

和晶科技 (300279)

首次覆盖

幼儿教育龙头标的

评级:

增持

目标价格:

61.40

当前价格:

49.72

2015.12.27

——和晶科技首次覆盖报告



范杨 (分析师)

曾婵 (分析师)

袁雨辰 (研究助理)

021-38675923

0755-23976520

021-38674941

fanyang@gtjas.com

zengchan@gtjas.com

yuanyuchen@gtjas.com

证书编号 S0880513070007

S0880515030002

S0880115100041

本报告导读:

和晶科技是 A 股幼儿教育龙头公司, 2016 年公司将逐步完善幼儿教育的商业模式; 智能家居、智慧社区将是公司中长期成长的支撑点。

投资要点:

首次覆盖目标价 61.4 元, 给予“增持”评级

我们认为公司在幼儿教育布局已经获得先机, 2015-2017 年为核心爆发期, 公司在智慧城市布局的格局也具有领先优势, 将在中长期中推动企业价值不断提升。我们预计公司 2015-2017 年收入 7.82/11.04/12.04 亿元 (CAGR 21%), 归母净利润 0.28/1.21/1.67 亿元 (CAGR 92%), 对应 EPS 0.21/0.91/1.25 元。目标价 61.4 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

幼儿教育已经抢得头筹, 2016 年是商业模式成熟之年

公司投资 1 亿元获得环宇万维 34% 股权, 成为环宇万维第二大股东。环宇万维旗下“智慧树”已经覆盖约 3 万家幼儿园, 预计 2016 年进一步扩张至 6 万家, 覆盖全国注册幼儿园约 30%, 成为幼儿园教育的龙头。我们认为公司在 2016 年将着力搭建基于幼儿教育的商业模式, 逐步实现入口价值变现, 因此预计环宇万维作为入口平台, 只是公司幼儿教育战略部署的一部分, 我们认为公司还需在内容和运营方面引入更多能力和资源。

智慧城市大格局, 企业价值将得到不断提升

公司原有主业是家电控制器, 2014 年 12 月, 公司通过收购中科新瑞, 增加系统集成设备业务, 布局智慧城市、智慧社区, 2015 年再收购澳润信息, 进一步增强智能家居、智能楼宇的能力。我们认为, 公司在产业布局不会局限于幼儿教育, 还将基于自身在智能家居方面的能力不断向外拓展, 智慧城市大格局将成为公司长期价值提升更重要的要素。

核心风险: 管理能力不足导致发展不达预期; 幼儿教育盈利模式尚未建立。

交易数

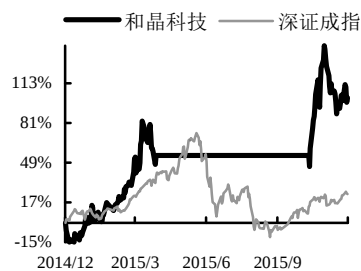
52 周内股价区间 (元)	20.64-62.68
总市值 (百万元)	6,620
总股本/流通 A 股 (百万股)	133/57
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	43%
日均成交量 (百万股)	233.87
日均成交值 (百万元)	112.95

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	589
每股净资产	4.42
市净率	11.2
净负债率	37.87%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.05	0.05
Q2	0.06	0.09
Q3	0.03	0.01
Q4	0.04	0.06
全年	0.18	0.21

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-17%	30%	101%
相对指数	-19%	4%	78%

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	493	682	782	1,104	1,204
(+/-)%	65%	38%	15%	41%	9%
经营利润 (EBIT)	21	28	49	149	173
(+/-)%	67%	36%	72%	206%	16%
净利润	18	24	28	121	167
(+/-)%	-4%	34%	19%	328%	38%
每股净收益 (元)	0.13	0.18	0.21	0.91	1.25
每股股利 (元)	0.00	0.02	0.02	0.09	0.13

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	4.2%	4.2%	6.2%	13.5%	14.3%
净资产收益率 (%)	5.0%	4.1%	4.6%	16.5%	18.8%
投入资本回报率 (%)	6.7%	3.9%	6.0%	17.7%	21.7%
EV/EBITDA	178.7	136.0	87.3	34.6	27.7
市盈率	374.2	279.6	234.3	54.7	39.7
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%

模型更新时间: 2015.12.25

股票研究

可选消费品
家用电器业

和晶科技 (300279)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 61.40

当前价格: 49.72

2015.12.25

公司网址

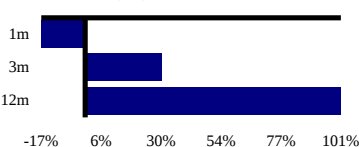
www.hodgen-china.com

公司简介

公司是国内大型白色家电智能控制器高端市场的领先企业之一。

主要从事大型白色家电智能控制器的研发、生产和销售,在国内最早将单片机(MCU)应用于家电智能控制领域。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

20.64-62.68

市值 (百万)

