

**2017 年 01 月 18 日****新三板日报(2016 并购市场年报：喧嚣之后回归理性)**

■ 01 月 17 日的新三板做市指数最终报收于 1092.4 点，下跌 0.24%。(安信新三板诸海滨团队) 市场总成交金额为 13.31 亿元，其中做市转让成 3.64 亿元，协议转让部分 9.67 亿元。新挂牌公司共计 17 家，新转为做市转让的公司共计 0 家。截止 17 日，共有 10272 家挂牌企业，有 1648 家做市企业。估值方面：新三板整体估值为 26.94X，做市转让整体估值 29.25X，协议转让整体估值 25.99X，共有 993 只股票发生成交，其中做市转让 654 只。整体年化换手率 25.34%。

**■ 1 月 17 日定增情况：**

约顿气膜 (831527)

**■ 重要公司公告：**

贯石发展 (836650)、扬德环境 (833755)、星源农牧 (835068)、翱华股份 (839659)、丰收日 (836673)、正佰电气 (430450)、同力股份 (834599)、桐青工艺 (838905)、荣恩医疗 (835387)、疆能股份 (831572)、快乐传媒 (832385)、中电微通 (837555)、伊珠股份 (834965)、台冠科技 (837903)、联通纪元 (834725)、天学网 (837243)、中科华联 (838867)、协昌科技 (831954)、多尔晋泽 (833332)、华艺股份 (834477)、景域文化 (835188)、三瑞农科 (836645)、伊美尔 (839070)

**■ 新三板重要新闻：**

2016 并购市场年报：喧嚣之后回归理性

智能音箱能否成为智能家居时代的新入口？

■ **风险提示：** 系统性风险，新三板政策推进不及预期风险。

**投资策略定期报告**

证券研究报告

**诸海滨**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005  
zhuhb@essence.com.cn  
021-35082062**桑威**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060006  
sangwei@essence.com.cn  
0755-82558335**相关报告**

新三板日报(数据服务产业链初现,数据应用机会最大)	2017-01-16
安信证券_新三板年度体育策略二	2017-01-15
医疗服务 2017 年度策略	2017-01-12
2016 年定增市场先抑后扬,资金脱虚向实	2017-01-12
新三板日报(扶贫投资机会系列二:企业视角篇,迁徙之路)	2017-01-12

## 1. 市场回顾

01月17日的新三板做市指数最终报收于1092.4点,下跌0.24%。(安信新三板诸海滨团队)市场总成交金额为13.31亿元,其中做市转让成3.64亿元,协议转让部分9.67亿元。新挂牌公司共计17家,新转为做市转让的公司共计0家。截止17日,共有10272家挂牌企业,有1648家做市企业。估值方面:新三板整体估值为26.94X,做市转让整体估值29.25X,协议转让整体估值25.99X,共有993只股票发生成交,其中做市转让654只。整体年化换手率25.34%。

表1: 1月17日指数概况

代码	名称	最新价	涨跌	涨跌幅
899002	三板做市	1092.4	-2.68	-0.24%

资料来源: 安信证券研究中心、全国中小企业股份转让系统

表2: 市场概况

项目	做市转让	协议转让	合计
挂牌公司家数	1648	8624	10272
当日新增家数	0	17	17
成交股票只数	654	339	993
成交金额(亿元)	3.64	9.67	13.31
待挂牌总家数	-	-	320
申报中总家数	-	-	1061

资料来源: 安信证券研究中心、choice 数据

表3: 17日新挂牌企业

证券代码	证券名称	主营业务	主办券商
839597.OC	捷鑫网络	金融网络设备销售与技术支持服务等	东吴证券
870427.OC	天大天科	公司系一家专业为能源的生产、运输、消费企业及政府主管部门提供信息化建设规划、管理咨询、技术开发、系统集成、运营服务为一体的IT整体解决方案提供商等	东北证券
870369.OC	交联电力	电力工程设计和技术咨询等	浙商证券
870265.OC	天利仁和	为住宅小区和医院、银行、行政事业单位等非住宅类项目提供物业管理服务及物业增值服务	招商证券
870384.OC	鼎诚医药	公司主要从事药品和医疗器械的代理分销业务,是一家省市县乡村五级一体化,具有区域经营优势地位的医药商业企业。公司以唐山区域为主要目标市场,以医药商业机构、医院、药店、诊所和卫生院为主要客户,形成了完善的区域医药配送终端网络等	中原证券
870568.OC	澳丰源	公司主要从事微波电子产品研发、生产、销售和服务等	中信建投证券
870484.OC	英普环境	水处理化学品的研发、生产和销售,水处理装置及配件的研发、装配和销售,以及配套的相关技术服务等	安信证券
870500.OC	通用传媒	广告代理及媒体服务等	中原证券
870582.OC	宇信股份	包装用瓦楞纸箱、塑料脆盘、胶合栈板和EPE缓冲产品的研发、生产和销售等	东吴证券
870420.OC	卫星定位	公司专注于城市交通信息平台的建设与运营服务,专业从事在城市公交、出租、客货运等交通运输、公安交通监督管理等领域的卫星导航、位置服务、城市交通信息的系统或平台的建设及运营服务,提供城市智能公交、智慧出租全面解决方案及营运车辆智能监管服务等	国信证券
870423.OC	富山科技	研发、生产及销售玻璃深加工设备,涵盖了玻璃冷加工和热加工设备	恒泰证券
870504.OC	易聆科	为企业级客户提供信息安全管理等	华创证券
870361.OC	飞利富	生产、销售地面插座、桌面插座及配件等	西南证券
870549.OC	中凯国际	中小研学旅行、社会团体的定制旅游服务等	西部证券
870534.OC	万泽冷链	以冷链业务为核心,提供第三方冷链物流运输、仓储、分拣以及普通物流运输等	中泰证券
870519.OC	弘盛特阀	特种阀门的研发、设计、制造、销售和维修等	西部证券
870618.OC	小六汤包	公司是以特色汤包为主,辅之以凉热菜的中式餐饮服务连锁企业,主要提供以“小六汤包”品牌为特色的精品正餐服务等	中信证券

