

研究所

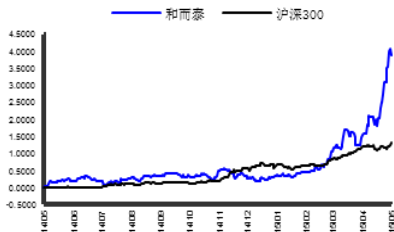
证券分析师：孔令峰 S0350512090003

证券分析师：王凌涛 S0350514080002

化茧成蝶：从家居物联网到家庭消费生态

——和而泰（002402）深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1m | 3m | 12m |
|-------|------|-------|-------|
| 和而泰 | 84.0 | 227.9 | 295.7 |
| 沪深300 | 8.4 | 44.8 | 136.6 |

市场数据 2015-05-25

| | |
|------------|-------------|
| 当前价格(元) | 33.52 |
| 52周价格区间(元) | 14.59-45.34 |
| 总市值(百万) | 11134.74 |
| 流通市值(百万) | 8109.16 |
| 总股本(万股) | 33218.20 |
| 流通股(万股) | 24192.00 |
| 日均成交额(百万) | 104.11 |
| 近一月换手(%) | 102.17 |

相关报告

《万物互联，蓄力智能家电生态链》
2015-3-25

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票
未超过该公司已发行股份的1%

公司简介：

公司是国内专门从事智能控制器的研发设计、生产销售,并提供专业解决方案和软件服务的高新技术企业,其产品主要包括家用电器、电动工具、汽车电子、智能建筑与家居等领域的智能控制器。公司目前搭建了家居在线云平台C-life,目的是让跨品牌设备实现智能家居领域的互联互通,信息分场景闭环融合,构建以家庭消费为主体的智能家居生态圈。

投资要点：

- **从智能控制器到家居物联网卡位极佳：**2014-2015年对于公司来说是很关键的一年,公司在智能控制器主营业务的基础上进行了二次延伸,实现公司发展战略从智能控制器单品向互联网和大数据业务的拓展。智能控制器集程序控制、信息探测、资源调度、输出执行为一体,毫无疑问是家电运行的核心大脑,也是各种前端信息处理汇聚、交互的直接入口,为公司获得海量智能家居数据源提供有效保障(轻松获取上亿数据源)。
- **快速构建家庭消费生态圈,商业模式突出：**公司去年以来开始向传统家具、家纺、消费品等领域做智能化延伸,扩大自身平台所覆盖的智能家居生态圈。其商业模式构建在产业链的两端,前段的智能控制器与后段的云服务,中间是各种家居家电品牌厂家,公司并非只是通过一个APP服务一个产品,而是构建一个第三方大平台,把所有可以对接的家居家电的信息都集中到这个平台上,最终完整地服务家庭用户。
- **多场景,高频次,未来空间非常大：**家庭生活中不同的场景、不同的数据信息会构成多种不同的闭环,涵盖家庭所有的日常消费,保健医疗,穿戴化妆等等,这些应用会带来APP使用频次的直接提升,而且这些场景数据是自动采集和积累的,不用去培养用户习惯,是真正的智能家居,成长空间巨大。
- **给予公司“买入”评级：**预计2015-2017年将分别实现营业收入10.17、12.03、14.26亿元,实现归属母公司的净利润6237、8163、10355万元,EPS分别为0.188、0.246、0.312元(以最新股本3.32亿摊薄)。公司未来发展的行业空间足够大,商业模式和卡位俱佳,给予“买入”评级。
- **风险提示：**受经济下行影响,全球家电市场销售重回景气低谷;公司智能家居生态圈闭环推广与厂商接受度不及预期。

| 预测指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 868.03 | 1017.42 | 1202.79 | 1425.79 |
| 增长率(%) | 15.64% | 17.21% | 18.22% | 18.54% |
| 净利润(百万元) | 45.05 | 62.37 | 81.63 | 103.54 |
| 增长率(%) | 28.09% | 38.43% | 30.88% | 26.85% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.136 | 0.188 | 0.246 | 0.312 |
| ROE(%) | 4.83% | 6.55% | 8.33% | 10.10% |