6,620

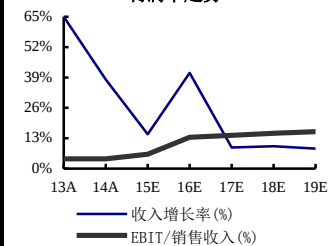
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
营业总收入	493	682	782	1,104	1,204	1,320	1,433
营业成本	422	589	659	850	917	993	1,070
税金及附加	1	2	2	3	3	4	4
销售费用	11	14	16	22	24	27	29
管理费用	37	49	56	79	87	95	103
EBIT	21	28	49	149	173	201	227
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-9	10	40	80	80
财务费用	1	1	9	8	4	0	-13
营业利润	17	25	31	151	209	281	320
所得税	3	6	7	30	42	56	64
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	18	24	28	121	167	225	256
资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
货币资金、交易性金融资产	105	95	91	162	356	607	868
其他流动资产	1	2	2	2	2	2	2
长期投资	0	14	14	14	14	14	14
固定资产合计	91	275	321	283	229	168	124
无形资产及其他资产	56	230	226	222	219	216	212
资产合计	572	1,063	1,161	1,368	1,563	1,816	2,095
流动负债	211	421	488	577	617	663	708
非流动负债	6	58	58	58	58	58	58
股东权益	355	584	615	733	887	1,096	1,329
投入资本(IC)	269	592	652	675	636	592	565
现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
NOPLAT	18	23	39	119	138	161	182
折旧与摊销	16	21	28	41	58	64	68
流动资金增量	-18	33	-18	-64	-18	-21	-21
资本支出	-56	-141	-70	0	0	0	-20
自由现金流	-40	-64	-21	96	178	204	209
经营现金流	14	43	56	96	170	188	211
投资现金流	-56	-217	-79	10	40	80	60
融资现金流	-38	138	19	-35	-16	-16	-10
现金流净增加额	-80	-36	-4	70	194	251	261
财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
成长性							
收入增长率	65.2%	38.3%	14.8%	41.1%	9.1%	9.6%	8.6%
EBIT 增长率	66.8%	35.6%	71.8%	205.9%	15.9%	16.2%	13.2%
净利润增长率	-4.2%	33.8%	19.3%	328.3%	37.9%	34.7%	13.9%
利润率							
毛利率	14.3%	13.7%	15.7%	23.0%	23.9%	24.7%	25.4%
EBIT 率	4.2%	4.2%	6.2%	13.5%	14.3%	15.2%	15.9%
净利率	3.6%	3.5%	3.6%	11.0%	13.9%	17.0%	17.9%
收益率							
净资产收益率(ROE)	5.0%	4.1%	4.6%	16.5%	18.8%	20.5%	19.3%
总资产收益率(ROA)	3.1%	2.2%	2.4%	8.8%	10.7%	12.4%	12.2%
投入资本回报率(ROIC)	6.7%	3.9%	6.0%	17.7%	21.7%	27.1%	32.2%
运营能力							
存货周转天数	141.6	132.7	132.7	132.7	132.7	132.7	132.7
应收账款周转天数	59.4	56.2	56.2	56.2	56.2	56.2	56.2
总资产周转天数	424	569	541	452	474	502	534
净利润现金含量	0.81	1.82	1.98	0.79	1.02	0.83	0.82
资本支出/收入	11%	21%	9%	0%	0%	0%	1%
偿债能力							
资产负债率	38.0%	45.1%	47.1%	46.4%	43.2%	39.7%	36.6%
净负债率	-24.4%	3.8%	8.3%	-6.0%	-26.9%	-44.7%	-56.5%
估值比率							
PE	374.2	279.6	234.3	54.7	39.7	29.5	25.9
PB	18.6	11.3	10.8	9.0	7.5	6.0	5.0
EV/EBITDA	178.7	136.0	87.3	34.6	27.7	23.2	19.9
P/S	13.4	9.7	8.5	6.0	5.5	5.0	4.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%

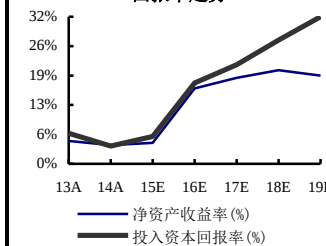
股票绝对涨幅和相对涨幅



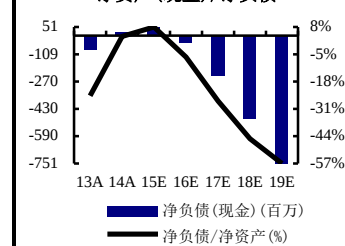
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 智慧城市大格局，幼儿教育抢头筹	4
2. 深耕幼儿教育，逐步向后对接 K12。	4
2.1. 公司布局幼儿教育进展	4
2.2. “智慧树”发展速度持续超预期	5
2.3. 建立入口价值变现的盈利模式将是公司未来发展的重心	6
3. 智能家居→智慧楼宇→智慧社区→智慧城市	6
3.1. 收购中科新瑞，形成智能楼宇和智慧社区能力	6
3.2. 收购澳润信息，与广电合作布局智能家居	6
4. 实际控制人持续参与收购定增表现十足信心	7
5. 首次覆盖给予“增持”评级，目标价 61.4 元	8
6. 核心风险	10
7. 附注：公司基本情况	10
7.1. 主要产品及客户	11
7.1.1. 智能控制器	11
7.1.2. 系统集成设备	12
7.2. 财务报表基本情况	13

1. 智慧城市大格局，幼儿教育抢头筹

和晶科技是一家主要从事大型白色家电智能控制器的研发、生产和销售的公司。2014 年公司业务开始基于自身在智能控制器领域的研发、制造能力和对智能生活的理解开展多元化发展之路。

- 2014 年 9 月投资环宇万维，涉足幼儿教育；
- 2014 年 12 月收购中科新瑞，增加系统集成设备业务，向智能建筑、智慧城市等物联网应用领域拓展；
- 2015 年 11 月收购澳润信息，布局“智能家居”终端—电视，有机连接“智能家电”和“智能建筑”，从而打造更为完整的“智慧生活”。

