

骐俊股份 833504.OC

价值分析报告



2016-6-2

厦门大学 经济学院 金融系
经世济邦



投资新三板

投资评级	买入
总股本	3255 万股
流通股本	516.59 万股
ROE (加权)	49.49%
每股净资产	1.40 元
当前股价	11.55 元

注：上述财务数据为 2015 年年报数据



厦门大学 经济学院 金融系

经世济邦队

张子睿 金融学 2013 级 本科

张炜英 金融学 2013 级 本科

陈静谊 金融学 2013 级 本科

2016 年 6 月 2 日

骐俊股份 833504.OC

骐俊物联的主营业务为基于位置服务和无线通讯技术的物联网综合解决方案的研发和应用，针对客户需求自主设计、研发具有定制化功能的无线物联通讯终端，并提供相关的技术软件服务。公司目前已经形成业务优势较为突出的物联网综合解决方案业务体系，涉入智能家居、智慧医疗、智慧公用及智慧交通等领域。

行业发展前景

骐俊物联所处行业为新兴移动互联网行业，在全世界，物联网行业正逐渐进入加速上升的通道。自 2010 年开始，无论是从政治层面上的重视，还是从经济规模上的扩大，以及技术、人才、相关企业与产品的不断涌现均可以看出，物联网行业在我国已经迎来或即将迎来发展的拐点。2014 年我国物联网产业规模突破 6200 亿元，同比增长 24%。工业和信息化部统计数据显示，2016 年一季度物联网终端用户达到 4844 万户，同比增长 39.5%。根据思科公司的预测，2018 年物联网设备之间的通讯流量将超过人类在互联网上的通讯流量。自 20 世纪的 40、50 年代互联网诞生后，物联网在互联网的基础上掀起第三次信息化的浪潮，直接影响未来信息产业的转向。可以预见，一个由物联网技术所主导的时代正在到来。

骐俊物联核心业务

骐俊物联近三年来主营业务收入的八九成都来自于智能家居部分，公司着眼于“十二五”和“十三五”规划中的“户户通”直播卫星服务重点规划，于 2013 年 4 月取得国家广电总局认定的直播卫星位置锁定模块研发生产资格。同年 5 月在 GPRS 位置锁定领域将其自主研发的直播卫星位置锁定模块应用于国内近三十家具有机顶盒生产资质企业的产品上使用，著名厂商如海尔、海信、长虹、TCL、康佳、九州、神州、银河等，都与骐俊物联保持着长期战略合作关系。截至 2014 年 2 月，直播星位置锁定模块累计供货 1000 万片，招投标市场行业排名第一。此外与知名家电生产厂商海尔、美的等签订开发测试合约，应用于研发新型“智能家居”设备终端，目前已有样机产成。



张子豪 男, 出生于 1995 年 5 月 17 日, 安徽合肥人。目前就读于厦门大学经济学院金融系金融学专业, 2013 级本科生。擅长商业模式分析与行业分析。拥有优秀的表达与沟通能力以及创新性思维。



张炜英 女, 出生于 1995 年 8 月 15 日, 甘肃兰州人, 目前就读于厦门大学经济学院金融系金融学专业, 2013 级本科生。擅长公司架构分析与商业模式分析。拥有流畅的书面写作能力, 思维严谨。



陈静彦 女, 出生于 1994 年 6 月 6 日, 福建泉州人, 目前就读于厦门大学经济学院金融系金融学专业, 2013 级本科生。擅长财务分析。拥有出色的数理功底。

重点布局, 大力加快资源整合

智能家居中的机顶盒市场日趋饱和, 毛利率较低, 公司发现问题、与时俱进、迅速调整战略部署, 依靠机顶盒部分利润大力投资发展其他物联网应用模块, 加大资源整合力度。甚至做出前瞻性的减产、减少市场占有率, 以配合其他模块资源整合推进的战略决策。公司依靠当前所处行业上游的区位优势, 根据订货量提前预知下游发展状况, 掐准行业脉搏, 以充沛的现金流进行资源整合, 统一规划布局, 从传输层面重点向应用层面发力。目前已进一步进军智能公用、智能交通领域。在智能交通领域, 于 2015 年初成功推出了乘用车智能仪终端, 5 月又完成了新一代电动自行车无线终端的研发工作, 产品不断升级。在智能公用领域, 公司完成第一代物联网燃气表的研发, 并于 2015 年完成了在上海、江苏等的试点工作。应用于大众公用 (600635) 工商用户的 GPRS 远传物联网燃气表, 已在上海挂表试运行。在智慧医疗方面, 公司也有进一步加快整合的打算。

投资建议

综上所述, 预计骐俊物联在已有的产业地位基础上, 随着其战略布局的扩展, 公司整体盈利能力将会持续增强。绝对估值中, 在保守态度下的分析, 骐俊股份 (833504.OC) 当前股票价值为每股 28.68 元, 在激进态度下的分析, 骐俊股份 (833504.OC) 当前股票价值为每股 38.59 元。相对估值中, 我们给予其 32.732 元的每股价值。骐俊物联的估值仍然存在较大的上升空间。相较于其目前的股价, 我们给予其“买入”的投资评级。

风险提示

公司目前从事行业上游的生产来提供行业解决方案, 这样的地位使其无论总体宏观环境的好坏, 都有稳定的收入来源。拿锄头和黄金的关系作比, 类似于公司当前生产锄头 (机顶盒业务及智能芯片), 并希望以锄头的销量来判断哪里的金矿 (物联网下游终端应用层面) 丰富, 并为金矿挖掘商提供锄头 (重点投资), 进而分得黄金 (利润)。目前物联网领域存在未建立规范统一的行业标准、安全隐私未能很好保障的相关问题。是否骐俊物联如此就能投资成功、是否存在预判失误的可能, 此类情况需要给予考量, 存在相关风险。但不管是否能赚到黄金, 公司的锄头销量都会遥遥领先, 构建稳定的收入来源。

目录

行业发展前景.....	2
骏俊物联核心业务	2
重点布局，大力加快资源整合.....	3
投资建议.....	3
风险提示.....	3
公司简介.....	6
公司股权结构和人员简历	7
十大股东明细.....	7
管理层简历	8
员工构成.....	9
商业模式分析.....	10
主营业务及其业务模式.....	10
智能家居.....	11
智慧交通.....	13
智能公用.....	14
智慧医疗.....	15
盈利模式	20
采购模式	21
生产服务模式.....	21
销售模式	21
资本运营战略整体思路.....	21
公司专利技术和人才	22
公司核心技术专利.....	22
公司优秀团队人才.....	22
行业分析.....	23
物联网行业纵览	23
PEST 分析.....	24
政策环境分析.....	24

经济环境分析.....	25
社会环境分析.....	26
技术环境分析.....	27
五力模型分析	29
供方分析.....	29
买方分析.....	30
潜在进入者分析	30
替代者分析	30
产业竞争对手.....	30
财务分析及投资建议	32
财务数据及分析	34
基本财务数据.....	34
趋势分析.....	37
基本财务指标分析.....	59
杜邦分析.....	77
公司估值.....	83
绝对估值	83
相对估值	86
投资建议.....	90

公司简介

厦门骐俊物联科技股份有限公司位于福建省厦门市思明区塔埔东路 167 号观音山国际商务营运中心 8 楼 803D 单元，是一家专注于位置服务和无线通信技术的物联网综合解决方案提供商，拥有多项自主知识产权及核心技术。其中，自主产品涵盖：GSM/GPRS 系列、WCDMA 系列、LTE 系列无线通信模块以及 GNSS/GPRS 定位模块；针对客户需求自主设计、研发的 GNSS/GPRS 定位终端，GSM/GPRS 系列、WCDMA 系列、LTE 系列无线通信终端等定制化产品及相关软件技术，可广泛应用于智能家居、智能交通、智能公用、移动支付等物联网细分领域。骐俊物联与南京大学、厦门大学、中国移动通信研究院等多方产学研联动，与展讯、Ublox 等多个厂家展开深入战略合作，不断提升自主研发能力，引领物联网应用的技术前沿，获得市场认可。主要客户类型包括：在智能家居领域，公司相关产品技术最终服务于国内主流的家电及机顶盒终端厂家以及多家主营海外卫星电视机顶盒的厂商，如青岛海尔、青岛海信、四川长虹、深圳康佳、惠州 TCL、深圳创维、珠海迈科等；在智能交通领域，公司电动自行车定位产品及技术最终服务于运营商市场以及 前装、准前装市场相关客户，如中国移动、福建星海通信科技有限公司、惠州侨兴电讯工业 有限公司等。在最新的年报中，公司主营构成为无线物联通信终端:97.2%，无线物联通信软件及技术:0.12%。



图 1-1 物联网综合解决方案业务体系

公司股权结构和人员简历

十大股东明细

表 1-1 十大股东明细

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	厦门德润成长创业投资有限公司	减持	25,110,000	77.1400
2	骆铁	减持	1,890,000	5.8100
3	万联证券有限责任公司	新进	1,000,000	3.0700
4	曾环熙	新进	900,000	2.7600
5	谢承	减持	600,000	1.8400
6	周淑妹	减持	300,000	0.9200
7	兴业证券股份有限公司	新进	300,000	0.9200
8	侯桂蓉	减持	300,000	0.9200
9	陈利泉	新进	300,000	0.9200
	合计	-	30700000	94.3

在公司股权结构图中可以看到，由骆钢骆铁兄弟控股的厦门德润成长创业投资有限公司及骆铁本人占到了 83.99%，而万联证券及兴业证券以包销形式占到了 3.99%，其余均为个人投资者，投资方式为二轮定增股本。

骐俊物联由骆铁绝对控股，管理层主要人员为其法人代表，总经理兼董秘张伟杰先生。据悉，骆铁与张伟杰为同学关系。那么，该公司的控制层与管理层关系就极为简单，通常由管理层直接与绝对控股人联系，因此，对于骐俊物联这类中小公司而言，公司在决策和执行效率上具有明显优势。

再有，厦门德润成长创业投资有限公司隶属于德润企业集团。德润企业集团是一家多元化、跨地域的综合性企业集团，现有 21 家下属子公司，经营涉及房地产开发、黄金珠宝、IT 产业、物业管理、餐饮休闲、广告、酒业、商贸、物流、能源、航空等多个领域，业务范围遍及全国。德润企业强大雄厚的资本力量是骐俊物联将来发展的巨大支撑，而其所代表的信用评级也将为带来骐俊物联带来源源不断的资本青睐，如风投，基金等机构。

管理层简历

骆铁 董事长、董事。1977 年出生，研究生学历，2005 年 7 月毕业于四川大学法学专业，厦门大学 EMBA。1995 年 9 月至 2004 年 12 月，在兴业银行厦门分行任职；2005 年 1 月开始，先后创办厦门德润联合投资发展有限公司，厦门德润成长创业投资有限公司等企业；2012 年 12 月骐俊信息成立后担任骐俊信息董事长，现任公司董事长。

张伟杰 总经理、董事会秘书。1978 年出生，厦门大学 EMBA 在读，2000 年 7 月毕业于厦门大学工商管理专业。2000 年 3 月至 2009 年 4 月，任东南融通高级运营总监；2009 年 4 月至 2013 年 9 月，任厦门商中在线科技股份有限公司董事、总经理；2013 年 1 月至 2014 年 10 月，任厦门点晴石网络有限公司董事长；2014 年 10 月起，任公司董事长助理，现任公司董事、总经理、董事会秘书。

熊春霞 董事、财务总监。1977 年出生，本科学历，2000 年 6 月毕业于湖北大学计算机会计专业。2002 年 7 月至 2006 年 11 月，任厦门利汇会计事务所有限公司项目经理；2006 年 11 月至 2008 年 11 月，任高能资本有限公司高级经理；2008 年 11 月至 2010 年 3 月，任佳科太阳能（厦门）有限公司财务经理；2010 年 3 月至 2013 年 6 月，任美捷特（厦门）传感器件有限公司财务经理。2015 年 12 月起，任公司财务总监。

员工构成

表 1-2 员工专业及学历构成

按专业构成	
技术	27
销售	16
行政	12
生产	11
财务	7
按学历构成	
硕士	10
本科	34
专科	28
其他学历	1
员工总人数	73

作为一家创新型企业，学历背景必然是考察其创新能力重要的标准之一。骐俊物联的人员分布按照学历构成来看，60%左右的员工拥有本科以上学历，其中硕士及以上学历占比员工总数的 13%；尤其是管理层人员，均拥有硕士及以上学历和丰富的从业经验，这对骐俊物联的整体规划和将来的发展战略及相配套的管理措施都极为有利。而在技术人员中，以卢经理为首的大批人员以其努力与经验，在短短 3 年时间内取得了发明专利一项，外观专利 2 项，软件著作权 13 项，软件产品登记 1 项，科技成果认定 1 项的丰富成果。

我们更了解到，由于骐俊物联的第一大股东德润团在大陆及台湾均有业务点，骐俊物联本身在杭州也有联络点，而杭州及台湾均为高新产业精英聚集地。其发达的交通系统和创业园区的集聚，城市国际化程度的不断提高，都将不断提升人才储备中心的优势。总经理张伟杰表示，在骐俊物联的发展过程中，人才资源一定是其核心的资源和竞争力。

商业模式分析

主营业务及其业务模式

骐俊物联的主营业务为基于位置服务和无线通讯技术的物联网综合解决方案的研发和应用，针对客户需求自主设计、研发具有定制化功能的无线物联通讯终端，并提供相关的技术软件服务。公司目前已经形成业务优势较为突出的物联网综合解决方案业务体系，具体情况如下：

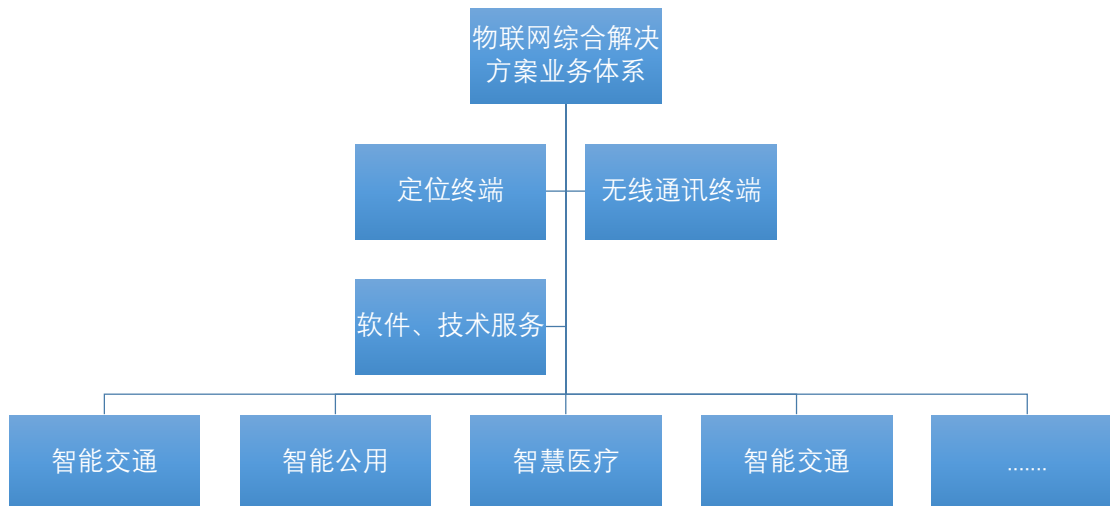


图 2-1 物联网综合解决方案业务体系

现结合骐俊物联已有的业务与未来部署中的战略规划来分块分析商业模式。

智能家居

1. 国外智能家居市场发展现状

美国及一些欧洲国家在智能家居系统研发方面一直处于世界领先的地位，日本、韩国、新加坡紧随其后。例如，微软公司开发的“未来之家”、IBM 公司开发的“家庭主任”、Nespot 公司开发的家庭安全系统等。

各大运营商和互联网企业推出的智能家居产品、系统主要有以下集中形式。

- (1) 运营商整合资源，捆绑自由业务。主要提供后端解决方案，包括向用户提供智能家庭终端、向企业提供应用集成软件开发、维护平台等。
- (2) 终端企业发挥产品优势，力推平台化运作。
- (3) 互联网企业加速布局，市场前景值得期待。

2. 国内智能家居市场发展现状

随着智能家居概念的普及、技术的发展和资本的涌进，国内家电厂商、互联网公司也纷纷登陆智能家居领域。

国内各大运营商和互联网企业中具备硬科技实力的科技巨头具备更明显的优势和发展潜力。发展现状具有如下特征：

- (1) 运营商布局缓慢，鲜有重量级产品推出。

运营商推出的产品较少，且仍处于产品的初级阶段。且平台化运作模式还未成形。

- (2) 互联网企业依托核心优势，打造智能家居平台。

国内的互联网企业纷纷依托自身的核心优势推出相关智能家居产品，规划智能家居市场。阿里巴巴依靠自由操作系统，京东、腾讯、百度利用自身平台优势。

- (3) 传统家居制造企业不甘落后，各类产品层出不穷。

传统家居制造企业也不甘落后，纷纷推出了自己品牌的智能家居产品。如海尔的 Uhome，美的推出的空气、营养、水健康、能源安防 4 大智慧家居管家系统，长虹推出的 ChiQ 系列产品等。而且传统家居制造企业已开始与互联网企业联手，合力布局智能家居市场。

未来传统企业与互联网结合会成为一种必然趋势，如何保持双方的利益，成为摆在两者之间的一个重要课题。

3. 智能家居的发展前景

智能家居作为家庭信息化的实现方式,已成为社会信息化发展的重要组成部分。物联网技术的发展与成熟,使跨产业、跨领域技术和业务融合成为现实,也为智能家居引入了新概念及发展空间。

智能家居可以看作是物联网的一种重要应用,随着物联网、大数据、云计算、无线通信、人工智能等技术的不断发展及其在智能家居上的应用,人们生活水平的不断提高和智能化生活观念的普及,物联网智能家居已成为智能家居的发展新趋势。

物联网智能家居是智能家居单品和传统智能家居的“升级版”。智能家居单品只是家居生活用品的智能化,主要特点是设备安装简单、功能单一、运行独立,各设备之间不存在关联性。传统智能家居主要采用有线通讯方式,前期安装和后期拓展繁杂。即便是那些采用无线通讯方式的简易智能家居系统(属于传统智能家居),虽已成系统但易于扩展,但因过于简单而功能有限。

物联网智能家居采用无线通讯方式,不仅功能丰富,还给设备扩展留有足够的空间,便于后续自由自由扩展。随着各类智能硬件的标准化,其互相之间的互操作性大大增强,物联网智能家居解决方案将更有市场前景。

4. 公司现有业务模式及发展现状分析

骐俊物联近三年来主营业务收入的八九成都来自于智能家居部分,公司着眼于“十二五”和“十三五”规划中的“户户通”直播卫星服务重点规划,于2013年4月取得国家广电总局认定的直播卫星位置锁定模块研发生产资格。同年5月在GPRS位置锁定领域将其自主研发的直播卫星位置锁定模块应用于国内近三十家具有机顶盒生产资质企业的产品上使用,著名厂商如海尔、海信、长虹、TCL、康佳、九州、神州、银河等,都与骐俊物联保持着长期战略合作关系。截至2014年2月,直播星位置锁定模块累计供货1000万片,招投标市场行业排名第一。此外与知名家电生产厂商海尔、美的等签订开发测试合约,应用于研发新型“智能家居”设备终端,目前已有样机产成。

5. 产业链价值定位与前景分析

机顶盒市场有较为稳定的用户群体,尤其是在中国边远地区居民基数巨大,政府政策支持的现实环境中。且公司掌握着核心技术,市场占有率高,与数十家行业领先的生产制造厂商都建立了稳定的合作伙伴关系。在此情形下有一定的优势,即使有外来厂商突破壁垒进入,骐俊物联可以倚靠规模效应压低产品价格来进行回击,且无论上下游厂商竞争多么激烈,在一定时期内,掌握牌照发放的骐俊物联都享有可持续的收入来源,利润稳定。但此部分的毛利率有限,仅为18%,在此情形下公司与时俱进,迅速调整战略部署,依靠此部分利润大力投资发展其他物联网应用模块,加大资源整合力度。甚至做出前瞻性的减产、减少市场占有率,以配合其他模块资源整合推进的战略决策。

智慧交通

智慧交通系统,是将电子、信息、通信、控制、车辆以及机械等技术融合于一体应用于交通领域并能迅速、灵活、正确地理解和提出解决方案,以改善交通状况,使交通发挥最大效能的系统。智慧交通的核心在“智慧”,即给交通安装大脑,使之能够及时看到、听到、闻到有关信息,并及时做出反应,从根本上解决城市交通拥堵、资源浪费、安全事故频发、难于实时控制事态等难题,使城市交通发展走上良性发展的轨道。随着技术的发展,物联网技术、云计算技术等高新技术融于交通领域,使智慧交通的实现成为可能。而“车联网”构成了“智能交通”应用的基石。

车联网就是汽车移动物联网,是指利用车载电子传感装置,通过移动通讯技术、汽车导航系统、智能终端设备与信息网络平台,使车与路、车与车、车与人、车与城市之间时时联网,实现信息互联互通,从而对车、人、物、路、位置等进行有效的智能监控、调度、管理的网络系统。

1. 国外智慧交通发展举措

- (1) 注重前期规划内容和目标的制定
- (2) 政府主导下的持续资金投入和扶持
- (3) 立足本国国情,选择突破重点
- (4) 注意行业规范和标准的制定

2. 我国智慧交通发展的思路

紧密围绕国家经济发展和交通运输发展的总体目标,以行业标准为先导,以资源整合为关键,以出行者需求为导向,以技术研发为支撑,以做大做强本国企业为依托,立足国内交通特点,坚持政府推动和市场培育相结合,基础研究和项目建设共同推进,打破体制约束,构建信息平台,努力研究和开发具有自主知识产权的技术和系统,加快推动产业发展壮大,努力使智能交通领域成为我国高技术开发和新兴产业成长的重要领域,为国民经济社会环境健康持续发展做出积极的贡献。在“十三五规划”中,我国智能交通发展规划目标如下;

- (1) 到 2015 年年底,建成覆盖全国高速公路、国道、干道和省道的道路信息监测体系,监测道路的交通流信息,以及周边的气象条件、污染排放等交通环境信息。
- (2) 到 2018 年年底,开发包括电视、广播、影视、GPS、车辆诱导系统等多功能于一体的车载终端产品,结合北斗卫星系统的建设,形成完善的交通信息利用平台。
- (3) 到 2020 年年底,利用完善的交通信息平台,实现智能交通的出行决策功能,为人们提供基础的公交信息公益性服务,同时开展针对个人出行的个性化服务,将市场机制引入智能交通行业,使智能交通成为人们生活的必要组成部分,进入智能交通发展的成熟期,接近发达国家水平。

3. 智慧交通的发展前景

结合国家的政策导向和人民群众的广泛需求,可以看出,“车联网”是国家目前重点支持的产业,发展空间和潜力巨大。

4. 公司现有业务模式及发展现状分析

在车联网领域,骐俊物联自主研发的智能车联网车载产品已经成功的应用到移动 GPRS+GPS 车联网骑行用车终端项目、太平洋保险 OBDII+GPRS+GPS 车联网乘车终端项目等领域,提供各类车载无线终端设备及解决方案。

目前骐俊物联已经与深圳最大的汽车行驶记录仪生产厂商博实结(BSJ)建立合作伙伴关系,响应于深圳市 6 吨以上的机动车强制安装的要求,深圳市的公交系统变成了公司的重要客户,产业市场空间广阔。在小型车辆电动自行车的定位上,骐俊物联与星海通讯建立了稳定的合作伙伴关系,提供解决方案,生产安装骑行车载无线终端,为用户提供实时位置查询、停车一键布防、车辆行驶区域管理、远程车辆断电控制、车辆运行轨迹查询、远程监听等服务。

骐俊物联进行了模式创新,新颖地将车联网技术应用到保险和消费金融的领域,向下游延伸。将防盗技术与车险捆绑,极大地提高了保费预测和计算的准确性,节约保费支出,提升平台价值。

5. 产业链价值定位与前景分析

骐俊物联与 BSJ 的合作为公司进行了口碑营销,为公司进一步深入打进深圳市场提供了良好开端。公司未来的发展方向是为乘用车定位,为工程车与特种车提供服务和解决方案,此类细分产业对数据处理的稳定性要求高,对经验的累积性要求高,而骐俊物联经过多年的发展积累了大量的行业经验,在多年的基站测试工作中累积了丰富的实战经验,学习效应显著,经验与时间都将作为公司不可多得的壁垒,一定程度上限制竞争者的进入。在小型电动自行车市场上,公司可进一步深化与星海通讯的合作伙伴关系,加大对市场的培育力度,进一步深化市场份额,扩大客户群体,培育稳定的利润来源。

智能公用

智能公用,是由可自动检测、预警、告知、反应的城市设施智能监测及控制系统,可直观显示用量、费用的智能远程抄表计费系统,一卡在手即可涵盖所有的日常缴费项目的市民及智能缴费终端等构成,实现管理、使用的便捷化、智能化。而智能社区服务是智能公用的重要应用。

1. 智能社区服务系统需求

当今社会,普通居民的工作繁忙,越来越多的社会管理服务要求效率与便利。而目前的社区服务体系还停留在居民自主买电,买气的阶段,尚未形成对能源使用状况的实时监控计算扣费。一方

面对居民的生活造成不便，更为重要的另一方面对燃气。电力公司营业额的连贯性、准确性造成了极大得影响，相当程度上还存在偷电漏电、偷气漏气、安全隐患的可能。而物联网技术的进步和发展相当大程度上满足了当代社会的此项需求，越来越多的物联网技术被应用到社区服务之中，抄电抄表即是重要的一例。我国的社区基础服务业涉及到千千万万户的居民、燃气、水务、电力等千千万万家大小企业，市场广大，未来发展前景明朗。

2. 公司现有业务模式及发展现状分析

在智能公用领域，骐俊物联专注于提供智能燃气行业解决方案，与燃气运营商、设备提供商合作，旨在增强运营商与用户互联互通，为燃气运营商与广大用户提供智能燃气服务。针对燃气运营商对工商用户与居民用户两大不同运营的需求，骐俊物联提供针对性的专业行业解决方案，引领专业智能公用领域解决方案技术前沿。在智能燃气表通讯模块解决方案上，提供外置 SIM 卡 GPRS 模块，出货超千万，高性价比。提供内置 SIM 卡 GPRS 模块，采用 M2M 物联网专用芯片和内嵌式 SIM 卡低功耗技术，更加稳定可靠。在智能燃气表终端解决方案上，提供 GPRS 远传方案，即 GPRS 远传智能燃气表主板，实现直接远程抄表与智能控制。在智能燃气表管控子系统解决方案上，提供 GPRS 远传方案，提供智能燃气表管控平台，接入燃气运营信息平台，可实现对燃气用户的有效管理与监控。在此阶段，骐俊物联已经与大众公用、重庆煤气、重庆茂余集团、中石油昆仑燃气有限公司建立了合作伙伴关系。其中大众公用占据上海 40%的燃气市场份额，拥有近 200 万燃气用户。骐俊物联与上海大众于 2014 年 9 月签署战略合作协议，共同推进上海市燃气表智能化改造。骐俊物联为大众公用提供 G35 系列模块，应用于工商用户的 GPRS 远传智能燃气表，已经在上海地区批量挂表运行测试。