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 公司简介：从智能控制器到家居物联网..... | 3 |
| 2. 智能控制器的关键卡位：家电的大脑&&数据入口 | 5 |
| 3. 什么才是真正的智能家居？独木不成林！ | 7 |
| 4. 迅速构建智能家居生态圈闭环 | 9 |
| 5. 优秀的商业模式，可观的成长空间..... | 13 |
| 6. APP 用户高频应用属性明显..... | 14 |
| 7. 盈利预测与风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1 公司大股东持股结构 | 3 |
| 图 2 公司的子公司分布结构图（物联网+ 业务线亮显） | 4 |
| 图 3 公司智能控制器下游产品应用广众 | 5 |
| 图 4 家电终端加工制造产业结构 | 6 |
| 图 5 当下智能家居市场的行业格局 | 7 |
| 图 6 当下市场常见的智能家居解决方案其实更像“物联家居” | 8 |
| 图 7 智能卧室生态闭环想象图 | 11 |
| 图 8 睡眠体检所自带的成长比较与好友 PK 等功能 | 12 |
| 图 9 公司开发的的 C-life APP 与已实现闭环的部分智能家居产品..... | 13 |
| 图 10 公司 C-life 网站..... | 15 |
| 图 11 公司 C-life 网站中链接的下载 | 16 |
| 表 1 公司近年来在家居生态圈的迅速布局 | 10 |
| 表 2 其余三家智能控制器上市公司的转型方向 | 14 |

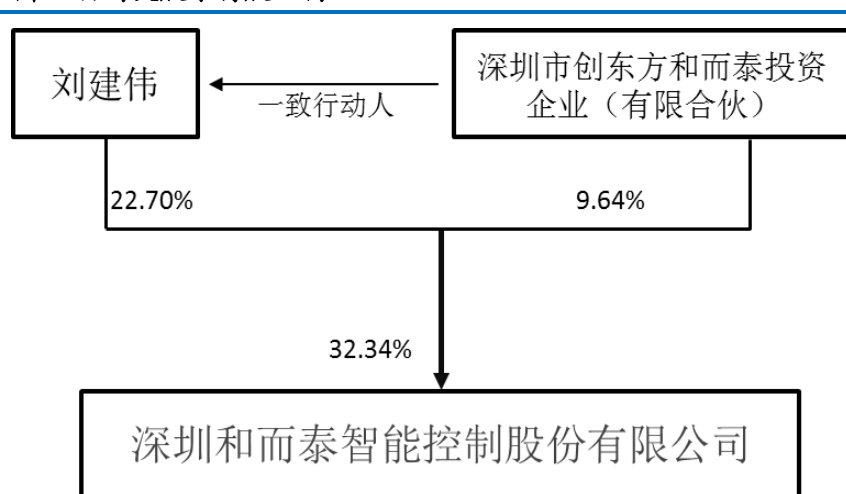
1. 公司简介：从智能控制器到家居物联网

公司是由清华大学和哈尔滨工业大学于 1999 年 10 月签约共同投资设立。前身为“深圳市和而泰电子科技有限公司”，2007 年 12 月完成股改更名为“深圳和而泰智能控制股份有限公司”，并在 2001 年 5 月实现 A 股上市。

智能控制器作为仪器设备装置系统中的核心和关键部件，扮演神经中枢的作用，是以自动控制技术，集成微电子技术，电力电子技术，信息传感技术等多技术门类而形成的高科技产品。公司从成立至今一直从事智能控制器领域的开发与生产。2014 年公司开始以现有的家电家居覆盖为基础，以智能控制器为媒介和采集源，目的在于把家居数据信息与互联网实现充分对接。为实现发展战略从智能控制器单品向互联网和大数据业务的拓展，公司先后成了四家子公司，现参股控股子公司达到十三家，涉及业务从智能硬件技术研发生产销售延伸至云平台服务支持，大数据采集、挖掘及后台分析等等。公司未来的目标不仅仅是互联互通、远程操作、在线升级这些简单的功能，而是要把整个产业上下游拉通，结合所有的家居产品，结合所有的行业，所有的碎片化信息统筹综合起来才能逐步还原一个个人或家庭的生活习惯和行为信息。

公司第一大股东为董事长刘建伟先生，曾任哈工大教授，是智能控制器方面资深专家，个人直接持有公司 22.70% 的股份，刘建伟先生与深圳市创东方和而泰投资企业（有限合伙）构成一致行动人，合计持有公司股票 5371.116 万股，占公司总股本 32.34%。

