

骐俊股份 833504.OC

投资要点

立足于机顶盒业务，专注于位置通讯模块，稳扎稳打，提高底层模块个性化研发定制能力

骐俊物联凭借其出色的位置通讯技术，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。2014年8月，参与广电总局直播星行业标准GY/T 278-2014（加密标清定位型）、GY/T 279-2014（标清卫星地面双模型）的修订，成为标准制定者。广电总局“户户通”直播星项目拥有用户超过1.9亿人，为公司提供超过千万级的出货量市场，公司研发的直播星定位终端以其优异的产品性能和可靠的产品质量，迅速抢占了国内机顶盒定位终端招标市场的70%市场份额，目前累计出货量达到2000多万片。15年实现2.28个亿的营业收入。一段时期内，公司这一行业领先地位将继续保持，享有稳定的收入来源。在此基础上，公司会在实践中进一步积累经验，专注于基础通讯模块的研发，稳扎稳打，提高个性化研发定制能力，培育核心竞争力。以求在未来更好的将优质的基础模块按需提供给物联网各个领域的应用者。

提供通讯模块技术，以资本为纽带，逐步实现产业布局

骐俊物联目前凭借自己优质的基础模组为物联网多个领域的应用商提供解决方案。2015年1月，车联网领域乘用车行业解决方案应用产品车载智能仪终端上市。同年5月，新一代车联网领域电动自行车行业解决方案应用产品车载无线终端上市。在智能交通领域，从13年到15年，销售收入分别实现24%和335%的增长。在智能公用方面，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。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。2016年5月，公司现金认购重庆茂余燃气100.00万股，以实现“技术优势+行业优势”的强强联合。在未来，公司希望以订货量作为指示器，对物联网应用层公司进行有选择的资本收购；以资本为纽带，以并购重组的方式快速实现产业链布局，将交叉持股变为标准动作，实现生态圈的互利共赢。

新三板产品

- ◆ 智库观点
- ◆ 琅琊榜
- ◆ 名人堂
- ◆ 智库晨报

新三板智库
做新三板的BAT



电话：86-020-84115741

微信：zhikumei

广州：海珠区新港西路135号
中大科技园A座505

北京：海淀区厂洼路半壁街长
昆名居首层

提供物联网技术平台，以孵化器建造产业高地，支撑产业经营，推动产业创新

目前，骐俊物联在厦门地区已建成自己的实验室，拥有多台行业尖端精密仪器。公司建立“骐俊众创”项目，将实验室和基层模块提供给厦门地区的数个物联网创业团队无偿开发使用。提供物联网技术平台和资金平台帮助孵化，实现创新项目落地。公司第一企望以此来收到对于基层模组的应用体验反馈，进一步打磨自己的核心技术；第二希望以此来打造产业旗帜，建造产业高地，为未来成为行业标准的制定者蓄力。在此过程中参与乃至参股创新项目，支持产业经营，推动产业创新。

实现“产业、金融、孵化器”三轮驱动的良好循环，从研发经营向数据运营转型

骐俊物联运用“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好循环。以基础模块的提供者身份掌握数据资源，构建平台，不断提升平台价值，最终实现大数据的商业价值，从研发经营向数据运营转变。

“资本撬动资源，资源整合平台，平台催生生态，生态提升估值。”的资本运营总体思路

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。

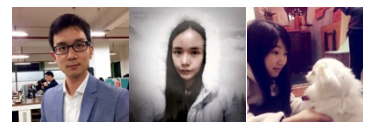
投资建议

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35.47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12.35的股价，我们给予其“买入”的投资评级。

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	12.35 元

注：财务数据为2016年定向增发后数据



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

目录

骐俊股份 833504.OC	1
投资要点	1
立足于机顶盒业务，专注于位置通讯模块，稳扎稳打，提高底层模块个性化研发定制能力	1
提供通讯模块技术，以资本为纽带，逐步实现产业布局	1
提供物联网技术平台，以孵化器建造产业高地，支撑产业经营，推动产业创新	2
实现“产业、金融、孵化器”三轮驱动的良好循环，从研发经营向数据运营转型	2
“资本撬动资源，资源整合平台，平台催生生态，生态提升估值。”的资本运营总体思路	2
投资建议	2
公司介绍	5
公司基本情况	5
主要业务	6
主要产品	8
股权结构	11
十大股东明细	11
管理层简历	12
员工学历构成	13
商业模式	13
经营模式	13
采购模式	14
生产与服务模式	15
销售模式	16
研发模式	17
主营业务前景	18
智能家居	18
智慧交通	19
智能公用	21
智慧医疗	22
风险提示	26
实际控制人不当控制的风险	26
外协加工存在的风险	26
市场竞争加剧的风险	26
汇率变动的风险	26
技术人才流失及技术失密的风险	26
行业分析	27
物联网行业纵览	27
PEST 分析	28
五力模型分析	32



财务分析及投资建议	34
基本财务指标分析	35
杜邦分析	43
盈利预测	46
公司估值	47
绝对估值	47
相对估值	49
投资建议	52

公司介绍

公司基本情况

物联网通讯模块龙头企业

厦门骐俊信息科技有限公司于 2012 年 12 月成立，进入国内位置定位及无线通信领域。近 3 年来，骐俊人专注于位置服务和无线通信技术的研发，至今拥有多项自主知识产权及核心技术，为客户提供专业的物联网综合解决方案。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，且其车联网领域电动自行车行业解决方案应用产品车载无线终端上市，应用于中移动车卫士项目。同年 5 月，自主研发的“位置锁定模块”上市，应用于广电总局直播星项目。2014 年 8 月，参与广电总局直播星行业标准 GY/T 278-2014（加密标清定位型）、GY/T 279-2014（标清卫星地面双模型）的修订，成为标准起草单位之一。同年 9 月，LTE(4G)通用通信模块研发完成。10 月，获得高新技术企业认定。11 月，成为国家广电中广联合会技术委员会理事单位。12 月，成为厦门物联网行业协会副会长单位。2015 年 1 月车联网领域乘用车行业解决方案应用产品车载智能仪终端上市。5 月，新一代车联网领域电动自行车行业解决方案应用产品车载无线终端上市，且成为中国城市科学研究会数字城市专业委员会物联网学组副组长单位。正式更名为“厦门骐俊物联科技股份有限公司”。9 月，正式挂牌“全国中小企业股权转让系统”。证券简称：骐俊股份，证券代码：833504。同月，获得“2015 年度中国物联网领域创新企业奖”和“2015 年度中国物联网领域创新解决方案奖”。10 月，获得“厦门市创新试点企业”认定。同年 12 月，再获两项专利。

公司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，通过对不同领域基础模组的生产、提供和产业资本投资的方式，涉入智能家居、智慧医疗、智慧公用及智慧交通等领域。15 年公司主营业务收入 24,996.79 万元，同比增长 144.70%；实现净利润 1,598.32 万元，同比增长 153.53%。业务规模和利润水平均有大幅提升；年末公司总资产近 1.2 亿元，净资产为 4,209.17 万元。

主要业务



图 1 骐俊物联业务架构

机顶盒通讯模组供应

公司目前的主要的收入来源于智能家居下的机顶盒业务，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，市场占有率达到了 70%以上。13 年公司在智能家居方面实现 4220.36 万元的收入，14 年达到 8725.81 万元，15 年达到了 22886.71 万元（见下图）。

智能交通领域通讯模组供应

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，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。13 年进入车联网领域实

现销售收入 225.2 万元，14 年实现 280.65 万元，15 年增长到 1219.21 万元（见下图）。

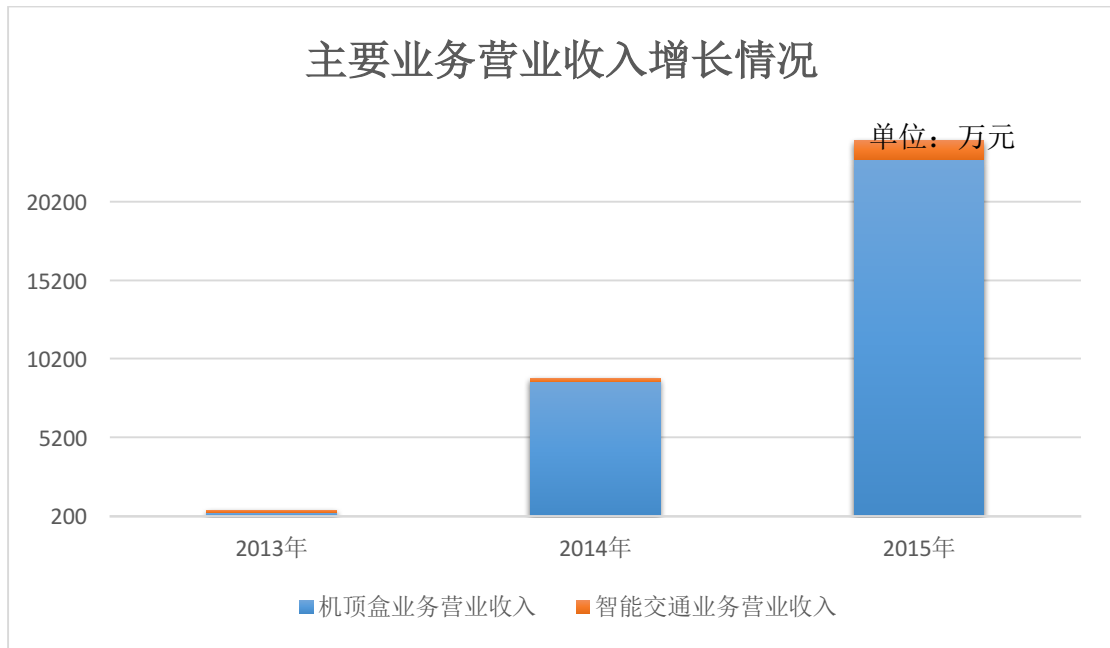


图 2 主要业务营业收入增长情况

智能公用领域通讯模组供应

在智能公用领域，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，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，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。公司与上海大众于 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。公司为大众公用提供 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。