3. 产业链价值定位与前景分析

骐俊物联作为一家专注于位置服务和无线电通信领域的物联网解决方案的提供商，在产业链中占据有利地位。其与燃气公司的合作顺应市场需求，强强联合。燃气公司有自己成熟独立的管道系统，和监测信息系统。骐俊物联发挥自己的技术长处，为燃气公司提供工业级的定位技术支持，成熟的终端定位产品。未来骐俊物联应与现有的合作伙伴进一步加强深化战略合作伙伴关系，也进一步探索水务和电力领域，寻找新的合作伙伴，为其提供解决方案和定位终端产品，加大资源整合力度。

智慧医疗

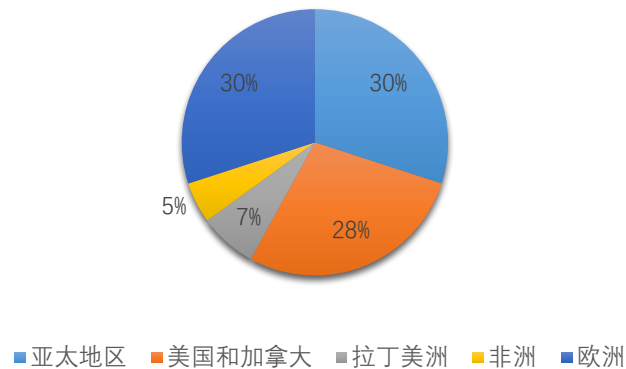
1. 移动医疗发展趋势

美国著名智库布鲁金斯学会研究报告指出，2013 年全球移动医疗产业市场规模为 45 亿美元，2014 年约为 69 亿美元；预计 2014 年之后，全球移动医疗产业将迎来爆发式增长，2015 年市场规模将达到 102 亿美元，同比增长 47.8%；2017 年市场规模为 230 亿美元，同比增长 49.4%。2017 年，欧洲地区将拥有全球最大的移动医疗市场，产业规模达到 69 亿美元，占全球的比重为 30%，其次是

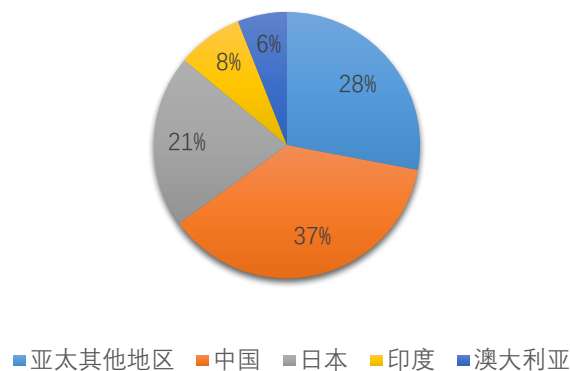
亚太地区，产业规模为 68 亿美元，所占比重为 30%。其中，中国移动医疗产业市场规模在亚太地区占比最大，约为 25 亿美元；北美地区产业规模为 65 亿美元，位居全球第三。其中美国的产业规模为 59 亿美元；拉丁美洲和非洲移动医疗产业市场规模很小，仅为 16 亿美元和 12 亿美元。

布鲁金斯学会的调研报告还指出，2017 年，移动医疗在监控领域应用的市场规模将达到 150 亿美元，占全球移动医疗产业市场规模的 65%；其次在诊断领域，市场规模为 34 亿美元，所占比重为 15%；治疗领域的市场规模为 23 亿美元，占比为 10%。

移动医疗产业市场所占比重（世界范围）



移动医疗产业市场所占比重（亚太地区）



2. 产业需求分析

(1) 慢性病依赖智能医疗设备

根据美国独立民调机构皮尤基金会的调查数据, 世界 45%的成年人都至少患有一种慢性病, 患一种慢性病的人中, 有 40%的人在追踪自己的健康指标, 而患有两种或两种以上慢性病的人中, 则有 62%的人在追踪自己的健康状况, 但只有不足 19%的非慢性病用户会监测自己的健康状况。

数据显示, 慢性病患者不会因为图新鲜而购买智能医疗设备, 也不会用一阵子就放弃使用。对于慢性病患者而言, 智能医疗设备提供的检测和跟踪等服务, 可使患者真正的远离病房, 因此他们是稳定的客户群体。

(2) 老龄化成为智能医疗基础

中国的人口基数大, 老龄化严重, 预计 2020-2050 年, 中国将进入加速老龄化阶段, 到 2025 年, 中国的老龄人口将到达 30%。而这不断加剧的老龄化趋势, 正是医疗保健增长的基础。

(3) 健康管理要智能医疗协助

智能医疗设备的加入, 还能节约医疗支出费用和医疗人力成本。全球智能医疗服务效果的临床研究显示, 出院后的远程监护, 可让患者的医疗费用总体下降 42%, 看医生的时间间隔延长 71%, 住院时间减少 35%。

表 2-1 智能医疗设备的应用研究

研究疾病	研究地区	研究主题	研究结果 ; 成本降低
糖尿病	美国	出院后的远程监护	每个病人全部医疗费用降低了 42%
高血压	美国	通过无线远程设备将主要生命体征信息传送到电子病例中	把两次发病看医生的时间间隔延长了 71%
心力衰竭	欧盟	远程监护接受心脏起搏器植入手术的病人	住院时间降低了 35% ; 出院后看医生次数降低了 10%
慢性阻塞性肺病	加拿大	远程监控有严重呼吸疾病的病人	住院次数降低了 50%

(4) 智能医疗获投资者的青睐

在美国股权投资基金的投资项目中，医疗相关的投资占 40%，超过了互联网相关投资的 12.8 个百分点。另外在医疗相关投资的子行业中，医疗设备的投资超过了半数。投资者对智能医疗领域的追捧，彰显了智能医疗保健的前景。

综上所述：智能医疗产业具有广阔的市场前景及发展空间。

3. 物联网技术实现智能医疗的要求

- (1) 前端检测设备
- (2) 数据传输模块
- (3) 中心数据处理

4. 公司现有业务模式及发展现状分析

骐俊物联目前已与国内最大的康复护理、医用供氧及医用临床系列医疗器械的专业生产企业之一鱼跃医疗建立了稳定的合作伙伴关系。且双方在慢性病的测量仪器血压计、血糖仪的智能仪器制造上已完成出货，实现解决方案，目前在跟阿里巴巴进行平台洽谈，下单指日可待。公司已着力为行业合作伙伴提供可靠的底层通讯模块解决方案。

公司的战略规划如下：

- (1) 以智能医疗设备为入口，以技术驱动型属性进入智能医疗领域，积累用户数
- (2) 通过无线通讯技术采集和收集个体数据，远程传输到云端，并对健康大数据进行分析解读
- (3) 以提供个性化的健康服务，为用户提供持续地增值服务

5. 产业链价值定位与前景分析

骐俊物联极具眼光，提前规划部署智能医疗产业，未来有兴建医院，引进台湾成熟医疗体系，在慢性疾病的治疗方面进行战略布局的意图。其对定位技术和解决方案稳定又专业的提供，和充沛的现金流支撑，使其能够充分发挥所长，布局优势产业，加快资源整合。

在用户数达到量级后，骐俊物联将借助资本的力量，凭借自身技术积累，建立并运营智能医疗平台。下阶段，公司将根据在模块解决方案积累基础上升级技术方案，结合其 WSOP 技术，开拓智能医疗硬件应用方案市场。

最后借助三阶段积累，为用户构建智能医疗生态圈闭环，满足智能医疗各环节需求，建设智能医疗生态链。

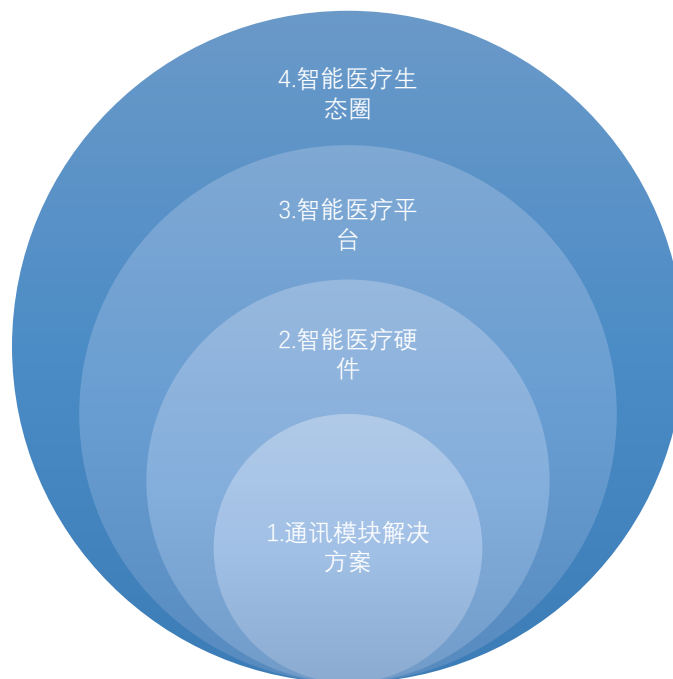


图 2-2 智能医疗层次

盈利模式

骐俊物联专注于产业链中高附加值的研发和销售，外包附加值较低的生产环节，利用自身的技术优势和定制化设计服务理念，根据客户需求进行综合解决方案的研发，最终通过销售无线物联通信终端和提供相关软件及技术服务实现盈利。目前公司 80%到 90%左右的利润来自于智能家居中机顶盒的生产，10%的部分来自于智能交通，不到 10%的部分来自于智能公用，但公司处在战略布局规划阶段，多种产品处于试验阶段逐渐起步，未来的盈利增长点必将在智能家居以外的部分频频爆发。

且公司利用自己处在行业上游，根据订单生产，提前预知产量来预测下游应用发展规模与前景的优势，形成了“产业、金融、孵化器”三轮驱动、融合互动的良性循环模式。将产业经营与资本运作融合互动，以提升资本能力和产业价值为导向优先引入价值投资，同时构建物联网产业孵化器、依托公司在物联网行业的技术沉淀与积累，导入产业生态资源，整合“产、学、研”资源，与南京邮电大学、厦门大学、中国移动通信研究院等多方建立合作伙伴关系，汇聚优秀人才，储备优质项目，支撑产业的快速扩张。

公司运用产业+资本+孵化器的三轮驱动运作思维，构建产业生态圈，围绕物联网行业的上下游产业链进行并购整合，迅速增强企业实力，扩大企业规模，获得行业竞争优势；同时，优化现有业务板块的收入结构，稳固产业的战略布局，避免经营风险，积极应对未来市场的变化，最终实现产业与资本的良性循环。

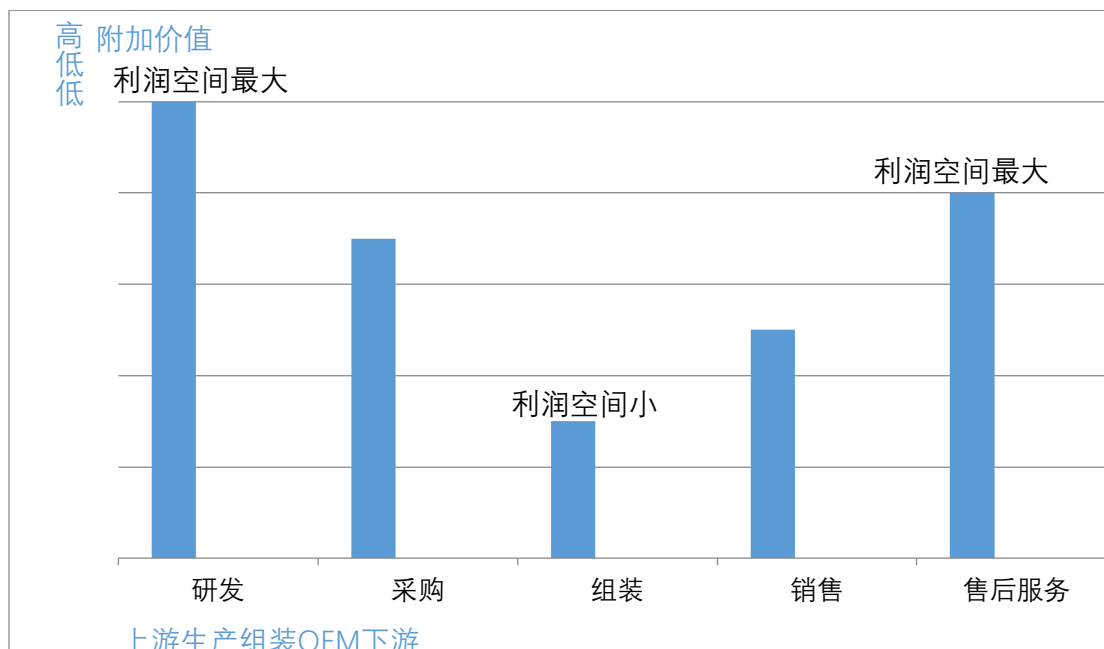


图 2-3 微笑曲线

采购模式

骐俊物联根据销售订单形成物料计划和生产计划，并向供应商采购订单。下游厂家的订单一般会提前 3 个月提交到公司的生产部门，产量的需求较为精准可控，不存在预估产量带来的经营风险。

且公司目前与多个大型供应商建立了良好的合作伙伴关系。是芯片供应商展讯通讯的 alpha 客户和 GPRS 模块的最大合作商，还于 4G 芯片供应商高通建立了稳定的购货关系。在电信运营商方面，与国内三大运营商均为合作伙伴关系，且成为了中国移动研究院在物联网通讯模块研发领域的唯一合作伙伴。在国家相关政策对物联网行业的支持下，未来公用定位服务有成本逐步降低的趋势，最终甚至有可能降低到 0，这对于物联网企业绝对是重大利好消息。基于宏观形势和稳定的合作伙伴关系，骐俊物联在采购成本上有很大的优势。

生产服务模式

对于低附加值的生产组装业务，骐俊物联采用外协生产加工的模式控制核心技术而将生产外包，以此来进行专业分工，提高资源配置效率，优化生产。

公司的生产运营部和质量管控中心中心全程协助品控，测试验收合格后再进行交付。目前加工制造业整体产能过剩，公司外包的三家泉州企业也不例外，因此公司在生产成本的协定方面具有较强的定价势力，且对于生产质量也有较强的控制力度。

销售模式

骐俊物联采用“直接销售+代理销售”相结合的销售模式。对于重要客户通过招投标的方式确定。出口业务全权委托给全资子公司骐俊物联（香港）有限公司，国内的部分销售业务及其他客户通过部分代理渠道进行。但经销商仅是商务型代理中介，便于产品的物流与输送，公司还是直接对接客户，定价具有绝对的主导权。

资本运营战略整体思路

“资本撬动资源，资源整合平台，平台催生生态，生态提升估值。”

骐俊物联依托其在互联网行业的技术沉淀与积累，以投资并购为放大器加速行业的集中聚拢，链接物联网行业全价值链。通过对行业全产业链的把控，并围绕公司的战略发展方向寻找、储备和培育优质项目，整合行业资源，辅助公司的产业发展战略。

借助高效的融资手段，加强对核心资源的把控能力、迅速抢占市场，构建成迅速融入到平台生态中，不断迭代更新，完成估值切换、通过并购重组优化商业模式、增厚业绩、提升估值，以股权的方式撬动资源形成闭环，最终构建完整的生态链。

公司专利技术和人才

公司核心技术专利

物联网行业的技术要求极高，骐俊物联在几年的发展过程中，在科技创新方面已取得了显著的成绩，培养了难以轻易复制的核心竞争力。目前公司已有发明专利权 1 项，软件著作权 6 项，软件产品登记 1 项。且公司是广电总局直播星行业标准 GY/T278-2014、GY/T279-2014 标准起草单位，国家广电中广联合会技术委员会理事单位及福建省信息产业商会理事单位。多项荣誉的取得一定程度上证明了公司的创新能力。

公司优秀团队人才

骐俊物联拥有一只年轻的、掌握当下位置服务、云平台、无线通讯核心技术的一流研发队伍，研发核心管理层和技术骨干均来自国内知名的无线通讯及应用技术企业，主要研发人员拥有平均超过 10 年的丰富专业经验，紧跟无线通讯的最新发展，面向市场、积极开拓、不断创新，提供集传感、传输、云管理为一体的物联网解决方案。设立在厦门总部的研发室装备齐全，成果频出。不仅能满足公司自行研究创新的需要，更是以产业孵化器的形式为产业下游提供技术支持，获取有效的反馈。骐俊物联的采购团队拥有丰富的无线通讯领域从业经验、专业的采购管理知识和高效的资源整合能力，建立了一套规范的采购流程体系。且公司与南京邮电大学、厦门大学、中移动通信研究院等多方签订了人才池储备协议。目前公司计划在苏州高新技术开发区建立专门的研究开发技术团队，在福建省内与专业研究所合作成立省内最大的摩尔研究室，专注于物联网技术的进一步研发推广。

行业分析

随着物联网在世界范围内的发展,在我国,物联网行业正逐渐进入加速上升的通道。自 2010 年开始,无论是从政治层面上的重视,还是从经济规模上的扩大,以及技术、人才、相关企业与产品的不断涌现均可以看出,物联网行业在我国已经迎来或即将迎来发展的拐点。这是一个充满活力,具有广阔发展前景的行业。自 20 世纪的 40、50 年代互联网诞生后,物联网在互联网的基础上掀起第三次信息化的浪潮,直接影响未来信息产业的转向。可以预见,一个由物联网技术所主导的时代正在到来。

物联网行业纵览

物联网(The Internet of Things)的概念是由麻省理工学院 Auto-ID 研究中心于 1999 年提出的,其最初的含义是指把所有物品通过射频识别等信息传感设备与互联网连接起来,实现智能化管理。2005 年,国际电信联盟(ITU)发布了一份题为 The Internet of things 的年度报告,对物联网概念进行了扩展,提出了“任何时刻、任何地点、任意物体之间互联,无所不在的网络和无所不在的计算”的发展愿景,并指出 RFID、传感器技术、纳米技术、智能终端等技术将得到更加广泛的应用。

随着物联网产业发展的热潮以及感知中国的理念驱动,传感网、物联网、泛在网等概念逐渐为人们熟知,然而目前这些概念无论在学术研究中还是在产业应用中都没有最权威和统一的界定,因而也为物联网理论和应用的研究带来了困扰。且随着技术的进步与物联网行业的不断发展,诸多定义仍在不断变化中。然而在这里我们可以将一些概念进行必要的界定。

表 2-1 传感网、物联网和泛在网三者之间区别

	传感网	物联网	泛在网
连接主体	传感器	任何物品与互联网	任何人、任何物
网络功能	输出大空间范围中多点、多参量传感信号	实现智能化识别、定位、跟踪、监控和管理	随时随地、任何人或物之间的通信

需要指出的是,以上所列出的三者实际都处于物联网大概念的框架之下,是物联网技术在不同时期的不同展现,其中泛在网是一个较长期和理想化的信息应用愿景。

PEST 分析

就目前而言,我国的物联网产业面临的是一个复杂多样的环境。在对这一行业环境进行分析时,PEST 模型能够更加全面地涵盖分析的思路过程,因此首先引入这一模型进行行业分析。

政策环境分析

我国政府对物联网行业的重视程度是逐步增长的。从 20 世纪 90 年代物联网行业在我国起步,至今已有近 20 年的时间。值得关注的是,自 2010 年我国将物联网发展问题写入《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》和《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》开始,政策方面对于物联网的支持力度持续加大。2011 年 4 月,工信部和财政部设立物联网专项资金,推动产业快速发展。2012 年 2 月,工信部正式发布《物联网“十二五”发展规划》,指明产业未来发展道路。2013 年初,《国务院关于推进物联网有序健康发展的指导意见》印发,直至近些年随着“互联网+”概念的提出与发展,物联网在“十三五”规划中成为重要的政策发力点,成为新经济增长点的战略新兴产业,在众多新兴产业中脱颖而出。

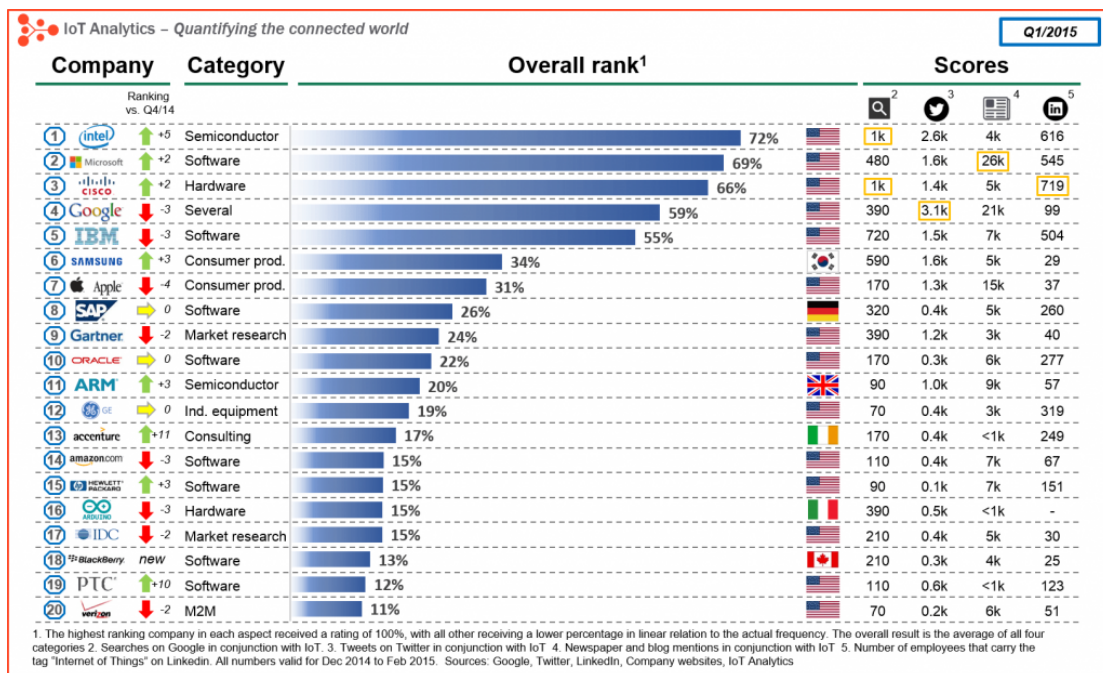


图 3-1 2015 年物联网行业全球公司排名

可以看出,随着物联网技术的发展,以及如英特尔、微软、思科、谷歌与 IBM^[5]等行业巨头在国际市场上不断重新定义物联网的行业格局,推进互联网行业规模的扩张,我国政府必须也正在通过政策扶持的手段推进我国物联网行业的发展,增强我国物联网企业在国际市场上的竞争力。从目前不断加速扩大的政策扶持力度中可以看出,2010年是中国物联网行业重要的政策环境拐点,可以预见在物联网行业的政策环境方面,相关法律法规的制定、政府配套机构与人员的配备以及扶持政策的出台将进入持续高速的发展阶段。

经济环境分析

中国经济在经过了长达 30 年的高速发展后逐渐进入了“新常态”阶段。在经济增长速度方面,“从高速增长转为中高速增长”以及近期所提出“L 型增长”已经成为了社会各界的共识。中国经济的传统竞争优势正在逐渐变弱,潜在增长率开始逐渐下降。从这一方面而言,在结构上,“经济结构不断优化升级”已经成为了新常态下经济发展的必由之路。对速度的追求虽有所降低,但对质量的提升却更加重视,这就要求经济运行的结构更优、效率更高。而要达到这一目标,则需要“从要素驱动、投资驱动转向创新驱动”。

在“新常态”经济下,社会经济发展必然要经历两个过程。

一是一大批以创新能力为基础的制造企业将逐渐替代传统制造业成为“中国制造”的新动力。随着“工业 4.0”、“中国制造 2025”概念的提出,自动化和信息化的工业生产过程成为了我国工业企业发展的方向。就现有的技术而言,要实现这一目标,最关键的节点在于将企业的生产部门与业务部门相连,也就是将 MES(制造执行系统)与 ERP(管理信息系统)进行信息整合。传统的工业制造企业的 MES 与 ERP 往往是分离而不同步的,甚至在全生产过程,从设计、采购、制造到销售均处在信息孤岛的状态,这就造成了生产过程与销售过程不匹配,往往造成生产过剩、良品率低、生产不符合市场要求等现象。然而随着物联网技术的发展, MES 与 ERP 正逐步融合,催生出“智能生产”、“智能产品”、“生产服务化”、“云工厂”等诸多概念。可以预见,物联网技术,尤其是感知层技术与工业生产结合将极大地方便生产制造企业针对不同用户的不同需求进行个性化的定制生产,即“智能生产”。在此基础上,产品本身也将逐渐智能化,称为数据的采集端与信息分发端,即“智能产品”。而随着智能产品的不断普及,传统的制造企业将积累大量的有关于产品用户的数据,逐渐转型为产品后续服务的提供商,在通过数据了解到用户需求后,依托于智能产品为用户进行个性化定制的服务,即“生产服务化”。可以看出,当这些改变不断发生时,制造业将通过物联网技术连结成为一个整体,极大地发挥自身的生产力,并且通过物联网所积累的海量数据将使传统制造业与诸如金融业、娱乐业等产业不断整合,实现真正意义上的自动化和信息化的深度融合,实现物联网所承载的“万物相连”的构想,即“云工厂”的概念。从这些方面来说,“工业 4.0”与“中国制造 2025”本质是传统制造业围绕物联网行业展开的行业转型。

表 3-2 赛迪顾问研究：我国物联网发展阶段

2010 年之前	2010-2015 年	2015-2020 年	2020 年之后
RFID 技术的广泛应用	物体与物体之间实现互 联	物体实现半智能化	物体实现全智能化

“新常态”经济发展所必经的第二个过程是中产阶级的崛起。随着创新能力逐渐成为“中国制造”的新动力，以及第三产业在经济中所占比重不断提升、人口红利消退，传统的劳动密集型产业将逐渐向知识密集型产业发展，与此同时所带来的将是一个由中产阶级白领、中产阶级蓝领所组成的庞大的中产阶级队伍。在这种改变下，智能家居、智能医疗等一系列物联网产品的需求将不断扩大。但是目前业界也有观点认为，物联网行业的蓬勃发展将会逐渐“掏空”中产阶级。就现有的情况而言，自动化以及服务行业物联网技术的大范围应用使得近 20 年高技能工作的工资与就业率出现巨大增长，低技能工作的工资和就业率也出现了整张，而处在中间的群体“仿佛被掏空了”。但是无论是哪种情况，消费级的物联网产品与消费端的物联网产业正迎来巨大的市场空间。

综合以上观点，随着中国经济发展进入新阶段，以物联网为核心的制造业转型升级正呼之欲出。随着社会阶层在“新常态”下发生新的分化，在消费品领域物联网的应用也存在着巨大的空间。