我们认为：和晶科技是一家在幼儿教育领域有领先布局的公司，环宇万维及其智慧树产品有巨大的发展潜力和增值空间，但和晶科技的发展绝不会止步于智慧树。我们认为和晶科技未来有两个主要的发展方向：深耕幼儿教育；布局智慧城市。

我们预计公司 2015-2017 年收入 7.82/11.04/12.04 亿元 (CAGR 21%)，归母净利润 0.28/1.21/1.67 亿元 (CAGR 92%)，对应 EPS0.21/0.91/1.25 元。目标价 61.4 元，首次覆盖给予“增持”评级。

2. 深耕幼儿教育，逐步向后对接 K12。

幼儿园是教育领域最具价值的领地之一，幼儿园是除家庭外儿童花费时间最长的场景，具有很强的用户刚性和粘性。智慧树以极强的执行力和优势的商业模式快速拓展幼儿园市场，目标在 2016 年底占据国内注册幼儿园（约 22 万家）35% 的市场份额（约 8 万家）。在这一基础是和晶科技建立商业模式的重要基础，但公司仍旧缺乏充足的内容和运营。因此，要建立优秀的商业模式，和晶科技还需要加强内容引进、服务体系搭建和建立核心运营团队和资源来深度挖掘这一平台的价值。因此我们判断未来 2-3 年中公司有必要在这些方向进一步通过内部培养或外部并购的方式完善这一架构。

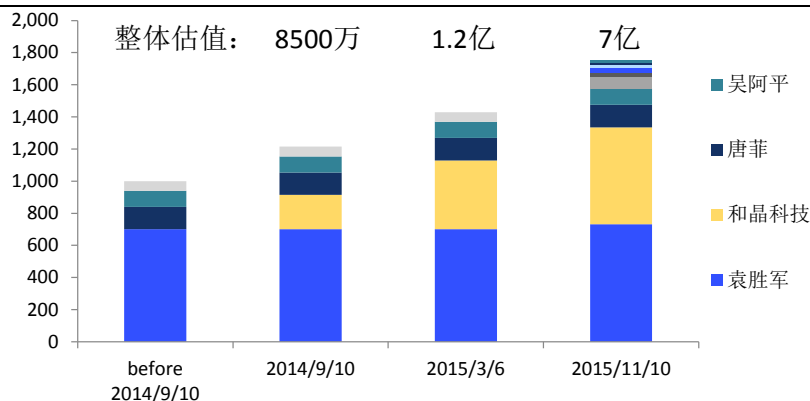
2.1. 公司布局幼儿教育进展

2014 年 9 月 10 日，公司发布公告拟对北京环宇万维科技有限公司（环宇万维公司介绍见附注部分）投资 1500 万元获得环宇万维 17.65% 股权，整体估值 8500 万元。同时，和晶科技还获得在两年以内继续增资 1500 万元获得额外 12.35% 股权（整体估值 1.2 亿元）的权利。

2015 年 3 月 6 日，公司公告行使增资权，对环宇万维追加投资 1500 万元，持股比例上升至 30%。

2015 年 11 月 10 日，公司公告对环宇万维再次追加投资 7000 万元，获得环宇万维增资后 10% 股权，总股权比例上升至 34.43%。

图 1. 环宇万维股权结构及估值变化情况



数据来源：上市公司公告，国泰君安证券研究

注：图中所注日期为上市公司公告日，非实际股权交割日。

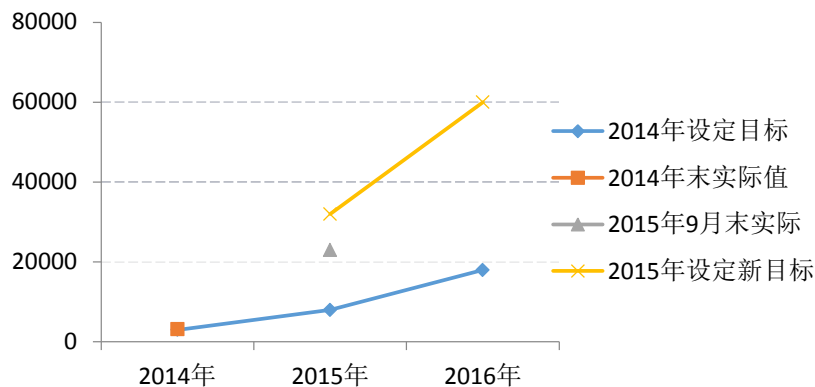
2.2. “智慧树”发展速度持续超预期

2014 年投资公告中，环宇万维计划在 2014 年签约 3000 家、2015 年签约 8000 家、2016 年签约 18000 家幼儿园。2014 年底实际完成 3157 家，与计划基本相当。

但是，环宇万维在 2015 年幼儿园布局速度明显加快，以平均每月 2000+ 家的速度快速发展：截止 2015 年 9 月底，实际签约数量已经猛增至 23000 家，并预期在 2015 下半学期结束时（2015 年 2 月）进一步增长至 32000 家或更高（这一目标在 2015 年 11 月增资计划中提及）。

我们预计按照当前的发展速度，2016 年下半学期结束时（2017 年 2 月）公司签约幼儿园数量有望超过 6 万家（按照平均每月 2200 家的增长速度估算）。

图 2. 环宇万维布局幼儿园的速度持续超预期



数据来源：上市公司公告，国泰君安证券研究

我们分析认为，在建立幼儿教育的优势地位之后，公司逐步向后对接 K12 教育也成为一种可能。但这一可能性的实现应建立在成功的幼儿教育生态基础之上，且 K12 教育的生态和资源还需要重新搭建。