智慧医疗领域通讯模组供应

公司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，公司着力为行业合作伙伴提供可靠的底层通讯模块解决方案。

主要产品

定位终端

公司通过自主创新，研发设计出的定位终端将复杂的射频收发、信号处理、存储等组件集成为单一部件。客户只需要简单的外围电路即可搭建具有定位功能的终端产品，无需掌握复杂的射频设计、信号处理，即可让自己的终端产品拥有高性能、高品质、高可靠性的定位功能，从而有效降低了客户应用产品开发难度、开发周期和开发成本。




产品名称	产品概述	软件功能	图示
G13	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 频段: GSM/GPRS 900/1800 ➢ 下行/上行速率: DL:85.6kbps/UL:85.6kbps ➢ 尺寸: 31.9 × 24.0 × 2.3mm ➢ SMT 连接方案 ➢ 封装: 76PIN LCC ➢ 工作温度: -20° C ~ 60° C 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 语音通话/短消息 ➢ GPRS 上网 ➢ 内嵌 TCP/IP 协议 	
A1x	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 频段: GSM/GPRS 900/1800 ➢ 下行/上行速率: DL:85.6kbps/UL:85.6kbps ➢ 尺寸: 70 × 40 × 2.5mm ➢ 插针连接方案 ➢ 集成 SIM 卡座 ➢ 封装: 10PIN DIP ➢ 工作温度: -20° C ~ 60° C 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 语音通话/短消息 ➢ GPRS 上网 ➢ 内嵌 TCP/IP 协议 	
G71	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 频段: GSM/GPRS 900/1800 ➢ 下行/上行速率: DL:85.6kbps/UL:85.6kbps ➢ 尺寸: 25.5 × 19.5 × 2.2mm ➢ 超小体积 SMT 连接方案 ➢ 封装: 39PIN LCC 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 语音通话/短消息 ➢ GPRS 上网 ➢ 内嵌 TCP/IP 协议 	

图 3 定位终端主要产品列表

无线通信终端

公司自主研发的无线通信终端支持通信功能、采集功能、远程管理功能。用无线通信终端建立的专用无线数据传输方式，相较于有线通信方式，具有成本低廉、适应性好、扩展性好等优点，可广泛地运用在车联网、智能抄表、移动支付等物联网应用场景下。

制式	产品名称	产品概述	软件功能	图示
GSM		<ul style="list-style-type: none"> 封装: 56PIN LCC 工作温度: -30° C - 85° C / -40° C - -30° C (扩展) 	<ul style="list-style-type: none"> FOTA 	
	G36	<ul style="list-style-type: none"> 频段: GSM/GPRS 850/900/1800/1900 下行/上行速率: DL:85.6kbps/UL:85.6kbps 尺寸: 24.8 × 25.3 × 2.3mm 封装: 56PIN LCC 工作温度: -30° C - 85° C / -40° C - -30° C (扩展) 	<ul style="list-style-type: none"> 语音通话/短消息 GPRS 上网 内嵌TCP/IP协议 DTMF 编码/解码 FOTA TTS 	
	G3GM	<ul style="list-style-type: none"> 频段: GSM/GPRS 900/1800 下行/上行速率: DL:85.6kbps/UL:85.6kbps 内部集成中国移动 SIM 卡 尺寸: 24.8 × 25.3 × 2.3mm 封装: 56PIN LCC 工作温度: -30° C ~ 85° C / -40° C ~ -30° C (扩展) 	<ul style="list-style-type: none"> GPRS 上网 内嵌TCP/IP协议 FOTA TTS 	
WCDMA	C10	<ul style="list-style-type: none"> 频段: GSM/GPRS 850/900/1800/1900, WCDMA 2100/850 下行/上行速率: DL:21Mbps/UL:5.76Mbps 封装: 116PIN LGA 尺寸: 30.0 × 30.0 × 2.4mm 工作温度: -30° C - 85° C / -40° C - -30° C (扩展) 	<ul style="list-style-type: none"> 语音通话/短消息 GPRS 上网 3G 上网 内嵌TCP/IP协议 DTMF 编码/解码 	
	C20	<ul style="list-style-type: none"> 频段: GSM/GPRS 850/900/1800/1900, WCDMA 2100/850 下行/上行速率: DL:21Mbps/UL:5.76Mbps 封装: 37PIN LCC 尺寸: 39.5 × 31.0 × 2.4mm 工作温度: -30° C - 85° C / -40° C - -30° C (扩展) 	<ul style="list-style-type: none"> 语音通话/短消息 GPRS 上网 3G 上网 内嵌TCP/IP协议 DTMF 编码/解码 	
LTE	LM501	<ul style="list-style-type: none"> 频段: TDD-LTE Band 38/39/40/41, FDD-LTE Band 1/3/7, TD-SCDMA Band 34/39, UMTS Band 1/2/5 or 1/2/8, EDGE/GPRS Band 2/3/5/8 下行/上行速率: DL:150Mbps/UL:50Mbps 尺寸: 50.95 × 30.0 × 5.1mm 封装: Mini-PCIE 工作温度: -30° C - 85° C / -40° C - -30° C (扩展) 	<ul style="list-style-type: none"> GPRS 上网 3G 上网 4G 上网 	

图 4 无线终端主要产品列表

软件、技术服务

提供相应的软件开发、技术培训、技术支持等相关服务，是物联网综合解决方案的重要组成部分。公司需要研发设计高扩展性的支撑软件，与用户的应用场景进行整合优化，以支持定位终端和无线通信终端等产品在不同场景中的应用。



应用场景	用途及特点	图示
机顶盒位置锁定模块	机顶盒位置锁定模块对直播卫星接收机进行位置锁定，在国内近三十家具有直播卫星机顶盒生产资质企业的产品上使用，得到了各合作伙伴的高度认可。 其特点是：内置 TCP/IP 协议栈，支持 TCP/UDP 等传输模式；采用无卡基站搜索技术实现位置定位；严格遵循《直播卫星户户通位置锁定模块技术规范》，产品完全兼容所有机顶盒方案。	
中国移动车卫士定位终端	提供电动自行车定位终端“车卫士”，基于 GPS/GPRS 定位及物联网技术，远程锁定和跟踪丢失车辆，是降低电动自行车丢失率的有效解决方案。 其特点是：方案采用 GPS 和 GPRS 等定位技术，基于公司研发的 WSOP 技术（Wireless Scalable Open Platform，无线物联通信软件平台），为用户提供基于芯片控制级的开放应用软件开发平台。	

图 5 应用场景范例

新产品研究开发

为了应对行业形势的快速变化，公司在推广现有业务的同时，不断延伸业务体系，开发新的物联网解决方案。该类新产品目前还处于系统完善和市场培育期，但受益于相关行业、产业的巨大需求，市场前景良好。

新产品	功能用途及基本情况
智能燃气解决方案	智能燃气解决方案主要系将 M2M 物联网专用模块应用在无线远传智能燃气表上，以实现数据传输和远程监控等功能。 该方案主要满足燃气公司“入户抄表难”、执行“阶梯定价”和防范“偷盗气”等运营需求，可以实时监控用户燃气使用量、防范偷盗气，并在不同的用量阶段按相应的定价收取燃气费。
车联网 4G OBD 终端解决方案	车联网 4G 终端解决方案系集成 4G LTE+OBD+GPS+振动传感器的新一代车载智能仪，可以实现车辆实时数据获取、实时跟踪、远程诊断、车辆状态检测、高速 4G 通信、多媒体云服务、WIFI 热点分享等功能。

图 6 新产品研发范例



股权结构

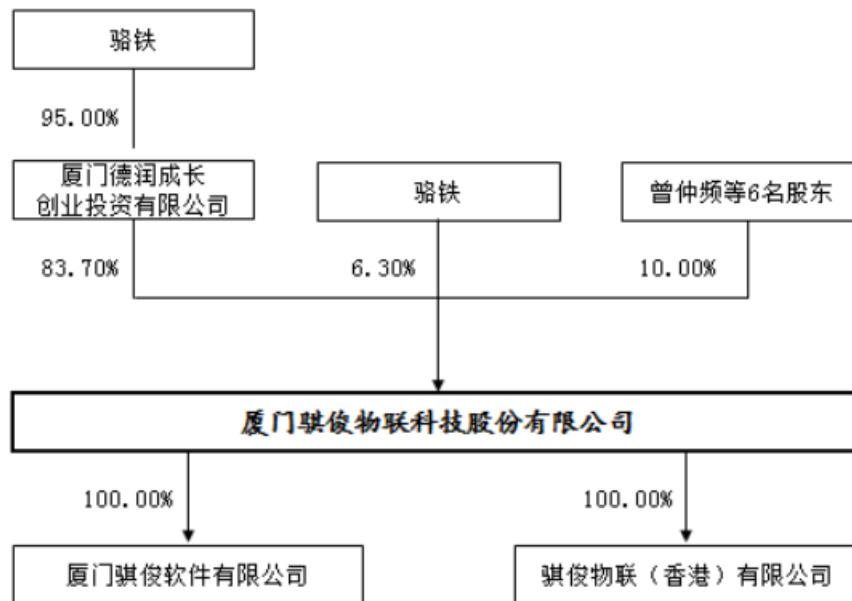


图 7 公司股权结构示意图

2015 年 9 月，厦门骏俊物联科技股份有限公司正式于全国中小企业股转系统挂牌交易。公司总股本为 30,000,000 股，公司控股股东为厦门德润成长创业投资有限公司，公司实际控制人为骆铁先生。