社会环境分析

在中国社会范围内，物联网大发展的社会环境正在迅速形成。随着中央以及各地方政府在行政层面上不断推进物联网行业的发展，全社会形成了关于物联网行业的热潮。无锡、上海等地于 2009 年开始率先建立起物联网技术实验室、应用中心、推广中心，具有极强的带动与示范作用。进入 2016 年后，物联网的相关行业中心已在全国范围内大规模推广。

我国人口众多，地域辽阔。从这一方面而言我国本身对于物联网所带来的个性化定制与高效率的管理运作方式就有极高的需求以及社会认可度。然而可以看到的是，可运营可管理的物联网在我国仍然处于发展阶段。我国的三大电信运营商仍然未开始大规模推广物联网，行业发展中也尚未形成有效的行业领导者。现有的物联网行业最大的特点是碎片化：物联网的基础定义仍然随着技术的进步不断地变化革新；物联网所涉及的均是分散化的行业，尚未将不同行业进行资源整合；大部分物联网产品所实现的功能仍然较为单一。

然而，必须要注意的是，物联网行业本身的性质，诸如极高的建设成本，极高的技术壁垒等决定了资源整合是物联网行业发展的必由之路。因此可以判断，在不久的将来在全社会范围内必然会出现具有垄断能力的物联网企业与组织。这也是相应社会环境的需求。就这一点而言，目前物联网企业所面临的社会趋势是向外扩张的，全社会范围内必然会出现一次大规模的优胜劣汰，这在一定程度上可能会对物联网行业的发展产生冲击。

技术环境分析

物联网在我国的技术研究起步于 20 世纪末期，至 2015 年末具有代表性的研究机构包括中国科学院（1999 年开始进行传感网领域的研究）、工业与信息化部和科技部下设研究机构、大型企业研究所，包括中国移动、中国电信以及中国普天研究院等，以及将物联网作为重要研究方向的高校。

就技术层面而言，物联网技术链主要围绕四个节点发展。分别为“感知”、“传输”、“智能计算”与“协同控制”。

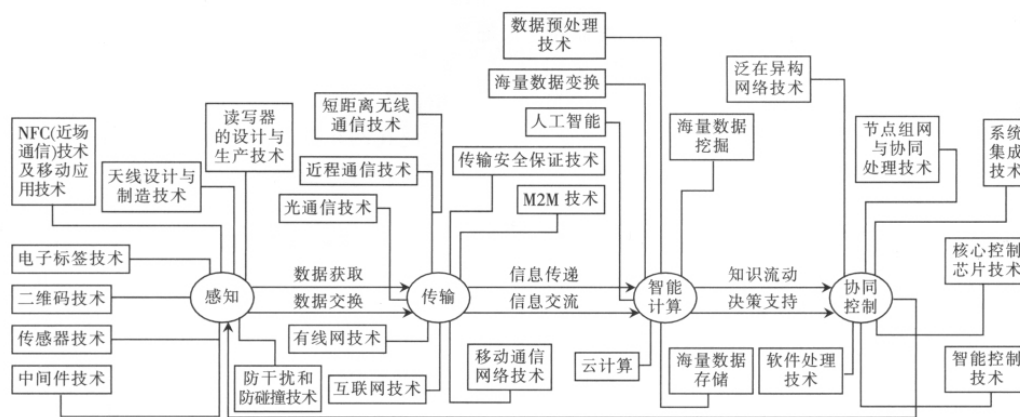


图3-2 物联网技术链的四节点结构

就骐俊物联而言，其在物联网技术链上所占有的是主要是传输层的部分。而网络通信技术是该层次最为重要的组成技术。目前在家庭消费级的物联网产品中所应用的网络通信技术大体上可分为 Wi-Fi 技术与 3G 技术两种类型。其中 Wi-Fi 技术由于其无需另外购置电信供应商服务，可直接利用家庭中已有的 Wi-Fi 网络，使用便捷等而受到青睐。然而，由于物联网产品的应用场景复杂多样，便携性、移动性作为其发展的方向，3G 技术将必然逐渐替代 Wi-Fi 技术成为物联网主流的应用通信技术。

自 2015 年 3 月起，我国总理李克强连续三次督促电信运营商提速降费。在移动宽带领域，通过“降低流量资费”、“流量不清零”、“定向流量包”与“分时段流量套餐”等多种方式，我国的移动流量资费呈现逐年递减的趋势。在此基础上，我国移动互联网用户户均流量逐年上涨。

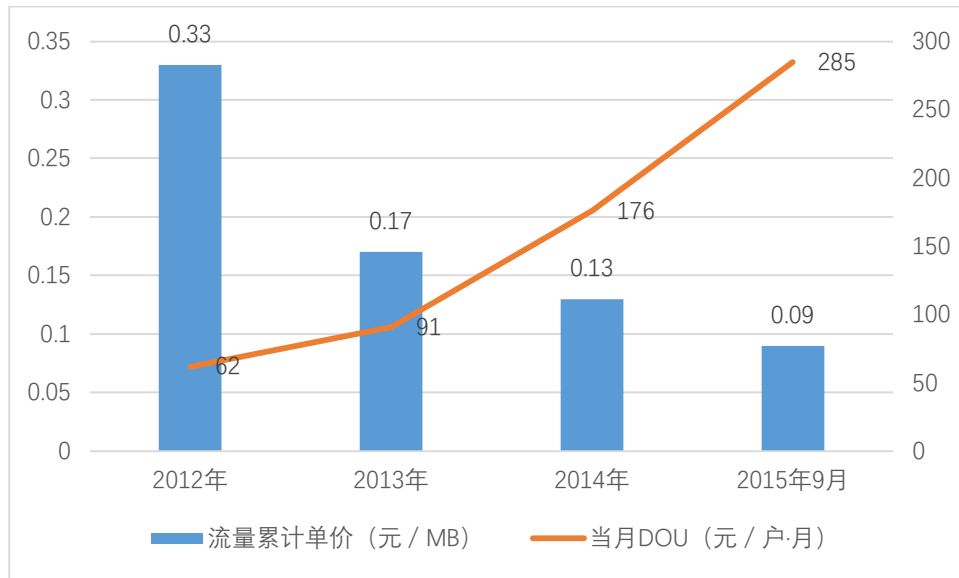


图3-3电信行业手机上网流量单价变化及户均流量趋势

可以看到，随着物联网产本本身对于 3G 技术的刚性需求以及移动宽带资费的下降，3G 技术将成为未来物联网行业的主流传输层技术。

五力模型分析

对于骐俊物联而言，其主要作为物联网传输层的集成供应商。因此在考虑骐俊物联所面临的行业背景时，应该将其进一步细化，从传输层的集成供应入手。波特五力模型是业界广泛应用的行业分析工具，其能够有效地展现出相关行业与企业对目标行业的影响情况。下图为五力模型的主要分析对象。

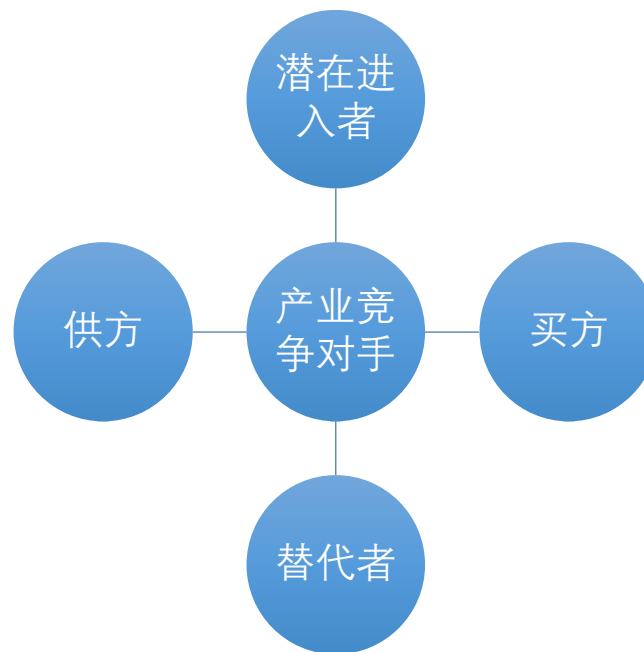


图 3-4 五力模型

供方分析

就物联网行业传输层的供方而言，其大多是系统集成商与终端供应商。由于传输层的技术本身具有高进入壁垒，高垄断性的特征，以骐俊物联为例，其基带芯片主要来自于美国高通等业已存在的成熟芯片企业。其具有较强的议价能力与较高的价格溢出能力。

然而，随着近些年通讯技术的不断迭代，传统的芯片行业面临着强大的竞争压力。由于技术进步所导致的相对产能过剩使基带芯片的价值始终处于下降通道中。因此供方的议价能力将相应下降。

买方分析

对于物联网产品而言，传输层正逐渐成为不可或缺的部分。纵观骐俊物联所进入的物联网产品领域，无论是智能家居或是智慧医疗，其对于产品个人性私密化的需求正逐渐增大。

从这一方面而言，骐俊物联所面临的买方市场将是一个不断扩大的市场。并且由于骐俊物联专注于 3G 技术在物联网传输层的应用，如前文所述，这一技术将是物联网发展的主流技术，因此其在买方市场上的议价能力将会逐渐提升。

潜在进入者分析

由于物联网传输层技术本身对于通信技术的发展具有很高的依赖性，并且属于传输层独有的技术尚未形成有力的行业壁垒，因此由潜在进入者方面分析，可以看出，类似大型的电信运营商、华为等电信设备提供商均可以在短时间内进入这一层技术的核心领域。

然而，必须要关注到的现象是，目前物联网行业尚处于起步阶段，行业的分散度较高，市场规模仍然有限，尚未形成规模经济的有利切入点，因此目前类似中国电信、中国移动、华为等企业尚未直接进入这一市场。但是通过各大企业逐步建立起物联网实验室这一事实也可以看到这些行业巨头对这一市场的关注程度。在未来，随着技术进步，物联网行业必然面临一次大规模的整合过程。因此骐俊物联目前所需要的采取的对策应当是尽快占领市场份额以应对来自大型企业的并购，或是选择合作路径。

替代者分析

目前就骐俊物联所涉足的传输层业务而言，主要的技术模式有两种，一是基于 Wi-Fi 的传输技术，一是基于 3G 的传输技术。在目前，这两种技术均拥有较高的市场认可度，并且由于 Wi-Fi 技术基于家庭已有的通信网络，无需额外的通信资费而受到青睐。然而，由于物联网产品本身的应用场景具有多样化、个性化的特征，因此可以判断更适应这种产品模式的 3G 技术将逐渐成为主流。

产业竞争对手

物联网数据传输层竞争主要集中于技术差异竞争，既存在有线或无线传输方案的竞争，同时无线传输领域中，也存在着不同技术实现数据传输的竞争。此外在不同的应用领域中，无线通信设备行业的竞争对手也不相同，细分市场的竞争主要集中在采取有线或无线技术的竞争。

一方面，随着行业标准的逐渐统一，参与该业务的企业数量越来越多，行业企业面向的不再是单个区域内的竞争，而是全国性的竞争。同时，竞争格局的改变使行业的透明度更高，对企业的综合实力提出了更高要求。使产品质量、技术、运维服务等多方面因素成为对物联网传输层综合服务提供商考量的标准。

另一方面，由于行业内各企业实力不一，实力较强的企业往往会参与行业相关标准的制定和前沿技术的试点等工作，以保持自身产品的创新性与领先性。与一般中小企业相比，在物联网传输层业务中，这些企业的产品更具竞争优势。

财务分析及投资建议

由于骐俊物联(833504)成立于2012年,是一家资历尚浅的中小企业,而于新三板上市也只有两年时间,因此财务数据的披露只有2013年至2015年。在以下数据分析中,若无特别提示,2013年财务指标的所有要求平均数据均以2013年期末数据为代表。此外,本部分数据如无特别指出,均来自合并报表。

本部分为两大部分,分别是(一)财务数据和(二)财务分析。在深入研究该公司资产负债表、利润表及现金流量表数据后,本部分的两个小部分都以如下的逻辑形式呈现:在财务数据中,将列示资产负债表、利润表和现金流量表数据,摘列重要事项科目明细表,如融资活动明细及主营业务明细;

在在财务指标中,将通过

1. 趋势分析
2. 基本财务指标的横向与纵向分析比较
3. 杜邦分析
4. EVA与税前息前折旧摊销前盈利指标分析

四部分来分析公司财务状况。

最后,本文将通过研究和比较行业基本数据来分析骐俊物联的发展潜力及投资价值。

【注】:由于骐俊物联公司规模较小,而物联网属于新兴行业,同行业没有太多可供参考的数据,而相近的互联网业由于发展已至成熟,BAT巨头所有市值巨大,与骐俊物联这类中小公司可比性同样不大,因此本文所用行业数据均选自全国中小企业股转系统中互联网与服务板块与骐俊物联市值相近的二十家企业的平均值。

Mind Map 如下：

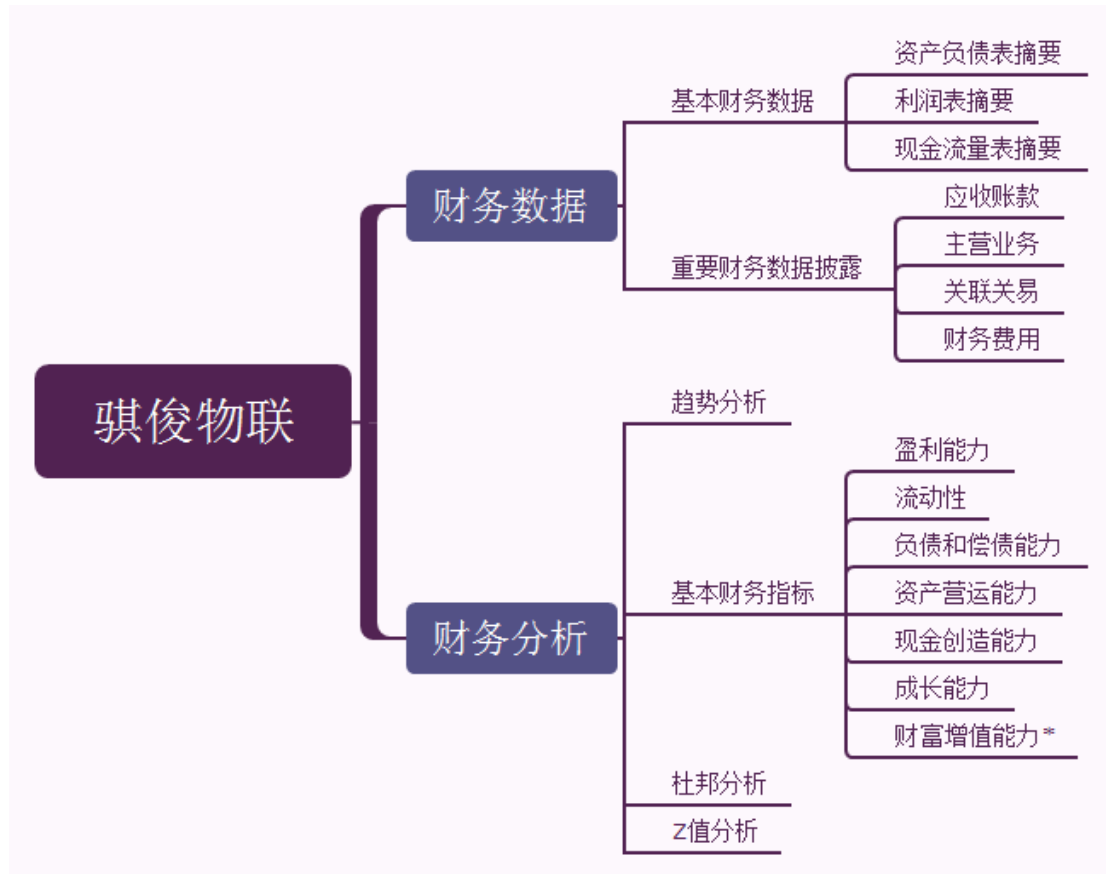


图 4-1 Mind Map

财务数据及分析

基本财务数据

表 4-1 基本财务数据

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
报告期	年报	年报	年报
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表
利润表摘要			
营业收入	4,741.49	10,215.15	24,996.79
同比(%)		115.44	144.70
营业成本	4,095.00	8,154.79	20,398.22
营业利润	-472.41	711.60	1,657.33
同比(%)		250.63	132.90
利润总额	-472.48	704.45	1,834.29
同比(%)		249.10	160.39
净利润	-376.12	630.43	1,598.32
归属母公司股东的净利润	-376.12	630.43	1,598.32
同比(%)		267.61	153.53
非经常性损益	-0.05	4.88	145.27
扣非后归属母公司股东的净利润	-376.07	625.56	1,453.05
同比(%)		266.34	132.28
研发费用	462.68	662.95	779.37
资产负债表摘要			
流动资产	2,712.29	5,860.20	11,676.75
固定资产	13.76	39.60	242.76
长期股权投资	0	0	0

“天信·智库杯” 全国新三板价值分析大赛(福建赛区)

资产总计	2,823.06	6,047.89	11,989.73
同比(%)		114.23	98.25
流动负债	1,202.77	3,797.17	7,780.56
非流动负债	0	0	0
负债合计	1,202.77	3,797.17	7,780.56
同比(%)		215.70	104.90
股东权益	1,620.28	2,250.72	4,209.17
归属母公司股东的权益	1,620.28	2,250.72	4,209.17
同比(%)		38.91	87.01
资本公积金			114.81
盈余公积金		25.07	158.66
未分配利润	-379.72	225.64	935.56
现金流量表摘要			
销售商品提供劳务收到的现金	3,666.74	10,078.94	17,714.19
经营活动现金净流量	-1,658.82	1,539.18	248.61
购建固定无形长期资产支付的现金	14.83	165.24	148.69
投资支付的现金	0	0	0
投资活动现金净流量	-109.83	-69.59	-147.23
吸收投资收到的现金	1,600.00		360.00
取得借款收到的现金	0	0	0
筹资活动现金净流量	1,562.61	-13.38	360.00
现金净增加额	-206.04	1,451.92	178.75
期末现金余额	280.20	1,732.12	1,910.87
折旧与摊销	1.08	14.30	31.98
关键比率			
ROE(摊薄)(%)	-23.21	28.01	37.97

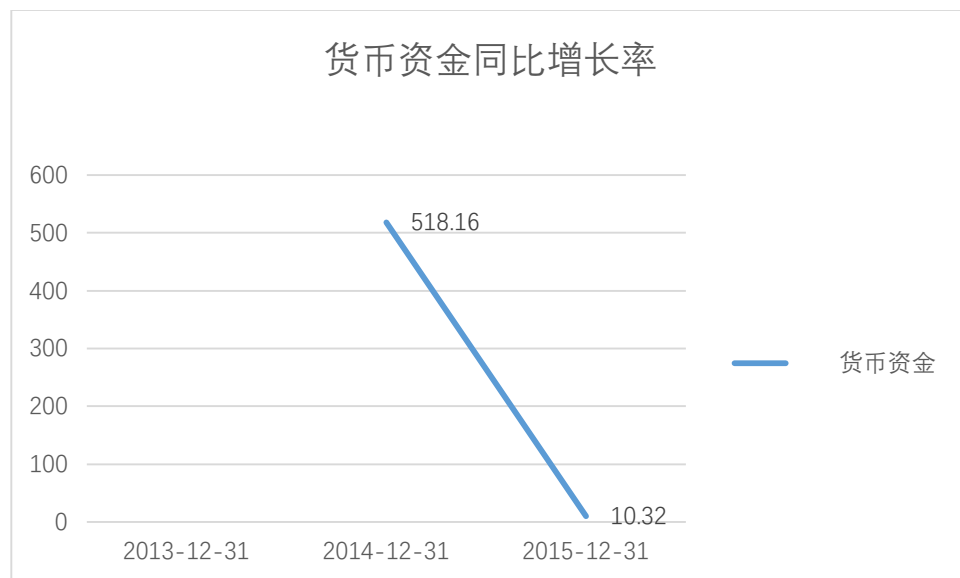
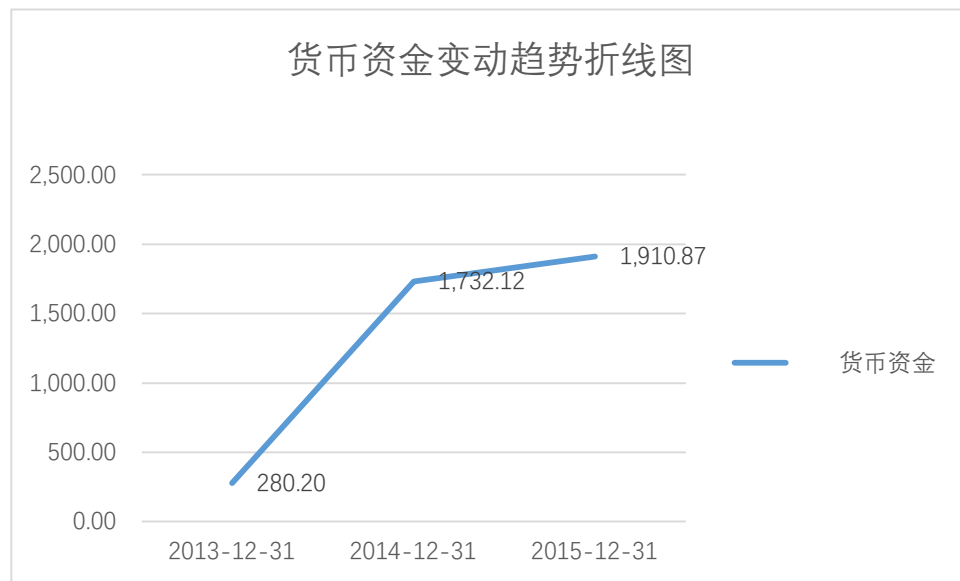
“天信·智库杯” 全国新三板价值分析大赛(福建赛区)

ROE(加权)(%)	-37.30	32.57	49.49
扣非后 ROE(摊薄)(%)	-23.21	27.79	34.52
ROA(%)	-13.32	14.21	17.72
ROIC(%)	-23.21	32.57	49.48
销售毛利率(%)	13.63	20.17	18.40
销售净利率(%)	-7.93	6.17	6.39
EBIT Margin	-9.18	6.90	7.33
EBITDA Margin(%)	-9.16	7.04	7.46
资产负债率(%)	42.61	62.79	64.89
资产周转率(倍)	1.68	2.30	2.77
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	77.33	98.67	70.87
每股指标			
EPS(稀释)	-0.35	0.32	0.56
EPS(基本)	-0.35	0.32	0.56
扣非后 EPS(基本)			0.51
每股净资产 BPS	0.81	1.13	1.40
每股销售额 SPS	2.37	5.11	8.33
每股经营现金流 OCFPS	-0.83	0.77	0.08
每股现金净流量 CFPS	-0.10	0.73	0.06
员工总数(人)			73
显示币种	CNY	CNY	CNY
原始币种	CNY	CNY	CNY
转换汇率	1	1	1
利率类型	期末汇率	期末汇率	期末汇率

趋势分析

资产负债表

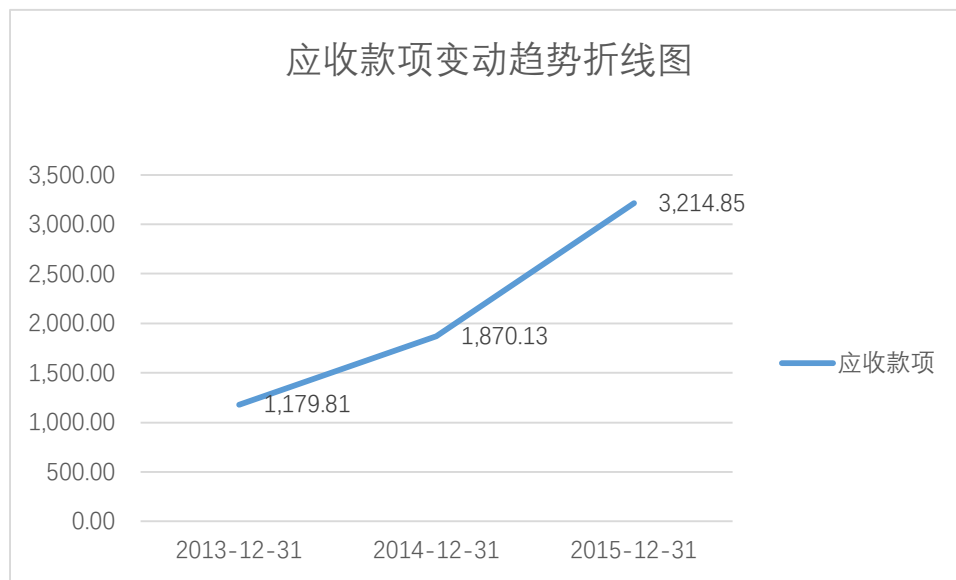
(1) 货币资金分析

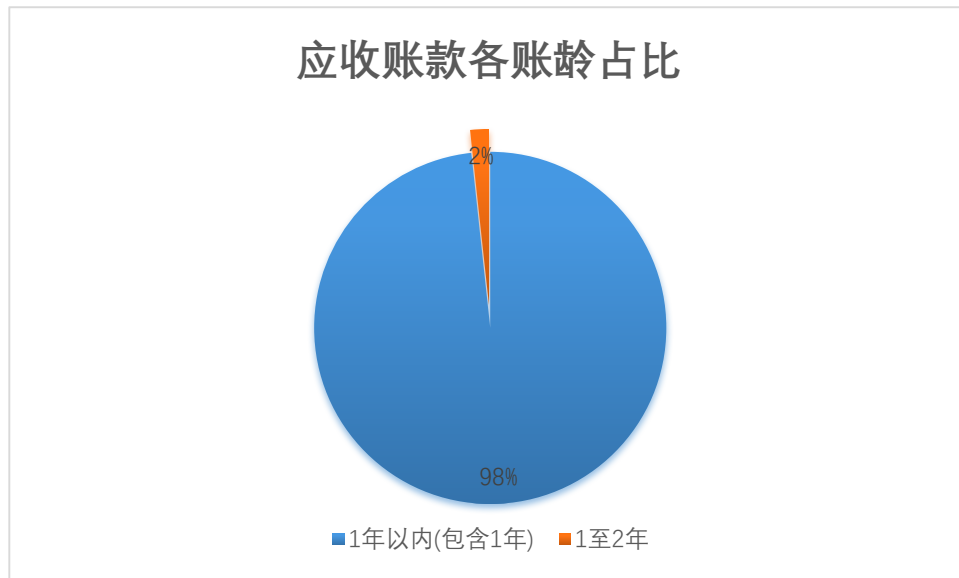
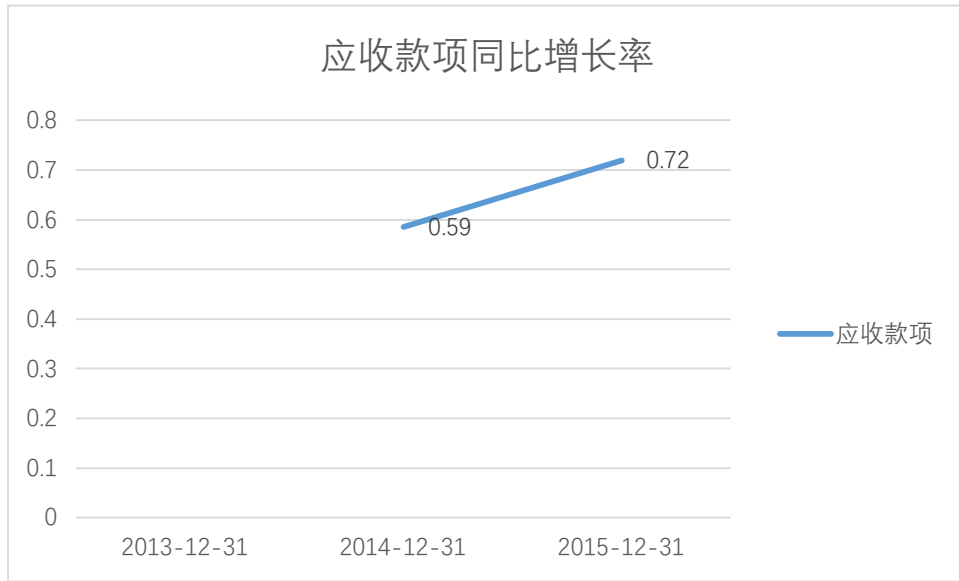