2.3. 建立入口价值变现的盈利模式将是公司未来发展的重心

目前公司已经启动“会员增值服务”，允许多个家长同时了解孩子的情况并参与互动。会员服务的价格为 30 元/月，但目前付费率仍旧较低。广告导流、在线商城、O2O 都是可以挖掘的方向。

不过，我们认为，要充分实现“智慧树”平台的价值变现，仅仅依靠现有的团队和环宇万维可能不够，内容的引进和能力的建设是必不可少的。例如实现精准广告平台还需要大数据分析能力，而在线商城的建设与运营也需要专业的团队才能达到较好的效果。

3. 智能家居→智慧楼宇→智慧社区→智慧城市

和晶科技原来主要从事洗衣机、热水器等大白电的智能控制器的设计、生产和销售，在家电智能化、数据采集和交换等领域有深入的理解和技术储备。2014 年 12 月收购中科新瑞，2015 年 11 月收购澳润信息，从智能家居向智慧社区，最终向智慧城市进行布局的大战略思路已经较为明确的展现出来，成为公司中长期价值持续提升的核心发展轴。

3.1. 收购中科新瑞，形成智能楼宇和智慧社区能力

2014 年，公司以 2.1 亿元对价收购无锡中科新瑞 100% 股权。

中科新瑞主要从事系统集成业务，主要客户包括政府、教育、医疗等行业。中科新瑞通过集成各类软硬件产品，为客户提供智能化工程解决方案、基本系统集成以及系统维护和技术服务。中科新瑞目前主要业务集中于无锡地区，是无锡地区知名的系统集成商。

中科新瑞承诺 2014-2016 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 1650 万元、1900 万元和 2200 万元。

表 1. 中科新瑞 2012-2015H 经营情况

主要财务指标（单位：万元）	2012	2013	2014	2015H1
营业收入	9,171	10,214	12,019	6,523
净利润	571	1,184	1,757	1,104

数据来源：上市公司公告

中科新瑞是和晶科技布局智慧城市的“开山之作”，通过中科新瑞的收购，和晶科技获取了智慧楼宇的布局、管理和运营能力，这一能力一端与家庭连接，另一端则与社区联通，形成智能社区管理和运营的重要组成部分。

3.2. 收购澳润信息，与广电合作布局智能家居

2015 年 11 月，公司公告拟以 5.4 亿元收购澳润信息。澳润信息是一家专注于广电网络设备服务商，具有多年的广电网络数通设备和终端机顶盒的研发以及生产经验。通过收购澳润信息，和晶科技将获得重要的家庭

智能终端入口。目前，澳润信息的家庭网关和家庭数字机顶盒已经融合了双向互动、家庭无线宽带的功能。根据公司公告，除有线数字电视领域外，澳润信息依托与各省市广电系统的良好合作关系，已经逐渐向商业 Wi-Fi 热点覆盖及运营领域拓展。目前，澳润信息及其子公司甘肃澳广已与甘肃省广播电视网络股份有限公司签署协议，合作开展全省 Wi-Fi 热点覆盖业务试点项目。

澳润信息 2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的扣除非经常性损益后净利润分别不低于 4,250 万元、5,000 万元和 5,755 万元。

表 2. 澳润信息经营情况概览

(单位: 万元)	2013	2014	2015 年 1-8 月
资产	16,259	20,899	26,735
负债	8,329	9,172	11,197
净资产	7,931	11,728	15,538
营业收入	9,683	17,336	15,479
营业利润	1,062	2,723	3,838
净利润	1,046	2,585	3,647

数据来源：上市公司公告

公司收购澳润信息之后，将明显增厚上市公司业绩

和晶科技收购澳润信息的主要战略意图在于通过与广电业务的对价，将“智能家居”中的家庭智能终端落地，有机连接“智能家电”和“智能建筑”，从而打造更为完整的“智慧生活”。

公司收购澳润信息之后，将明显增厚上市公司业绩。2014 年和晶科技归母净利润 2368 万元，合并澳润信息后备考利润翻倍。

4. 实际控制人持续参与收购定增表现十足信心

2014 年公司收购中科新瑞，董事长作为唯一配套融资对象，以 7000 万元购买 424 万股新发行股票，锁定期 3 年。

表 3. 中科新瑞并购方案：董事长现金参与配套融资

标的资产	交易对方	交易对价 (万元)	现金支付 30%(万元)	股份支付 70%(万股)	发行价	增发后持 股比例	限售期	关联关系及限售条件
中科新瑞 100% 股权	顾群	10,290	3,087	437	16.5 元/ 股	3.28%	12 个月	和晶科技董事，在其任职期间每年转让的股份数不超过剩余股份的 25%
	张晨阳	9,660	2,898	410		3.08%	12 个月	
	常力勤	1,050	315	45		0.33%	12 个月	
小计		21,000	6,300	891		6.69%		
配套融资	陈柏林	7,000		424		25.97%	36 个月	

