



伐谋中小盘信息更新

全志科技 (300458)

科技巨头加大投入，儿童故事机开启智能化时代

——全志科技信息更新

	刘易 (分析师)	周昊 (研究助理)
	021-38674878	021-38675861
	liuyi014913@gtjas.com	zhouhao020146@gtjas.com
证书编号	S0880515080001	S0880118030036

本报告导读:

儿童故事机开启智能化时代,公司作为国内语音交互芯片龙头,未来几年将深度受益。

维持“增持”评级,维持目标价 31.68 元。

投资要点:

- 维持“增持”评级,维持目标价 31.68 元。公司 2018 年智能音箱芯片符合预期,儿童智能故事机超市场预期,维持预计 2018-2020 年营收 13.95、18.00、26.90 亿,归母净利润 1.92、2.76、3.86 亿,对应 EPS 0.58、0.83、1.17 元。维持“增持”评级,维持目标价 31.68 元。
- 国内儿童故事机蓬勃发展,2018 年销量达 3000 万台。国内儿童故事机 2010-2018 年蓬勃发展,年销量从 2010 年 219 万台增加到 2018 年的 3000 万台,年复合增速达 38.70%,整个行业产值达 47.1 亿元。其中产品平均售价 157 元,行业平均毛利率 30% 左右。
- 科技巨头加大投入,儿童故事机从功能化走向智能化。2016 年之前国内故事机行业集中度较低,且主要是以按键为主同质化竞争。2016 年小米推出以语音交互等为卖点的米兔,深受市场青睐(累计销量超百万)。其后科大讯飞、360、思必驰等巨头不断跟进,叠加云端资源不增加,儿童故事机 2018 年开始步入智能化时代。
- 公司作为语音交互芯片龙头,未来将深度受益智能化时代。公司针对儿童故事机语音交互需求,有 R16 和 MCU+WIFI 方案,满足不同场景、不同价格需求。2018 年年初,公司儿童智能故事机芯片月出货量 10 万颗左右,8 月开始放量,月出货量达到百万颗,预计 2018 年全年出货量在 700 万颗左右,2019 年全年保守估计超过 1000 万颗。随着技术的进步,公司将深度受益于智能化时代的到来。
- 催化剂: 儿童智能故事机加速渗透
- 风险提示: 下游经销商去库存

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,252	1,201	1,395	1,800	2,690
(+/-)%	4%	-4%	16%	29%	49%
经营利润 (EBIT)	88	-7	159	245	380
(+/-)%	-27%	-108%	2309%	53%	55%
净利润	149	17	192	276	386
(+/-)%	16%	-88%	1008%	44%	40%
每股净收益 (元)	0.45	0.05	0.58	0.83	1.17
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	7.1%	-0.6%	11.4%	13.6%	14.1%
市盈率	47.1	404.2	36.5	25.4	18.1
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 31.68

上次预测: 31.68

当前价格: 21.14

2018.11.14

中小盘研究团队

刘易 (分析师): 021-38674878

证书编号: S0880515080001

王政之 (分析师): 021-38674944

证书编号: S0880517060002

俞能飞 (分析师): 021-38674994

证书编号: S0880512080014

安小涛 (研究助理): 021-38674623

证书编号: S0880117080149

周昊 (研究助理): 021-38675861

证书编号: S0880118030036

杨文建 (研究助理): 021-38674711

证书编号: S0880118050039

张旭 (研究助理): 0755-23976500

证书编号: S0880118060034

邱苗 (研究助理): 021-38675861

证书编号: S0880118060081

相关报告

《AI 芯片龙头,深耕多年只待行业开花》2018.11.04

《年度业绩拐点幅度超预期,传统加 AI 应用扩抓手》2018.10.29

《Q3 业绩预告再超预期,1~9 月业绩再创新高》2018.10.11

《中报业绩超预期,智能硬件增收更增利》2018.08.28

《中报业绩大超预期,单季净利润创历史新高》2018.07.10

1. 儿童故事机蓬勃发展，大陆成为全球生产基地

1.1. 大陆故事机销量持续增加，2018年销量超3000万台

国内儿童故事机
2010-2018年年复合增
速达38.70%。

儿童故事机兼具学习、娱乐于一体，逐渐成为家庭刚需。故事机作为儿童玩具，可以将儿童故事、语文课堂、英语、百科全书、音乐等数据存储在本地，兼具学习娱乐于一体，加上符合儿童审美观的卡通外形，既增加了儿童的学习兴趣，又同时减轻了家长辅导小孩的负担，随着生活水平的不断提高，儿童故事机已逐渐成为家庭必需品。