趋势分析：由 2013 年-2015 年货币资金绝对值变化图可知，由 2013 年至 2014 年处于大幅上升状态，但在 2015 年仅有较大幅度上升，据 2015 年年报资产负债项目重大变动，2013 年公司获取机顶盒牌照，进行研发并进行推广初期存在费用控制的不成熟，而在 2014 年后机顶盒占有率稳定，成本控制能力提升，且有新股本进入，带来大量现金，因此在 2014 年货币资金大幅上升；而在 2015 年，由于机顶盒业务进入成熟期，而公司在智能家居其他领域仍处于试运营状态，没有新的增长点，因此货币资金量只存在小幅的上升。

由于公司所秉持的“行业整合”理念仍在起步阶段，而没有其他如机顶盒牌照这类门槛高、垄断性强的业务作为支撑，可以预测公司将来几年的货币资金应该不会出现太大的变动。

(2) 应收账款分析（应收款项=应收账款+应收票据）



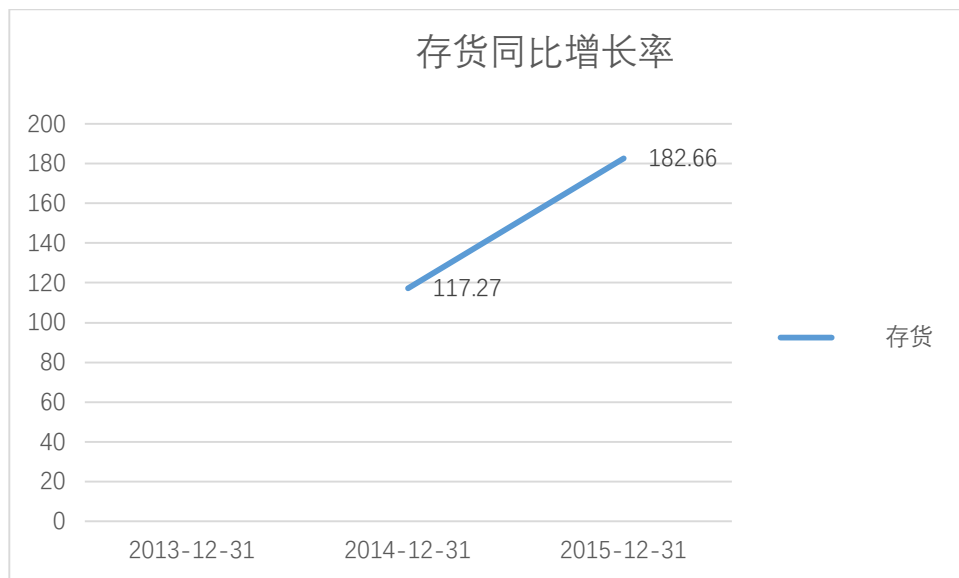
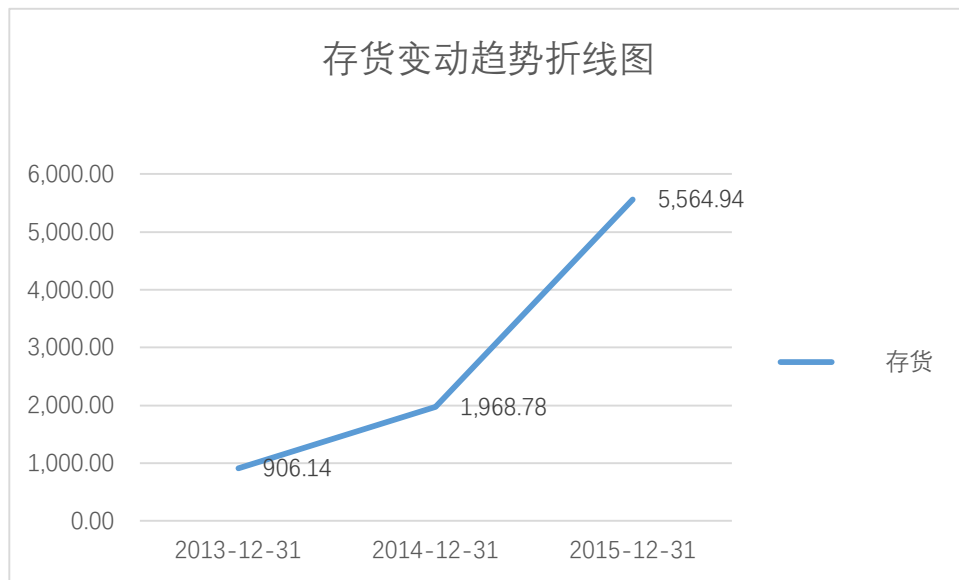


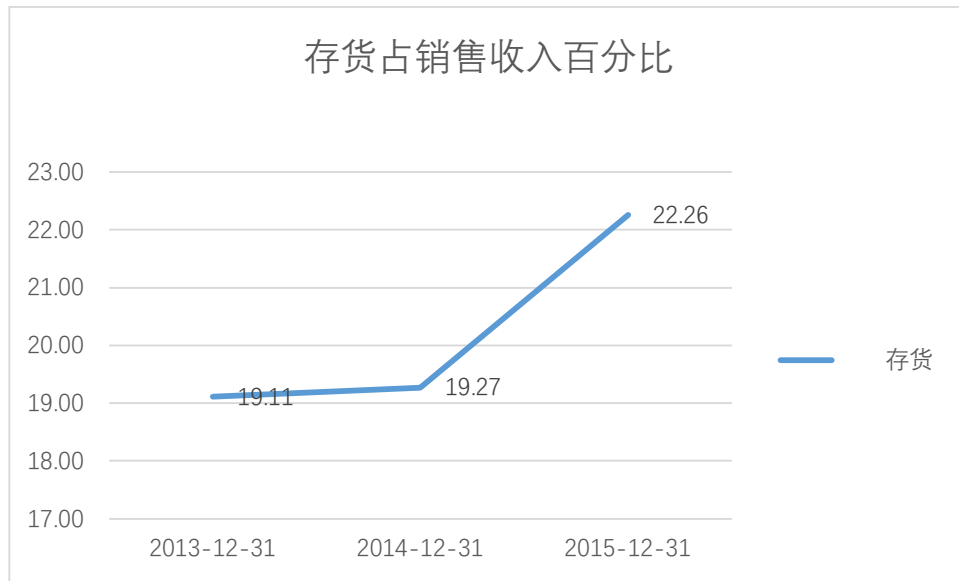
趋势分析：由上图分析，骐俊物联应收款项基本稳定上升，与本公司在机顶盒业务的垄断性优势及日趋成熟的芯片定制服务有关。由于骐俊物联所从事的基本业务，即芯片定制，通讯定位等服务是处于产品底层，属于刚需，抗经济变动影响的能力强，因此对于其业务的预期应该较有把握，可以预见其将来年的应收款项应保持该稳定的，小幅度的上升趋势。此外，虽然该公司务经营风险

小，但其交易方，尤其是制造业却受宏观因素变动的巨大影响，因此，即使骐俊物联属于强势交易言，谈判能力强，但应收款项仍会持续上升，甚至可能出现较大幅度的上方跳跃。

由账龄分析，应收账款在 1 年以内居绝大多数，在 1-2 年居极小部分，基本符合公司业务经营特征，因为定制化服务对现金流回收要求高，营运效率要求高，正常不可能出现积压应收账款的现象，相对风险也较小。

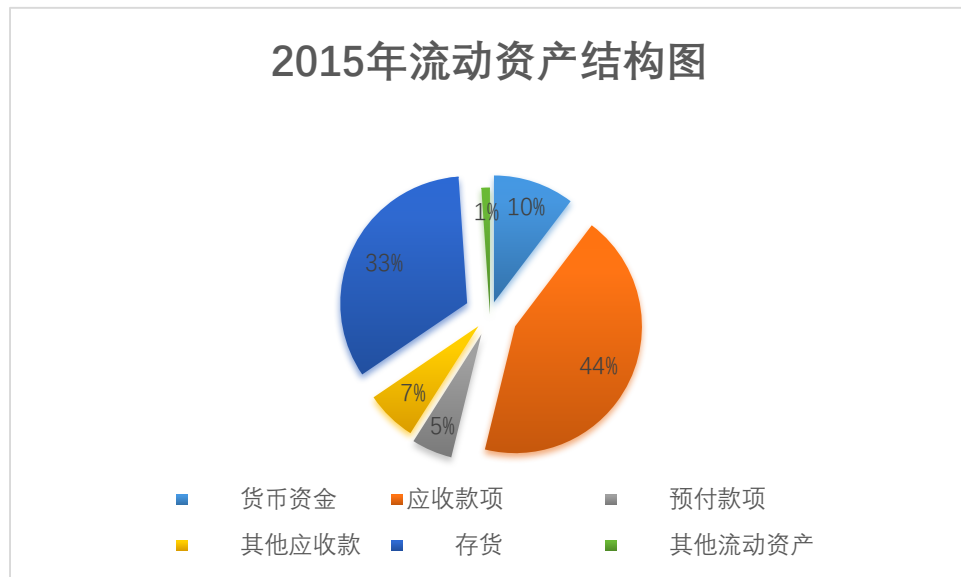
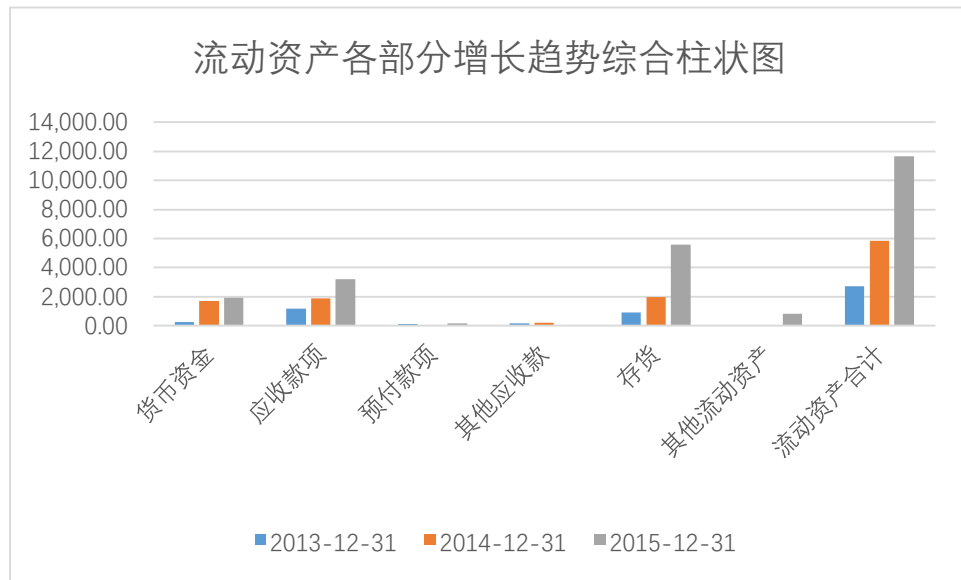
(3) 存货分析



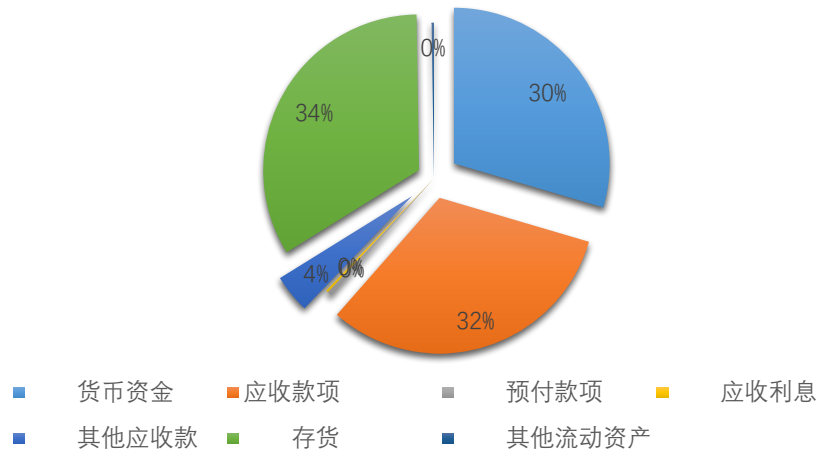


趋势分析：从 2013 年至 2015 年，骐俊物联存货呈现大幅度上升的状态，增长率保持在 100%-200%之间，大幅度超过下图中存货与销售收入百分比的增长速度，可以得出这样的结论：骐俊物联目前的供应增长能力大大超过其销售能力，看似存在存货过剩的隐忧。但同时，应认识到由于骐俊物联的合作对象皆是如海尔、清华紫光一类大型公司，合作稳定，因此存续能力值得肯定，另外，由于进口芯片对汇率变动敏感，如 2015 年公司就因为汇率下降导致损失 275 万元人民币，因此公司可能是出于对冲汇率风险的考虑，并预期将来业务将大面积开展，因此大量购入存货，这也是对公司将来成长能力的一项佐证。

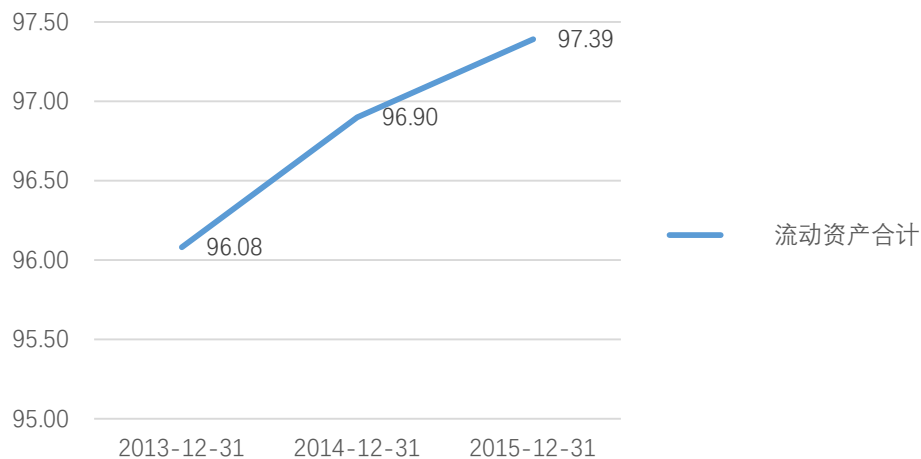
(4) 流动资产分析



2014年流动资产结构图



流动资产对资产占比折线图

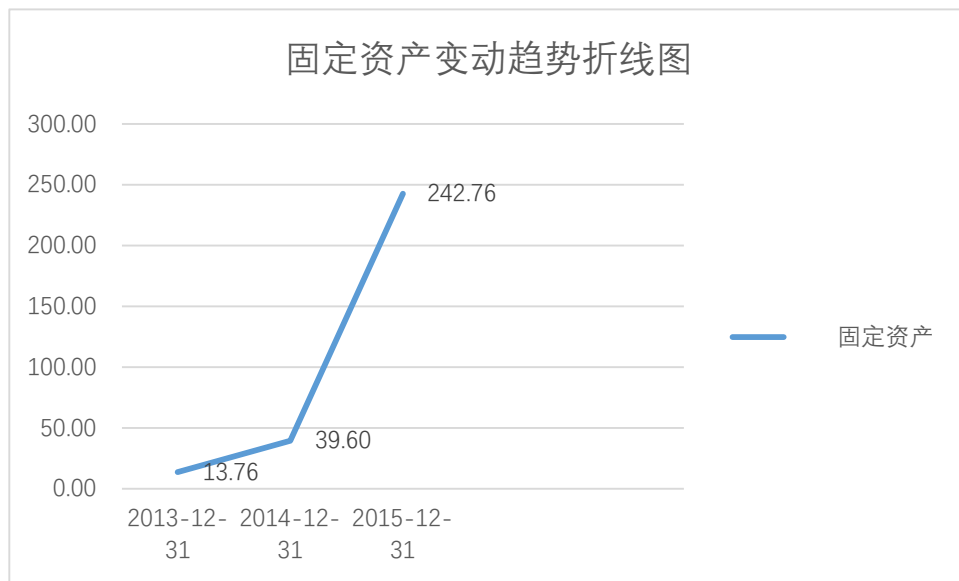


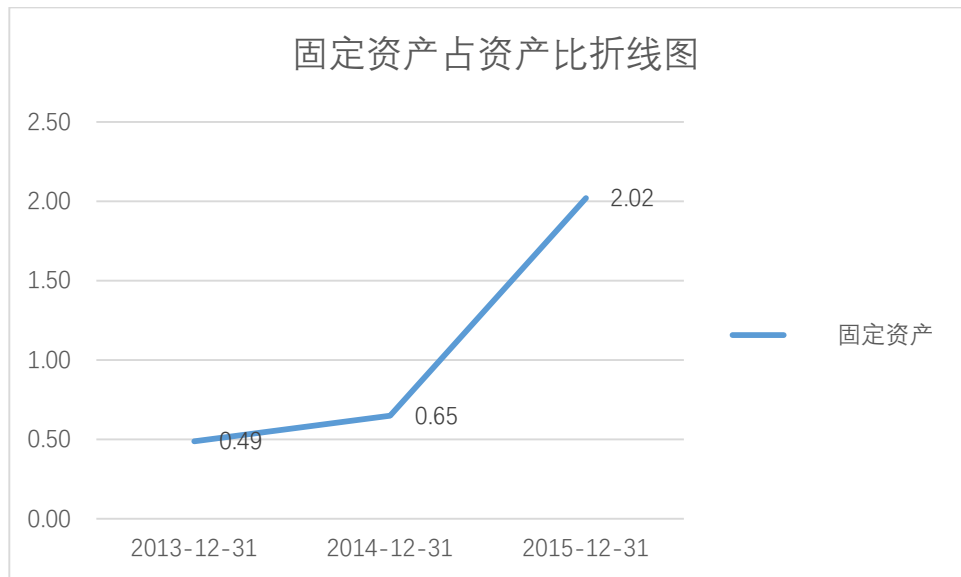
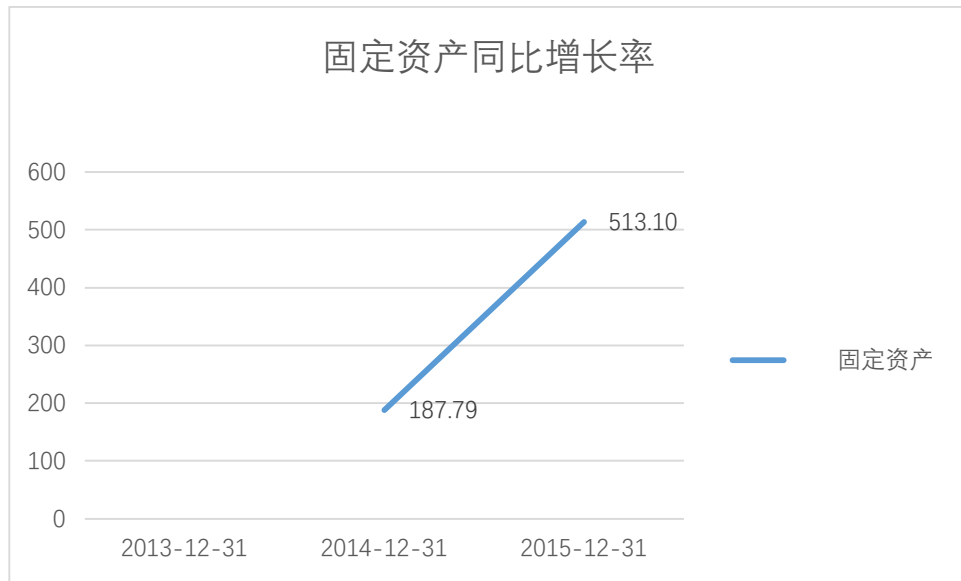
趋势分析：由流动资产各部分增长趋势综合柱状图可见，流动资产各部分增长趋势不尽相同，如其他应收款等占比小，变化影响不大，而应收款项则增减变化较大，而流动资产绝对值在 2013 年由 2712.29 万元猛增至 5860.2 万元后，15 年再次翻倍增至 11676.75。流动资产绝对额几乎倍增的原因由财报披露，大致是由于垄断业务的效益与股东权益的增长。

在 2014 年与 2015 年流动资产结构图中可见，存货与应收款项与货币资金占绝对比重，尤其是应收款项，该情况说明骐俊物联经营资金流量被占用的情况较为严重，一来是由于交易对手方为大型企业较为强势，或制造业企业交易付现能力较弱，二来该公司存货稳定的增长率大大高于宏观周期增长率可能意味着该公司采取如低利润促销或赊销策略。而事实上，骐俊也确定是采用在主营业务方面采用低毛利策略。

最后分析该公司流动资产与流动性情况。近五年来骐俊物联的流动资产一直保持在 95%左右高流动比率，虽然保证了经营的流动性，但损害了规模扩大的可持续性。然而流动资产结构比较乐观：现金流拥有多样化的投资渠道，如重创，或对智能家居其他领域试营运过程中必要的支出，而本身作为高附加值科技公司，理应一定比例上持有现金，减少由于无现金而导致的资本成本上升；另一方面，应收款项占比适中，说明资金被占用的情况仍在可控范围。骐俊物联目前的流动资产结构及流动资产在总资产中的高比率都与自身发展的战略大致统一。

(5) 固定资本分析

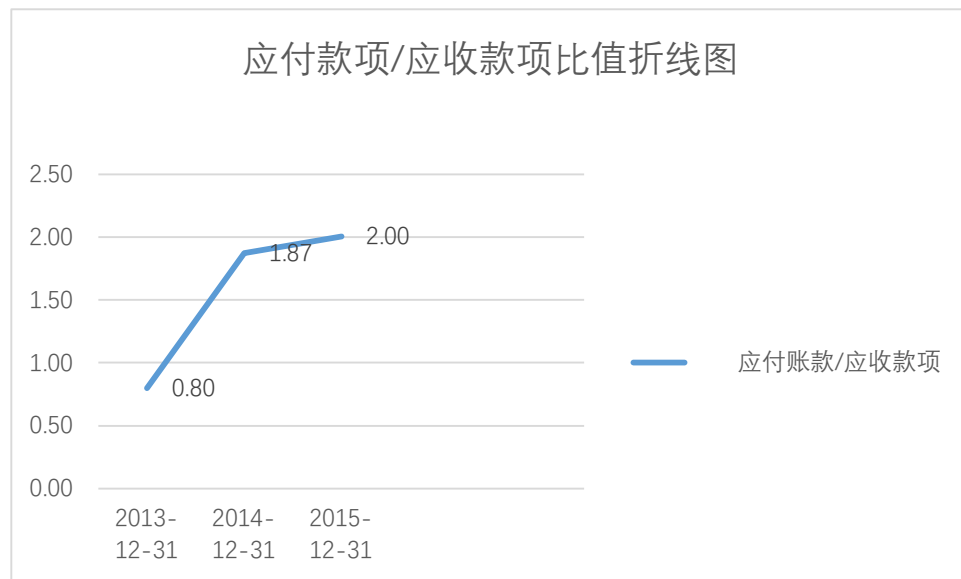
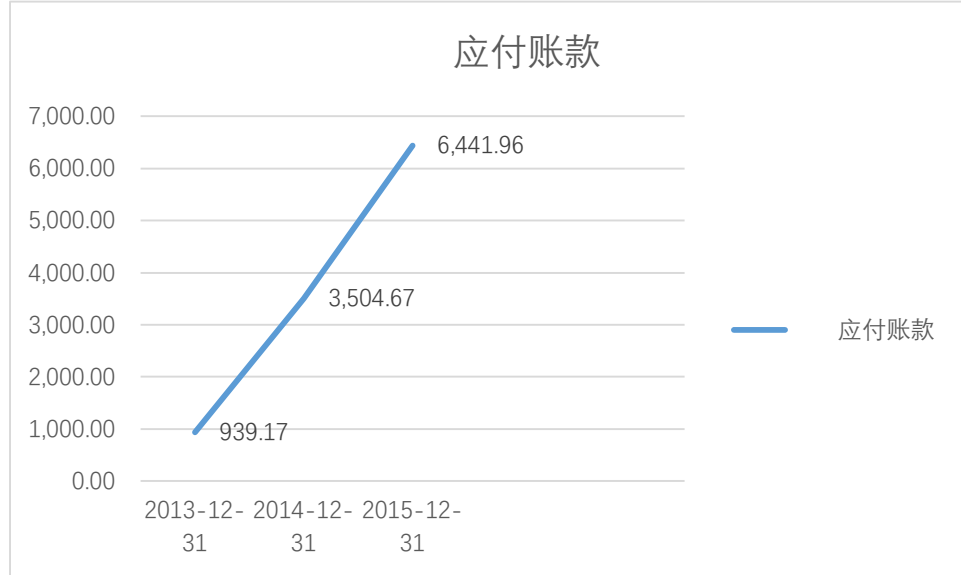




趋势分析：骐俊物联的固定资产有着典型的高科技公司的特征。期初值极小，增长极快。从固定资产同比增长率而言，由 14 年 187.79% 的高速增长至 2015 年 513.10%，增长率极高。2012 年，2013 年仍处于公司创业成长期，固定资产不是一家高科技中小企业重点关注的项目。而 2014 年进入相对成熟期，这点从稳定的营收与利润增长与进入新三板就可看出，因此固定资产同比增长率大