资料来源: 安信证券研究中心、Choice

表 4：交易金额前十

序号	代码	名称	现价	交易金额 (万元)	交易量(万 股)	转让方 式	所属行业 (wind 三级)
1	833858.OC	信中利	18.04	24939.98	3020.24	协议	多元金融服务
2	834869.OC	智臻智能	100.00	8745.42	132.44	协议	信息技术服务
3	832168.OC	中科招商	1.24	4345.47	485.90	协议	多元金融服务
4	830809.OC	安达科技	22.84	3489.14	152.70	做市	化工
5	830964.OC	润农节水	10.68	2973.28	356.40	协议	化工
6	830899.OC	联讯证券	1.93	2255.51	1172.20	做市	资本市场
7	834086.OC	德泓国际	8.88	2060.31	234.70	协议	纺织品、服装与奢侈品
8	836713.OC	中天引控	10.00	2010.00	201.00	协议	金属、非金属与采矿
9	834801.OC	淳中科技	25.46	1873.80	73.60	协议	电子设备、仪器和元件
10	835223.OC	瑞华股份	8.53	1831.31	216.20	做市	电力 III

资料来源：安信证券研究中心，Choice

表 5：17 日股权质押

证券代码	证券名称	股东名称	质押权人	质押股数 (万股)	质押起始日期	质押截止日期	质押事由
838134.OC	兴昌新材	单黎跃	遂昌县正达融资性担保有限公司	358.00	2017-1-13	2018-1-15	银行贷款向担保公司作反担保
430181.OC	盖娅互娱	王彦直	深圳前海八菱投资基金合伙企业	630.00			为王彦直的个人借款提供质押担保
832458.OC	红枫种苗	张丹	李娟娟	500.00	2017-1-9	办理解除质押登记之日	个人用途
837233.OC	徒河食品	张训照	德丰融资租赁(天津)有限公司	200.00	2017-1-16	2019-11-21	公司以“售后回租”的方式开展融资租赁业务
836132.OC	宇利物流	杨玉晶、李友和	郝春革	115.95	2017-1-10	2021-1-10	个人企业补充流动资金

资料来源：安信证券研究中心，全国中小企业股份转让系统

## 2. 定增

### 约顿气膜(831527) 募集 1.4 亿元

公司拟发行股票不超过 3500 万股，股票定向发行的价格为人民币 4.00 元/股，预计募集资金总额不超过人民币 1.4 亿元。根据公司 2015 年披露的每股收益为 0.15 元/股，本次发行实现市盈率为 26.08 倍。

## 3. 重要挂牌公司公告

### 3.1. 对外投资

#### 贯石发展(836650) 5000 万元设立全资子公司

2016 年 12 月 26 日，公司设立全资子公司渭南贯石建设发展有限公司，注册资本为人民币 5000 万元。本次对外投资是为进一步加快公司业务拓展和区域布局的步伐，推进陕西省境内的 PPP 项目。优化公司战略布局，增强公司盈利能力，进一步提高公司综合竞争力。

#### 扬德环境(833755) 5000 万元设立全资子公司

公司拟设立全资子公司北京扬德智慧能源科技有限公司，注册资本为人民币 5000 万元。本次对外投资符合公司既定业务发展规划，为公司提供较好的投资回报。

**星源农牧 (835068) 4080 万元设立控股子公司**

公司拟与陈灿利共同出资设立控股子公司黑龙江星源农牧食品有限公司，注册资本为人民币 8000 万元，其中本公司出资人民币 4080 万元，占注册资本的 51.00%。本次投资设立控股子公司，主要为进一步提升公司的核心竞争力和盈利能力，加大产业链横向扩张，加强品牌建设，更快速更高效的开拓新市场，实现公司持续稳定发展打下基础。

**翱华股份 (839659) 1020 万元设立控股子公司**

公司拟与卢滨等人共同出资设立控股子公司上海坦盟能源科技有限公司，注册资本为人民币 2000 万元，其中本公司出资人民币 1020 万元，占注册资本的 51.00%。本次投资的目的系增加公司经营活动的多元化，达到进一步完善公司由传统设计行业向技术转化和推广平台转型的目的，有利于公司持续健康的发展，增强业务扩展能力，开拓新的盈利空间。

**丰收日 (836673) 1000 万元设立全资子公司**

公司设立全资子公司上海云汤沐浴管理有限公司，注册资本为人民币 1000 万元。本次对外投资是为实现公司未来发展规划，加快公司业务多角度涵盖生活服务产业，提升公司的综合实力。

**3.2. 重大合同****正佰电气 (430450) 签订 10 亿美元合同**

公司与中钜航空控股有限公司就尼日尼亚发电厂项目相关事宜签订《合同协议书》。合同金额为 10 亿美元。上述合同的签订，有利于公司快速发展主营业务，对公司未来经营业绩的提升、品牌影响力扩展产生积极影响。

**同力股份 (834599) 签订 5467.83 万元合同**

2017 年 1 月 13 日，公司和内蒙古赢信土石方工程有限责任公司签署《产品买卖合同》，合同总价款 5467.83 万元。本合同的履行将对公司 2017 年度经营业绩、市场影响、公司品牌影响力等方面产生积极影响。

**桐青工艺 (838905) 签订 2642.4152 万元合同**

近期，公司与中铁十六局集团第四工程有限公司签署了铜雕塑采购合同，合同金额为人民币 2642.4152 万元。这将对公司未来的经营业绩、市场拓展和品牌效应产生积极的影响。合同的履行符合公司战略发展方向，有助于公司业务长远发展。

**3.3. 收购和重大资产重组****荣恩医疗 (835387) 3700 万元购买厂房**

公司以现金方式购买建行闵行支行所有的位于上海市松江区新桥镇莘砖公路 518 号 17 幢厂房，本次交易标的作价为 3700 万元。公司计划在该场所设立研发中心和生产场地，进行与医疗美容及大健康领域相关产品的研发与生产。通过本次交易，公司长期发展战略得以实施，资产结构亦得到有效改善，有利于提升公司价值，增强公司持续经营能力。

**3.4. 其他****疆能股份 (831572) 高级管理人员变动公告**

根据《公司法》及公司章程的有关规定，公司第二届董事会第五次会议于 2017 年 1 月 16 日审议并通过：任命郭明为公司董事会秘书，免去张桦董事会秘书的职务。任命齐爱国为公司总工程师，免去陈宇奇总工程师的职务。

**快乐传媒 (832385) 高级管理人员变动公告**

根据《公司法》及公司章程的有关规定，公司第一届董事会第十三次会议于 2017 年 1 月 16 日审议并通过：经本届董事会成员认真研究，拟聘任张赤心先生为公司总经理。该任命总经理张赤心持有公司股份 1234 万股，占公司股本的 38.55%。