十大股东明细

表 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

在公司股权结构中，由骆钢骆铁兄弟控股 95%的厦门德润成长创业投资有限公司及骆铁本人持有 25,744,500 股本，占总股本 79.09%，而万联证券及兴业证券等做市商占比 6.14%，投资方式为定增股本；其余均为个人投资者，投资方式为新增注册资本。

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。该公司的控制层与管理层关系简单，通常由管理层直接与绝对控股人联系。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。

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

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，任厦门点睛石网络科技有限公司董事长；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。

员工学历构成

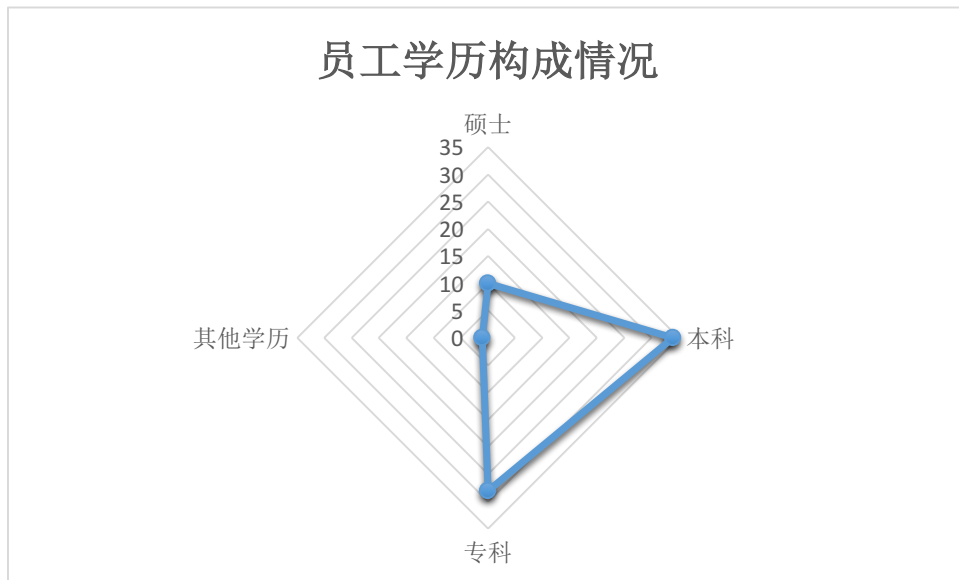


图8 员工学历构成情况

学历是考察一家创新型企业创新能力的重要标准之一。骐俊物联 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极为有利。在技术人员中，以卢潇为首的大批技术人员来自夏新、厦华，在业界有 10 年以上产品经验，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，并形成了骐俊物联相对完整的定制模块产品线。

商业模式

经营模式

公司物联网综合解决方案的关键业务流程主要包括综合解决方案设计，软件、硬件开发，物料采购，外协加工，检测验收、售后服务等环节，简要图示如下：

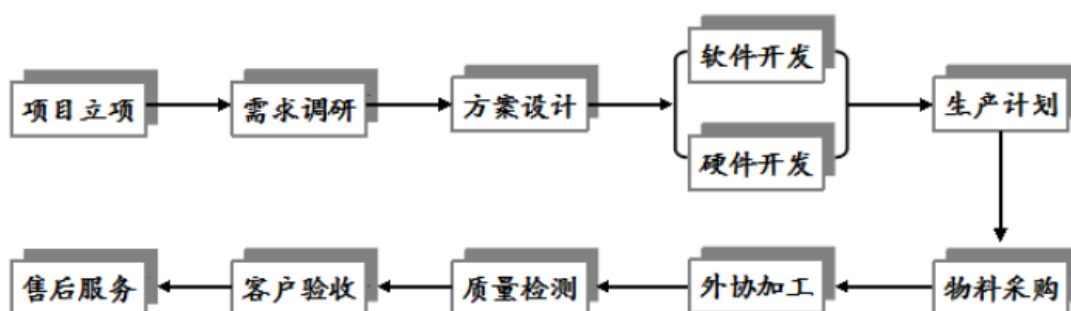


图9 公司经营流程

1、综合解决方案设计：公司与客户或潜在客户初步接洽后，深入了解客户不同应用场景下的使用功能、技术性能、供货时间、成本要求等个性化需求，利用自身技术优势和积累的行业经验，为客户设计高度定制化的综合解决方案。

2、软件、硬件开发：新产品各项要素指标明确后，研发部门制定新产品研发计划表，同时进行软件开发和硬件开发，并保持及时互通，以确保新产品能够按照设计标准有效实施运行。具体流程包括研发立项、新产品研发以及研发交付等阶段。

3、物料采购：主要原材料的采购由生产运营部门根据销售业务订单形成物料计划和生产计划，采购部根据物料计划向合格供应商发出采购订单。具体流程包括确定合格供应商名单、按需下达采购订单、入库检查并付款等。

4、外协加工：公司生产通过外协加工完成产品生产，由生产运营部门制定生产计划，并与外协加工厂商谈产品加工时间要求等事项，确保客户需要的产品准时、优质完成。

5、检测验收：公司建立了《检验与试验管理程序》、《不合格品控制程序》、《纠正与预防措施管理程序》、《SMT 检验标准》等相关制度全方位地对质量控制环节进行监控管理。质量管理部在委托外协工厂的常驻工程师对产成品进行检验，检验合格后出厂发货。

6、售后服务：公司设置专门售后团队，对客户端返回的不良品进行检验分析，判定责任归属后按照国家相关政策提供产品售后服务，以提升公司产品的客户体验。

采购模式

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，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。

生产与服务模式

采用外协加工的模式将低附加值的生产组装业务外包，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全程协助品控，测试验收合格后再进行交付。公司选择了宏泰机电（厦门）科技有限公司、厦门弘信通讯科技有限公福建南安泉盛电子有限公司等资质好、生产能力有保障的工厂进行外协。目前加工制造业整体产能过剩，公司外包的三家企业也不例外，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。

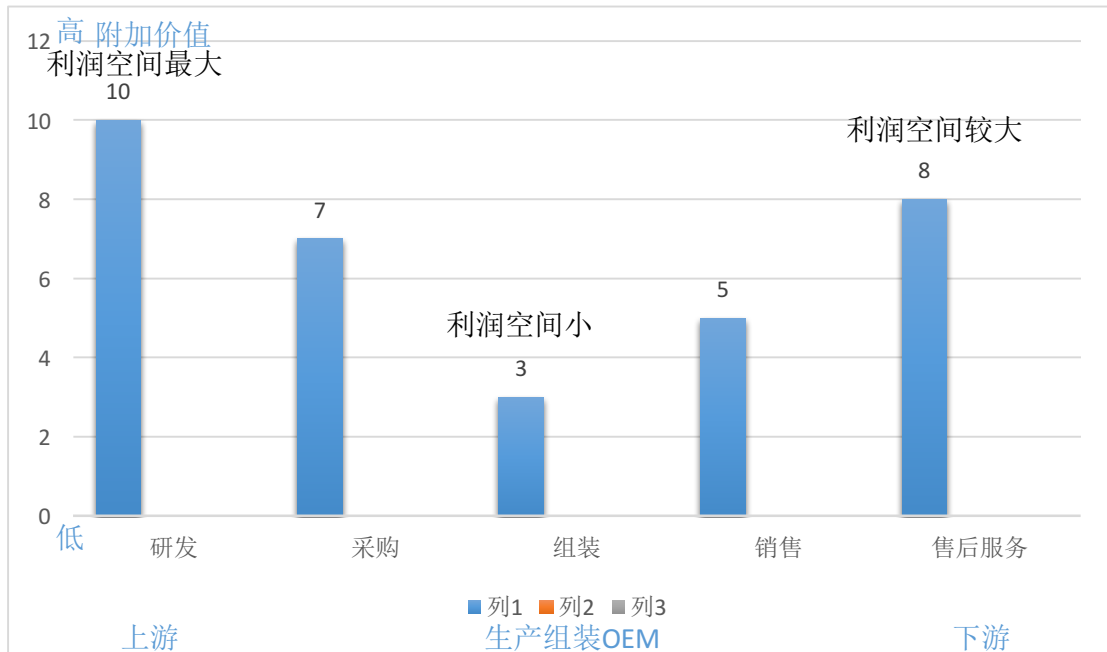


图 10 微笑曲线

销售模式

销售采取“直接销售+代理销售”相结合的模式。其中：公司主要通过招投标方式与重要客户建立合作关系，并直接签订销售协议；基于简化后台管理、提升运营效率的考虑，对出口业务客户以及其他客户的销售则通过部分代理渠道进行。目前，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。