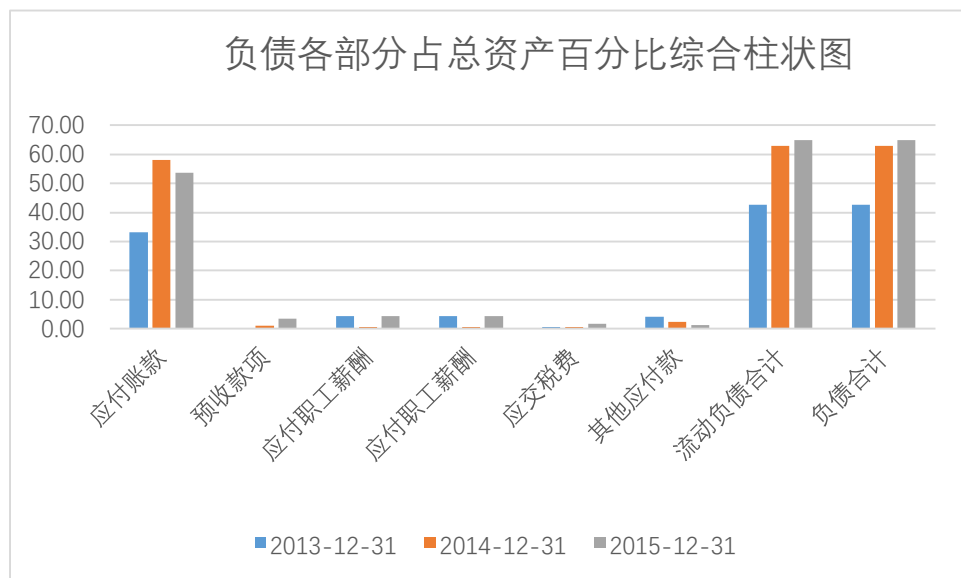
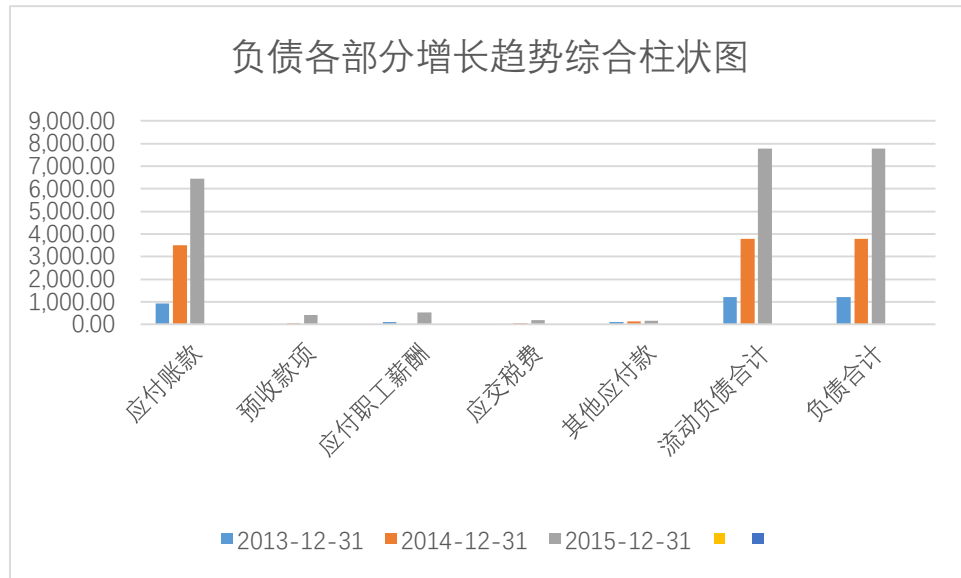
幅上升。并且由年报披露，骐俊物联为开拓其业务范围，进行进一步的研究开发，购入多台高科技设备以满足公司将来的研发需求。另一方面，由于大股东德润系在厦门本身有房地产资源，在需要写字楼等固定资产投入时，骐俊物联拥有天然优势，因此可以大胆预测公司在将来几年固定资产还将大幅度上升。

(6) 应付账款分析



趋势分析：由 2013 年—2015 年，骏俊物联的应付账款额稳定上升，说明在应收账款资金被占用的同时，占用他人账款的额度也在加大。这也可能是由于整个行业生产链的周转率下降和流动性减弱而导致的整体现象。为比较占用他人资金与被占用资金二者的强度，笔者引入应付款项/应收款项的指标，其比值可近似视为占用他人资金的能力与被占用的比值。该比值由小于 1 大幅上升至 2，说明本公司占用他人资金占用得更多且占用增长速度极快，可见公司谈判能力和主导能力在加强。

(7) 负债分析

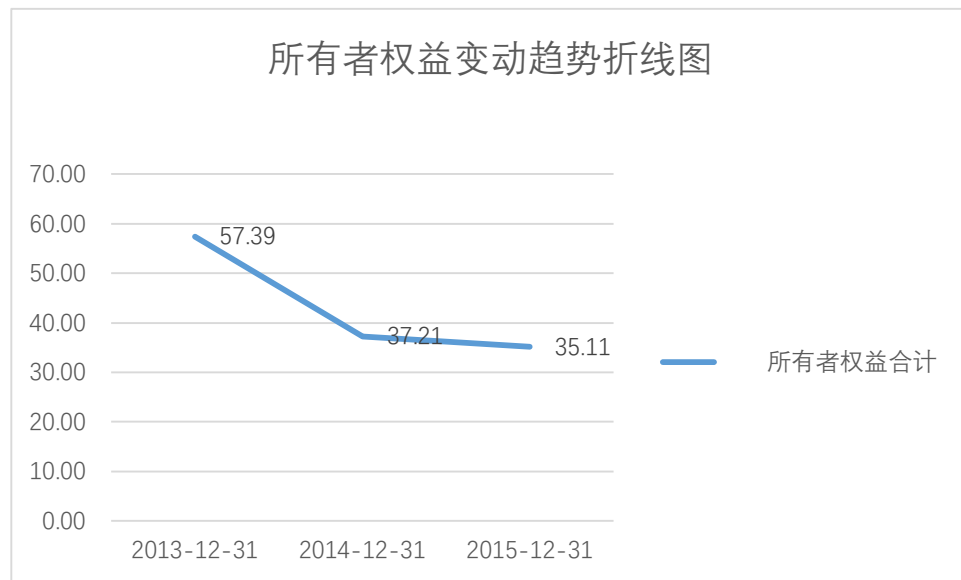


趋势分析 :由上图可明显看出, 2013 年-2015 年该公司流动负债占最大比重的项目为应付账款, 且大幅高出其他等项目。并且值得注意的是公司自成立以来没有任何短期借款, 财务费用的支出大部分是由于银行承兑票据贴现而引起的, 主要的资本来源是定增股本和股东投资, 定增由券商包销, 首席券商为万联, 并联合兴业等做市商。另外, 大股东骆铁及其背后的德润集团均有能力提供千万级别的即时现金, 再加上公司正在着手进行的基金项目, 可以认为公司获取资本的能力相对其公司规模而言是极强的, 因此公司对于扩张业务的信力有充足的财务支撑。

骐俊物联的资产负债比有明显的上升趋势。对于一家在成长期的制造业企业而言, 这是合情合理且应当的。物联网行业进入门槛相对不高, 虽然目前竞争不激烈, 但进入成长期后, 一旦市场发现这个行业增长的苗头, 势必将有大量竞争对力进入, 其中还将包括中兴

华为等行业巨头, 不进则退。骐俊物联营收能力大幅上升, 存货大幅上升, 固定资产大幅上升, 同时负债相应上升, 这是合理的。其一方面反映了在新三板上市后融资能力的扩大和资本溢价, 另一方面加大的财务杠杆也隐喻了该公司管理层的成长观和融资渠道的多样化, 这在高科技产业中是重要的资源, 这意味着该公司还远远未触及产能壁垒, 有极大的存续潜力。

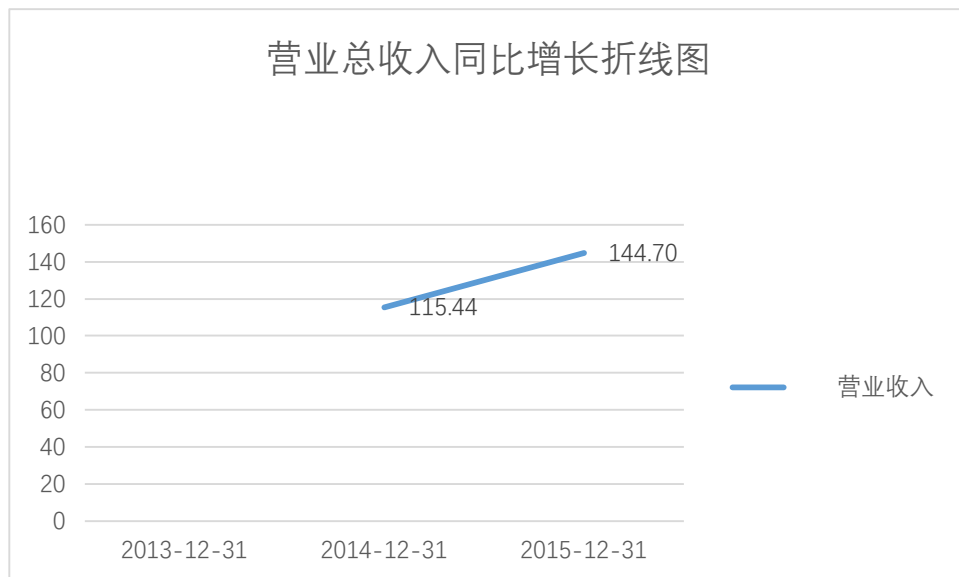
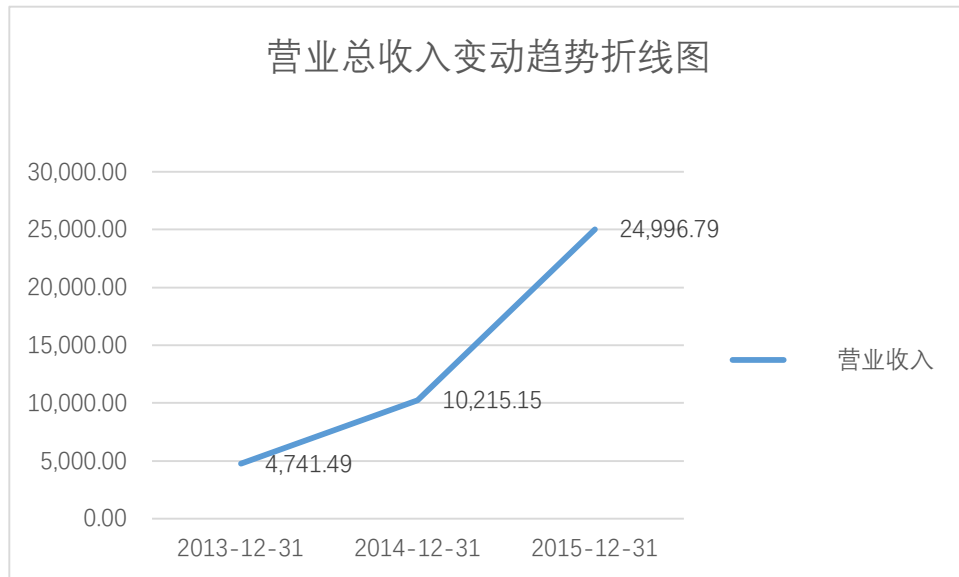
(8) 所有者权益分析



趋势分析：骐俊物联的所有者权益呈现下降趋势, 尤其是在 2014 年公司增长股本及 2015 年在新三板挂牌后。其原因在于公司在 2014 年机顶盒业务进入稳定的垄断情况, 净利润增大, 但同时负债增长明显要快于权益膨胀的速度, 主要是由于应付账款的大幅增加。这相当于公司通过无息负债增大财务杠杆, 有利于成长型公司的发展。

利润表

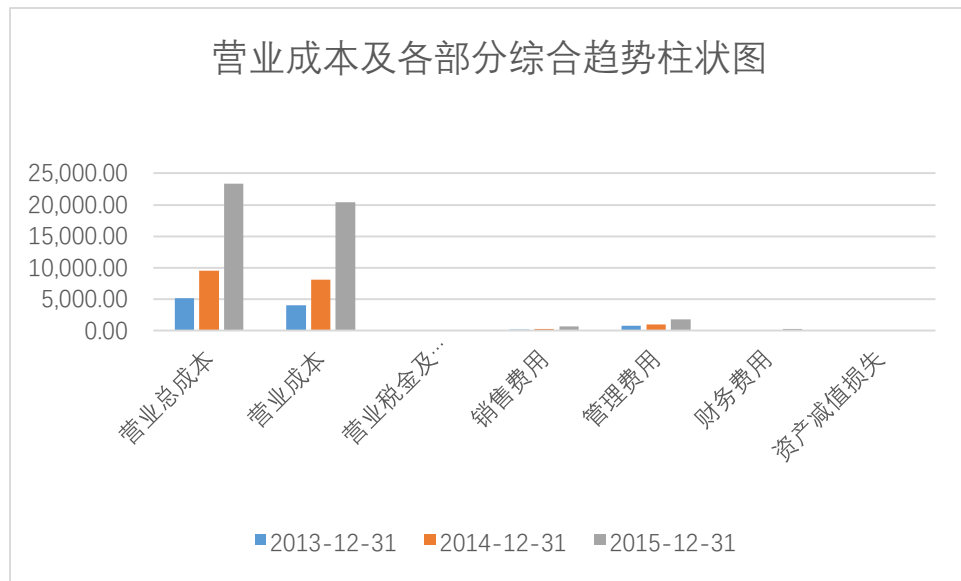
(1) 营业收入分析



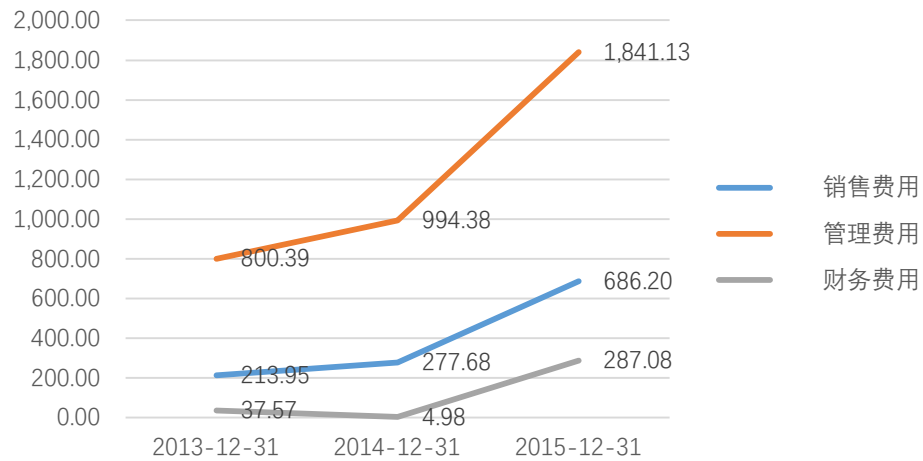
趋势分析：由上图可分析得出，骐俊物联的营业总收入呈稳定的，大幅度的上升态势。同时其营业总收入同比增长的速度保持强劲，结合公司业务的垄断特征（机顶盒牌照）和差异化战略（芯

片定制)，一家具有核心竞争力的公司应该说极有希望保持营业收入的增长，虽然成熟的机顶盒业务不能再为公司带来营业收入的巨幅增长，而新的领域仍在探索阶段，目前没有真正抢眼的业务，但相信经过一段时间的盘整，公司将能够寻找到新的增长动力。

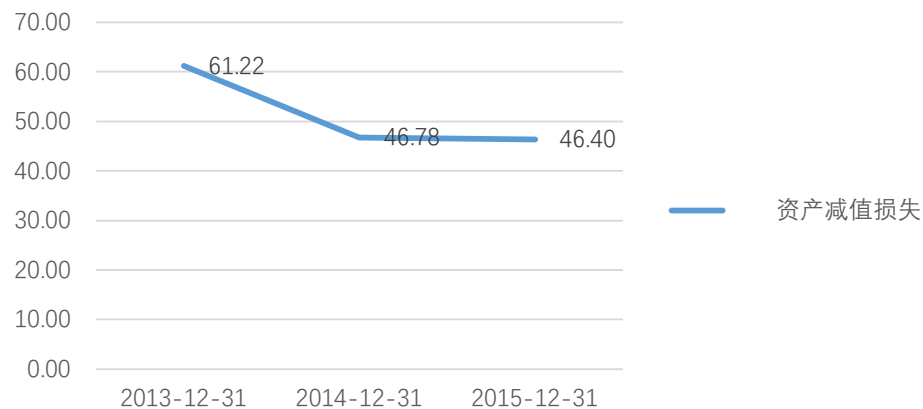
(2) 营业成本分析

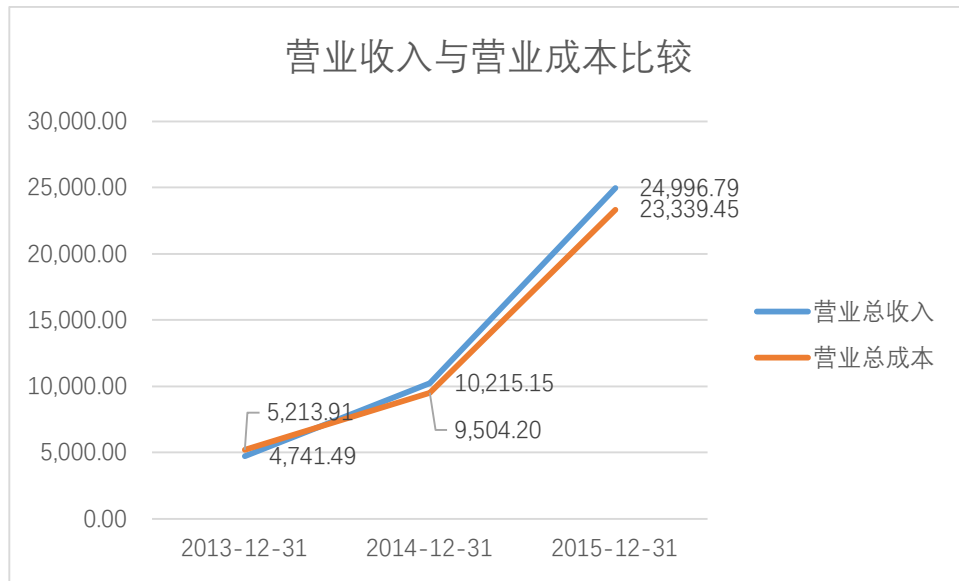


各个费用变动趋势折线图



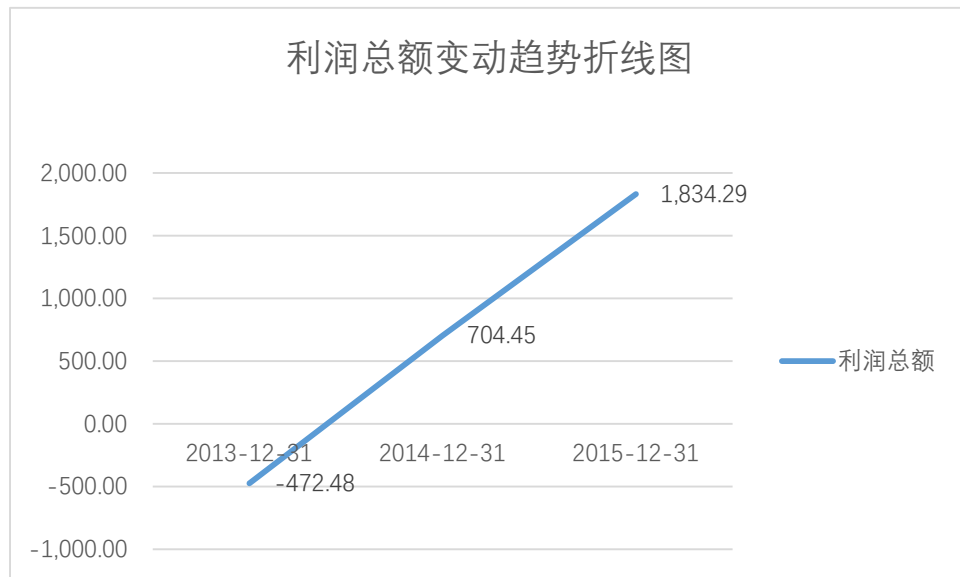
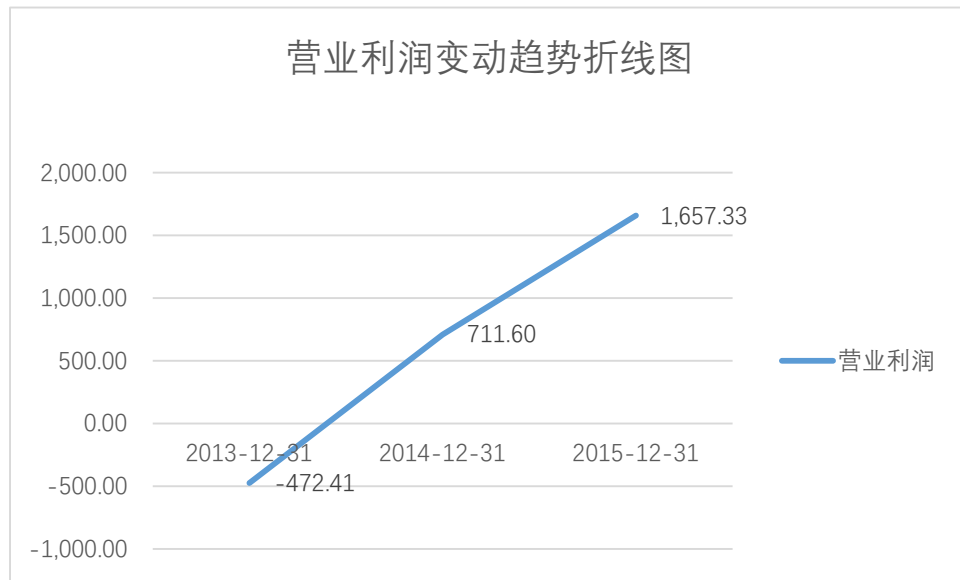
资产减值损失变动趋势折线图





趋势分析：由上图可分析知，骐俊物联业务分布集中，无金融类营业收入，均为主营业务。而在成本中也以主营业务成本占绝大多数，财务费用、销售费用、管理费用和营业税金及附加均随营业能力的扩大而上升，总体符合理论。值得注意的是，由营业收入和营业成本的比较图来看，2013 年成本高于收入，而在 2014 年和 2015 年成本得到一定控制，扭亏为盈。营业收入与营业成本大致同步，而两者差距很小。事实上，骐俊物联的毛利率仅在 18%左右，与同是物联网、互联网概念的其他高科技公司动辄高达 60%，70%的毛利率差别很大。具体的原因我们将在下面的财务指标中分析。

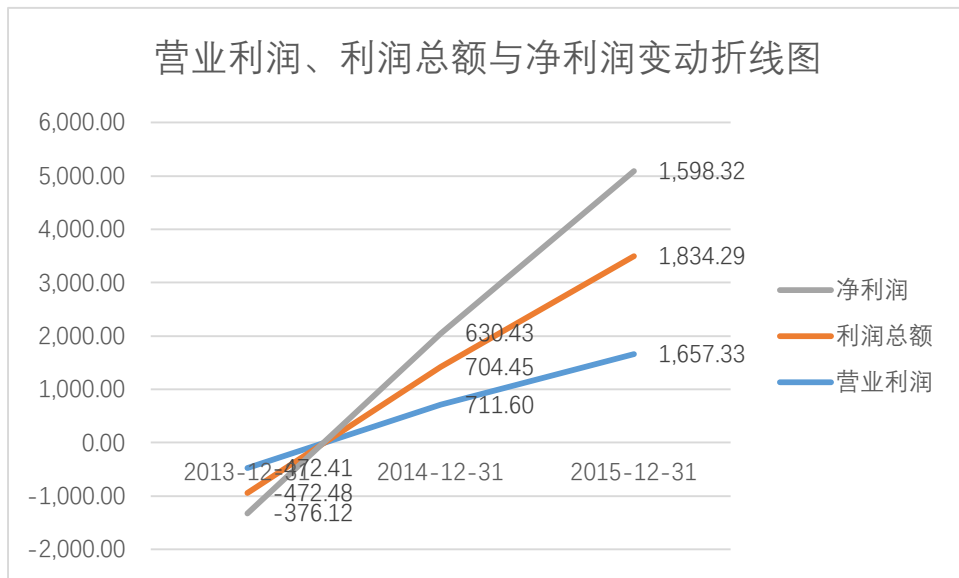
(3) 营业利润、利润总额及净利润分析

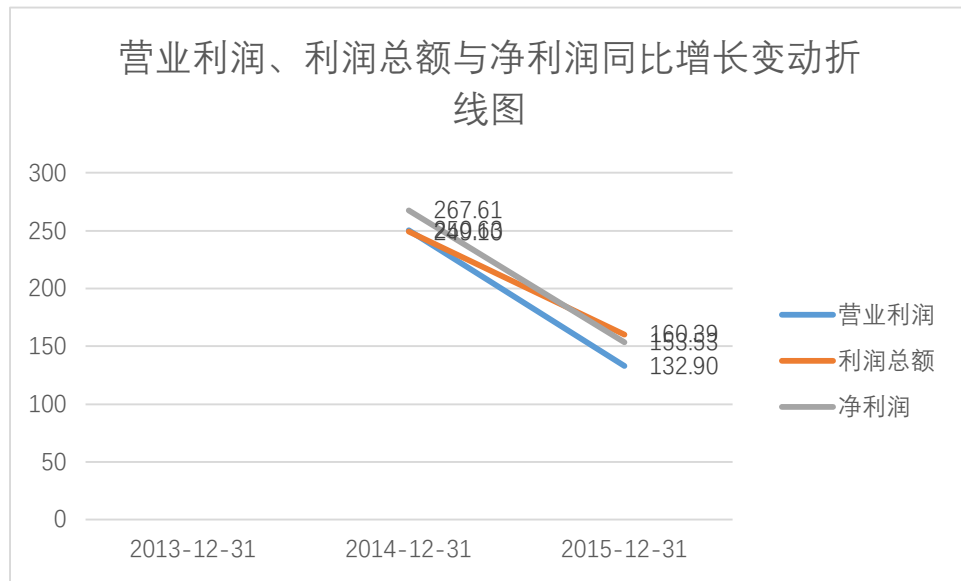


净利润变动趋势折线图



营业利润、利润总额与净利润变动折线图

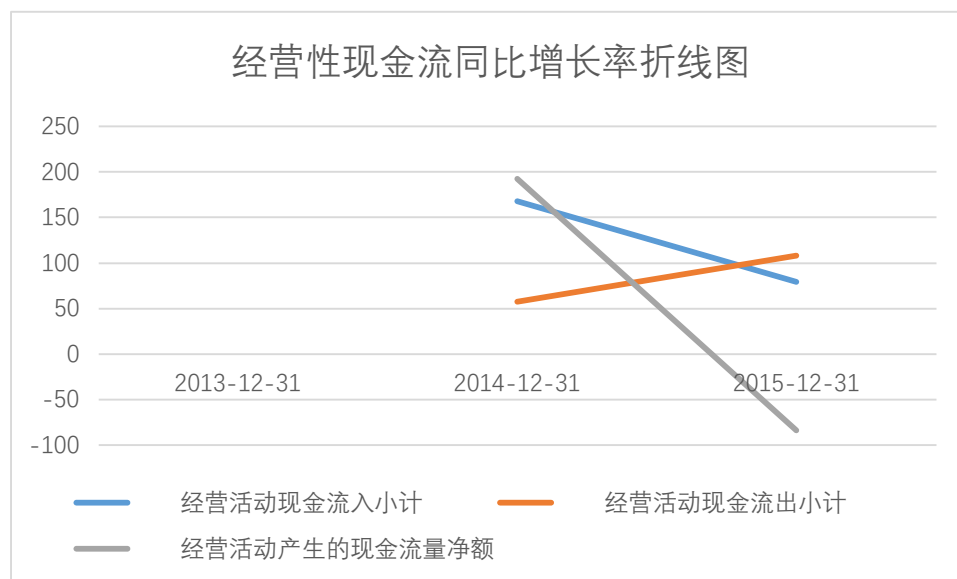
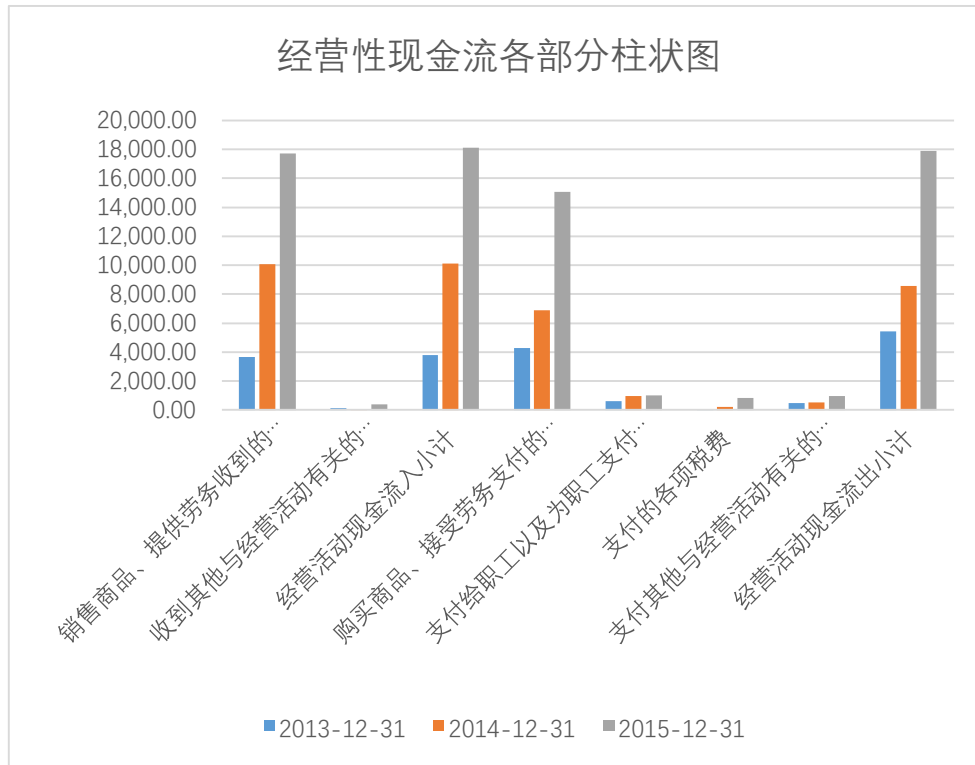