数据来源：上市公司公告，国泰君安证券研究

2015 年公司收购澳润信息方案中，董事长、副总经理及核心员工共同参与配套融资，合计出资 1.6 亿元，锁定期 36 个月。

表 4. 澳润信息收购方案：董事长及核心员工参与配套融资

交易对方	交易对价 (万元)	股票支付 (万股)	发行价	股份对价 占比	现金对价 (万元)	现金对价 占比	限售期
张惠进	32,751	755	35.53 元 /股	82%	5,911	18%	12 个月
ZHANG JIEFU	5,582	157		100%			12 个月
上海时空五星	4,914	69		50%	2,457	50%	12 个月
无锡慧联	4,018	113		100%			2016 年 4 月 21 日前完成，36 个月之后完成，12 个月。
上海群池	3,338	94		100%			12 个月
上海品惠	2,411	34		50%	1,205	50%	12 个月
上海智卫	986	0		0	986	100%	
合计	54,000	1,223		80%	10,559	20%	
募集配套资金							
上银基金和晶科技 1 号	16,000		35.53 元 /股				36 个月

数据来源：国泰君安证券研究

*上银基金和晶科技 1 号投资人为：控股股东/董事长陈柏林、副总经理汪进、监事王雅琪及部分核心员工。

5. 首次覆盖给予“增持”评级，目标价 61.4 元

随着智能家电的不断普及，我们认为公司智能控制器业务在未来几年中将呈现稳中有升的态势；但是公司战略重心置于基于智能化产品制造和运营能力基础上的智慧城市生态建设，以及幼儿教育业务生态培育，我们认为公司未来的主要增长点亦会主要来自于这两个方面。

我们预计公司系统集成设备业务（智慧楼宇，主体为中科新瑞）和广电网络改造业务（智慧家居，主体为澳润信息）将成为未来 3 年增长的主要贡献点。另外公司布局幼儿教育的主体环宇万维暂不并表，其价值将主要在投资收益中得以体现。

我们预计公司 2015-2017 年收入 7.82/11.04/12.04 亿元（CAGR 21%），归母净利润 0.28/1.21/1.67 亿元（CAGR 92%），对应 EPS0.21/0.91/1.25 元。目标价 61.4 元，给予“增持”评级。

表 5. 和晶科技收入及毛利率拆分

单位（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	493	682	782	1,104	1,204
家电智能控制器	491	642	642	662	682
系统集成设备(中科新瑞)	-	38	140	168	193
广电网络改造(澳润信息)	-	-	-	275	330
收入占比					
家电智能控制器	100%	94%	82%	60%	57%
系统集成设备(中科新瑞)	-	6%	18%	15%	16%

广电网络改造(澳润信息)	-	-	-	25%	27%
收入增速	65.2%	38.3%	14.8%	41.1%	9.1%
家电智能控制器	65%	31%	0%	3%	3%
系统集成设备(中科新瑞)	0%	0%	266%	20%	15%
广电网络改造(澳润信息)	0%	0%	0%	0%	20%
主营业务成本	422	588	659	850	917
家电智能控制器	422	559	556	571	588
系统集成设备(中科新瑞)	-	29	104	123	141
广电网络改造(澳润信息)	-	-	-	157	188
毛利率	14.5%	13.7%	15.7%	23.0%	23.9%
家电智能控制器	14.2%	13.0%	13.5%	13.7%	13.7%
系统集成设备(中科新瑞)	-	24.2%	26.0%	27.0%	27.0%
广电网络改造(澳润信息)	-	-	-	43.0%	43.0%

数据来源：国泰君安证券研究

公司未来主要的业务方向为智能家居（以及空间更为广阔的智慧城市）和幼儿教育，我们选取智能家居可比公司和而泰、拓邦股份和教育可比公司威创股份、全通教育、新南洋作为参考标准。五家可比公司 2016 年平均 PE 约为 89 倍，平均 PEG5.2，而和晶科技 2016 年 PE 估值仅为 55 倍，PEG 也低于可比公司，为 2.97。

表 6. 和晶科技与可比公司的估值对比

公司	公司	PE			PB		PEG	收盘价
代码	简称	2014	2015E	2016E	2014	2015E	(未来 3 年 CAGR)	
002402	和而泰	93	132	96	4.8	9.1	8.72	26.95
002139	拓邦股份	88	74	52	10.4	7.5	3.00	26.5
002308	威创股份	171	146	97	9.0	8.6	5.81	22.28
300359	全通教育	199	180	108	23.9	11.4	4.05	91.37
600661	新南洋	159	133	90	12.4	12.3	4.48	39.84
算术	平均	142	133	89	12	10	5.2	
300279	和晶科技	254	234	55	11	11	2.97	49.72

数据来源：国泰君安证券研究

*可比公司盈利预测取自万得一致预期，价格数据更新至 2015 年 12 月 24 日收盘价

我们认为，公司未来业绩成长性较好，但考虑到智能家居业务发展具有较大挑战性，我们在参考可比公司平均 PE 估值和 PEG 估值基础上，以可比估值的 70%作为参考依据计算目标价，分别对应 56.4 元和 66.4 元，取二者均值 61.4 元作为和晶科技的目标价较为合理。这一目标价对应公司 2016 年 67.5 倍 PE 估值和 81.7 亿目标总市值。目标价对应 2015 年 12 月 25 日收盘价 25.8%空间。

给予“增持”增持评级。

表 7. 和晶科技估值表

	可比公司平均值	折扣率	目标价
PE (2016)	88.6	70%	56.4
PEG (2015-2017)	5.2	70%	66.4
平均值			61.4
和晶科技股价*			48.8
目标价空间			25.8%

数据来源：国泰君安证券研究

*可比公司盈利预测取自万得一直预期，现价为至 2015 年 12 月 25 日收盘价。

6. 核心风险

1、和晶科技从智能家电控制器转型智慧城市，业务范围大幅扩展，对公司管理层管理能力、运营能力均提出了极高的要求。如果管理层不能很好地组织公司的资源和能力，业务扩张可能导致公司中长期成长性大幅低于预期。