**中电微通 (837555) 股票解除限售公告**

公司本批次股票解除限售数量总额为 1351.9687 万股，占公司总股本的比例是 54.08%，可转让时间为 2017 年 1 月 20 日。

**伊珠股份 (834965) 股票解除限售公告**

公司本批次股票解除限售数量总额为 1333.3333 万股，占公司总股本的比例 41.33%，可转让时间为 2017 年 1 月 23 日。

**台冠科技 (837903) 股权质押公告**

公司股东潘尚锋、项延灶、浙江晟方投资有限公司、深圳市中远智投控股有限公司质押 4834 万股，占公司总股本 59.679%。质押期限为自在中国证券登记结算有限责任公司办理完成出质登记手续之日起至合同履行完毕之日止。

**联通纪元 (834725) 股权质押公告**

公司股东江阴联通实业有限公司质押 4600 万股，占公司总股本 46.00%。质押期限为 2017 年 1 月 16 日起至 2019 年 4 月 18 日止。

**3.5. 停牌**

协昌科技 (831954.OC)

多尔晋泽 (833332.OC)

华艺股份 (834477.OC)

景域文化 (835188.OC)

三瑞农科 (836645.OC)

伊美尔 (839070.OC)

**3.6. 复牌**

天学网 (837243.OC)

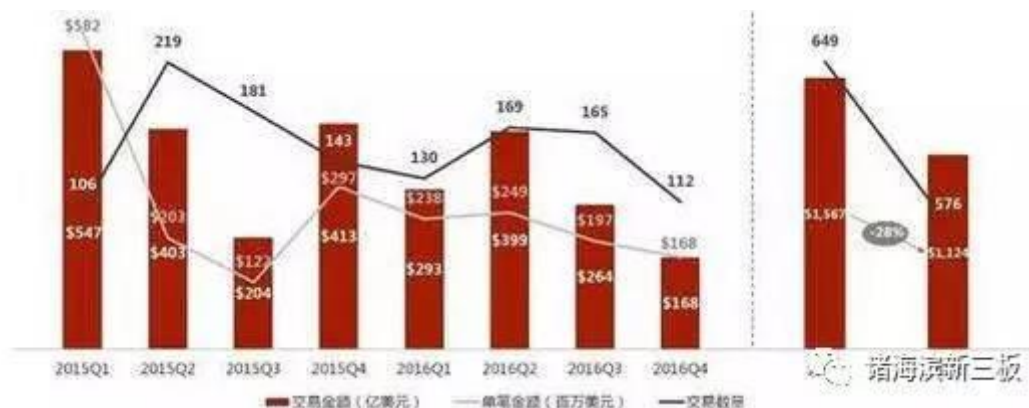
中科华联 (838867.OC)

**4. 新三板重要新闻****4.1. 2016 并购市场年报：喧嚣之后回归理性**

(来源：创事记)

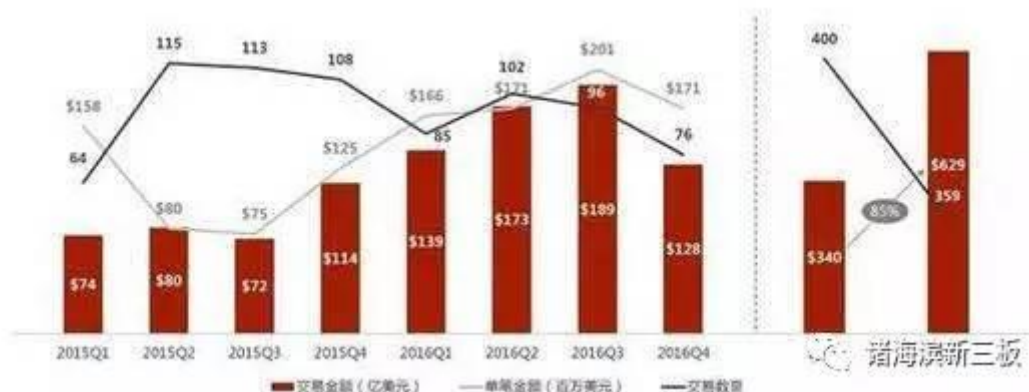
**2016 年 TMT 并购市场回落，A 股公司成为主要资金方**

穿越 2015 年的资本狂欢，伴随着一二级市场降温、监管趋严，2016 年 TMT 并购出现回落态势。根据 Dealogic 数据，2016 年全年我国 TMT 行业共发生 576 起并购交易，相比 2015 年下降 11%；总并购交易金额达到 1,124 亿美元，相比 2015 年下降 28%。



2016 年与 2015 年各季度 TMT 行业并购交易数量与交易金额对比

其中，A 股 TMT 行业 2016 年共发生并购交易 359 起，相比 2015 年下降 10%；并购交易金额达到 629 亿美元，相比 2015 年增长 85%。A 股交易占总体 TMT 并购金额的比例从 2015 年的 22%提高到了 2016 年的 56%，A 股公司已经成为中国 TMT 并购市场的主要资金方。



2016 年与 2015 年各季度 A 股 TMT 行业并购交易数量与交易金额对比

根据 2016 年 Dealogic 并购投资活动咨询顾问排行榜，华兴资本全年共完成 40 起并购投资交易，总交易金额 212 亿美元，其中 TMT 行业交易 27 起，涉及金额 188 亿美元，位居中国互联网行业并购投资财务顾问交易数量第一名。