趋势分析：由上图分析可知，骐俊物联的营业利润、利润总额与净利润大致处于同一增长水平，整体在增长，但同比增长量在下降。这与公司主营业务集中、业务进入成熟期的特征相一致。利润增长渐趋平稳，公司应该加快产业整合的脚步，即使是在营业收入盘整期间也应想办法控制成本费用。

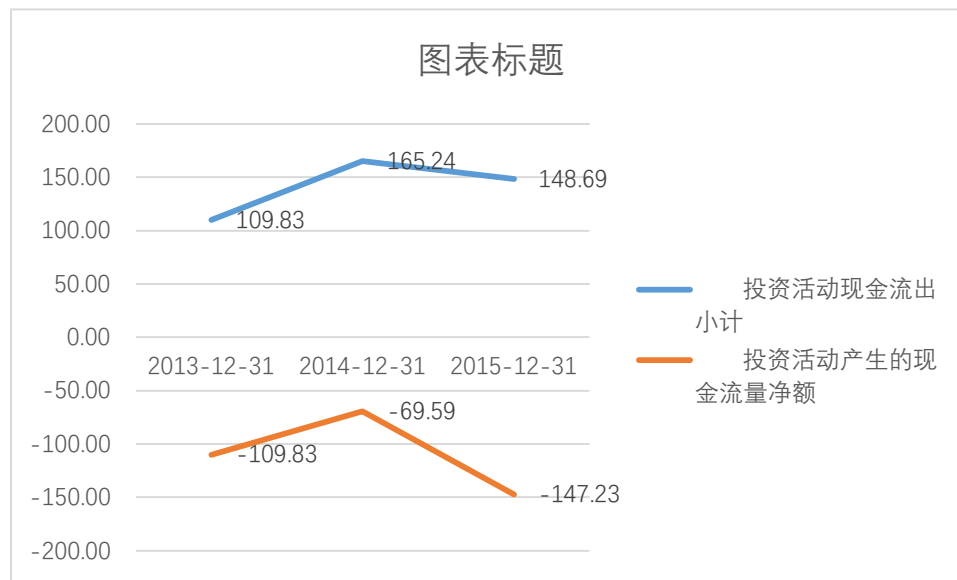
现金流量表

(1) 经营性现金流



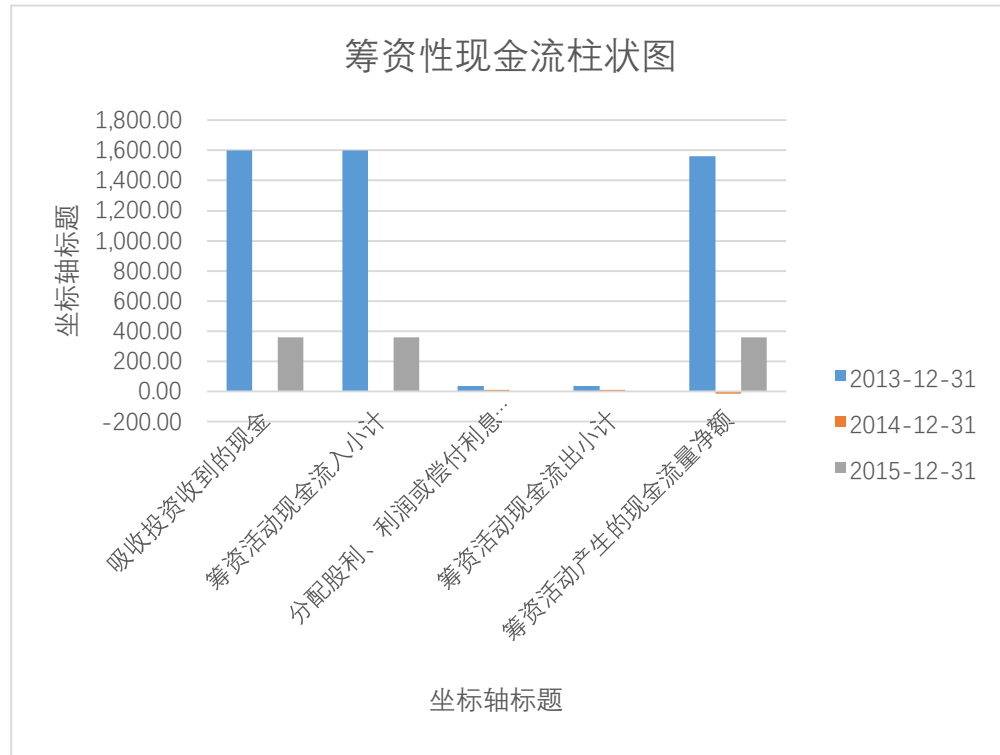
趋势分析：由上图可知，该公司的现金流入与流出均以主营业务占绝大部分。其中，现金流入以主营业务收入为主，现金流出以购买原材料等为主。而在经营性现金流流入、经营性现金流流出与经营性现金流净值的折线比较中，可以看见现金流入与现金流出呈相反走势，现金流入增长放慢，而现金流出却在加快增长，从而导致经营性现金流净额自 2014 年至 2015 年大幅度下降。从上文分析中也可看出，骐俊物联出于各方面考虑大量囤积存货。但是经营性现金流是一家企业生存的命脉和造血功能的体现。不得不说骐俊物联的经营性现金流 2015 年的经营性现金流净额是个预警信号，须注意存货增长与销售能力的相一致。

(2) 投资性现金流



趋势分析：骐俊物联从上文分析来看，尚有投资渠道，而其“行业整合”理念也要求其必须靠投资和入股、并购来搭建完整的行业生态圈。无金融类业务收入，无交易性金融资产，无应收股利；而投资主要集中在长期股权投资，可见其扩展业务的决心，如此则抵御市场风险与行业风险的能力应该说有较高的成长性，将在来日逐渐体现。

(3) 筹资性现金流



趋势分析：由上图分析可知，骐俊物联筹资性现金流流量一直为正，新三板挂牌后大幅增长以及一轮、二轮定增后现金流的增加，都基本符合公司一路发展要求。而公司目前面临的投资项目众多，毕竟“智能”与“物联”是互联网+时代的热门话题，而这将致使公司必须有能力发掘值得投资的项目。

基本财务指标分析

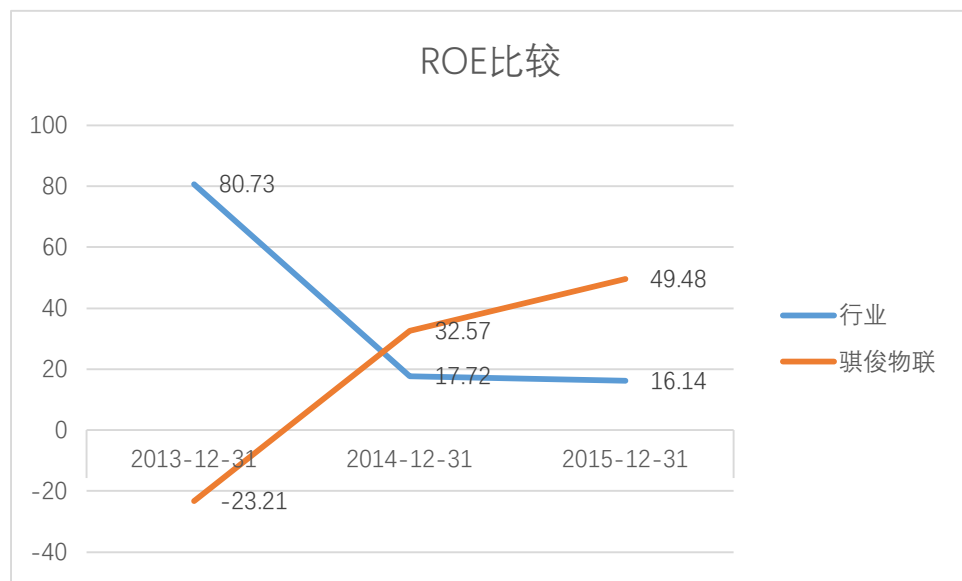
盈利能力分析

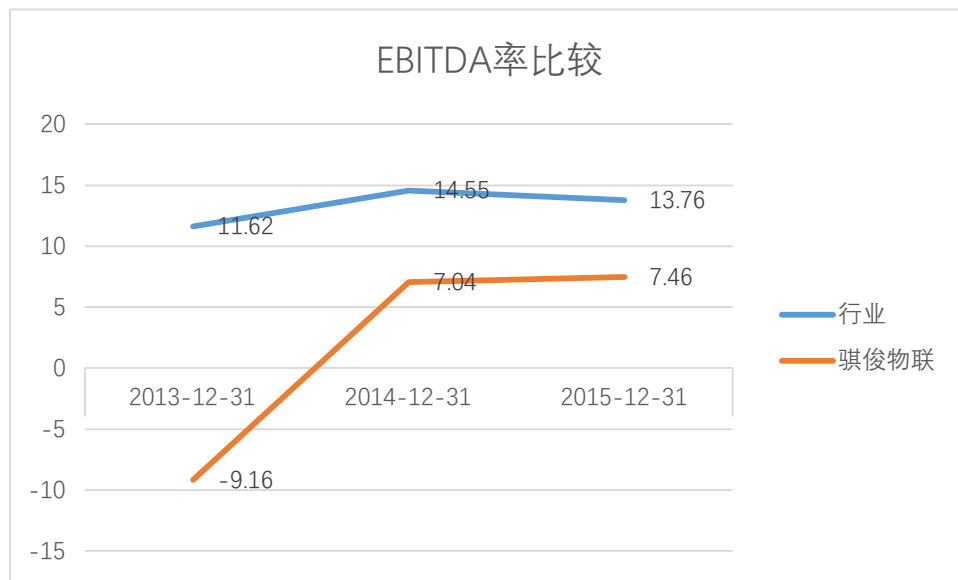
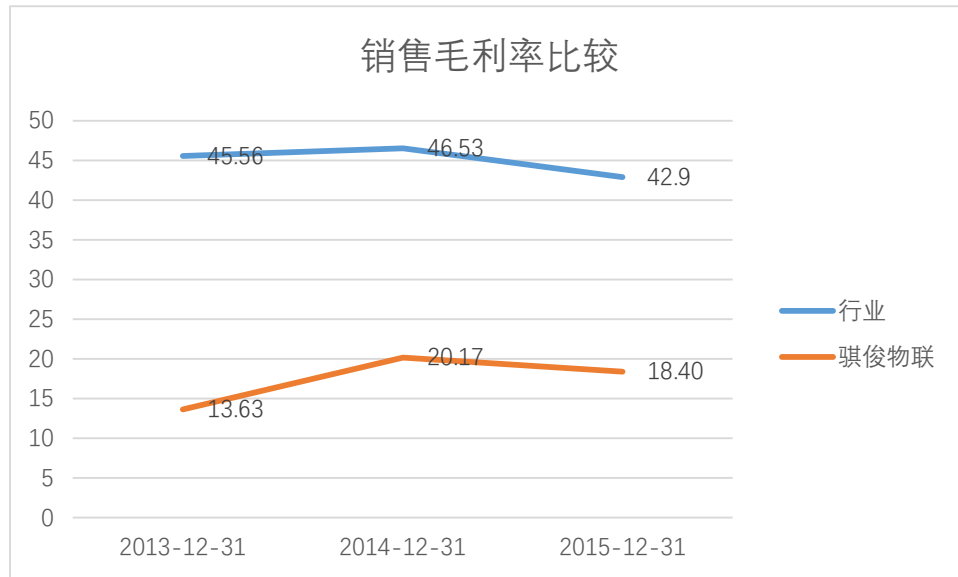
表 4-2 盈利能力指标

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
盈利能力			
净资产收益率(摊薄)	-23.21	28.01	37.97
净资产收益率(加权)	-37.30	32.57	49.49
净资产收益率(平均)	-23.21	32.57	49.48
净资产收益率(扣除 / 摊薄)	-23.21	27.79	34.52
净资产收益率(扣除 / 加权)	-37.30	32.32	44.99
净资产收益率(扣除 / 平均)	-23.21	32.32	44.99
净资产收益率-增发条件	-37.30	32.32	44.99
净资产收益率(年化)	-23.21	32.57	49.48
总资产报酬率	-15.42	15.88	20.31
总资产报酬率(年化)	-15.42	15.88	20.31
总资产净利率	-13.32	14.21	17.72
总资产净利率(年化)	-13.32	14.21	17.72
投入资本回报率	-23.21	32.57	49.48
人力投入回报率(ROP)		79.64	142.03
销售净利率	-7.93	6.17	6.39
销售毛利率	13.63	20.17	18.40
销售成本率	86.37	79.83	81.60
销售期间费用率	22.19	12.50	11.26
净利润/营业总收入	-7.93	6.17	6.39
营业利润/营业总收入	-9.96	6.97	6.63

“天信·智库杯” 全国新三板价值分析大赛(福建赛区)

息税前利润/营业总收入	-9.18	6.90	7.33
EBITDA/营业总收入	-9.16	7.04	7.46
营业总成本/营业总收入	109.96	93.04	93.37
销售费用/营业总收入	4.51	2.72	2.75
管理费用/营业总收入	16.88	9.73	7.37
财务费用/营业总收入	0.79	0.05	1.15
资产减值损失/营业总收入	1.29	0.46	0.19
成本费用利润率	-7.31	6.68	6.89
资产减值损失/营业利润	-12.96	6.57	2.80
主营业务比率	99.99	101.02	90.35





分析：销售净利率指标反映每一元销售收入带来的净利润是多少。表示销售收入的收益水平。企业在增加销售收入的同时，必须要相应获取更多的净利润才能使销售净利率保持不变或有所提高。销售净利率可以分解成为销售毛利率、销售税金率、销售成本率、销售期间费用率等指标进行分析。分解分析将在下文的杜邦分析中呈现。骐俊物联的销售净利率呈现上升趋势后平稳的趋势，但仍然

偏低,原因上文也有提及,在于没有新的业务亮点带来增长,而传统的机顶盒业务已进入成熟期,而行业整合仍在试营运中,距离目标的百万级别出货量仍有许多工作要做。

销售毛利率表示每一元销售收入扣除销售成本后,有多少钱可以用于各项期间费用和形成盈利。销售毛利率是企业是销售净利率的最初基础,没有足够大的销售毛利率便不能形成盈利。骐俊物联的毛利率不高,虽在 2014 年有所增加,但 2015 年便回落,可能是 2014 年经济形式更好的缘故,而牌照的垄断力量也更强的缘故。但是,骐俊物联的营运模式应该说是走量而不走利润。其主营业务除机顶盒外是定制化的芯片,这与传统意义上的互联网服务不同,应该是制造业与互联网的结合。而随着国际技术的提高与资源的整合,芯片的价格一降再降,如高通 4G 芯片一年前 18 美元,一年后 7 美元,直接拦腰砍断。因此在物联行业中制造业在当今宏观经济低迷潮流里的特征仍然可见一斑。定制芯片有准入门槛然而不高,这就注定了骐俊物联在抢占市场的时候无法虚抬价格。

此外,更重要的一点是,骐俊物联意图在于通过定制芯片来感知行业变化从而降低风险,抢占先机,瞄准新的投资机会,那么市场整体运行的大数据意义要远大于一个高毛利低销售的芯片业务。

资产净利率把企业一定期间的净利润与企业的资产相比较,表明企业资产的综合利用效果。指标越高,表明资产的利用效率越高,说明企业在增加收入和节约资金等方面取得了良好的效果,否则相反。资产净利率是一个综合指标。净利的多少与企业的资产的多少、资产的结构、经营管理水平有着密切的关系。影响资产净利率高低的原因有:产品的价格、单位产品成本的高低、产品的产量和销售的数量、资金占用量的大小。下文将结合杜邦财务分析体系来分析经营中存在的问题。骐俊物联的资产净利率在 14%~17%之间,

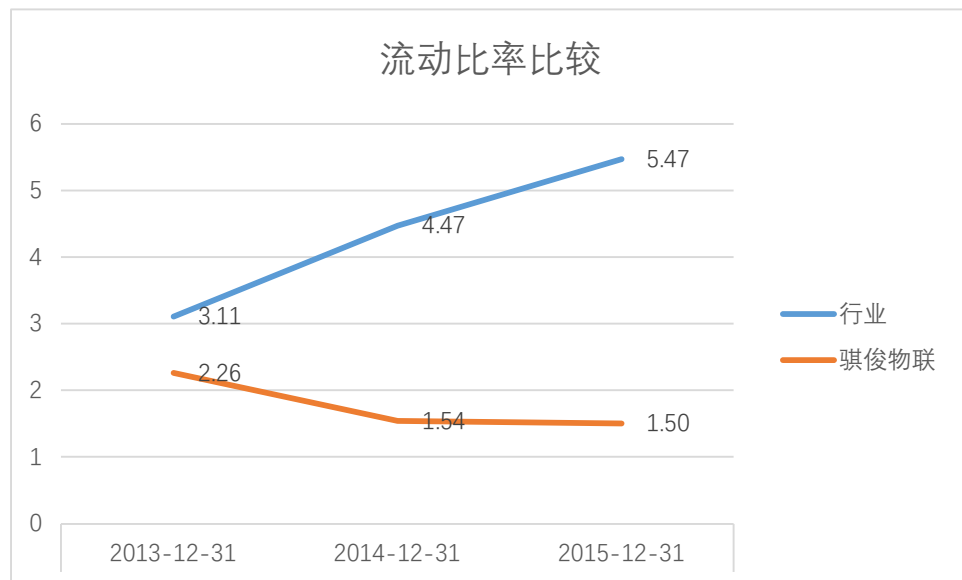
净资产收益率反映公司所有者权益的投资报酬率,也叫净值报酬率或权益报酬率,具有很强的综合性。是最重要的财务比率。下文通过杜邦分析体系可以将这一指标分解成相联系的各种因素,进一步剖析影响所有者权益报酬的各个方面的。如资产周转率、销售利润率、权益乘数。

通过与行业数据的比较,在折线比较图中我们可以看到,骐俊物联的销售毛利率与行业平均毛利率趋势大致相同,都呈水平走势,但骐俊物联的毛利率显著低于行业,原因在前文也有提及,即骐俊物联意图在于通过定制芯片来感知行业变化从而降低风险,抢占先机,瞄准新的投资机会,那么市场整体运行的大数据意义要远大于一个高毛利低销售的芯片业务。而骐俊物联 ROE 在 2014 年公司步入正轨后高大幅高于行业平均值,也说明该公司属于成长型公司。

流动性分析

表 4-3 流动性指标

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
流动性			
流动比率	2.26	1.54	1.50
速动比率	1.50	1.02	0.79
保守速动比率	1.36	1.01	0.66
现金比率	0.32	0.46	0.27
营运资产需求量比率	0.53	0.34	0.32



分析：流动比率是流动资产对流动负债的比率，用来衡量企业流动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。一般说来，比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强，反之则弱。骐俊物联的流动比率高于 1 且趋势走向平稳化，而根据上文分析，骐俊物联将来几年处于盘整阶段，流动性大体上不会出现剧烈变动，说明其流动性质量高。

速动比率比流动比率更能体现企业的偿还短期债务的能力。因为流动资产中，尚包括变现速度较慢且可能已贬值的存货，因此将流动资产扣除存货再与流动负债对比，以衡量企业的短期偿债能

力。骐俊物联的速动比率仍在高位，虽然有下降趋势，但是是收存货的大幅增加导致的。如果公司能够如预期将产能顺利转化为销售能力，其流动性应不成问题。

现金比率将流动比率中的存货与应收款项排除在外，也就是说，现金比率只量度所有资产中相对于当前负债最具流动性的项目，因此它也是三个流动性比率中最保守的一个。骐俊物联的现金比率整体平稳，虽然有下降趋势但仍能满足要求。

营运资产需求比率是指需求量占总资产的比重，具有双重含义：一方面反映企业动资产的变现能力，指标越大，变现能力越强；另一方面反映企业多出的流动资产占用资金的，指标越大，资金占用越多，特别是当流动资产中变现能力差的存货、应收款、预付款增加。由于骐俊物联的营运资产需求量比率整体维持在一个不高不低的水平，应该说变现能力值得肯定；而其下降趋势同时也说明了公司资金被占用的情况有所改善。

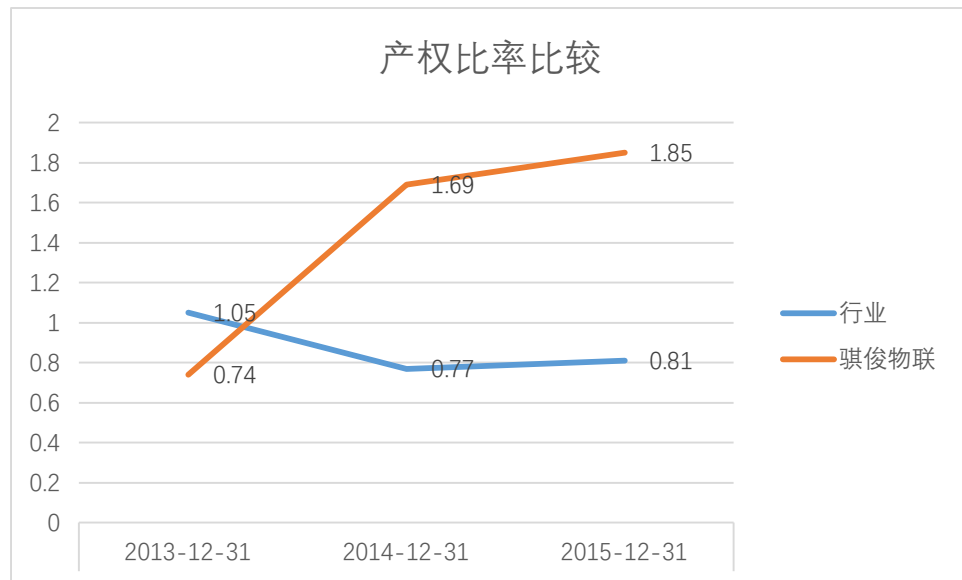
但通过行业数据比对分析我们可以看到，事实上在互联网行业中，同市值公司的流动比率平均值在 3 左右，由此可见确实高科技公司抱有“现金为王”的理念。但骐俊物联并不是典型的互联网公司，它属于制造与高科技的结合，仍带有传统制造业的色彩，看重出货量。虽然实施的定制服务属于差异化战略范畴，但低成本，高周转，高存货，高销售的思想仍在蕴含其中。这也就是虽然其流动性不如行业平均，但仍在可以接受范围内的原因。

偿债能力分析

表 4-4 偿债能力指标

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
偿债能力			
现金流量利息保障倍数	-44.36	115.06	
产权比率(负债合计/归属母公司股东的权益)	0.74	1.69	1.85
归属母公司股东的权益/负债合计	1.35	0.59	0.54
有形资产/负债合计	1.27	0.55	0.53
息税折旧摊销前利润/负债合计	-0.36	0.19	0.24
经营活动产生的现金流量净额/负债合计	-1.38	0.41	0.03
经营活动产生的现金流量净额/流动负债	-1.38	0.41	0.03
非筹资性现金净流量与流动负债的比率	-147.05	38.70	1.30
非筹资性现金净流量与负债总额的比率	-147.05	38.70	1.30
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	-11.73		

长期负债占比	0.00	0.00	0.00
有形净值债务率	78.96	180.59	187.98
EBITDA/利息费用	-11.71	-21,032.40	



分析：现金流量利息保障倍数表明 1 元的利息费用有多少倍的经营现金净流量作保障。2014 年后骐俊物联的现金流量利息保障倍数有显著的提高，说明其付息能力极大加强。

产权比率是负债总额与所有者权益总额的比率。一般说来，产权比率高是高风险、高报酬的财务结构，产权比率低，是低风险、低报酬的财务结构。从股东来说，在通货膨胀时期，企业举债，可以将损失和风险转移给债权人；在经济繁荣时期，举债经营可以获得额外的利润；在经济萎缩时期，少借债可以减少利息负担和财务风险。骐俊物联的产权比率在上升，这与其成长型公司的经营相符。

