增长率）*

其中，商用车增长率我们在上文中估算得出 2020 年至 2022 年的同比增速分别为 7%、6%、5%。

2019 年本案通用监控产品业务收入为 4.71 亿元，预计未来三年收入分别为 5.14 亿元、5.34 亿元、5.61 亿元。

至此，收入预测已经完成。不过，单一逻辑毕竟不一定靠谱，我们还需要从多个逻辑角度，做交叉印证。

— 09 —

逻辑验证

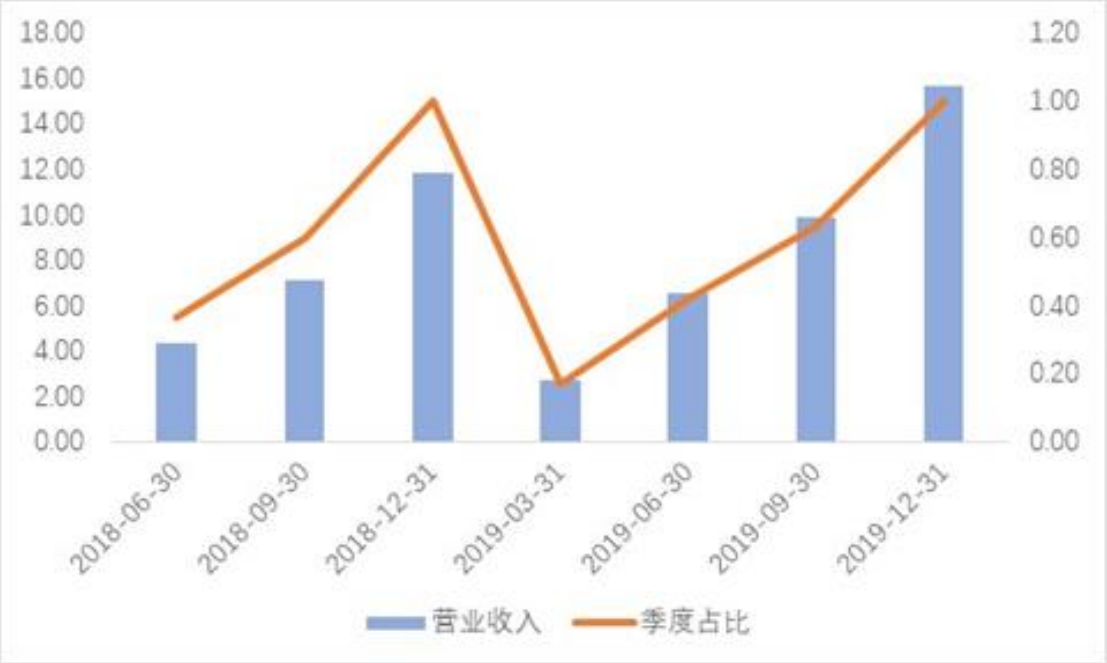
▼

非凡优塾

综合上述数据计算，乐观情况下近三年增速分别为 27.15%、26.34%、25.18%。

这里，我们再结合“季度反推”、“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：季度反推——通过中报、季报与年报的历史关系，反推出 2020 年收入增速。由于本案上市时间较短，2018 年至 2019 年，其半年报收入占全年收入的比重在 36-42%左右，我们选用均值 39%作为参考值。



图：季度营业收入与全年收入占比 （单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

根据本案 2020 年二季报数据，其营业收入为 6.16 亿元，由于前两季度受卫生事件影响，导致收入增速同比下滑 6.19%，根据历史均值占比 39%大致可倒推出 2020 年年收入为 15.79 亿元，同比增速约 1%，计算公式：2020 财年收入=二季度收入 6.16 亿元÷39%=15.79 亿元。此处，季度反推法由于历史数据较少，同时卫生事件也导致本年度营业收入与往年偏差较大，因此该方法参考意义不大。

方法二：内生增速法——内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。由于本案上市仅一年，其 2019 年分红率为 35.49%，2019 年 ROE 约为 36.87%，计算得出其内生增速为 23.78%。

方法三：外部分析师预测——这里我们选取 180 天内 12 家机构对本案 2020 年-2022 年的预测，预测营业收入增速为 24.04%、29.39%、30.43%；利润增速为 28.18%、34.58%、32.61%。 分析师一致预测目标价为 69.83 元。其中：

安信——2020-2022 年，三年营业收入增速分别为 23%、30%、42%。锐明技术是国内商用车载视频监控领域的龙头企业，由于渣土、货运等商用车监控市场尚处于起步发展阶段，无论是国内还是海外的设备渗透率都偏低。我们看好其在商用车市场的龙头地位以及未来市场渗透率提升的空间。