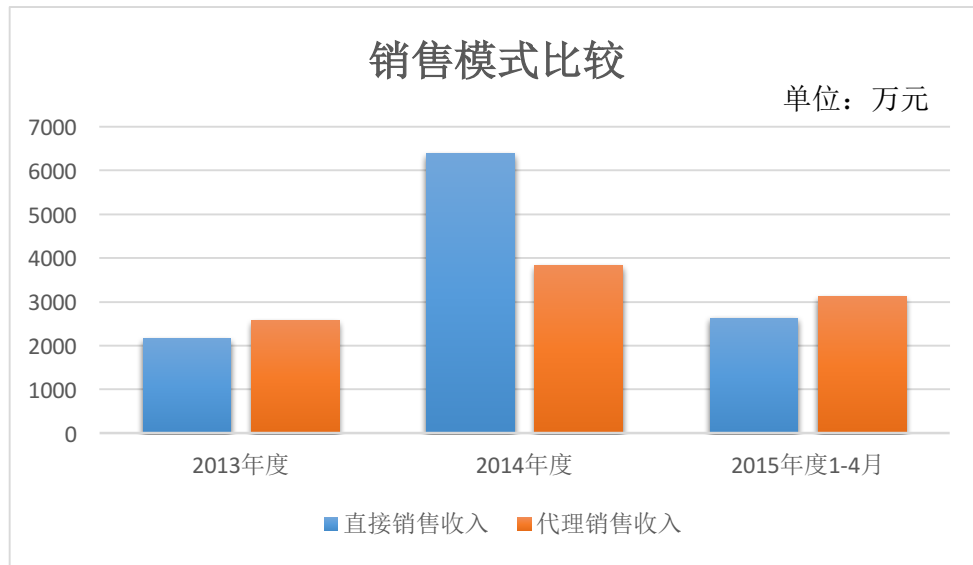


图 11 销售模式比较

研发模式

公司研发模式分为两种，一种是自主研发，另一种是按客户的需求定制配套研发。公司拥有一只年轻的、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。在 3 年的成立期内成果频出，取得了显著的成绩。目前公司已有发明专利权 1 项，软件著作权 13 项，软件产品登记 1 项。自主创新 WSOP 技术、WODM 技术、超低功耗技术、无卡基站搜索 技术等多项核心技术，其中无卡基站搜索技术经厦门市科学技术局组织鉴定，居国内领先水平。公司主要核心技术情况如下：

技术名称	技术特点与先进性	创新类型
WSOP 技术	为用户提供基于芯片控制级的开放应用软件开发平台，降低用户产品成本的同时提高了用户产品性能，并且缩短了用户产品开发周期。	自主创新
WODM 技术	基于 WSOP 技术开发的 WODM 技术（Wireless Open Device Management，无线固件升级与远程无线设备配置管理技术），最终产品运营方可以在 WODM 平台上对所有基于 WSOP 平台的产品按照个体、分组、分区等方式对产品固件进行无线升级和远程无线配置管理。	自主创新
超低功耗技术	基于低功耗 MCU 和 WSOP 技术开发的符合超低功耗要求的无线物联网终端，适用于对功耗严格要求的应用场景，如燃气表、水表等无源数据采集器。	自主创新
无卡基站搜索技术	基于 2G 移动通信协议开发，在无 SIM 卡状态下对所有有效移动通信基站进行扫描记录的技术，支持无 SIM 卡状态下定位需求。	自主创新

图 12 公司主要核心技术



图 13 公司专利、软件著作权与产品登记证书

主营业务前景

智能家居

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、系统主要有以下几种形式。

- (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。

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。

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。

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。

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，骐俊物联可以依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。

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

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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入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

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%。

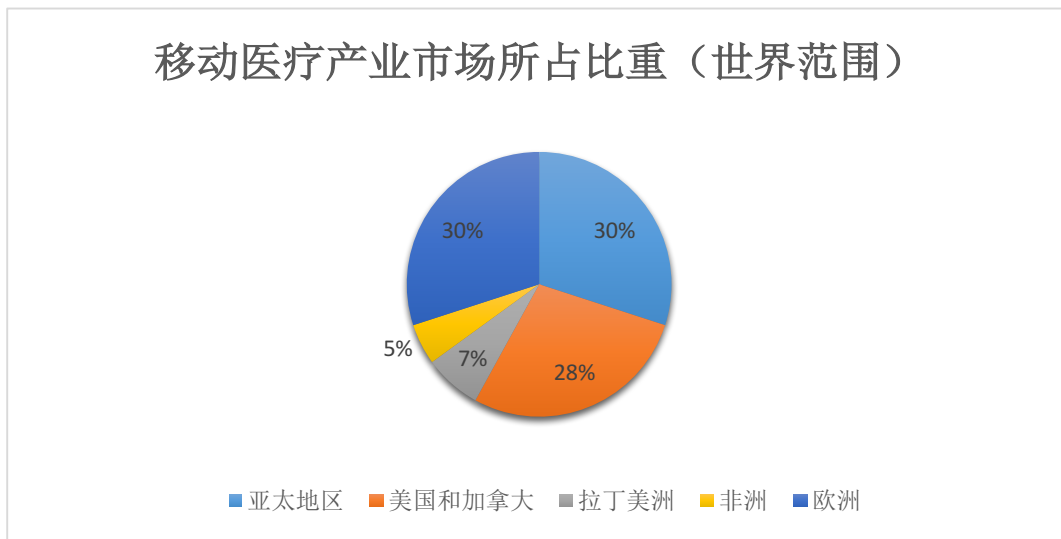


图 14 世界移动医疗市场

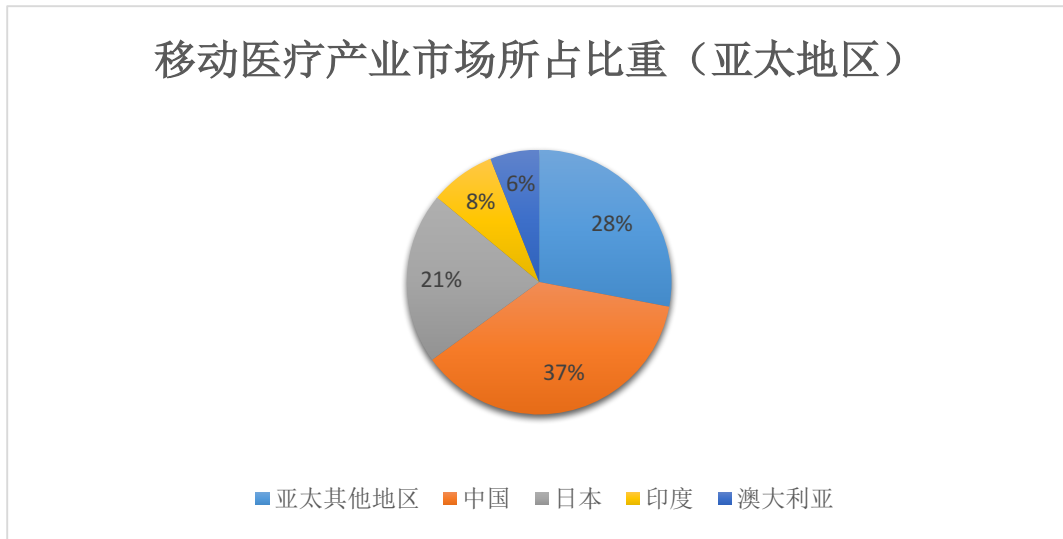


图 15 亚太移动医疗市场分布

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，能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 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。

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

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

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。

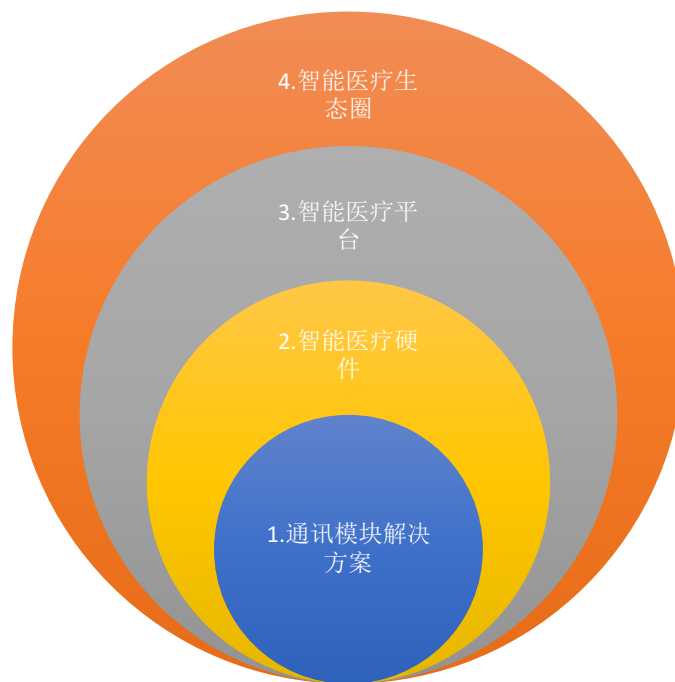


图 16 智能医疗层次

风险提示

实际控制人不当控制的风险

公司实际控制人骆铁在经营管理方面对公司存在较强控制，若其利用控制地位对公司经营决策、财务管理、人事等方面实施不利影响，可能对公司的利益造成一定的损害。公司已按照法律法规要求制定了股东大会、董事会及监事会议事规则以及关联交易管理、对外投资管理、融资与对外担保管理等管理制度，形成了较为完善的法人治理结构和治理机制，以防范可能发生的不当控制风险。