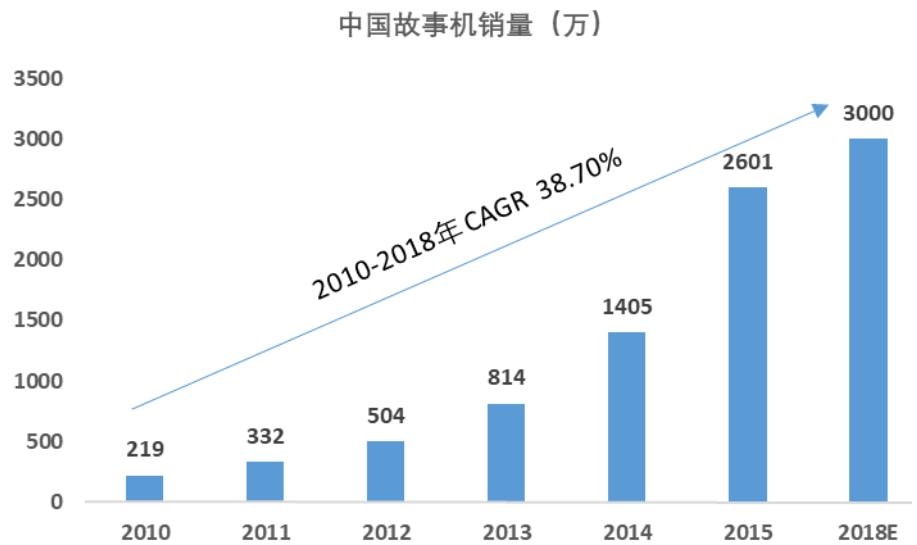
图 1: 传统儿童故事机以按键为主，兼具学习、娱乐功能



数据来源：火火兔官网

2014年国内销量破千万，预计2018年销量超3000万台。儿童故事机在2010年之前，由于国内整体消费水平相对较低，销量较低。2010年后销量逐渐上升，2014年国内销售首次突破千万，当年销售量达到1405万台，同比增长72.60%，2015年销量破两千万，达到2601万台，同比增长85.12%。草根调研数据，预计2018年销量达到3000万台。

图 2: 2018年儿童故事机销量超3000万台



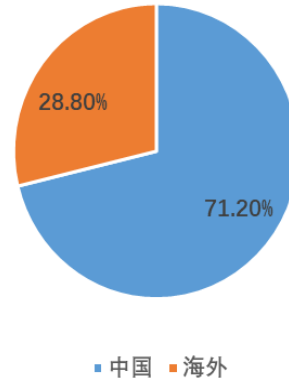
数据来源：中为咨询，国泰君安证券研究

大陆是全球故事机生产基地，占比 71.2%

1.2. 大陆为全球故事机主要生产基地，但行业集中度较低

大陆是全球最大故事机生产基地，占比 71.2%。中为咨询 2016 年行业数据显示：国内儿童故事机占全球生成比重的 71.2%，年产值达到 38.2 亿元，大陆已成为全球最大故事机生产基地。

图 3: 大陆为全球儿童故事机主要生产基地，占全球份额 71.2%



数据来源：中为咨询，国泰君安证券研究

国内儿童故事机行业集中度较低，排名第一的火火兔市占率也才仅为 5.76%。

国内儿童故事机行业集中度较低，CR10 仅为 35.74%。儿童故事机品牌众多、同质化竞争严重，行业第一的火火兔市占率也仅为 5.76%，行业前十市占率也仅为 35.74%，行业集中度有望进一步提高。

表 1: 国内儿童故事机行业集中度较低，CR10 为 35.74%

排名	品牌	市占率
1	火火兔	5.76%
2	费雪	4.79%
3	美美兔	4.40%
4	米兔宝	4.06%
5	和乐兔	3.72%
6	优比故事机	3.16%
7	洪恩教育	2.92%
8	小叭叭故事机	2.53%
9	皮皮兔	2.23%
10	特宝儿	2.17%
CR10		35.74%