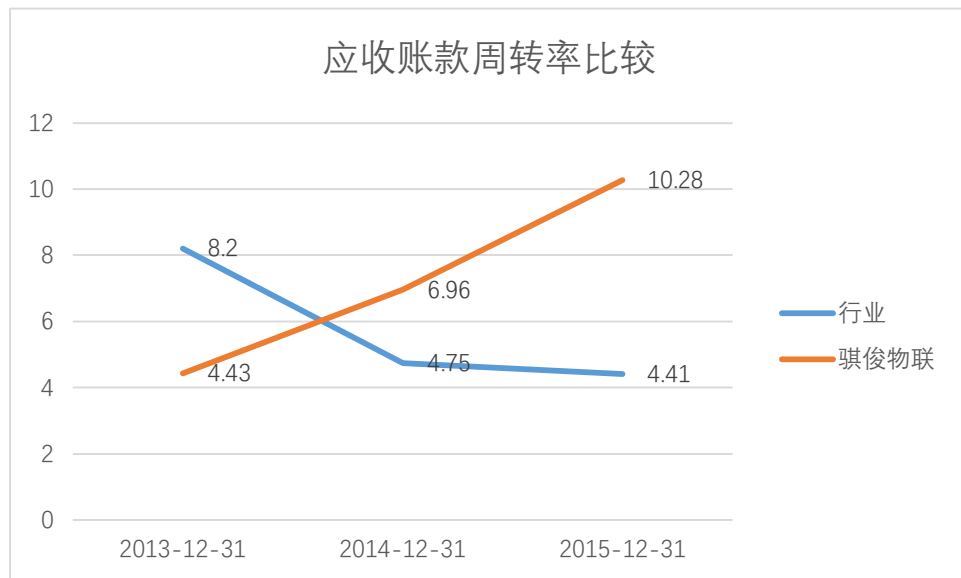
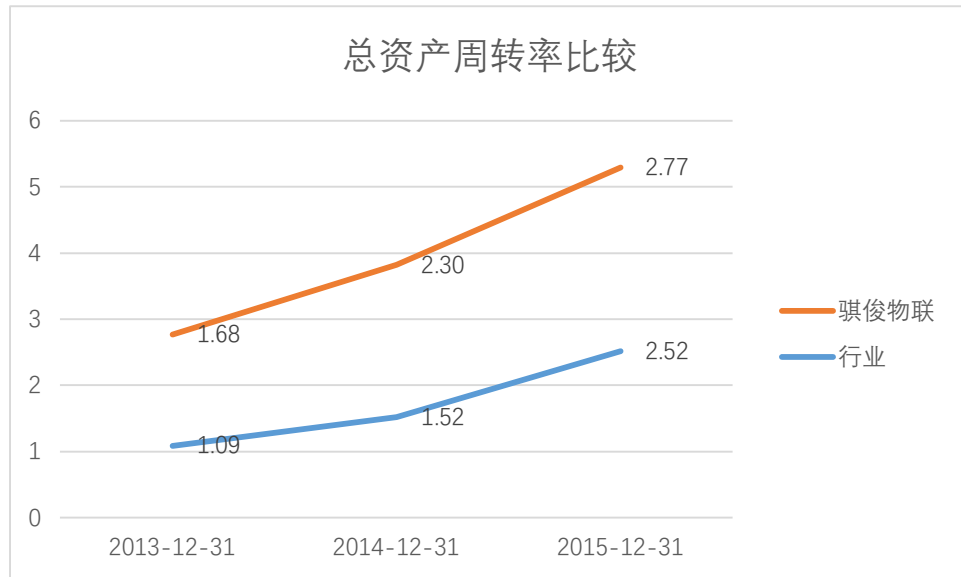
此外，经营活动产生的现金流量净额与各个负债指标的比值均为正，虽然在 2015 年有所下滑，但考虑到公司经营战略的更新和调整，应该说其偿债能力相比 2013 年已经有了显著的提高。

通过行业平均值比较我们可以看出，骐俊物联的产权比率在进入 2014 年的成长期后要显著高于行业，说明其杠杆意识在加强，与通货膨胀的宏观经济特点相适应。

资产营运能力

表 4-6 营运能力

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
报告期	年报	年报	年报
营运能力			
营业周期	160.89	115.19	101.49
存货周转天数	79.66	63.46	66.48
应收账款周转天数	81.23	51.73	35.01
存货周转率	4.52	5.67	5.42
应收账款周转率	4.43	6.96	10.28
流动资产周转率	1.75	2.38	2.85
固定资产周转率	344.63	382.92	177.06
总资产周转率	1.68	2.30	2.77
应付账款周转率	4.36	3.67	4.10
应付账款周转天数	82.56	98.09	87.77
净营业周期	78.32	17.10	13.71
营运资本周转率		5.72	8.39
非流动资产周转率		68.45	99.85



分析：营业周期是从取得存货开始到销售存货并收回现金为止的时间。一般情况下，营业周期短，说明资金周转速度快；营业周期长，说明资金周转速度慢。由于骐俊物联主营的芯片定制业务是制造的基础，工序简单，技术含量高但周转快，因此其营业周期理论上应该较短。但考虑到进口因素导致该公司存货周期较长，因此公司营业周期较长。

存货周转天数是指企业购入存货、投入生产到销售出去所需要的天数。该指标与存货周转率呈反比。提高存货周转率，缩短营业周期，可以提高企业的变现能力。存货周转速度反映存货

管理水平, 存货周转速度越快, 存货的占用水平越低, 流动性越强, 存货转换为现金或应收账款的速度越快。它不仅影响企业的短期偿债能力, 也是整个企业管理的重要内容。对于骐俊物联而言, 存货周转天数较长是营业周期拉长的重要原因。而存货增长又是存货周转率上升的重要原因, 因此, 可以认为营业周期的变成是企业扩大生产力的过度阶段间的一个不可避免的过程, 是暂时性的。

应收账款周转率为指定的分析期间内应收账款转为现金的平均次数。应收账款周转率越高, 说明其收回越快。反之, 说明营运资金过多呆滞在应收账款上, 影响正常资金周转及偿债能力。骐俊物联应收账款周转率一直在上升, 可见其对应收账款回收的控制能力较弱。而周转率总体大于 3, 说明周转率偏低, 也就意味着应收账款周转天数居高, 这是营运能力较弱的表现。

营业周期结合存货周转情况和应收账款周转情况一并分析, 可见该企业营业与周转的控制能力不强。可能是行业下游制造业本身营业周期较长的原因。

流动资产周转率反映流动资产的周转速度, 周转速度越快, 会相对节约流动资产, 相当于扩大资产的投入, 增强企业的盈利能力; 而延缓周转速度, 需补充流动资产参加周转, 形成资产的浪费, 降低企业的盈利能力。若一般设置企业周转标准值为 1, 则骐俊物联的流动资产周转率相当可观, 有助于增强企业的盈利能力。但鉴于存货周转率偏低, 可以认为速动资产周转率极高。

总资产周转率指标反映总资产的周转速度, 周转越快, 说明销售能力越强。企业可以采用薄利多销的方法, 加速资产周转, 带来利润绝对额的增加。若标准值为 0.8, 则骐俊物联的总资产周转率总体而言是偏高的, 对于一家成长型公司而言, 情理之中, 并且是竞争优势之一。

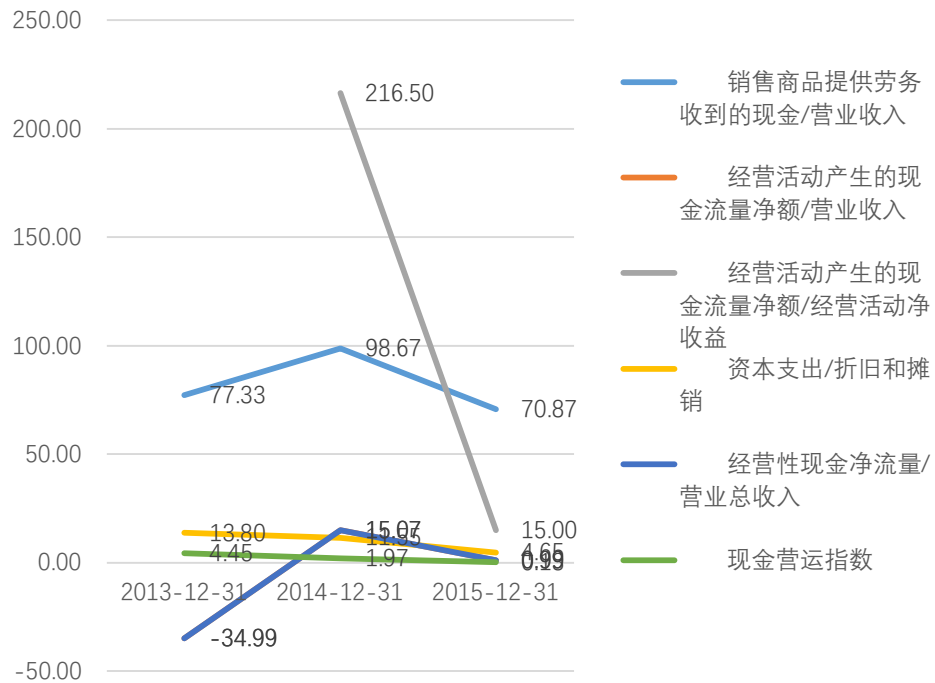
从与行业的总资产周转率和应收账款周转率的比较来看, 骐俊物联的周转率指标显然是要高于行业, 尤其是在步入 2014 年以来, 公司各项周转率指标表现良好。

现金流量

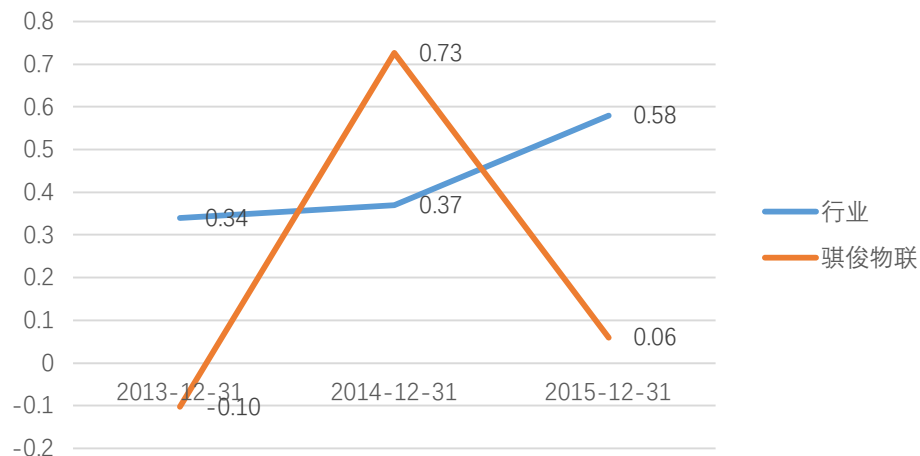
表 4-7 现金流量

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
现金流量			
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	77.33	98.67	70.87
经营活动产生的现金流量净额/营业收入	-34.99	15.07	0.99
经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益		216.50	15.00
资本支出/折旧和摊销	13.80	11.55	4.65
经营性现金净流量/营业总收入	-34.99	15.07	0.99
现金营运指数	4.45	1.97	0.13
现金满足投资比率	-1.73	1.24	
全部资产现金回收率	-58.76	25.45	2.07
经营活动产生的现金流量净额占比	805.08	105.70	53.88
投资活动产生的现金流量净额占比	53.31	-4.78	-31.91
筹资活动产生的现金流量净额占比	-758.39	-0.92	78.03

现金流量各指标趋势图



每股现金流比较



分析：销售商品提供劳务收到的现金占营业收入的比重极大，甚至超过，说明该公司主营业务集中。

经营活动产生的现金流量净额占营业收入的比重小，说明公司回收现金的能力较差。

现金营运指数（Operating Cash Flow to Operating Profit Ratio）现金营运指数是指经营现金流量与经营所得现金的比值。现金营运指数是反映企业现金回收质量，衡量风险的指标，指反映企业经营活动现金流量与企业经营所得现金（经营现金毛流量）的比值。理想的现金营运指数应为 1。骐俊物联的现金营运指数变化大，2015 年甚至仅有 0.3，说明公司或者 2015 年盈利质量变低，或者 2015 年在进行业务的试转型。就骐俊物联的情况来看，应该属于后者。

由与行业的每股现金流指标的比较可以看出，骐俊物联仅在 2014 年超过行业平均水平，2013 年与 2015 年均大幅低于行业平均值。说明公司的经营性现金流是个亟待解决的问题。

成长能力

表 4-8 成长能力指标

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
资产增长率	59.54	59.21	47.97
经营活动产生的现金流量净额增长率		192.79	-83.85
营业总收入增长率		115.44	144.70
营业利润增长率		250.63	132.90
净利润增长率		267.61	153.53

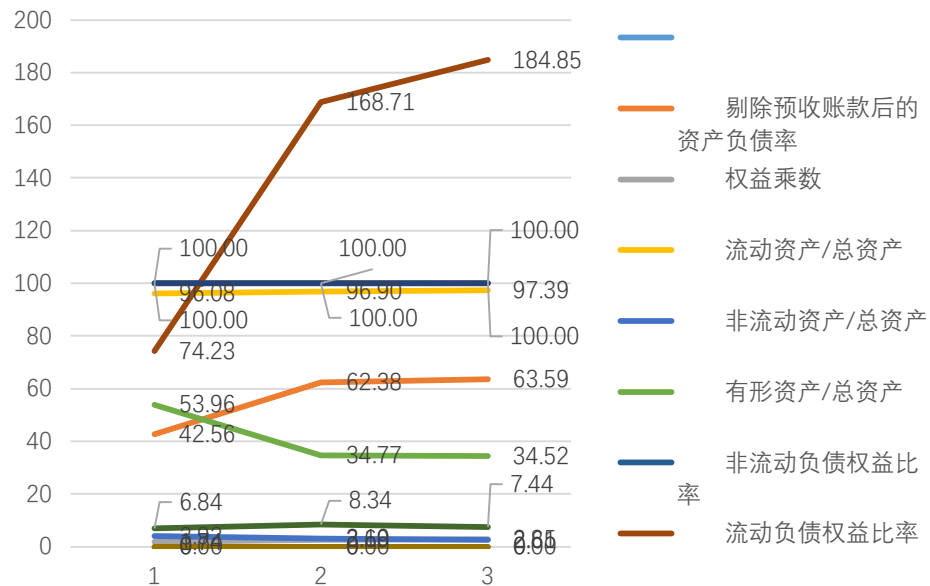
分析：总体而言，在公司进入 2014 年的成长期后，除经营活动产生的现金流量在 2015 年下滑之外（归因于应收账款的大幅增加），其他一系列的增长指标都十分可观，明确显示了公司确实处于高速发展的状态。但这种高速增长是由于垄断牌照的出现，要知道机顶盒占销售收入的 80~90%，是绝对的主营业务，而在公司进一步拓展业务，从而能够发现新的业务增长点之前，在公司盘整期间，这种高速增长绝对是不可持续的，因此即使在来年增长能力有所减弱，也不能说明公司成长能力不再，相反，这是公司在抢占市场先机的准备阶段。

资本结构分析

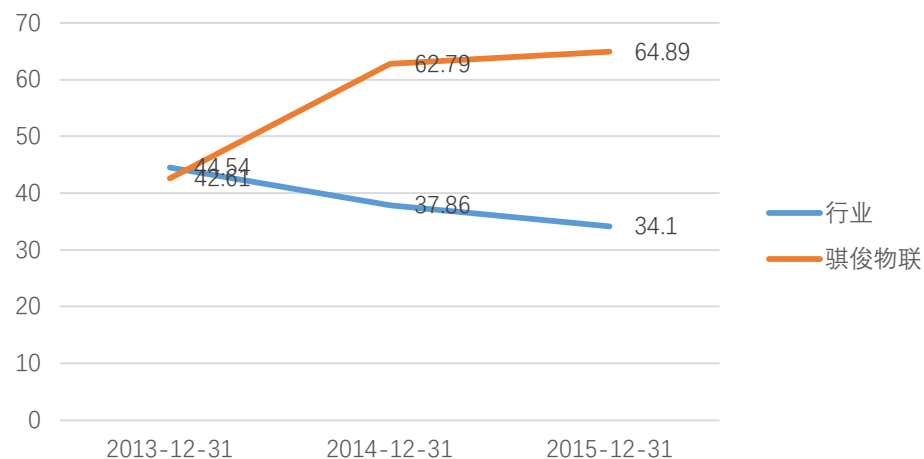
表 4-9 资本结构

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
资本结构			
资产负债率	42.61	62.79	64.89
剔除预收账款后的资产负债率	42.56	62.38	63.59
长期资产适合率	11,776.77	5,684.25	1,733.86
权益乘数	1.74	2.69	2.85
流动资产/总资产	96.08	96.90	97.39
非流动资产/总资产	3.92	3.10	2.61
有形资产/总资产	53.96	34.77	34.52
流动负债权益比率	74.23	168.71	184.85
归属母公司股东的权益/全部投入资本	100.00	100.00	100.00
带息债务/全部投入资本	0.00	0.00	0.00
流动负债/负债合计	100.00	100.00	100.00
资本固定化比率	6.84	8.34	7.44

资本结构指标变化趋势图



资产负债率比较



分析：负债比率越大，企业面临的财务风险越大，获取利润的能力也越强。如果企业资金不足，依靠欠债维持，导致资产负债率特别高，偿债风险就应该特别注意了。资产负债率在 60%—70%，比较合理、稳健；达到 85%及以上时，应视为发出预警信号，企业应提起足够的注意。而骐俊物联的资产负债率稳步上升维持在合理的水平内。可见其杠杆水平应该还是比较合理的。

$$\text{长期资产适合率} = (\text{所有者权益} + \text{长期负债}) / (\text{固定资产} + \text{长期投资}) * 100\%$$

该指标从长期资产与长期资本的平衡性与协调性的角度出发，反映了企业财务结构的稳定程度和财务风险的大小。从维护企业财务结构稳定和长期安全性角度出发，该指标数值较高比较好，但过高也会带来融资成本增加的问题，理论上认为该指标不小于 100%较好。骐俊物联该指标高达 1500，原因在于其作为高科技企业，固定资产低，长期投资在起步阶段也少。

公司权益乘数在 2014 年后大幅上升，基本是由于资产负债率的上升而引起的。在下文的杜邦分析中我们也将看中这是导致公司虽然毛利率偏低但 ROE 业绩一直在行业平均水平的重要原因。

流动资产占总资产的比重一直相对稳定，高达 95%左右，有居高而导致损害长期收益能力的嫌疑。对于一家成长型企业而言，如上文分析，虽然流动性足够，但实际上现金在行业平均水平来看并不高。

资本固定化比率。资本固定化比率反映公司自有资本的固定化程度。该指标值越低，表明公司自有资本用于长期资产的数额相对较少；反之，则表明公司自有资本用于长期资产的数额相对较多。一般情况下，该指标越小越好。骐俊高科的资本固定化比率却相对较低，说明退出壁垒不大，有利于将来的转型。

财富增值能力

表 4-10 财富增值能力指标 (1)

代码	833504.OC
简称	骐俊物联
报告期	2015 年年报
行情日期	2016 年 5 月 25 日
普通股价值	38571.75
优先股价值	0
短期债务	0
长期债务	0
无风险收益率(%)	0.015

“天信·智库杯” 全国新三板价值分析大赛(福建赛区)

Beta	8.91
市场风险	0
股权成本 Ke	49.23
短期利率	1.5
长期利率	4.75
债券调整系数	2
所得税率	12.86
债务成本 Kd	0
资本加权平均成本(WAC	49.23
总资本(万元)	38571.75

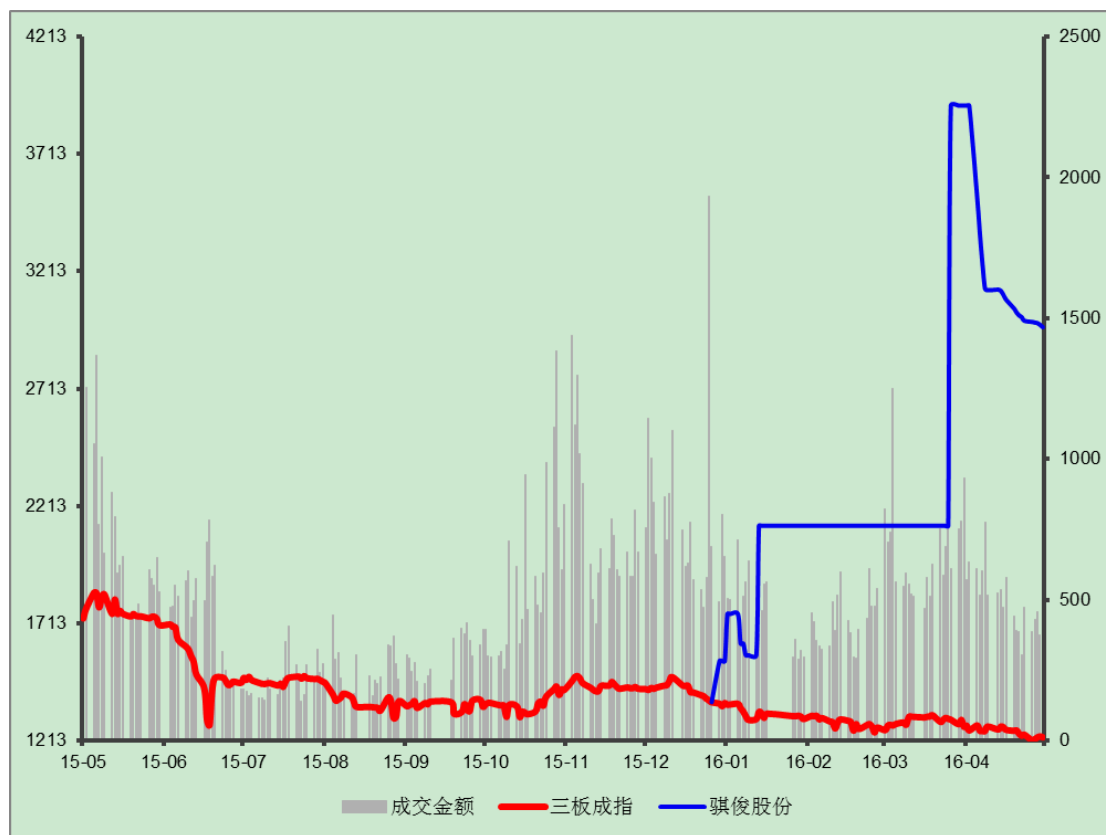


图 4-2 股价走势比较

指标如下：

表 4-11 财富增值能力指标 (2)

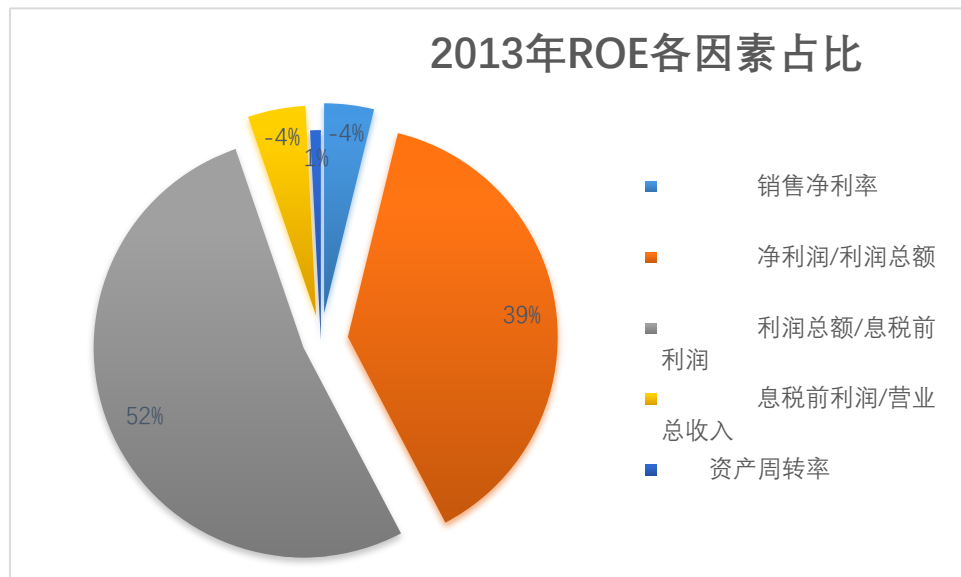
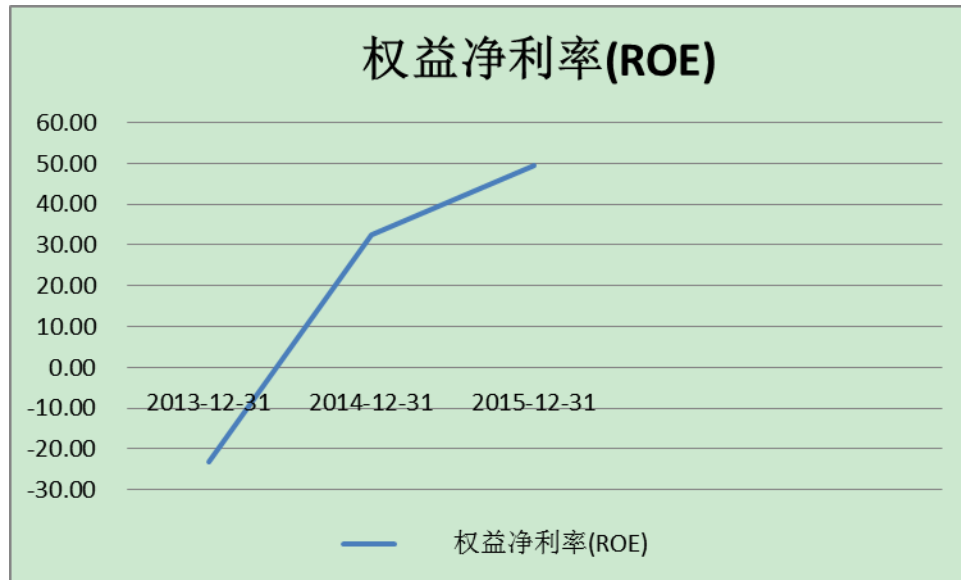
2015-12-31	
EVA	0.28 亿
市值面值比	11.88
投入资本效率	0.87