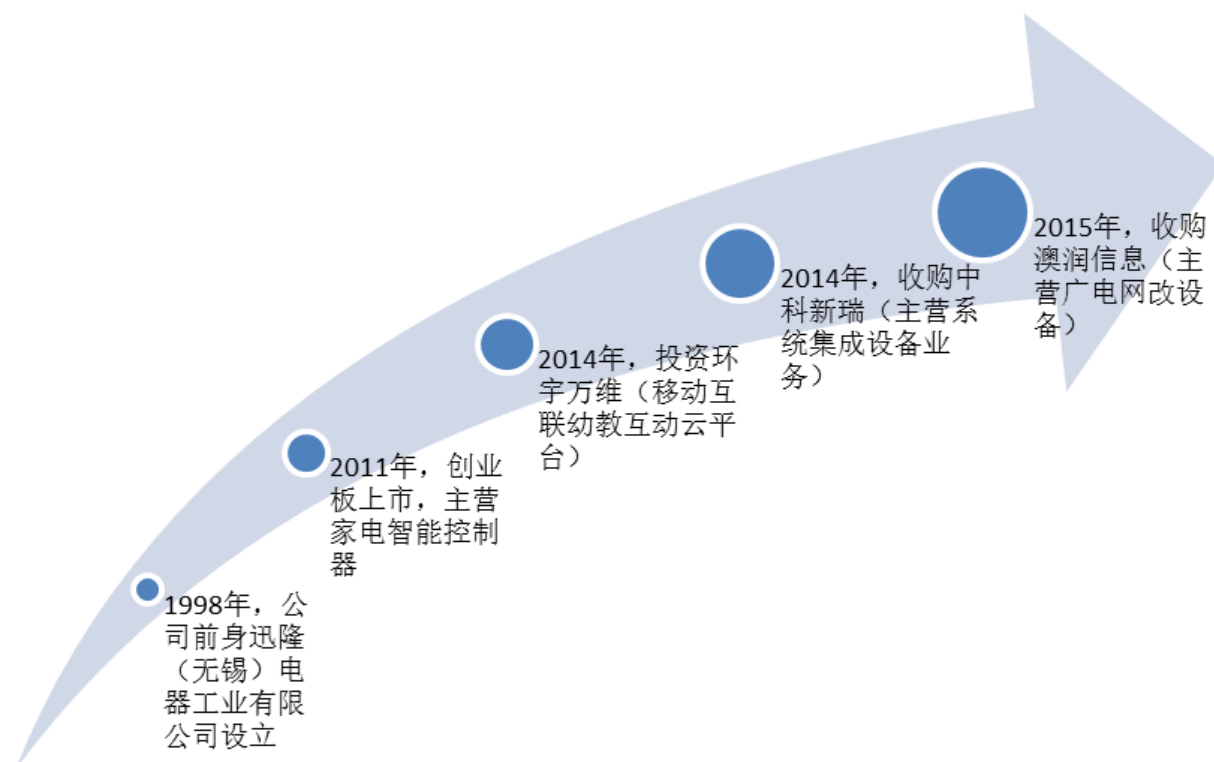
2、公司幼儿教育布局市场领先，但是幼儿教育业务的盈利模式尚未成型，未来公司是否能够有效地将流量变现仍旧存在较大不确定性。

7. 附注：公司基本情况

公司主要从事大型白色家电智能控制器的研发、生产和销售，下设子公司和晶信息负责嵌入式软件开发。

2014 年开始，公司业务开始围绕物联网应用进行多元化延伸。2014 年 12 月收购中科新瑞，增加**系统集成设备业务**，向智能建筑、智慧城市等物联网应用领域拓展。2015 年 11 月收购澳润信息，布局“智能家居”终端—电视，有机连接“智能家电”和“智能建筑”，从而打造更为完整的“智慧生活”。

图 3. 公司发展历程



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

7.1. 主要产品及客户

7.1.1. 智能控制器

公司主要产品为家电智能控制器，包括制冷类家电智能控制器（用于冰箱、酒柜等），洗涤类家电智能控制器（用于滚筒、波轮洗衣机），热控制类家电智能控制器（用于燃气或电烤箱、壁挂炉、热水器等），小家电智能控制器（用于豆浆机、电磁炉等）。