图 1 公司大股东持股结构

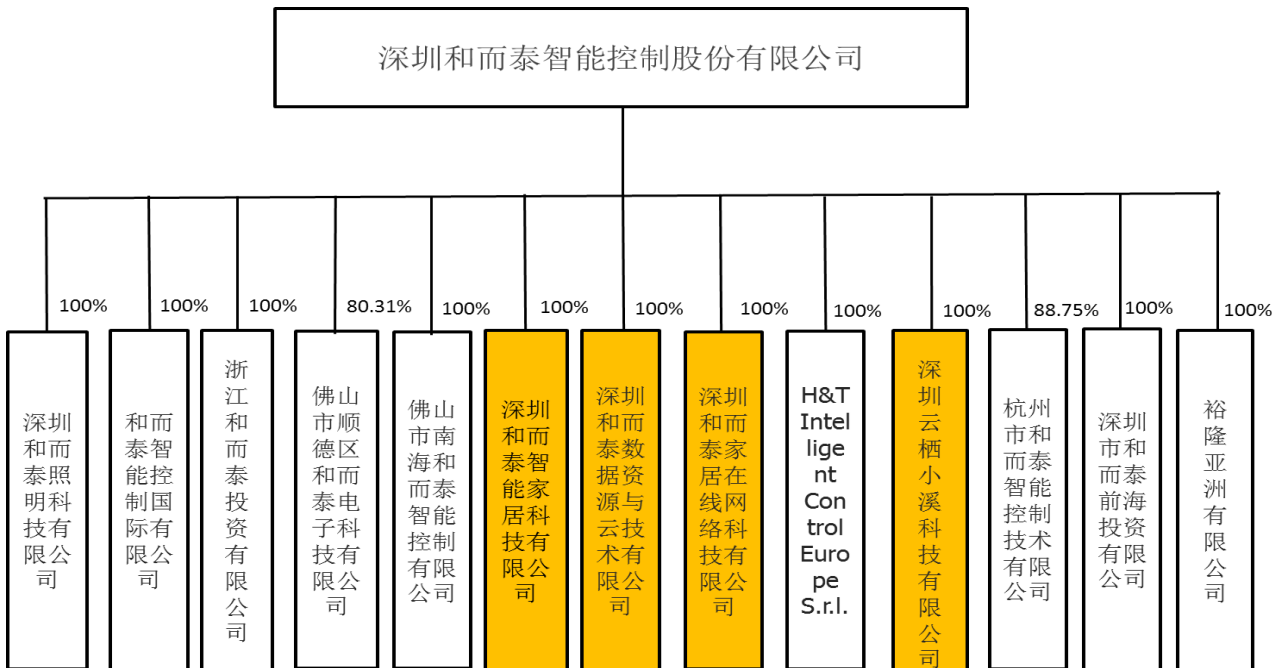


资料来源：公司年报，国海证券研究所整理

2014 年对于公司来说是很关键的一年，公司在智能控制器主营业务的基础上进行了二次延伸，实现公司发展战略从智能控制器单品向互联网和大数据业务的拓展。为搭建公司的整体发展战略布局，公司陆续成立了四家子公司：

- 一、 深圳和而泰家居在线网络科技有限公司，其主要职能有以下四点：
 - (1) 大数据处理与云计算中心；
 - (2) 用户信息交互与家庭信息对外辐射中心；
 - (3) 与其他互联网公司流量对接和汇聚中心；
 - (4) 第三代智能家居家庭生活管理控制中心；
- 二、 深圳和而泰数据资源与云技术有限公司，主要定位为对采集到的大量数据资源进行深度挖掘和后台开发，便于公司掌握更广范围的数据资源；
- 三、 深圳和而泰智能家居科技有限公司，主要业务为开拓国内家电及泛家电市场智能家居行业的客户，公司为其提供控制技术支持及云平台服务，通力合作、共同引领和推动国内市场智能家居产业的快速发展；
- 四、 深圳云栖小溪科技有限公司，主营业务是智能硬件技术与产品的研究、开发、生产及销售，如智能卧室系列产品。

图 2 公司的子公司分布结构图（物联网+ 业务线亮显）



资料来源：公司公告，国海证券研究所绘制

2. 智能控制器的关键卡位：家电的大脑&&数据入口

智能控制器是指在仪器、设备、装置、系统中为完成特定用途而设计实现的计算机控制单元，它一般是以微控制器（MCU）芯片或数字信号处理器（DSP）芯片为核心，依据不同功能要求辅以外围模拟及数字电子线路，并置入相应的计算机软件程序，经电子加工工艺制造而形成的电子部件，是典型的嵌入式软件产品。