外协加工存在的风险

公司生产采用外协加工模式，一方面可以发挥公司与外协工厂各自的专业分工优势、合理优化资源配置；另一方面，对附加值较低的生产环节进行外协，公司能够专注于具有高附加值服务，有效提升公司整体盈利水平。公司在选择外协工厂时十分重视对方的资质信誉和生产能力保障，并且建立了一整套完善的生产运营、质量管控流程以确保产品质量，但如果由于外协工厂原因未能及时按质按量完成任务，拖延交货期或出现产品质量问题等，将会对公司的生产经营造成一定的不利影响

市场竞争加剧的风险

随着行业技术的不断提高和行业管理的日益规范，物联网行业进入壁垒日益提高，对物联网行业内企业的规模和资金实力的要求越来越高，缺乏业绩、技术支撑的企业将被市场淘汰。行业的市场竞争呈逐步加剧的态势，同时市场竞争向品牌化、定制化服务的方向发展。如果公司不能保持业务持续增长，迅速做大做强，则有可能导致公司被市场淘汰的情形发生。为此，公司通过不断提升公司技术创新能力，针对市场需求开发新产品、延伸企业价值链，合理分配产业分工、优化企业经营管理体制等措施，以提升企业的品牌价值，提高公司的市场竞争力。

汇率变动的风险

2015年公司因汇率变动亏损282.8045万元。今后公司会有意识的采用对冲的策略规避风险暴露。

技术人才流失及技术失密的风险

核心技术是公司赖以生存及发展的基础和关键，公司全部核心技术均由公司自主研发，并由公司核心技术团队掌握。核心技术人才的流失及技术的泄露将对公司生产经营造成一定影响。对此，公司一方面与主要技术人员签订保密协议、约定竞业禁止义务，并提供包括物质和发展平台的激励政策以满足其自我实现的需求；另一方面，公司积极申请和维护各项专利及软件著作权，为核心技术提供法律保障。

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 3 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。

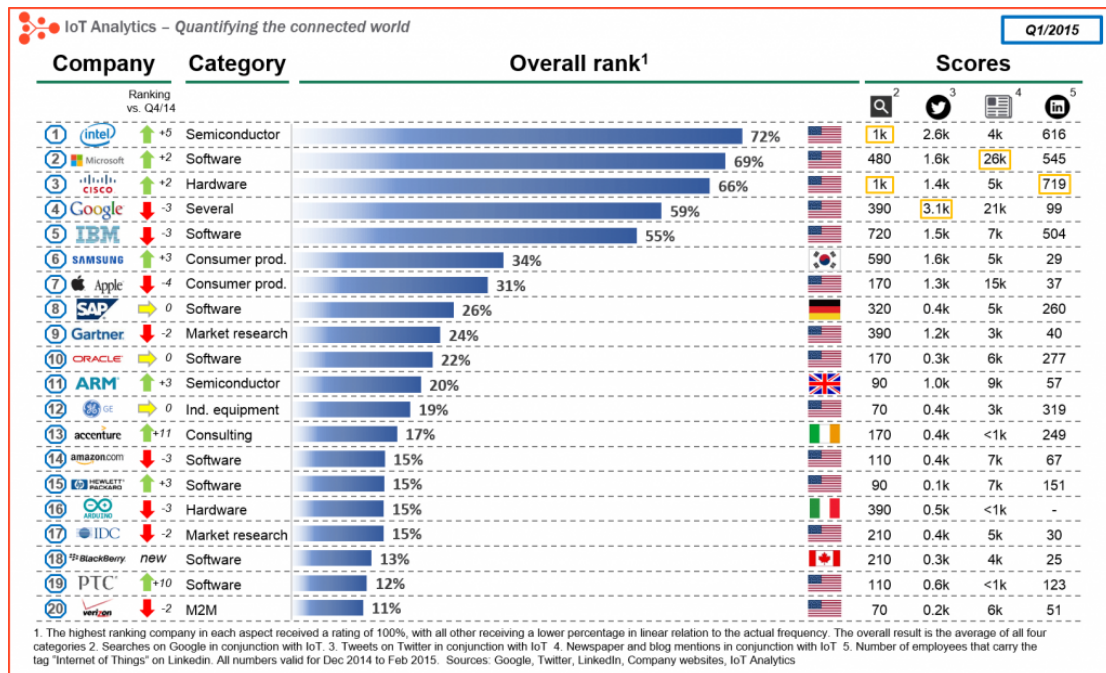


图 17 2015 年物联网行业全球公司排名

可以看出，随着物联网技术的发展，以及如因特尔、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，我国政府也必须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，甚至在全生产过程中，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 4 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”。

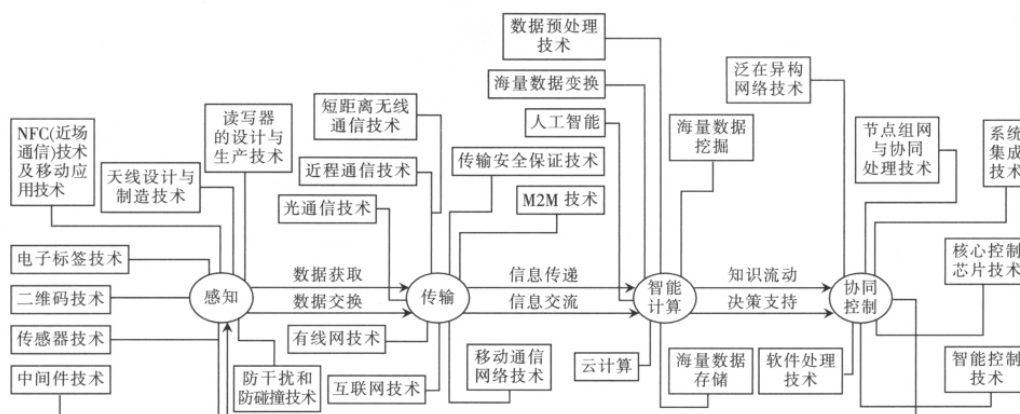


图 18 物联网技术链的四节点结构

就骏俊物联而言，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。

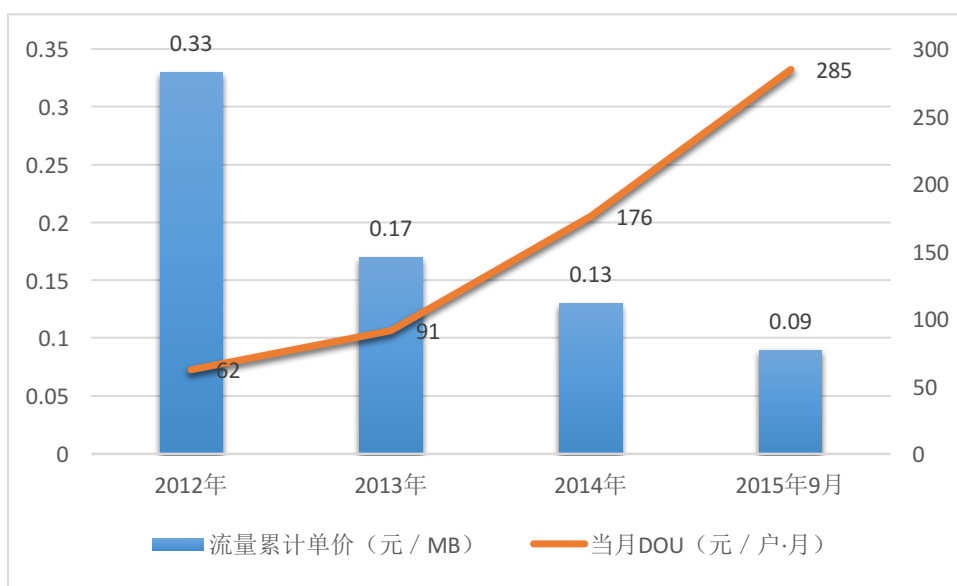


图 19 电信行业手机上网流量单价变化及户均流量趋势

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。

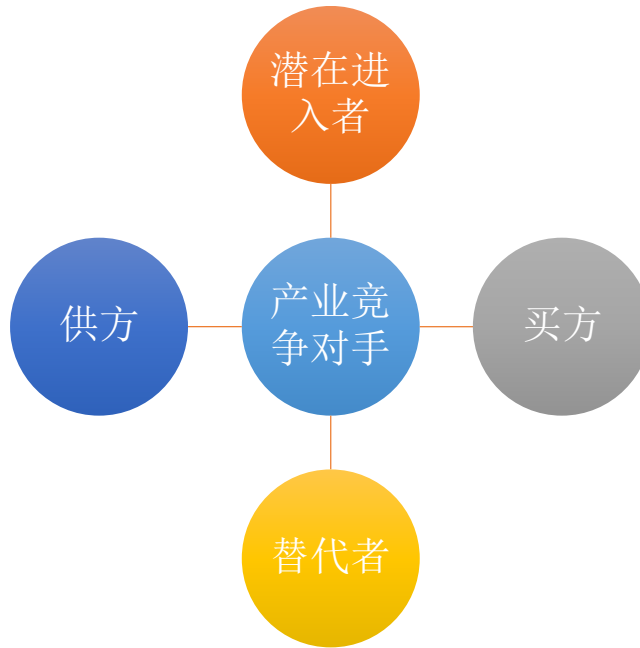


图 20 五力模型

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12月，是一家资历尚浅的中小企业，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，由于骐俊物联旗下子公司净利润均未达到骐俊物联净利润10%，因此本部分数据如无特别指出，均来自合并报表。