## 2016 年并购市场趋势回顾

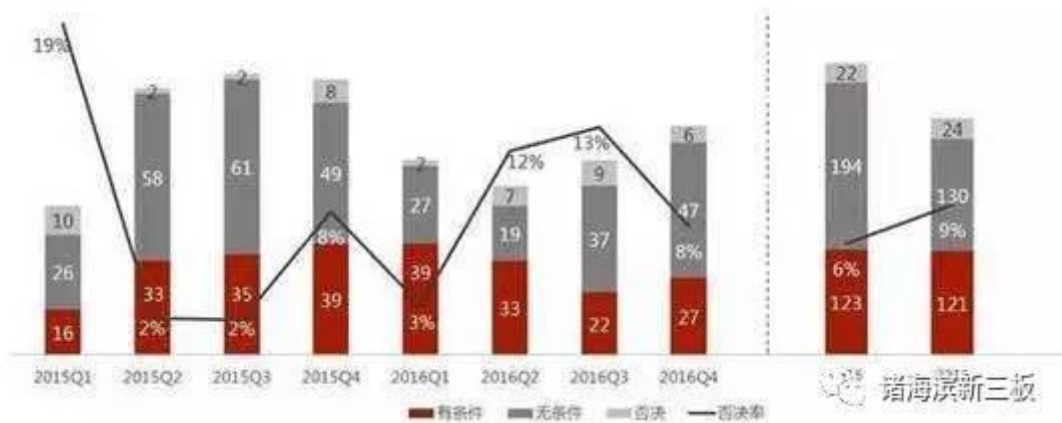
### 1.A 股最严并购监管年，引导市场回归理性

2016 年年中以来，证监会并购重组的监管基调开始从放松监管、强化信息披露转回实质性审核，审核尺度趋于严格，并推出一系列政策抑制题材炒作与市场套利驱动的并购交易，引导市场回归理性。



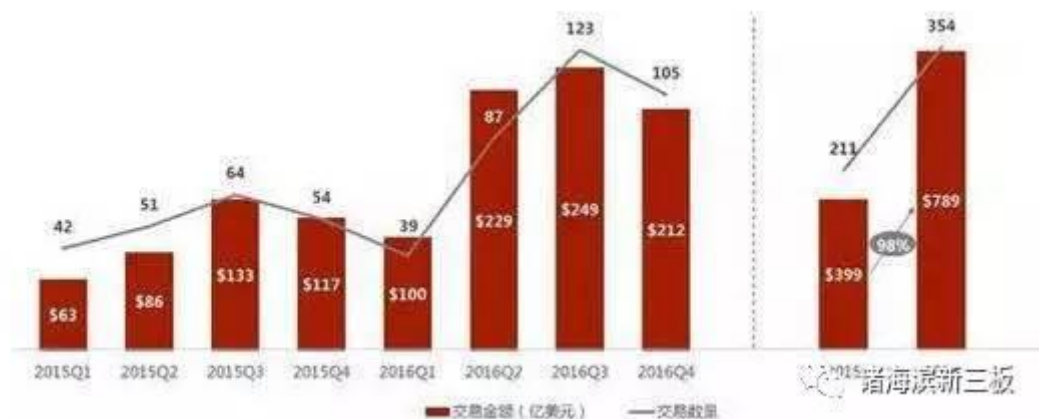
2016 年全年证监会重组委共审核 275 起并购重组交易，其中有条件通过 121 起，无条件通过 130 起，否决 24 起，重组委否决率从 2015 年的 6% 上升到 9%。尤其在 2016 年第二季度和第三季度，否决率一度高达 10% 以上。同时有条件通过案例在全部通过案例中的占比也从 2016 年第一季度的 59% 下降到第四季度的 36%，重组委审核关注点逐渐突出，减少有条件过会中间地带。

在 2016 年证监会否决的 24 起并购重组交易中，标的资产未来盈利能力的持续性和盈利预测的可实现性备受关注，同时证监会更加注重分类审核，对于借壳交易从严监管，借壳交易显著减少。



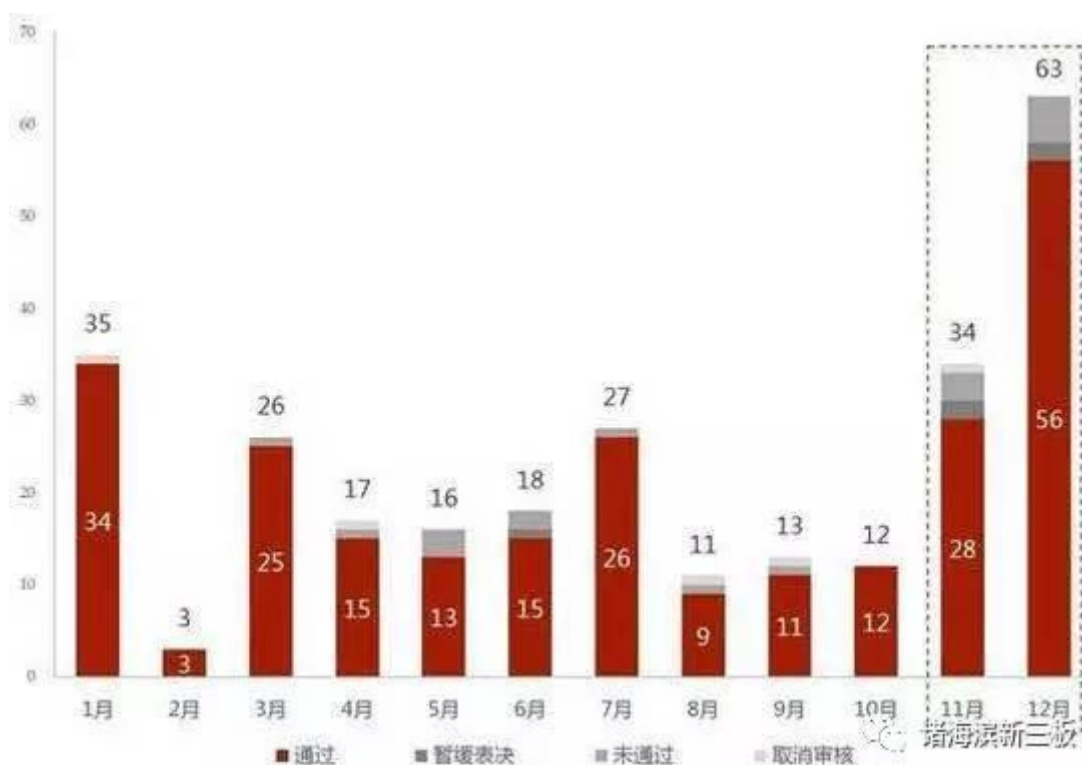
#### 2016 年与 2015 年各季度 A 股重组委并购重组审核情况对比

除了在重组委层面进行交易否决之外，监管层从交易所问询、证监会反馈等多个层面对不符合要求的案例进行劝退或否决。2016 年 A 股市场共有 354 起并购交易宣告失败或终止，相比 2015 年增长 68%，涉及交易金额 789 亿美元，相比 2015 年增长 98%，并购重组失败终止案例飙升。