图 4. 冰箱智能控制器



数据来源：公司官网

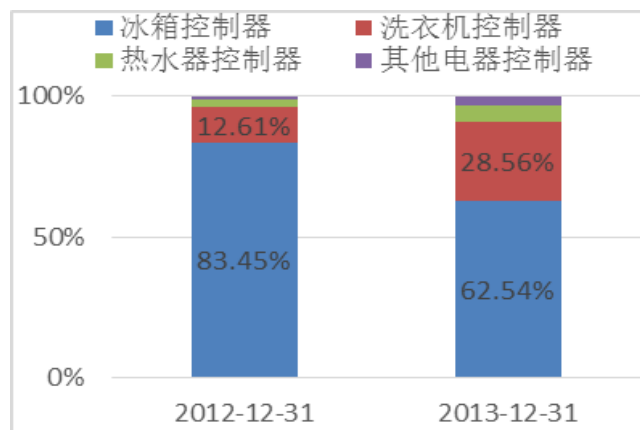
图 5. 洗衣机智能控制器



数据来源：公司官网

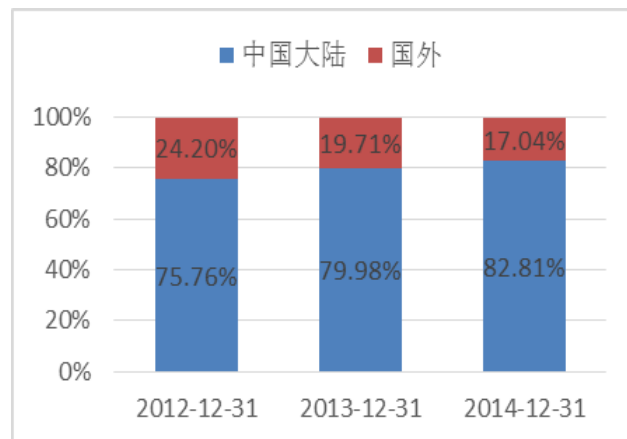
目前公司智能控制器产品品类主要集中在冰箱和洗衣机控制器，其他品类控制器的拓展在近年取得了一定的成效。同时，公司 2012 年和 2013 年分别通过了 BSH（博西家电）和 ARCELIK（土耳其领先的家电企业）全球供应商资格审核，部分产品已开始进入批量生产阶段，但占总体收入的比重仍然较小。

图 6. 控制器收入逐渐多元化



数据来源：公司公告

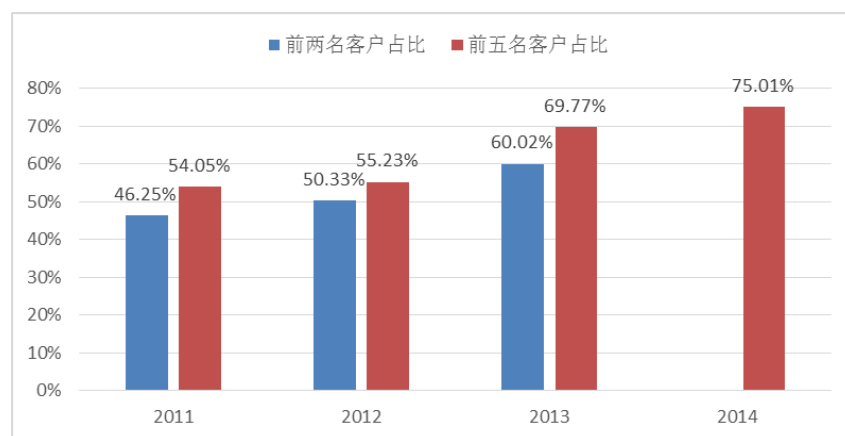
图 7. 收入仍以国内市场为主



数据来源：公司公告

公司和三星、海信、海尔等企业建立了长期稳定的战略合作关系，前五名客户收入占比集中度有不断提高的趋势，2012年后，三星和海信在公司收入中已经占到50%以上。

图 8. 大客户收入占比不断提高

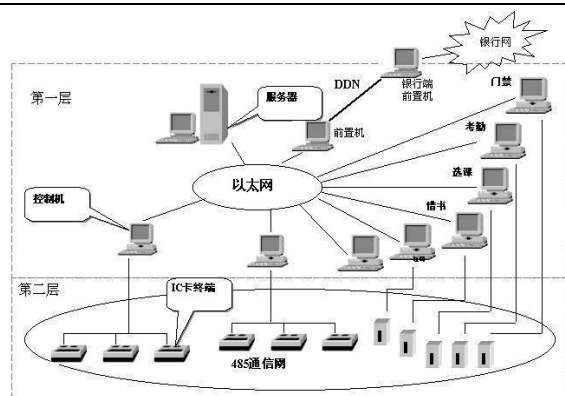


数据来源：公司公告

7.1.2. 系统集成设备

2014年12月，公司通过收购中科新瑞，增加系统集成设备业务。中科新瑞主营业务为智能化工程、系统集成产品和系统维护及技术服务业务，目前的客户涵盖政府、教育、医疗等行业的各类企事业单位，业务领域主要包括数字化校园、医院信息系统、数字化安防系统、楼宇自控系统等，涉及智能医疗、智能安防、智能建筑、智慧校园等物联网应用产业。