本部分将通过基本财务指标的横向与纵向分析比较来分析公司财务状况，最后给出盈利预测。

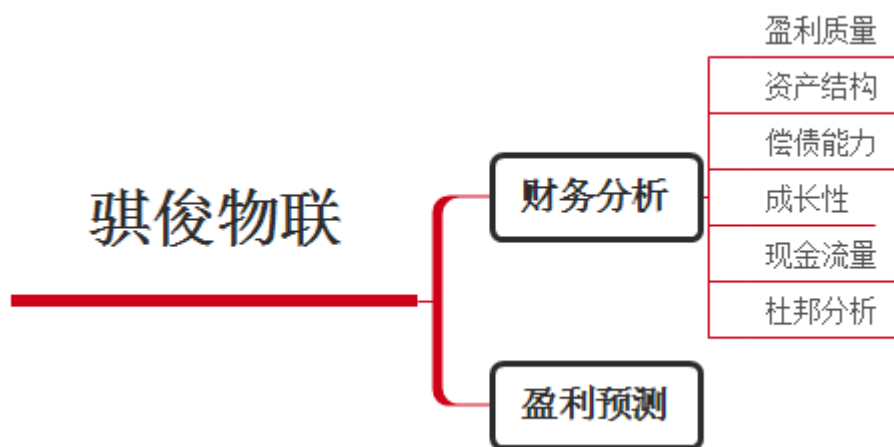


图 21 Mind Map

基本财务指标分析

盈利质量：飞速发展，随市场开拓出现新增长点

表 5 盈利质量指标

	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31
盈利质量			
净资产收益率(加权)	-37.30	32.57	49.49
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
销售毛利率	13.63	20.17	18.40
净利润/营业总收入	-7.93	6.17	6.39
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
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

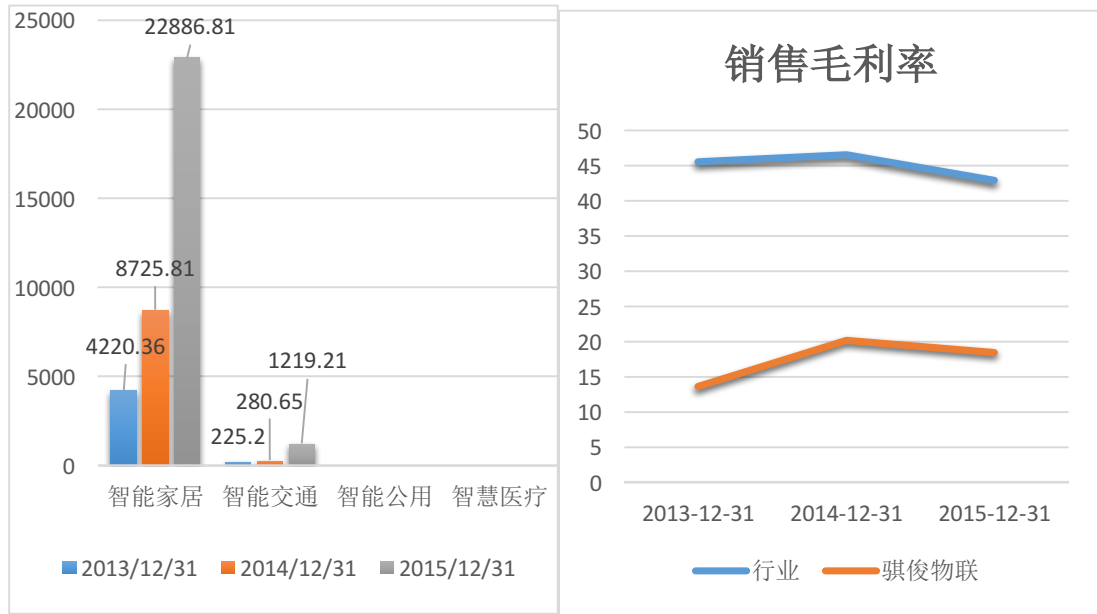


图 22 销售状况

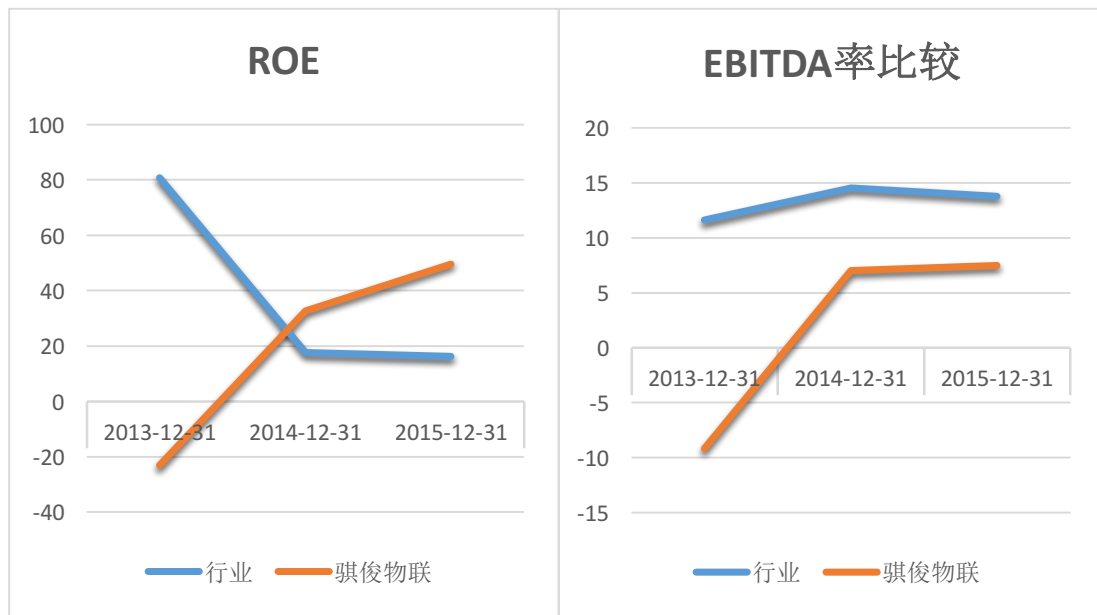


图 23 盈利状况

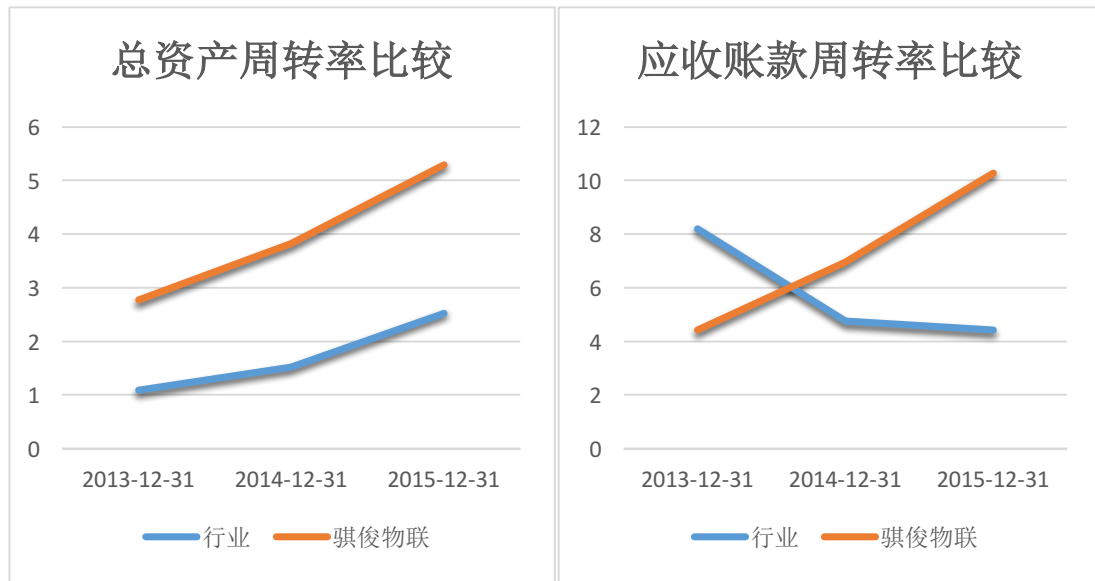


图 24 周转率状况

骐俊物联的毛利率在 2014 年后开始稳定在 18%~20%，这与骐俊物联的商业模式有直接关系。企业深知，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模组业务。在取得广电总局发放牌照后，公司通过低毛利的销售方式迅速抢占市场，出货量猛增，为下一步搜集数据，感知行业发展方向，抢占先机，瞄准新的投资机会打下基础。

骐俊物联目前主要的收入来源是智能家居业务，但同时智能公交的业务收入近两年来一直呈现快速上升趋势，证明公司正在极力开拓和占领市场，智能公交将成为下一个业务增长点。同时，智能公用已在上海地区试运营，极具创收潜力。骐俊物联稳步推进规划，逐一进行业务铺广，其营收与盈利也随不同的市场开拓进程飞速增长。

与行业数据比较，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，原因即骐俊物联意图在于通过定制模组来感知行业变化从而降低风险，瞄准新的投资机会。ROE 方面，骐俊物联在 2014 年公司步入正轨后表现大幅高于行业平均值，说明该公司属于成长型公司。