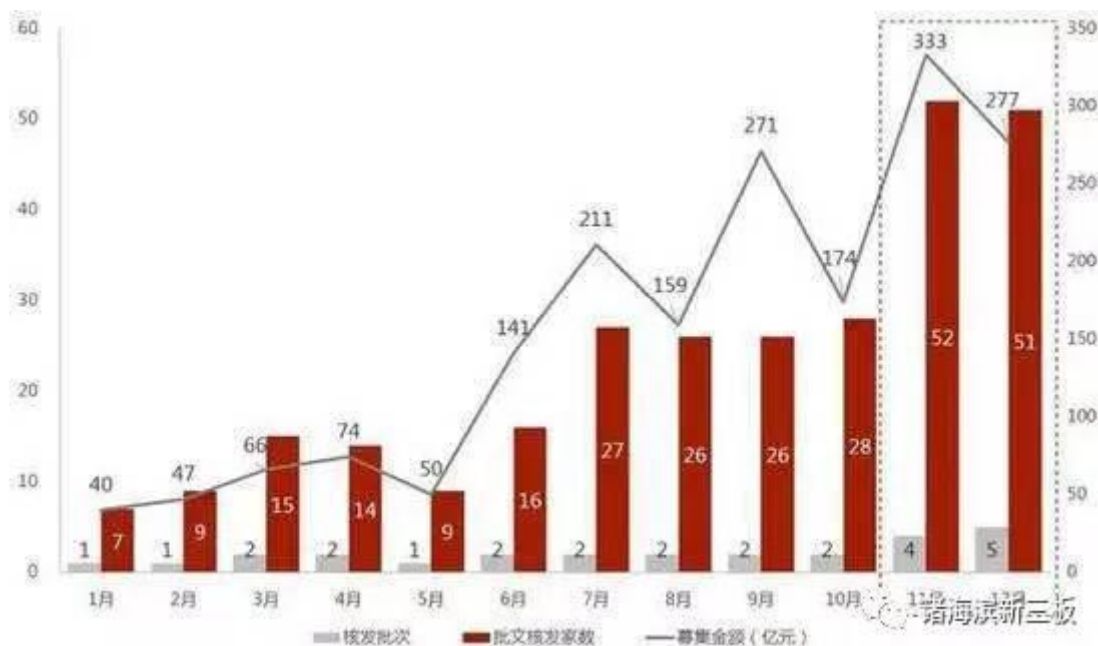


2016 年与 2015 年各季度 A 股终止并购交易数量与金额对比

与重组审核趋严相对应的, 2016 年 11 月以来 IPO 提速明显。2016 年全年证监会共审核 275 起 IPO 申请, 通过 247 起, 其中 11-12 月份仅 2 个月时间就审核了 97 起, 通过 84 起, 月审核数量从上半年的 10-20 起上升到了年底的 30-60 起。2016 年全年证监会共核发 IPO 批文 280 家, 11 月份以来核发速度从每月两批提速到每周一批, 月核发批文家数从上半年的 10-20 家上升到了年底的 50 家。相应地定增与配套融资受到监管抑制, 2016 年 6 月份证监会就并购重组涉及的募集配套资金问题进行窗口指导, 降低配套融资上限并限制资金用途。



2016 年各月份 A 股 IPO 过会情况



2016 年各月份 A 股 IPO 批文核发情况

## 2、资金出境艰难，跨境并购市场出现短暂降温

2016 年，我国共发生出境并购交易 693 起，相比 2015 年增长 30%，涉及交易金额 2,628 亿美元，相比 2015 年增长 60%。但是受到限制资金出境的政策力度不断加大的影响，12 月以来我国出境并购趋势回落明显。



2016 年各月份跨境并购交易数量与金额对比

2016 年 11 月底，市场上出现了有关国务院将就境外直接投资出台系列管控措施的消息，旨在对于 ODI 审批和资金出境进行更严格的把控，初步计划实施期限到 2017 年 9 月底。

对以下 6 类特殊性质的对外投资业务，将实施规范监管，从严控制，原则上不予备案或核准：

1) 大型境外投资或收购项目；2) 合伙企业的对外直接投资；3) 10%以下小比例参股境外上市公司的对外直接投资；4) 母子大和快设快出的对外直接投资；5) 境内资本参与境外上市中资企业退市操作；6) 资产负债率过高、净资产收益率过低的企业的对外投资业务。同时对于银行境外放款业务也将加强管理，管控资金出境。

从近期 ODI 和资金出境操作上看，实操原则已经和新规要求基本一致，但新政策出台后，预期获得 ODI 审批的难度将大幅增加，且后续银行办理资金出境和跨境人民币业务也将一概从严处理，跨境收购项目和境内基金参与的境外私募融资和并购项目将受到较大影响。建议相关企业在项目上尽量和外管、人行以及办理出境银行预先就项目背景、收购原因等进行充分预沟通。

### 3、从巨轮到舰队，科技巨头分拆提速

2016 年以来，各大平台公司业务分拆明显提速，2016 年第四季度先后有百度视频完成 A 轮融资、网易集团递交网易传媒 IPO 申请草案、京东宣布拆分京东金融、同程旗下同程国旅合并万达旅业、金山拆分办公软件业务向证监会递交申请等拆分案例，预计 2017 年分拆趋势将延续。

针对业务类型及成熟程度的不同，集团可对分拆业务采取独立上市、私募融资、引入战略投资者等不同的资本运作选择，以促进分拆业务更顺利的发展，同时也减少集团的资金投入压力，能够使集团将业务重心更集中于核心业务当中。



2016 年平台型公司分拆案例

### 4、非 A 股战略投资人关注生态布局和海外扩张

2016 年，BAT 三大互联网巨头共进行投资并购交易 123 起，同时京东、万达、海航、携程、奇虎、今日头条、滴滴、新美大等其他非 A 股战略投资人也依然保持活跃。根据自有业务进行生态布局和出境进行海外扩张，是战略投资者们的主要关注点。