中信——2020-2022 年，三年营业收入增速分别为 29%、21%、23%。锐明技术聚焦于商用车安防，重点孵化轨道交通以及垃圾分类智能监测等新兴行业，拓宽了行业化销售领域。同时，其与阿联酋交通出租车公司合作，并为沙特的校车提供智慧校车解决方案。预计海外业务占比未来继续保持较快增长。

海通——2020-2022 年，三年营业收入增速分别为 26%、34.8%、31.3%。锐明技术围绕商用车视频监控为发展主线，是商用车综合监控和智能化解决方案提供商。随着出租车、网约车、渣土等领域的市场需求随着政策推进处于高速成长期，另外伴随着公司具有更高价值的第三代产品的更新上升，其市占率也有望持续提升。

整体来看，我们给出的收入增速低于机构预测，主要原因是由于海康威视和大华股份开始进入商用车监控视频市场，对本案的市占率带来较大不确定性，我们对其市占率给予了保守假设。

至此，收入层面已经分析完毕，接下来，我们看另一个问题：其他核心指标，该如何测算？

利润表、营运资本

收入预测完毕后，我们进入 EBIDTA 的测算，对于本案来说，利润表预测的关键在于毛利率和营运资本。对于利润率、资本支出变动等，详见专业版报告中的 Excel 建模表，此处不再详细叙述。

	可比公司	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
销售毛利率（单位：%）	锐明技术	43.58	45.76	40.66	42.09	43.56
	千方科技	32.35	30.62	28.17	32.87	30.99
	鸿泉物联		46.88	51.17	50.35	51.48
	天迈科技	51.31	49.06	45.27	46.75	46.47
	海康威视	40.10	41.58	44.00	44.85	45.99
	大华股份	37.22	37.71	38.23	37.16	41.12
应收占比（单位：%）	锐明技术	30.37	26.67	22.28	26.20	25.02
	千方科技	45.28	36.82	45.04	33.96	38.48
	鸿泉物联		41.21	44.76	38.02	46.55
	天迈科技	30.90	37.57	51.00	49.12	49.07
	海康威视	32.15	35.22	35.09	33.35	36.96
	大华股份	49.36	46.56	40.01	43.06	50.64
存货周转率（单位：次）	**锐明技术**	3.61	3.88	4.14	4.42	4.83
	千方科技	2.13	2.11	1.62	2.98	2.47
	鸿泉物联		3.27	5.68	4.68	4.38
	天迈科技	4.00	2.76	3.13	3.44	3.65
	海康威视	5.92	5.61	5.35	5.15	3.67
	大华股份	4.55	4.46	4.65	5.09	4.48
资本支出占比（单位：%）	锐明技术	2.96	4.63	4.69	2.40	3.63
	千方科技	6.23	8.67	11.85	6.51	4.72
	鸿泉物联		1.34	2.60	6.47	19.69
	天迈科技	6.67	10.83	8.30	8.66	11.73
	海康威视	5.26	2.85	4.04	4.13	3.34
	大华股份	3.65	4.23	1.53	2.33	2.03