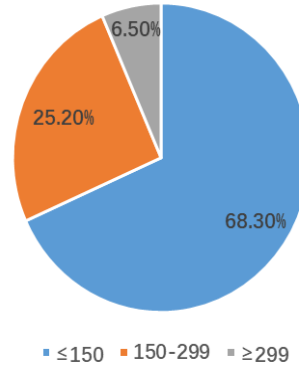
数据来源：中为咨询，国泰君安证券研究

国内儿童故事机价格150元以下占主导，占比为68.3%。

1.3. 价格亲民，150元以下产品占比超过68.3%

国内儿童故事机目前价格集中在150元以下，市占率为68.3%。国内儿童故事机价格主要集中在150元以下，市占率为68.3%；150~299价格区间市占率为25.25%；高端产品，299元以上的占比较低，仅为6.5%，行业整体价格区间还有较大提升空间。

图4：儿童故事机价格低于150元占主导，市占率为68.3%



数据来源：中为咨询，国泰君安证券研究

国内儿童故事机产值不断增加，2018年达47.1亿元。儿童故事机国内2014~2016年产值分别为22.8、38.2、43.6亿元，结合当年销量1405万、2601万、2700万台，测算平均售价分别162、147、161元，基本保持稳定。2014~2016年行业利润为6.3、12.8、13.5亿，对应产品毛利率处于30%左右，分别为27.63%、33.51%、30.96%。以均价157元、毛利率30%测算，预计2018年产值47.1亿元，利润为14.1亿元。

表2：2018年国内儿童故事机产值47.1亿

	行业产值(亿)	行业利润(亿)	平均价格(元)	毛利率
2014	22.8	6.3	162	27.63%
2015	38.2	12.8	147	33.51%
2016	43.6	13.5	161	30.96%
2018E	47.1	14.1	157	30%

数据来源：国家统计局、中为咨询，国泰君安证券研究

2. 儿童消费升级，“人机交互”故事机需求爆发

消费升级背景下，儿童消费也进入智能化时代。伴随着消费升级时代来临，新一代80、90后家长一方面工作节奏快、育儿时间有限，另一方面由于其自身教育程度较高，对新事物认知接受较快，叠加近年人工智能技术渗透率不断提高，新一代家长对儿童产品从最初的简单功能故事机，需求提高到智能机。

2016年开始，科技巨头率先开启儿童故事机智能化时代。2016年6月，小米推出米兔智能故事机（官方售价199元），在故事机基础功能基础

上，主推微信聊天、智能语音交互等功能。其产品发布介绍：米兔基于人工智能和自然语言解析技术，针对宝宝性格特点和语言习惯，形成相关知识图谱和海量资料库，可以和宝宝聊天、学习、唱歌，快快乐乐陪伴宝贝成长，云端大数据内容支持，轻松聊天中，帮助宝宝语言、社交、科学、艺术的发展。

图 5：米兔儿童智能故事机，主推微信聊天、智能语音交互功能



数据来源：小米官网

同年 10 月，科大讯飞发布阿尔法蛋故事机器人（官方售价小蛋 699 元，大蛋 2999 元），智能语音交互技术是其最大卖点，众筹过程就获得 100 万资金支持。360 公司在 2017 年 5 月推出智能故事机（官方价格 299 元），主打儿童陪伴功能，不仅能为宝贝们唱儿歌、讲故事，同时配备摄像头，可以和宝宝视频通话。其中包括图灵机器人、思必驰等科技公司纷纷推出儿童智能故事机，将人工智能技术融入到儿童运用场景。

国内各大巨头不断推进智能化儿童故事机。

图 6：科大讯飞、360 儿童智能故事机，主打语音交互



数据来源：科大讯飞、360 公司官网

云端内容不断增加，进一步推动儿童故事机发展。随着云服务渗透率加快，智能故事机将故事、英语、音乐等资源从本地走向云端，连接更多

资源，如凯叔讲故事、贝瓦儿歌、宝宝巴士等，儿童故事机内容更加开放和丰富，受到市场欢迎。调研数据显示，米兔上市以来销量超 100 万。

图 7: 云端内容不断增加, 进一步推动儿童智能故事机发展



数据来源: 360 公司官网

科技企业带来革新, 传统厂商快速跟进。随着科技巨头的智能化儿童故事机畅销, 2017 年开始传统故事机厂商火火兔、小熊优彼、蓝宝贝等开始推出了 WIFI 版本的智能故事机, 增加了语音点播、语音互动等功能。从天猫、京东等电商品牌的故事机排行榜分析, 销量靠前的故事机产品均配置语音交互功能, 反应出国内人工智能技术, 在儿童故事机市场蔓延的趋势。