从资产周转率来看，无论是总资产周转率还是应收账款周转率，骐俊物联自 2014 年公司业务稳定后都要显著高于行业平均值。低毛利率与高周转率相结合，骐俊物联以这种健康的营业模式保证了主营业务的稳定，同时通过大出货量、大订单量进行行业数据的整合与感知，寻找新的业务突破口。

资本结构：结构良好，于行业中处强势地位

表 6 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
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
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
流动比率	2.26	1.54	1.50
速动比率	1.50	1.02	0.79

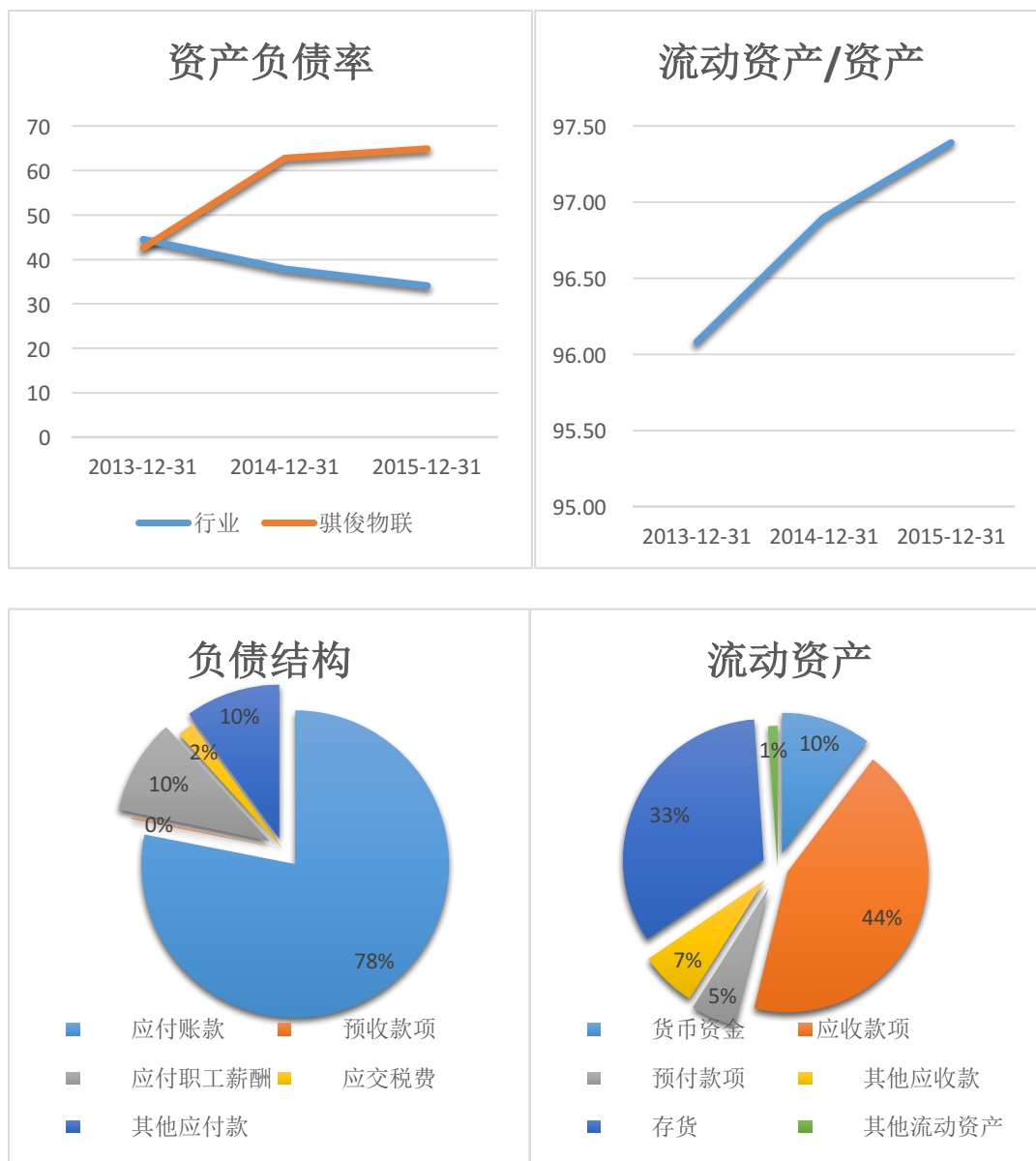


图 25 资产负债状况

骐俊物联的资产负债率稳步上升并维持在合理的 60%~65%水平内，是一个相对健康的资产负债结构，即能保证结构的稳定，又能充分利用社会资本。特别指出，骐俊物联的负债全部为无息负债，说明骐俊物联首先在行业中有足够的信用，其次有很强的议价能力。其 OPM 战略成效显著，能够充分占用交易方资金，大量减少了营运资本需求，撬动资本杠杆。

流动资产占总资产的比重一直稳定，高达 95%，说明其退出壁垒低，经营风险小，有利于将来的转型，减少潜在损失；同时说明流动性充足。公司权益乘数在 2014 年后大幅上升，根本原因是业务的大幅提升。同时公司也跟进地进行了第二轮融资用以补充流动资金。

在流动比率方面，骐俊物联的流动比率在 1~2 之间，且趋势走向平稳化，而公司将来几年

处于业务进一步拓展，规模扩大，边际成本降低的阶段，流动性将出现上升；速动比率处在高位，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，流动性将上升。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。

偿债能力：造血强大，仍有加大杠杆空间

表 7 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
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
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	-11.73		
有形净值债务率	78.96	180.59	187.98

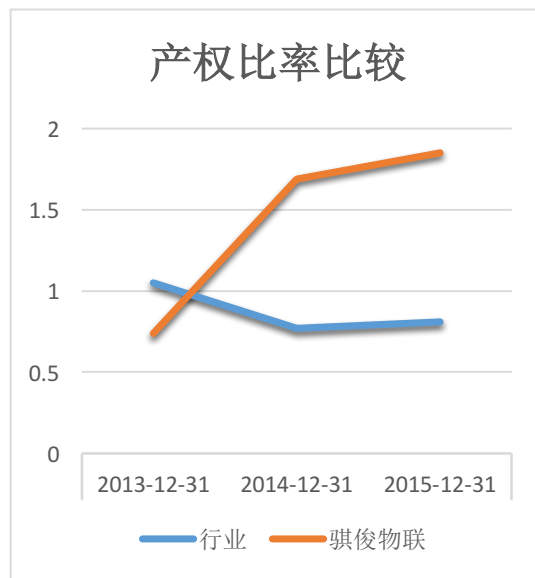


图 26 产权比率比较

在偿债能力方面，首先，骐俊物联本身没有任何有息负债，这使得其不具有财务风险；其次，即使骐俊物联为补充流动资金拆借款项，它拥有的强大的创收能力也足以保证偿债能力。

与行业相比较，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，并且由于负债均是无息负债，这使得骐俊物联利用资本的能力极大地增强。

成长能力：稳步上升，随规划推进不断成长

表 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

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 下滑之外（归因于应收账款的大幅增加和存货增加），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。而随着公司进一步拓展业务，并进一步进行行业信息整合，形成良好的生态圈，从而能够发现新的业务增长点，抢占市场先机，这种成长能力将以稳定趋势持续。

现金流量：潜力十足，造血与输血齐头并进

表 9 现金流量指标

	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
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

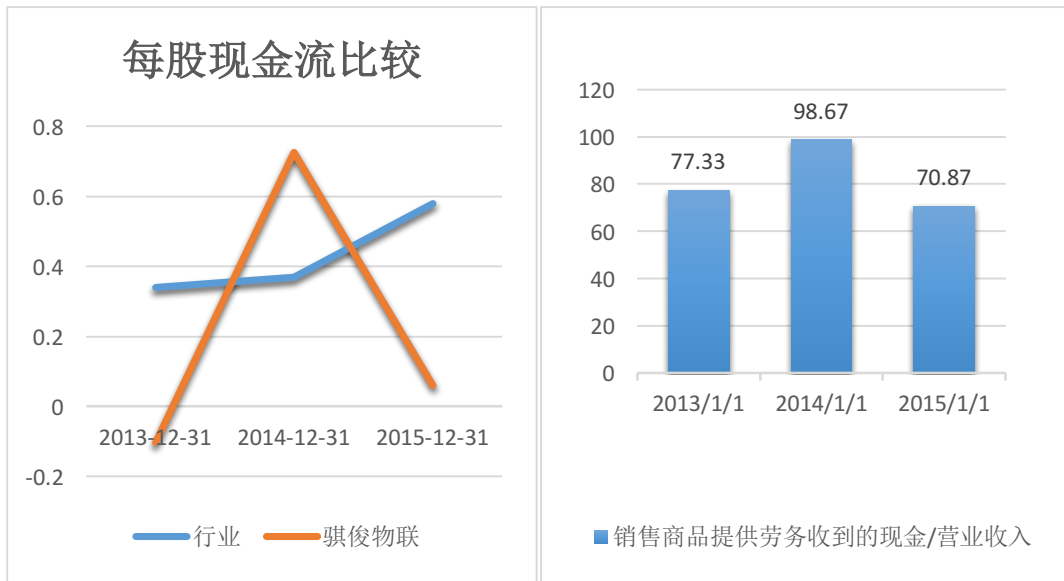


图 27 现金流量

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。而经营活动产生的现金流量净额占营业收入的比重较大且稳定，说明公司回收现金的能力强。