图：毛利率、营运资本、资本支出（单位：%、次）

来源：塔坚研究

以上，关于建模的绝大多数假设都已完成，我们进入本报告核心的部分——建模，到底如何测算？

— 11 —

建模，到底如何操作

▼

在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

……

以上为本报告部分内容

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

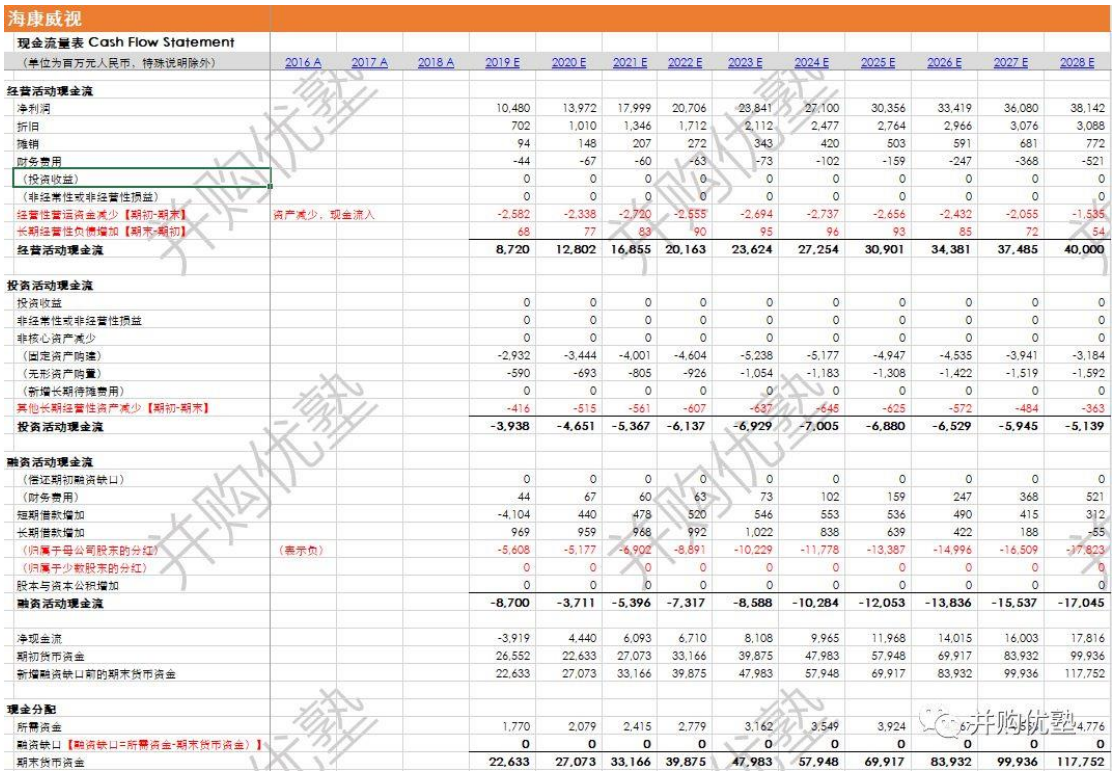
长江电力

资产负债表 Balance Sheet

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	**2,989.0**	**2,994.0**	**2,955.0**	**2,803.8**	**2,690.9**	**2,617.3**	**2,595.3**	**2,672.9**	**2,744.7**	**2,817.3**	**2,890.6**	**2,964.7**	**3,039.6**
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	28.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	**621.1**	**597.0**	**568.3**	**517.5**	**452.1**	**381.1**	**346.8**	**347.5**	**347.5**	**347.5**	**347.5**	**347.5**	**347.5**
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	**1,703.7**	**1,638.8**	**1,528.1**	**1,333.4**	**1,145.6**	**1,005.2**	**908.5**	**909.2**	**909.2**	**909.2**	**909.2**	**909.2**	**909.2**
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	**1,285.3**	**1,355.2**	**1,426.8**	**1,470.4**	**1,545.3**	**1,612.0**	**1,686.8**	**1,763.7**	**1,835.5**	**1,908.1**	**1,981.4**	**2,055.5**	**2,130.4**
负债和股东权益总计	**2,989.0**	**2,994.0**	**2,955.0**	**2,803.8**	**2,690.9**	**2,617.3**	**2,595.3**	**2,672.9**	**2,744.7**	**2,817.3**	**2,890.6**	**2,964.7**	**3,039.6**
平衡吗？	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**	**OK**

并购优塾

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：



海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
（单位为百万元人民币，特殊说明除外）	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
（投资收益）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（非经常性或非经营性损益）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性营运资金减少【期初-期末】	资产减少，现金流入			-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				**8,720**	**12,802**	**16,855**	**20,163**	**23,624**	**27,254**	**30,901**	**34,381**	**37,485**	**40,000**
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（固定资产购建）				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
（无形资产购置）				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
（新增长期待摊费用）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				**-3,938**	**-4,651**	**-5,367**	**-6,137**	**-6,929**	**-7,005**	**-6,880**	**-6,529**	**-5,945**	**-5,139**
融资活动现金流													
（偿还期初融资缺口）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
（财务费用）				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-55
（归属于母公司股东的分红）	（表示负）			-5,608	-5,177	-6,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
（归属于少数股东的分红）				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				**-8,700**	**-3,711**	**-5,396**	**-7,317**	**-8,588**	**-10,284**	**-12,053**	**-13,836**	**-15,537**	**-17,045**
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	[illegible]	[illegible]	4,776
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金）】				**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
期末货币资金				**22,633**	**27,073**	**33,166**	**39,875**	**47,983**	**57,948**	**69,917**	**83,932**	**99,936**	**117,752**

并购优塾

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

1）在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2）综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？

3）本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4）经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，了解更多，请关注公众号“并购优塾”。

扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

了解更多，可咨询工作人员：zhiyi52020

— 14—

除了这个案例，

你还必须学习这些……

▼

这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用 10 年时间，研究 10000 家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近 5 年来**关于研究体系的思考历程，**近 3 年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

并购优塾

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。

【参考资料，特此鸣谢】

【1】新时代证券：多品类、双品牌、大家居驱动稳健成长，深耕全渠道铸就强者恒强，2020-5-22