3. 开启儿童故事机智能化时代, 未来百亿市场可期

开启儿童故事机智能化时代, 未来百亿市场可期。AI 推动儿童故事机发展才刚刚开始, 随着越来越多科技与传统企业加入智能化革新, 未来两年会有更多儿童智能产品面世。同时不管是国内还是全球, 由于儿童人口基数大, 未来百亿甚至千亿市场都值得期待。

国内儿童人口基数大, 随着智能化时代的到来, 百亿市场可期

3.1. 国内儿童人口呈现上升趋势

国内儿童人口多, 2017 年占全国总人口 16.8%。根据国家统计局数据, 2017 年国内儿童(0-14 岁)人口总量为 2.33 亿, 占总人口百分比为 16.8%。同时 2011~2017 年以来, 0-14 岁儿童不断增加, 预计随着国内二胎政策的放开以及相关鼓励政策出台, 儿童人数呈现上升趋势。

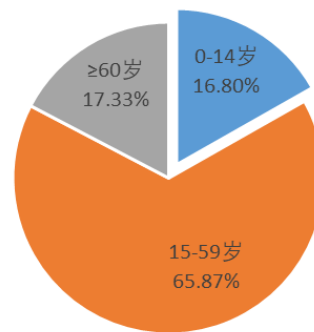
表 3: 2017 年国内 0-14 岁人口总数 2.34 亿

	总人口(万)	0-14 岁	15-59 岁	≥60 岁
2011	134,735	22,164	94,072	18,499

2012	135,404	22,287	93,727	19,390
2013	136,072	22,329	93,500	20,243
2014	136,782	22,558	92,982	21,242
2015	137,462	22,715	92,547	22,200
2016	138,271	23,008	92,177	23,086
2017	139,008	23,348	91,570	24,090

数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 8：2017 年国内 0-14 岁人口占比 16.8%



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

3.2. 国内智能故事机潜在市场超百亿

国内儿童智能故事机市场空间超百亿。以国内 2017 年 0-14 岁儿童数量 2.33 亿为基数测算，智能儿童故事机在渗透率为 10%、20%、30%、40%、50%、60% 时，市场空间分别为 35、70、105、140、175、210 亿规模，对应的芯片市场空间则为 2.3、4.7、7.0、9.3、11.6、14.0 亿元。注：其中假定故事机单价 150 元，芯片单价 10 元。

表 4：国内儿童故事机渗透率 30% 时，市场空间达 105 亿

渗透率	销量 (万)	价格 (元)	市场空间 (万)	芯片 (ASP10)
10%	2335	150	350,220	23,348
20%	4670	150	700,440	46,696
30%	7004	150	1,050,660	70,044
40%	9339	150	1,400,880	93,392
50%	11674	150	1,751,100	116,740
60%	14009	150	2,101,320	140,088

数据来源：国泰君安证券研究

考虑到草根调研数据显示 2018 年故事机销量在 3000 万左右，目前国内市场渗透率为 12.85%。

3.3. 全球智能故事机潜在市场超千亿

全球儿童 19.53 亿，智能故事机市场空间超千亿。2017 年全球人口 75.30 亿，其中 0-14 岁儿童 19.53 亿，智能儿童故事机在渗透率为 10%、20%、30%、40%、50%、60% 时，潜在市场空间分别达到 293、586、879、1172、1465、1758 亿规模，对应的芯片市场空间则为 19.53、39.07、58.60、78.14、97.67、117.21 亿元。（注：其中假定故事机单价 150 元，芯片单价 10 元）以国内儿童故事机产量占全球 70% 测算，国内芯片市场空间为 13.67、27.35、41.02、54.70、68.37、82.05 亿元。

表 5: 全球儿童故事机渗透率 40% 时，市场空间达 1172 亿

渗透率	销量 (万)	价格	市场空间 (万)	芯片空间 (ASP10)
10%	19535	150	2,930,189	195,346
20%	39069	150	5,860,377	390,692
30%	58604	150	8,790,566	586,038
40%	78138	150	11,720,755	781,384
50%	97673	150	14,650,944	976,730
60%	117208	150	17,581,132	1,172,075

数据来源：国泰君安证券研究

4. 风险提示

中美贸易摩擦加剧。公司产品主要针对国内客户，而国内作为全球故事机主要生产基地，若中美贸易摩擦加剧，相关产业转移至越南等东南亚地区，可能影响公司芯片的销售。

宏观经济下滑导致下游需求不足。宏观经济下滑，影响终端产品需求，叠加经销商对经济的担忧，各环节出现去库存状态，可能影响公司业绩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		