2016 年主要非 A 股战略投资者投资并购交易概览

## 2017 年 TMT 并购市场展望

### 1.A 股并购聚焦产业整合与升级，整体规模或下降

- 1) 监管机构将延续严格监管的基调，抑制题材炒作与市场套利驱动的并购重组，鼓励围绕产业整合与升级的理性并购。
- 2) 在市场相对稳定情况下，监管机构将保持 IPO 审批速度，纾解 IPO 排队堰塞湖，相应地定增与配套融资将受到抑制。在此背景下，部分考虑出售或借壳的企业可能重新转向 IPO 计划。
- 3) 借壳仍将是 A 股重要上市渠道。参考发达资本市场经验，我们认为借壳交易的减少是建立在“IPO 通道畅通”和“严格执行退市制度”的基础之上的，前者降低企业借壳动力，后者有利于清理壳资源、提高炒壳风险。但目前 IPO 排队企业堰塞湖完全疏解还需要 1-2 年的时间，而退市制度亦尚未得到严格执行，预计短期内借壳仍将是企业上市的重要渠道，创新型的“类借壳”交易结构将会继续出现。
- 4) 中概股回归限制等为应对资本市场波动而出台的应激性政策，短期内放松的可能性仍然较低

**2、跨境并购市场将出现短暂降温，不改长期增长趋势。**一方面，我国经济从商品全球化迈向资本全球化阶段是必然趋势；另一方面，随着我国新经济公司的发展壮大，也必然需要向全球市场扩张，寻找价格合理的海外优质资产。

**3、在已有成功案例的示范和带动下，预期 2017 年平台型公司将延续业务分拆趋势**

### 4、主要非 A 股战略投资者重点关注方向预测



## 4.2. 智能音箱能否成为智能家居时代的新入口？

（来源：36Kr）

从互联网时代，到移动互联网时代，再到现在异常「火热」的人工智能（AI）时代，每次时代的变化都会影响着「入口」的变化。互联网时代，各个公司都抢占「网页」入口的 BAT、新浪、网易成为获胜者。移动互联网时代抢占「APP」入口，微信、微博是最大的赢家。「得入口者得天下」，那么在人工智能时代，下一个入口又是什么？

智能家居是人工智能的一个重要应用场景，亚马逊的 Echo 智能音箱已经在美国成为了智能家居的入口，人们通过 Echo 可以用语音控制家电、购买商品、查询资讯。那么在中国，智能音箱能否也成为智能家居的入口呢？

亚马逊的 Echo 音箱销量已经突破 500 万台。根据消费者智能研究机构 CIRP（Consumer Intelligence Research Partners）发布的最新报告，截止 2016 年 11 月 21 日，Echo 音箱在美国的销量已经达到了 510 万台。而在 CIRP 发布于 2016 年 4 月份的报告中，Echo 在美国的销量已经达到 300 万台：也就是说，在 7 个半月的时间里，Echo 的销量增加了 200 多万台。要知道美国的人口只有 3 亿，只是中国人口的一个零头，500 万台的销量已经是非常可观的一个数字啦。

当然，很多智能硬件的创业者，看到 Echo 在美国的流行，也开始蠢蠢欲动，争相模仿。京东和科大讯飞合资成立了一家公司来做叮咚音箱。叮咚 A1 不仅仅只是模仿 Echo 的「商业」模式，而且从参数上也想超越 Echo：比如，Echo 是 7 麦，而叮咚 A1 是 8 麦，Echo 是两个喇叭，叮咚是 5 个喇叭，而且价格比 Echo 便宜：Echo 是 179 美元，折合人民币是 1243 元，叮咚 A1 价格仅为 798 元。似乎还可以还可以看到几年前，国内多家手机厂商大战的影子，首先就是拼参数。



叮咚在一年之间做出好几款产品，价格从便宜的 199 到近千元的都有，体现了叮咚欲占领整个智能音箱高、中、低市场的野心。科大讯飞和京东合体：又有技术、又有销售渠道，按理说叮咚音箱的前景应该很可观才对，然而销量一般，却远不如美国的 Echo，实在令人有些费解。

## 【1】 2、国内智能音箱销量为什么不行？

叮咚既不缺技术、也不缺渠道、又有多款产品、产品硬件参数也不亚于 Echo，为什么销量竟如此一般呢？

有人说是因为叮咚的音质不好，它虽然用了 5 个喇叭，但音质还不如 Echo 的两个喇叭。但是，可以发现说叮咚音质不好的都是做音箱的专业人士，而非专业人士可能还感受不到叮咚的音质缺陷，我们看京东上叮咚的评论，反而很多用户说音质很好。所以，音质应该不是导致销量差的主要原因。

有人说是因为叮咚的语音交互体验不好，的确，从目前的水准来看，它语音交互有些时候会答非所问，但这是人工智能行业普遍的问题，人工智能目前的智力水平相当于 5 岁小孩的智商，不可能非常聪明，即使是 Echo 也会出现答非所问，一些问题问答不了是很正常的情况。

我们看京东上的评论，凡是购买过叮咚音箱的普通用户很少评论说音质和语音交互的问题，说这些问题的都是专业人士。如果智能音箱是一个强需求，即使有点体验不好也会有很多人购买，这时候应该看到京东上有一定销量，但差评很多的现象，而实际上好评很多，销量一般，说明用户对智能音箱不是强需求，所以即使叮咚把音质做好了、把语音交互体验提升了，销量也不会有大的改善。

所以个人认为，真正导致叮咚销量差的原因是环境问题，中国的环境和美国的环境是不一样的，美国环境具备了智能音箱流行的条件，而中国环境没有，即使做出一个体验和音质

都超越 Echo 的产品，销量也很难提升。就像冬天里卖雪糕，雪糕做得再好，买的人也是很少。

## 【2】 3、为什么是美国？

那么，我们可以也思考一下，美国环境具备了哪些让智能音箱流行的条件呢？在 Echo 流行之前，已有一家叫 Nest 的公司将智能硬件普及到美国的千家万户，Nest 的产品有智能插座、智能开关、智能遥控器、烟雾探测器等硬件，我们暂且将这些硬件统称为「智能控制器」。

智能家居的普及不能指望大家电的更新换代，像冰箱、空调、洗衣机要经历十几年才能换代下来，时间太漫长了。Nest 不改变传统家电，而通过增加智能控制器的方法实现智能家居，比如并不是让用户更新换代空调，而是增加温度控制器，温度控制器可以控制各种类型的空调，空调本身不能联网没关系，温度控制器可以联网，这样就可以用 APP 控制空调温度，在办公室也能控制家里的空调。Echo 支持所有 Nest 设备，也就是说你也可以实现对着 Echo 说话来控制空调的温度。Nest 的智能控制器还有像智能插座、智能开关等，Nest 虽然不生产智能家电，但通过智能控制器能让传统家电也实现智能化。Nest 发展最顶峰的时期是 14 年，早在 14 年 Nest 的智能控制器就进入千家万户，也在这一年 Google 以 32 亿美元的价格收购了 Nest。