骐俊物流成立于 2012 年底，资历沿浅，且前期处于资本投入研发的进程，而进入营收高速增长阶段后存货与应收帐款也相应增加，因此与行业每股现金流指标比较，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。但同时公司有极高的市场占有率和市场充足性，说明其有“现金明星”潜质。

杜邦分析

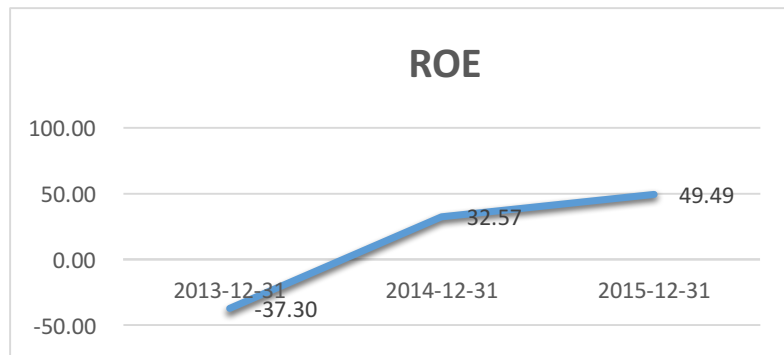


图 28 ROE

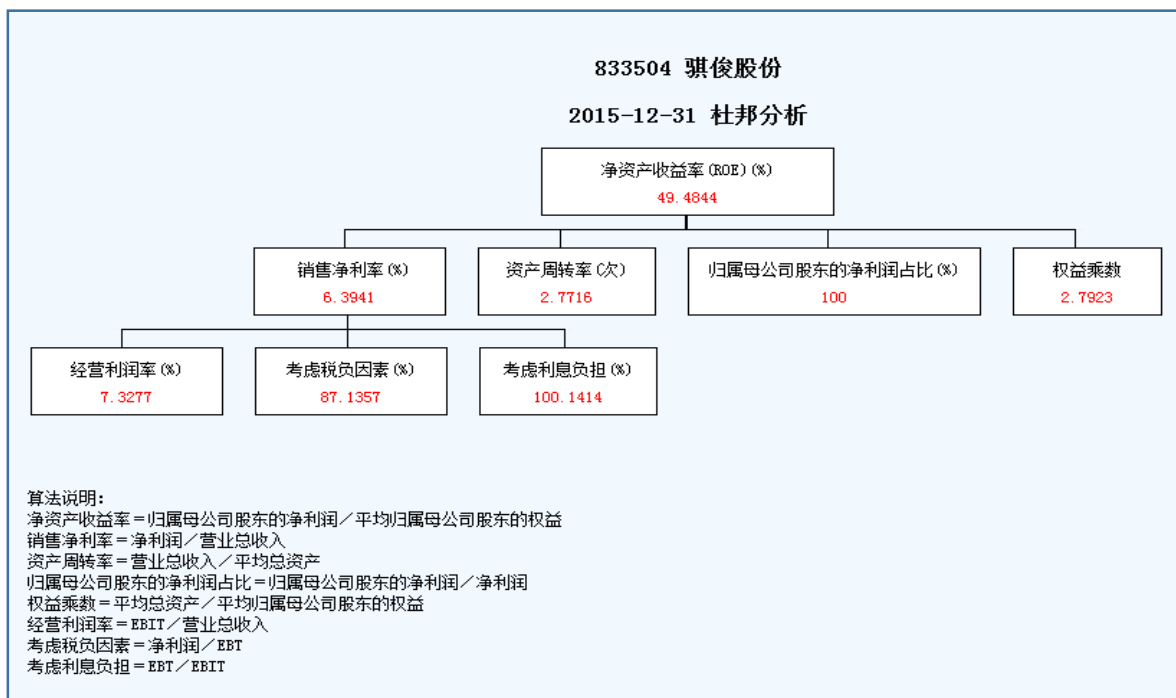


图 29 杜邦分析

表 10 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 11 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骏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。

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，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，退有垄断业务做壁垒，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。这类公司只要能能够抢占市场，将发挥无尽潜力。

盈利预测

骐俊物联目前主要的收入来源是智能家居业务，而由于市场有限，占有率饱和，短期内更新的可能性小，因此智能家居业务对于公司的增长没有太大的推动力。但是骐俊物联根据规划，在过去两年逐步推进智能交通模块的应用，其收入增长率达到 400%，说明在接下来的年份中，智能交通业务将成为公司的增长点，2016 年将达到 5000 万以上。而公司再一步的战略规划，即智能公用，已在试运行阶段，极有可能依照智能交通业务的模式，步步助长增长性。因此，依据骐俊物联有计划地推进其市场拓展及业务展开的经营模式，其增长率在接下来的年份中不会出现如 2014 年，2015 年高达 100% 以上的大幅跃进，但将以 20%~40% 的增长率稳定增长。同时，在资本市场上，骐俊物联通过并购、合资等形式进行业务的拓展，也能保证其业务增长的稳定性。而在毛利率方面，由于骐俊物联核心的商业逻辑之一是以出货搭建数据平台，为抢占市场，公司不会对无线通信终端业务采取高利率策略。在无线通信终端业务稳定后，公司后续将在保持已有市场的基础上，重点考虑提升相关的软件技术服务，以进一步增强公司的整体盈利能力。

基于以上理由，我们给出如下盈利预测：

表 12 盈利预测

会计年度	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	102.15	249.97	251.23	252.10	253.11
---增长率	115.44%	144.70%	50.46%	34.64%	40.06%
营业毛利率	0.20	0.18	18.04%	19.64%	21.64%
净利润（百万元）	6.30	15.98	22.47	30.44	43.67
----增长率		153.53%	40.64%	35.46%	43.46%
股本(百万)		30	32.55	32.55	35
ROE(加权)		49.49%	33.70%	34.21%	39.00%
EPS		0.56	0.69	0.94	1.25

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。

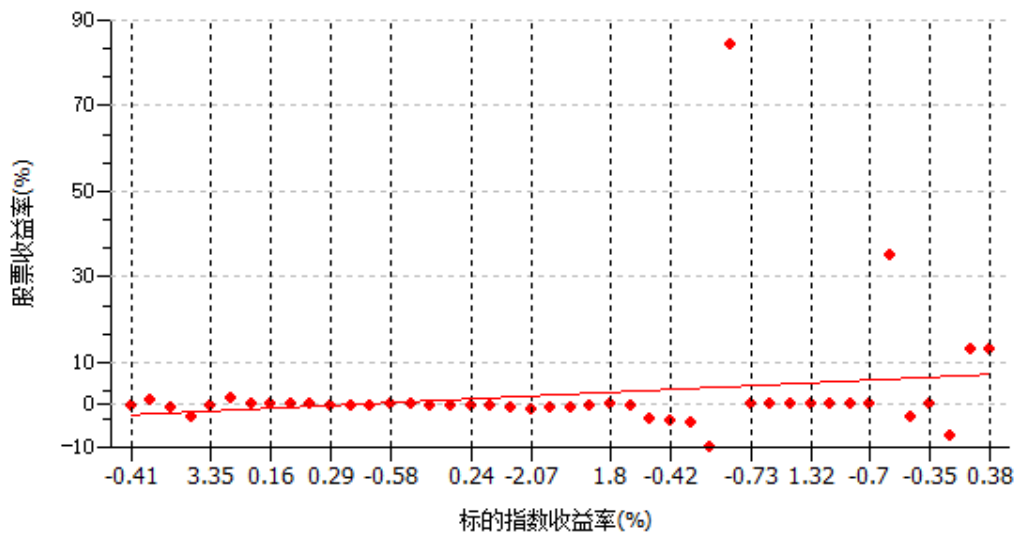


图 30 骐俊股份收益率对比

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 31 骐俊股份 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 13 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 14 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	骐俊股份	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

由于骐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骐俊股份经营范围重合度较高的企业。从经营情况来看，骐俊股份营业收入、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，骐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，目前新三板互联网软件与服务行业（剔除亏损和 P/E 超过 200 倍的公司）P/E（TTM）中位数 35.44 倍来，明显高于骐俊股份，但事实上骐俊股份的业绩表现要好得多，因此存在 P/E 低估的情况。基于以上分析，我们预测 P/E 相对估值为 40

表 15 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

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

上表选自沪深两市物联网概念上市公司(剔除停牌, P/E 过高和 P/E 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 P/E，可见骐俊股份的 P/E 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%，因此对 P/E 给予一定的折扣，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，调整系数为 3，骐俊物联的相对估值 P/E 为 78。

综合以上因素，以 7: 3 加权，得到骐俊股份 P/E 预测 51.4 左右。由盈利预测，2016 年 EPS 为 0.69, $P=EPS \times P/E=35.466$ ，骐俊股份的股价有很大的上升空间。我们给予骐俊股份(833504.OC)“买入”评级。

投资建议

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，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。诸多利好的存在，是一家成长型企业而言无疑巨大的竞争力。

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（定制通信模块），希望以锄头的出货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（投资、并购、合资），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等相关问题。骐俊物联是否能够投资成功、是否存在预判失误的可能，存在相关风险，需要给予考量。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，其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 35.47 元的估值。相较于其目前的股价，骐俊物联的股价仍然存在较大的上升空间。我们给予其“买入”的投资评级。