图 9. 校园一卡通系统



数据来源：中科新瑞官网

图 10. 法院天平系统



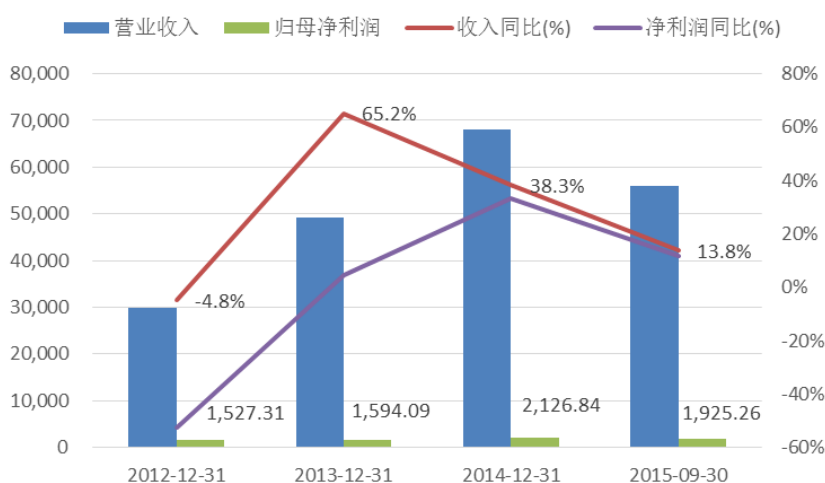
数据来源：中科新瑞官网

7.2. 财务报表基本情况

原材料构成智能控制器的主要成本，采购价格平稳。总体而言，公司家电智能控制器采用成本加成的定价模式。家电智能控制行业的上游原材料主要是芯片、半导体器件、变压器、显示器件、继电器等电子元器件。作为本行业的上游行业，电子元器件行业在我国尤其是长三角、珠三角地区发展迅猛，生产厂商众多，家电智能控制行业在选择供货商时选择余地很大，且采购价格平稳。与此同时，家电智能控制企业一般可以通过签订中长期的供货协议，获得更优惠的价格，上游成本一般变化不大，不会对家电智能控制行业毛利水平形成挤压。

公司上市以来的战略以提高市场占有率为导向，承接了部分利润空间较小的成熟产品，同时受市场竞争环境以及营业成本加大等影响，收入增速较快，但净利润增速一般，且有放缓的趋势。

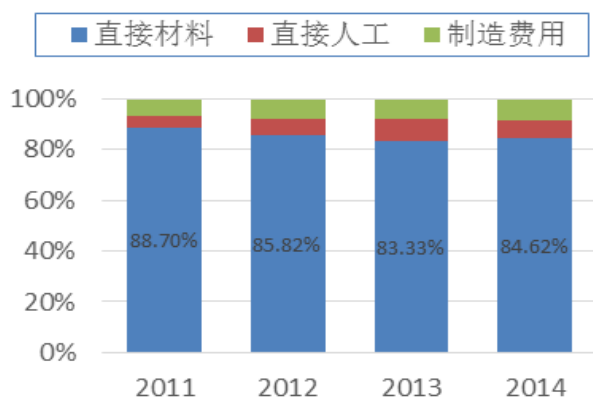
图 11. 净利润增速低于收入增速



数据来源：公司公告

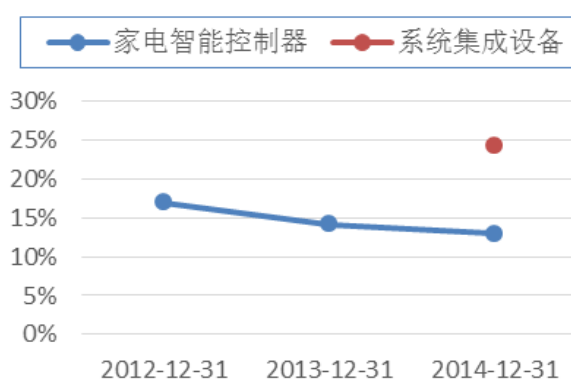
毛利率和净利率水平回升。公司上市以来的战略以提高市场占有率为导向，承接了部分利润空间较小的成熟产品，同时受市场竞争环境以及营业成本加大等影响，毛利率水平略有下降。2014 年新增的系统集成设备产品毛利率高于智能控制器，由于 2015 年中科新瑞将实现全年业绩并表，系统集成设备在收入中占比提高，公司毛利率将会明显上升。同时销售费用、管理费用和财务费用三费在收入中占比逐渐降低，公司净利率水平有望回升。

图 12. 公司成本结构保持稳定



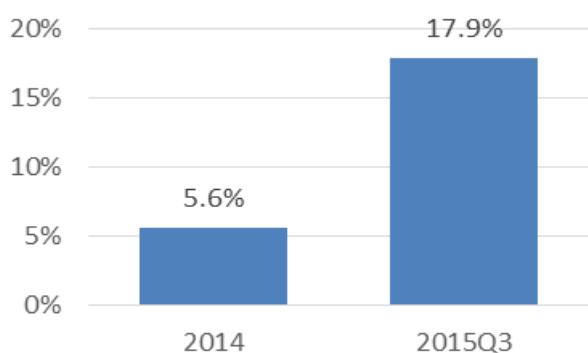
数据来源：公司公告

图 13. 公司产品毛利率水平稳中有降



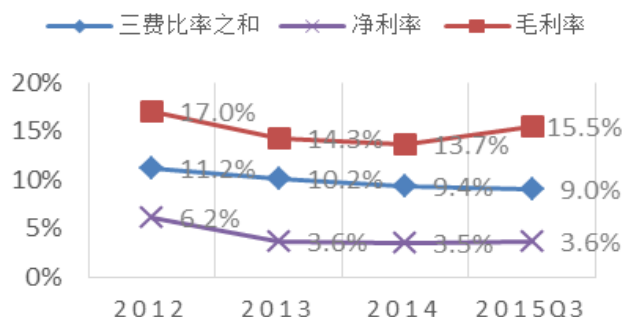
数据来源：公司公告

图 14. 系统集成设备在收入中占比上升



数据来源：公司公告

图 15. 公司三费比率稳步下降



数据来源：公司公告

公司 2014 年收购的中科新瑞和 2015 年将要收购的澳润信息将增厚公司的收入和利润。中科新瑞 2014 年收入 1.2 亿元，净利润 1756.8 万元，澳润信息 2014 年收入 1.7 亿元，净利润 2584.7 万元。

表 8. 收购标的 2014 年经营情况概览

单位：万元	2014 年收入	2014 年净利润
和晶科技(扣除中科新瑞并表部分)	64347	3193.0
中科新瑞	12019	1756.8
澳润信息	17336	2584.7

数据来源：公司公告

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，需在允许的范围内使用，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

	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		