Echo 在美国厨房使用得比较多，美国的厨房面积大，很多家电都在厨房，他们一般做面包，不炒菜，噪音也小，使得在厨房可以和 Echo 进行语音对话控制家电。而在中国很多家庭都还没有智能设备，用音箱控制家电的需求不强，甚至卖智能音箱时要送给用户一个小的智能硬件才可能让用户玩起来。

美国环境和中国环境不同之处还有用户对内容付费的习惯。在美国用户已养成了为内容付费的习惯，用户一个月为听歌包月付费变成一个正常的行为，而在中国为内容付费的习惯并没有养成，再加上最近一年音乐版权收紧，做一个音箱为购买音乐版权每年就要花几百万的费用，这使得一些小公司望而却步，想做音箱而不敢去做。

## 【3】 4、应用场景是关键

那么在中国现在是不是做智能音箱的好时间呢？我们预测 17 年将掀起一场智能音箱的大战，据我们了解，乐视、美的、华为、小米都在着手做音箱的事情，明年这些公司会铺天盖地的宣传智能音箱，从而教育市场，培养用户习惯。风口不可失，但如果只是模仿 Echo 音箱并不是出路，我们应该根据中国的环境，给智能音箱找到适合中国的应用场景。

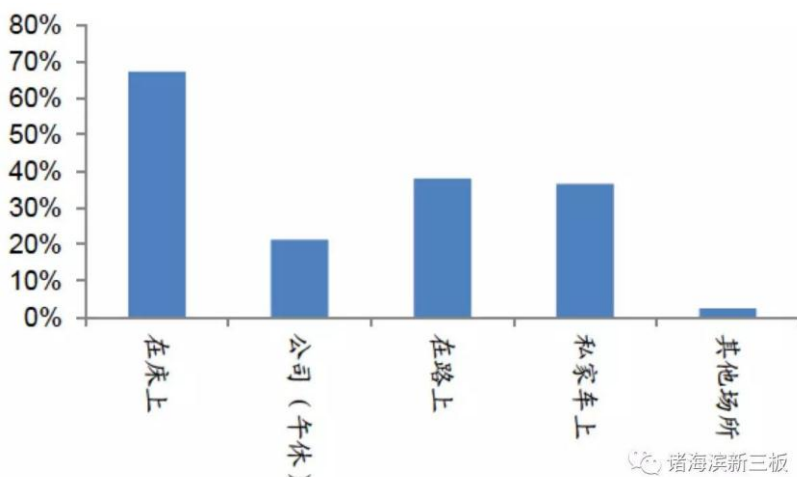
智能音箱从大的分类上可以分为两类：便携式和家居式。

便携式是方便随身携带的，我们在旅游或出差时可以带着它，想听音乐时随时拿出来播放音乐，这样的音箱一般体积要小，能握在手里，因为一般人都是拿着他的，所以一般不需要语音唤醒，按键即可。便携式音箱是需要电池和存储卡的，这样在户外的时候即使没有网络也可以播放下载到存储卡中的音乐。

智能音箱和蓝牙音箱的用户群是相同的。根据京东大数据对蓝牙音箱的调查，销量最大的在 200-399 元的音箱，这个价格区间的音箱主要就是便携式音箱，足见在中国市场，对音箱的便携式需求还是比较大的。

家居式音箱是放在家里的，我们一般不拿在手里，所以人离音箱有一定距离，需要语音唤醒，因为固定放在家里，其实是可以不需要电池的，直接电源插上即可。不会把它拿到户外也不需要存储卡，这样的音箱为了保证音质可以适当将体积做大一点。那么，家居式音箱应该放在哪儿呢？厨房、客厅还是卧室呢？

我们之前说过 Echo 在美国是放厨房的比较多，而在中国放厨房的可能性很小，中国的厨房面积小、经常炒菜噪音也大。在客厅中国用户习惯放专业级的大音箱，智能音箱放客厅的需求强不强，不得而知。所以，从这个层面来看，卧室可能是智能音箱在中国的突破口。我们来分析一下卧室下可能有哪些需求：



上图是喜马拉雅对用户使用场景的统计，有很大一部分用户喜欢在床上听喜马拉雅，也就是说对于成年人来说在床上听音频节目需求是很强的，而针对儿童，很多小孩睡觉前需要听故事才能睡着，大人脑袋中的故事有限，而且大人讲故事很占用大人的时间，如有个音箱放在床头每天讲故事哄小孩睡觉，就能解决大人的烦恼。

其实《凯叔讲故事》已经验证了这样的需求，这个节目最神奇的就是它的哄睡功能，凯叔讲完故事后会给小朋友读唐诗，唐诗会重复读四五遍，每一遍的语速都会放慢、声音放低，最后到声音听不见，孩子听上四五遍后也基本都睡着。但现在家长都是用手机给小孩播放《凯叔讲故事》，这样晚上就固定有段时间家长不能使用手机了，现在的人越来越离不开手机，家长都是不想用手机给小孩讲故事的，如果有个能讲故事的音箱就好了。

此外，卧室的音箱也能让我们早上起床的感觉完全不一样，在以前我们明天早上都是手机闹铃把我们叫醒，我们其实很想再赖床几分钟，但不得不艰难的起身，找到手机，然后点击「稍后提醒」按钮。而如果我们用床头的智能音箱设置早上起床闹铃，它支持语音控制，不用起身，对它说「让我再睡会儿」，然后音箱就自动设置 10 分钟后再提醒。因为音箱是联网的，云端有丰富的音频资源，可以设置每天闹铃的音乐都不一样，如果你安装了智能窗帘，音箱还可以控制窗帘缓缓拉开，清晨叫醒我们的不只有轻缓的音乐，还有暖暖的阳光，美好的一天从此开始，试想一下，这种场景肯定能够打动用户。

我们还可以设置起床后自动播放的节目，有的人喜欢听新闻、有的人喜欢听罗辑思维、有的人喜欢听小说，设置自己喜欢的节目，在起床后会自动为你播放，在你穿衣服的同时你已经通过收听音箱节目了解了外面的世界。当音箱有了明确的应用场景后，很多问题都有了答案，一个放在卧室的家居式音箱：