分析：从三板成指与骐俊物联的市场拟合图来看，骐俊物联在挂牌一年中的表现无疑大大超过了市场，也为它带来了高达 8.91 的贝塔系数。

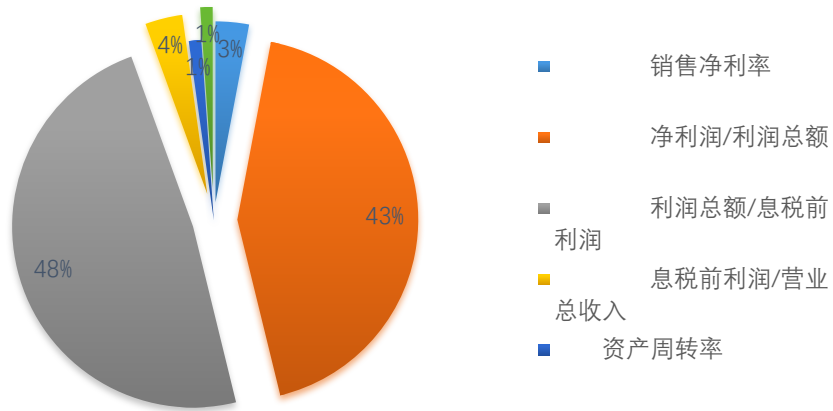
EVA 指标是指企业（资产）的市场价值与投入资本之间的差。当企业（资产）的市场价值超过投入资本，表明企业创造价值；反之损害价值。指标越大，表示从资本市场角度看，企业的股东财富增值越多，反之越少。从 EVA 指标来看，骐俊物联创造财富的能力极强，由于无债务，无优先股，而高贝塔值又使得权益融资成本极低，因而 EVA 值十分可观。但是就 EVA 指标在中国市场，尤其是三板市场的作用而言，其实意义并不大。因为无论是 A 股或者新三板的综合市场表现都不能称其为成熟市场，从而导致 CAPM 模型在该拟合中失真。8.91 的贝塔系数与其说是骐俊物联超市场的表现，不如说是市场自身稳定性不够而哄抬了诸企业的身价。此外，在 EVA 的 WACC 计算中，由于 CAPM 模型失真，导致 R_s 畸高，从而导致 WACC 畸高，因此该 EVA 指标的可靠性极为有待商榷。

市值面值比其实就是其股价表现。骐俊物联 EPS 为 0.49，市盈率在 24，总的来讲在资本市场，尤其是高科技板块中属于中下游，高估可能性较小。长期来看，有其独到的投资价值。

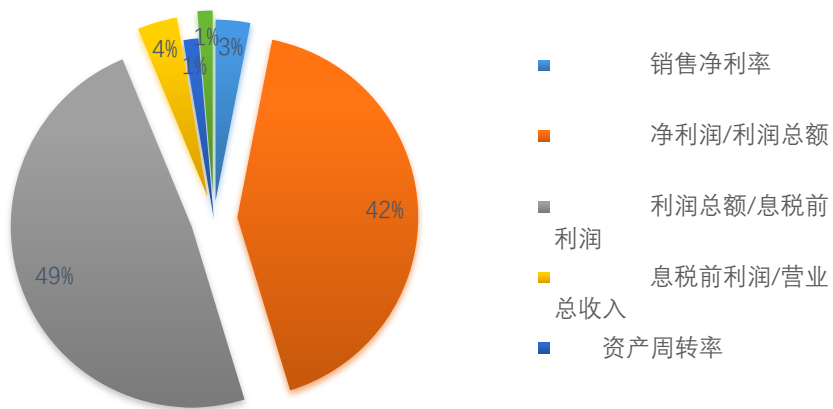
杜邦分析

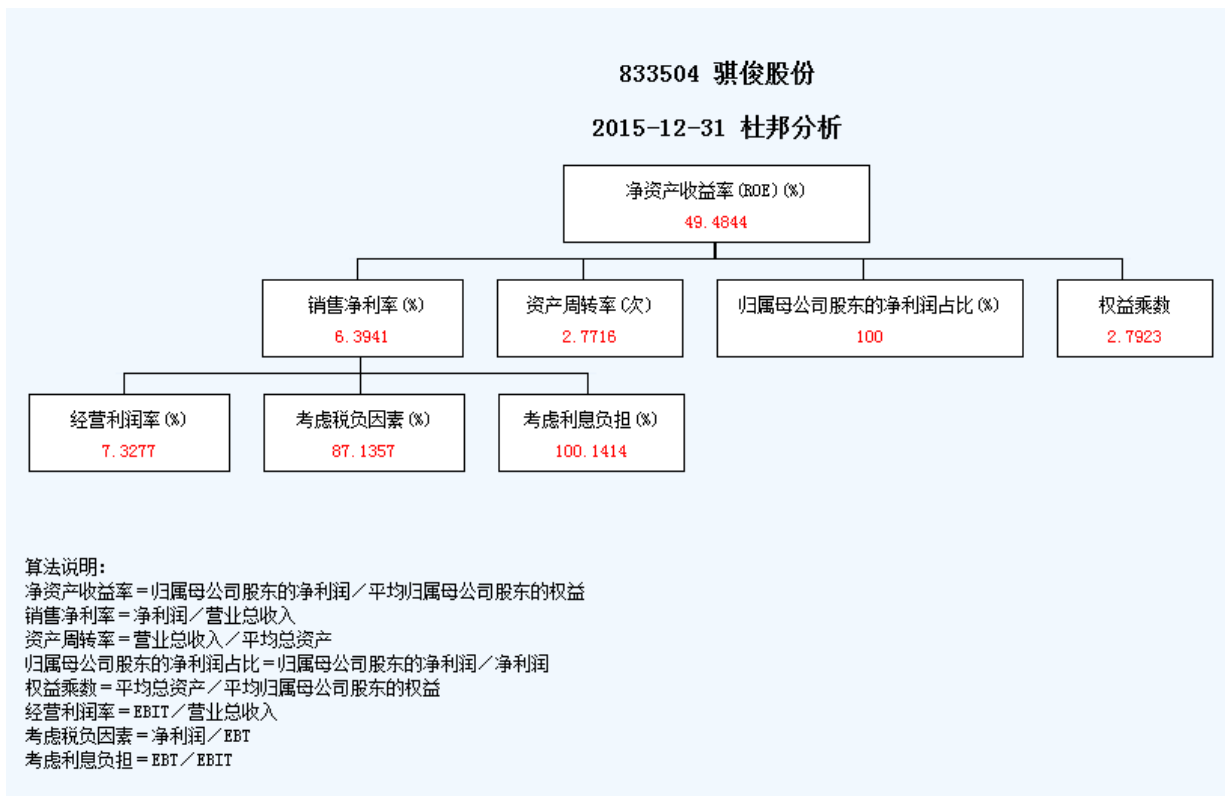


2014年ROE各因素占比



2015年ROE各因素占比





分析：净资产收益率是一个综合性最强的财务比率，是杜邦分析系统的核心。它反映所有者投入资本的获利能力，同时反映企业筹资、投资、资产运营等活动的效率，它的高低取决于总资产利润率和权益总资产率的水平。决定权益净利率高低的因素有三个——权益乘数、销售净利率和总资产周转率。权益乘数、销售净利率和总资产周转率三个比率分别反映了企业的负债比率、盈利能力比率和资产管理比率。

权益乘数主要受资产负债率影响。负债比率越大，权益乘数越高，说明企业有较高的负债程度，给企业带来较多地杠杆利益，同时也给企业带来了较多地风险。资产净利率是一个综合性的指标，同时受到销售净利率和资产周转率的影响。

资产净利率也是一个重要的财务比率，综合性也较强。它是销售净利率和总资产周转率的乘积，因此，要进一步从销售成果和资产营运两方面来分析。

接下来通过具体数据考察骏俊物联的财务情况。

表 4-12 杜邦分析

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
报告期	年报	年报	年报
杜邦分析			
权益净利率(ROE)	-23.21	32.57	49.48
同比增长率		55.79	16.91
因素分解			
销售净利率	-7.93	6.17	6.39
净利润/利润总额	79.61	89.49	87.14
利润总额/息税前利润	108.52	100.00	100.14
息税前利润/营业总收入	-9.18	6.90	7.33
资产周转率	1.68	2.30	2.77
权益乘数		2.29	2.79
归属母公司股东的净利润占比	100.00	100.00	100.00

两因素分解：

2015 年 ROE=总资产收益率*权益乘数=17.72%*2.79=49.48%

2014 年 ROE=总资产收益率*权益乘数=14.21%*2.29=32.57%

上升原因是权益乘数与 ROA 同时上升。

下面分析总资产收益率。

总资产收益率=销售净利率*总资产周转率

2015 年总资产收益率 6.39%*2.77

2014 年总资产收益率=6.17%*2.30

可见总资产收益率上升是由于销售净利率和总资产周转率同时上升所致。

接下来先分析销售净利率。

接着看，销售净利率=净利润/营业收入（万元）

2015 年销售净利率=1598.32/24996.79=6.39%

2014 年销售净利率=630.43/10215.15=6.17%

可以看到，营业收入和净利润双双增长，而且销售净利率上升了。那么可以肯定是由于成本的增速慢于营业收入的增速，从而导致其净利率上升。根据杜邦分析图，净利润=营业收入-成本费用-其他损益及收支-所得税费用。我们接下来分解成本费用。

成本费用=营业成本+销售费用+管理费用+财务费用+营业税金及附加

2015 年成本费用=20,398.22+80.42+686.20+2,193.48+537.16=23293.05

2014 年成本费用=8,154.79+25.59+277.68+1,841.13+287.08=9457.42

可以看到营业收入上升的情况下，成本费用也上升，但上升幅度不够大，从而影响其销售净利率。除营业成本外，影响比较大的是管理费用。可以判断随着竞争加剧，公司的销售费用及管理费用明显上升。

通过对总资产收益率的一层层分析，我们可以得知影响其总资产收益率主要是由于其营业收入的上升，同时营业成本并没有随着营业收入的上升同步上升，从而导致其整体的收益率上升。接下来分析其总资产周转率。

从上面的分析，我们得知总资产周转率从 2014 年的 2.30 上升至 2.77。

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

2014 年总资产周转率=24996.79/9024.11

2015 年总资产周转率=10215.15/4441.37

可以看到，营业收入上升，总资产在上升，而营收上升速度更快，所以，自然周转率就下降了。那么我们接着看，总资产上升是由于什么影响的。

表 4-13 资产负债表摘要

资产负债表摘要			
流动资产	2,712.29	5,860.20	11,676.75
固定资产	13.76	39.60	242.76
资产总计	2,823.06	6,047.89	11,989.73
同比(%)		114.23	98.25

通过对比，总资产上升，主要是由于其流动资产的上升。流动资产的上升，主要是由于其应收帐款上升，从 2014 年的 1866.16 万元增加至 2015 年 2995.32 万元，是其总资产上升的主要因素。从应收帐款的属性和骐俊物联业务的基础性质看来，这点是个利好。

最后看权益乘数，权益乘数有较大幅度上升，是企业第二轮定增股份导致的。而这点在上文中也有提及，即通过大股东雄厚的资金实力和筹划中的基金项目，再加上正在进行的创业板上市计划，骐俊物联的现金流应该说是其经营的一个巨大的优势。

应收帐款上升，证明业务范围和影响力在扩大；成本费用过大，节约成本，把特别是管理费用等支出减下来，加大创新研发力度，将营业成本进行控制，提升产品毛利率（指将来的智能家居，尤其是智能医疗系列产品），保证公司的净利润。对于一个行业竞争尚且没有摆上台面，处于急速成长期的行业，创新意识和行业意识必须是相辅相成的。

总体而言，由杜邦分析来看，ROE 的各个组成指标都有正面的面化。对于一家只有不到五年的公司而言，其实是其成长能力的一种可贵体现。整体而言，管理层在行业整合的计划当中，退有垄断业务做垒，进有明确试水的业务项目，虽然仍处于起步阶段，但富有成长意识。这类公司只要能够抢占市场，那么将发挥无尽潜力。

公司估值

绝对估值

计算结果统一为科学计数法下保留四位小数。

在绝对估值法中，我们选择用股权自由现金流模型（FCFE）。与红利贴现模型中，红利是股东所获得的唯一现金流的假设不同，股权自由现金流模型的假设是公司股东拥有除去经营费用、本息偿还和为保持预定现金流增长率所需的全部资本性支出之后的剩余现金流，即股权自由现金流。股权自由现金流的计算公式如下：

股权自由现金流=净收益+折旧和摊销-营运资本追加额-资本性支出-优先股股利-偿还本金+新发行债务收入

在公司股权现金流的贴现率方面，以三板成指为标的指数，采用普通收益率计算，基于 CAPM 模型，骐俊股份（833504.OC）表现如下。

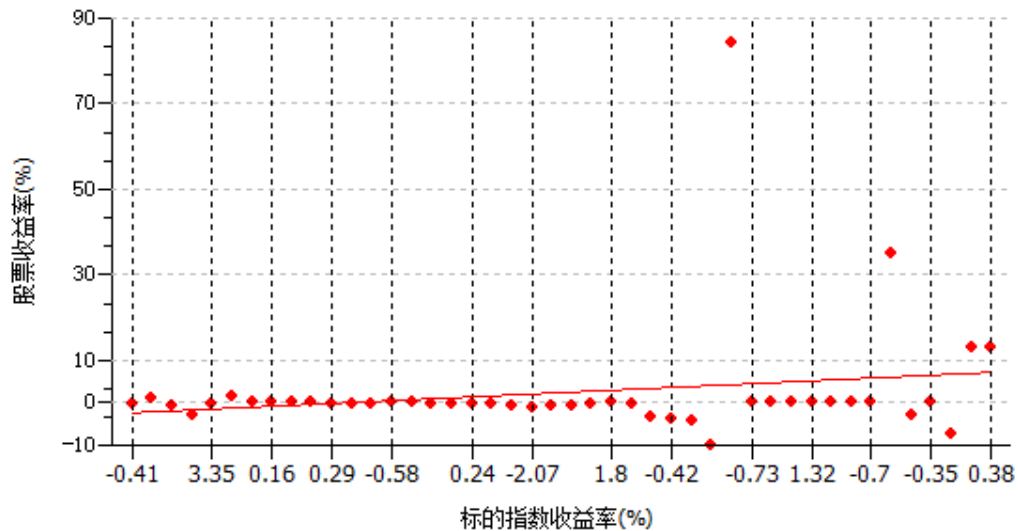


图 5-1 骐俊股份（833504.OC）收益率情况

原始Beta	1.8646
调整Beta	1.5793
剔除杠杆原始Beta	-
剔除杠杆调整Beta	-
Alpha	3.3087
R-Square	0.1189
误差值标准偏差	16.1952
Beta标准偏差	2.7518
观察值点数	34

图 5-2 骐俊股份 (833504.OC) Beta 值

谨慎起见，基于 CAPM 模型与 FCFE 模型，我们分别采用保守态度与激进态度对骐俊股份进行公司估值。

在保守态度下，我们进行行业间比较，采用三阶段模型，将公司未来 5 年、10 年、永续下的增长率分别设置成 5%，8%和 5%。由于骐俊物联主要的资本来源为权益资本方式，且属于大股东绝对控股型的公司，因此其资本成本主要来源于大股东的资金成本，故贴现率采用美国十年期国债近二十年的年平均值（2%）加上调整后的市场的风险溢价（5%）拟合大股东德润集团及骆铁先生个人的股东权益成本。

在激进态度下，我们假设骐俊物联未来 15 年的发展较为顺利，增长率先行业平均。采用三阶段模型，将公司未来 5 年、10 年、永续下的增长率分别设置成 8%，10%和 5%。贴现率依旧采用美国十年期国债近二十年的年平均值（2%）加上调整后的市场的风险溢价（5%）拟合大股东德润集团及骆铁先生个人的股东权益成本。

两种态度下，我们设置中间十年的增长率提高是因为，随着骐俊物联战略布局的全方位展开，资源整合和业务布局逐渐完善，公司进入黄金发展期。

表 5-1 绝对估值

	保守下估值（元）	激进下估值（元）
第一年现金流贴现值	14,260,000.00	14,700,000.00
第二年现金流贴现值	13,990,000.00	14,800,000.00
第三年现金流贴现值	13,730,000.00	14,900,000.00
第四年现金流贴现值	13,470,000.00	15,100,000.00
第五年现金流贴现值	13,220,000.00	15,200,000.00
第六年现金流贴现值	13,350,000.00	15,600,000.00
第七年现金流贴现值	13,470,000.00	16,100,000.00
第八年现金流贴现值	13,600,000.00	16,500,000.00
第九年现金流贴现值	13,720,000.00	17,000,000.00
第十年现金流贴现值	13,850,000.00	17,500,000.00
第十一年现金流贴现值	13,980,000.00	18,000,000.00
第十二年现金流贴现值	14,110,000.00	18,500,000.00
第十三年现金流贴现值	14,240,000.00	19,000,000.00
第十四年现金流贴现值	14,380,000.00	19,500,000.00
第十五年现金流贴现值	14,510,000.00	20,100,000.00
后期永续贴现	725, 570, 000. 00	1,003,600,000.00
总计	933, 450, 000. 00	1,256,100,000.00

以绝对估值所得到的结果，在保守态度下，骐俊物联当前股票价值为每股 28.68 元，在激进态度下，骐俊物联当前股票价值为每股 38.59 元。由于骐俊物联所涉足行业为物联网行业，就行业前景而言其具有极高的升值空间。并且，依托于全文所做的行业与公司商业模式分析，以及对公司所披露的连续三年财务数据的分析，我们可以看出，骐俊物联是一家具有高成长性的新三板企业。而由于其处于新三板市场，上市时间较短，且流通股数量较少，故目前骐俊股份（833504.OC）交投并不活跃，这也导致了目前其股价被低估的现象。然而，我们相信，随着市场的发展，以及骐俊股份（833504.OC）在新三板市场被纳入创新层后即将转入创业板，其具有的投资价值将能得到发掘与体现。故基于绝对估值以及价值分析，我们给予骐俊股份（833504.OC）“买入”评级。

相对估值

表 5-2 三板企业相对估值

证券代码	证券简称	资产总计	总股本	营业总收入	净利润	ROE %	市销率 PS(TTM)	市盈率 PE(TTM)
832104.OC	诺晟股份	6,744,178.42	10,000,000.00	3,136,985.24	-4,752,742.48	-60.39		
430449.OC	蓝泰源	115,114,918	55,999,999	42,835,481	8,509,180	9.22	7.844	53.8218
430491.OC	蓝斯股份	102,771,913	23,600,000	67,228,048	12,276,987	19.66	2.5626	24.0407
833504.OC	骏俊股份	119,897,326	32,550,000	249,967,872	15,983,176	49.49	1.5157	26.075
430479.OC	网阔信息	90,626,710	30,635,250	95,627,614	9,156,986	14.33	1.259	15.4163
832973.OC	思亮信息	65,207,076	20,600,000	68,339,271	8,068,465	43.42	3.2555	45.7405
832755.OC	施泰信息	26,742,564	12,500,000	35,748,535	4,755,499	30.73		
832653.OC	金点物联	245,197,788	100,000,000	276,970,431	23,198,595	18.73		
832403.OC	德尔智能	34,671,770	11,000,000	23,212,548	6,719,418	31.78		
832046.OC	天安智联	57,734,008	24,000,000	10,398,110	-7,753,490	-58.04	7.6168	-8.3888
831133.OC	科润智能	405,182,837	86,000,000	386,762,576	20,200,264	17.98	0.8783	17.6254
836106.OC	君逸数码	95,607,158	50,000,000	104,275,843	19,825,651	42.57		
833247.OC	军一物联	26,200,842	10,000,000	30,707,453	851,020	7.89		
834257.OC	科旭网络	201,990,781	50,000,000	122,179,506	16,348,749	9.97	0.8185	9.6636

分析：由于骏俊股份在新三板的物联行业中属于领头公司，因此行业平均指标的可靠性失真。为较为准确地进行相对估值，我们具体选取相似经营范围的公司进行比较。

上表选自全国股转系统与骏俊股份经营范围重合度较高的企业。从经营情况来看，骏俊股份营业收入、净利润绝对数额大，同时 ROE 高达 49%，占据最高值，在三板同经营企业来讲属于优质企业。从给出的市销率情况来看，骏俊股份市销率相对较小，是其股价有所低估的表现；从市盈率来讲，剔除负市盈率，以上企业 PE 平均值在 27，与骏俊股份持平，但事实上骏俊股份的业绩表现要好得多，因此可能存在 PE 低估的情况。基于以上分析，我们对比与骏俊股份各方面相接近的思亮信息（832973.OC）与君逸数码（836106.OC），将 PE 相对估值预测为 50。

表 5-3 主板企业加权相对估值 (1)

证券代码	证券简称	资产总计	总股本	营业总收入	净利润
000851.SZ	高鸿股份	6,487,796,149.73	591,364,260.00	7,424,912,315.65	117,056,954.67
000997.SZ	新大陆	4,797,901,746.57	938,621,998.00	3,045,275,353.82	368,965,765.42
002049.SZ	同方国芯	4,129,445,552.21	606,817,968.00	1,249,795,034.31	332,356,846.73
002512.SZ	达华智能	5,030,438,591.66	1,095,386,132.00	1,395,777,043.10	149,925,351.42
002544.SZ	杰赛科技	3,512,936,851.00	515,760,000.00	2,293,777,543.14	107,588,169.63
002642.SZ	荣之联	4,659,848,693.74	424,160,402.00	1,546,194,791.31	217,026,914.02
300007.SZ	汉威电子	2,810,808,331.11	293,022,806.00	746,718,624.28	99,162,802.93
300020.SZ	银江股份	4,729,620,709.42	655,789,086.00	1,935,002,048.70	108,618,180.26
300077.SZ	国民技术	3,199,702,397.68	563,640,000.00	560,592,462.98	85,982,178.58
300078.SZ	思创医惠	2,456,940,737.01	418,750,000.00	852,947,002.75	140,315,455.46
300098.SZ	高新兴	4,295,404,979.04	1,074,764,571.00	1,080,593,150.56	140,875,638.86
300279.SZ	和晶科技	1,335,649,527.77	160,336,428.00	787,404,364.12	24,028,998.76
300350.SZ	华鹏飞	2,140,849,125.13	296,466,868.00	777,067,045.92	87,803,180.92
600100.SH	同方股份	56,860,835,872.59	2,963,898,951.00	28,447,284,180.28	2,162,807,258.88
600171.SH	上海贝岭	2,067,804,744.80	673,807,773.00	489,210,169.49	53,636,492.12
600271.SH	航天信息	14,491,851,029.56	1,846,808,734.00	22,383,420,461.29	2,139,544,161.76
600690.SH	青岛海尔	75,960,672,801.38	6,105,103,927.00	89,748,320,410.91	5,922,089,488.83

表 5-4 主板企业加权相对估值 (2)

证券代码	证券简称	ROE%	市销率 PS(TTM)	市盈率 PE(TTM)	换手率%
000851.SZ	高鸿股份	3.28	0.981	131.7165	3.6224
000997.SZ	新大陆	17.11	5.6095	57.1665	2.7326
002049.SZ	同方国芯	12.24	20.0741	91.9182	2.564
002512.SZ	达华智能	8.97	11.6727	285.2114	2.3609
002544.SZ	杰赛科技	9.09	6.1833	151.2674	2.0199
002642.SZ	荣之联	7.95	10.2889	85.4161	4.1951
300007.SZ	汉威电子	6.63	6.8068	120.439	2.5453
300020.SZ	银江股份	5.06	5.7973	146.4357	2.6134
300077.SZ	国民技术	3.12	16.9063	161.5232	3.9819
300078.SZ	思创医惠	11.58	13.2005	108.2686	5.3398
300098.SZ	高新兴	10.83	12.5169	82.0967	3.8169
300279.SZ	和晶科技	4.08	7.9971	206.8291	5.71
300350.SZ	华鹏飞	8.63	13.0596	114.2461	3.0701
600100.SH	同方股份	7.67	1.6334	105.0349	4.872
600171.SH	上海贝岭	3.1	21.5991	227.6803	1.92
600271.SH	航天信息	22.04	1.9631	28.646	1.0024
600690.SH	青岛海尔	16.22	0.6219	15.1311	0.3366

分析：上表选自沪深两市物联网概念上市公司（剔除停牌，PE 过高和 PE 为负的公司）。从整体公司状况来看，这些公司规模大，营业收入大，普遍规模在骐俊股份的 10~20 倍。同时由于进入成熟期，ROE 进入平稳增长阶段，稳定在 15~20%之间。总的来讲，就上市公司概念股而言，物联网概念的市场表现是十分可观的，也说明了物联网概念的前景看好。从市销率来讲，骐俊股份的 1.5157 的表现要好于这些成熟公司，说明其增长潜力更大。从市盈率来看，上市公司的市盈率普通在 100 左右，均值为 124，远高于骐俊股份的 26。在成熟期的公司尚且拥有如此之高的 PE，可见骐俊股份的 PE 确实被低估的。

进一步考虑流动性差异,由于沪深两市的流动性远高于新三板,上市公司的换手率普遍在 2%~5% 之间,而骐俊股份仅有 0.02%,再剔除新三板 50 万人民币的门槛与上市公司一手股票价值的门槛差异,我们假设二者的流动性差异在 3 倍左右,那么骐俊物联的相对估值 PE 应该在 78 左右。

由于骐俊股份即将在创业板上市,新三板与沪深两市的流动性差异将会缩小,但同时考虑了 A 股近期市场表现不佳,流动性减弱;而骐俊股份在上市公司中规模较小,竞争力尚且不全,综合以上因素,我们以 4:6 加权,得到骐俊股份相对估值在 66.8 左右。由最新开盘信息, EPS 在 0.49, $P=EPS*PE=32.732$,骐俊股份的股价被低估了。我们给予骐俊股份(833504.OC)“买入”评级。

投资建议

经过上述分析，我们可以得出以下结论：

就财务报表的质量和其趋势分析的可靠性而言，我们必须承认其仍具有改进空间。这是由于骐俊物联是一家成立于 2012 年 12 月的企业，只有不到 4 年的发展时间，而其可供参考的财务数据仅有三年时间，并且这其中还包括了由巨额亏损到大幅盈利的过程。

但是在基本指标的计算分析过程中，我们可以发现骐俊物联在财务方面的优势，即强有力的现金流支撑。无论是从风投、基金、券商还是股东的角度，骐俊物联都拥有来自多方支持其战略布局和发展规划的流动性，并且骐俊物联已被纳入新三板的创新层，即将转入创业板。诸多利好的存在，对一家成长型企业而言无疑是巨大的竞争力。

公司目前从事行业上游的生产来提供行业解决方案，这样的地位使其无论总体宏观环境的好坏，都有稳定的收入来源。拿锄头和黄金的关系作比，类似于公司当前生产锄头（机顶盒业务及智能芯片），并希望以锄头的销量来判断哪里金矿（物联网下游终端应用层面）丰富，并为金矿挖掘商提供锄头（重点投资），进而分得黄金（利润）。目前物联网领域存在未建立规范统一的行业标准、安全隐私未能很好保障的相关问题。是否骐俊物联如此就能投资成功、是否存在预判失误的可能，此类情况需要给予考量，存在相关风险。但不管是否能赚到黄金，公司的锄头销量都会遥遥领先，构建稳定的收入来源。

我们在分析中提到，骐俊物联作为一家起步阶段的公司，以极强的战略眼光提前介入了物联网传输层的业务，并且在其目前的盘整过程中，多方位的市场探求必然能够使其在“掘金”过程中实现市场收益和成长性的双重迸发，而属于物联网行业本身市场发展大潮的来临也将极大带动骐俊物联的强劲增长。

综上所述，预计骐俊物联在已有的产业地位基础上，随着其战略布局的扩展，公司整体盈利能力将会持续增强。绝对估值中，在保守态度下的分析，骐俊股份（833504.OC）当前股票价值为每股 28.68 元，在激进态度下的分析，骐俊股份（833504.OC）当前股票价值为每股 38.59 元。相对估值中，我们给予骐俊股份（833504.OC）以 32.732 元的每股价值。骐俊物联的估值仍然存在较大的上升空间。相较于其目前的股价，我们给予其“买入”的投资评级。