需要电池吗？不需要，因为长期放在床头，可以直接用电源线。

需要存储卡吗？不需要，在卧室一般都是联网状态。

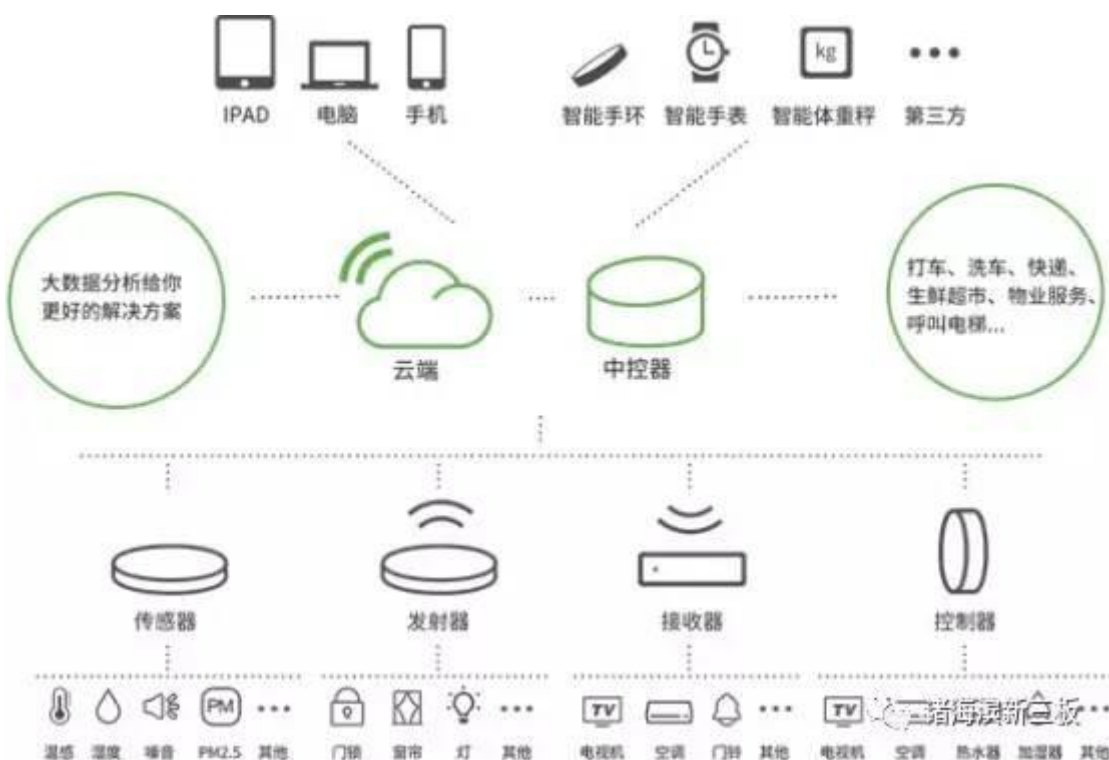
需要麦克风阵列吗？需要几麦？我们要知道麦克风阵列主要解决什么问题，主要声源定位和远场拾音，而在卧室，我们一般都是坐在床上或趟在床上和音箱对话，声源都是来自床的方向，多人同时和音箱对话的情况很少。在卧室里人和音箱的距离也不会太远，可能都会在5米以内的，没有必要支持很远距离的远场拾音。支持卧室场景单麦或双麦就足够。没有必要学 Echo，人家7麦我们非要8麦，没那个必要。

需要呼吸灯吗？需要，在卧室里呼吸灯能营造气氛，晚上起床也能达到照明效果。

需要什么样的内容？音箱除了需要音乐内容，我们刚才描述过卧室里面的强需求，小孩每天睡觉前需要听故事，针对小孩，我们音箱也应该需要早教内容、故事内容。

需要控制家电吗？在卧室里是不能控制冰箱、洗衣机等大家电的，最多可能会控制灯泡、窗帘等小家电。

回到我们今天讨论的话题，智能音箱到底能否作为智能家居的入口呢？前面我们说过在中国还没有一家像美国 Nest 公司那样已经把基础的智能硬件普及了，如果它要作为入口，就不能只做智能音箱一件单品，还需要做和音箱配套的基础硬件，也就是说我们需要打通整个生态。



所以，在中国光做 Echo 成为不了智能硬件入口，要做「Echo+Nest」才行，并结合家装，通过装修让智能硬件进入家庭。

所以除了做音箱，还要做类似 Nest 的产品线：传感器、开关、插座等。Nest 的产品线并不是大家电而是智能控制器，智能控制器会比智能大家电的普及速度更快。国内已有类似 Nest 的公司，如欧瑞博、图灵猫。他们虽然成立不久，但发展很快，智能控制器是有市场需求的，可以很快普及。

自从 1956 年达特茅斯学院定义人工智能以来，已经 60 年，经历了三起三落，有人预言本次兴起的人工智能大潮和以往两次完全不一样，因为基础技术的成熟这次有望实现人工智能的普及，让人类进入和现在完全不一样的智能生活。今年机器人炒得火热，但各家机器人销量并不是很好。不管是今年的机器人还是明年 2017 年的音箱，人工智能产品都需要找到应用场景才能解决销量的问题，才能普及。这个应用场景是要符合中国国情的，而不是照抄美国，个人认为人工智能产品的突破点有三个：儿童、老人、家装。

首先要知道目前人工智能的智力水平只有 5 岁，它还不能服务于精准度要求高的行业。让成人玩人工智能产品，他总会觉得它不够智能，总会答非所问。那么目前人工智能产品针对人群的突破点就是儿童和老人，他们对智力水平要求不高，即使答非所问也能让儿童和老人在和机器人交流时得到欢乐。针对儿童要有丰富的早教内容，针对老人要加入医疗健康内容。

如果人工智能产品要打入成人群体，就需要结合家装，这是不是用音箱一个单品进入，而是音箱结合智能控制器，通过装修给用户建立一套「智慧家庭」的体系。

综上所述，在中国想让智能音箱变为入口，需要走的路还很长，要走「Echo + Nest + 家装」的模式才有可能，需要一个产品线，需要打通产业链。如果智能音箱作为一个单品进入家庭，那么在卧室使用的场景需求会最强烈，而且需要结合早教内容，以上！

## ■ 分析师声明

诸海滨、桑威声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

### 上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

### 北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034