智能控制器是以自动控制技术和计算机技术为核心，集成微电子技术、电力电子技术、信息传感技术、显示与界面技术、通讯技术、电磁兼容技术等诸多技术门类而形成的高科技产品。智能控制器广泛应用于家用电器、健康与护理产品、电动工具、智能建筑与家居、汽车电子等终端产品中，

智能控制器并非以终端产品的形态独立工作，而是作为核心和关键部件内置于仪器、设备、装置或系统中，在其中扮演“神经中枢”及“大脑”的角色。

图3 公司智能控制器下游产品应用广泛



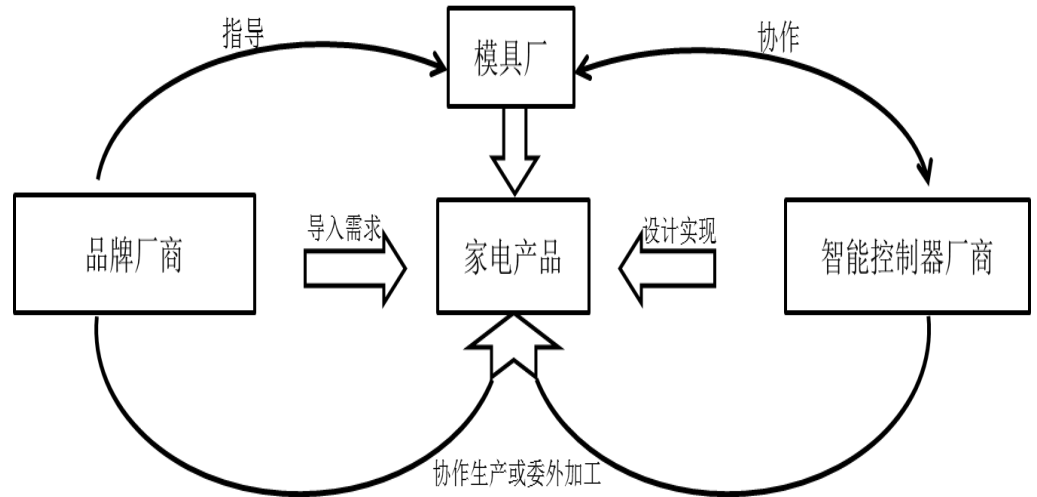
资料来源：公司资料，国海证券研究所整理

易见，在家用电器不同外壳下，内在的核心控制器其实非常同一化，即由单片机、PCB 元件以及外围电路所构成的嵌入式控制系统。家用电器类产品作为方便人们日常生活的存在，本身就是将操作执行程序固化在硬件中并实现的存在，而且由于执行过程中经常要取得温度、状态、动向等多方面的信息才能做进阶判定，智能控制器一般来说集程序控制、信息探测、资源调度、输出执行为一体，毫无疑问是电器设计的核心大脑，也是各种前端信息处理汇聚、交互的直接入口。

家用电器用户体验感的好坏往往取决于其能否在尽可能低的能耗条件下实现快

速、全面、精准的任务处理并实时反馈，表现的好坏与中央大脑智能控制器息息相关。因此从研发制造角度而言，智能控制器的设计厂商必须对家电的结构、运行原理和相关数据非常熟悉，才能承担起相关算法的开发，对于电器工作运行细节与深度的了解甚至可能需要超过终端品牌厂。这是由行业分工所决定的：终端品牌厂商负责掌控渠道并导入市场需求，而智能控制器厂商负责通过硬件电路去实现需求。

图 4 家电终端加工制造产业结构



资料来源：国海证券研究所

公司不但能为客户提供技术方案、设计服务、也能与客户联合研究设计并为客户完成产品制造加工。除了品牌营销之外，从图 3 可以看到，公司目前基本实现了绝大多数家居电器与工具产品的覆盖，应用非常完整，白电、黑电、小家电都有包含；品牌方面国际国内大多数知名品牌与公司都有合作，对于一些近年来兴起的互联网类小家电厂商，公司甚至能够提供从前端产品设计到后端开模代工制造的全体体系服务，具备为终端客户纷繁不一的定制化需求提供完整解决方案的能力。

综上所述，在智能家居这个领域，特别是公司的云平台战略下，我们认为和而泰与其他智能家居厂商相比，有三点卡位优势非常鲜明：

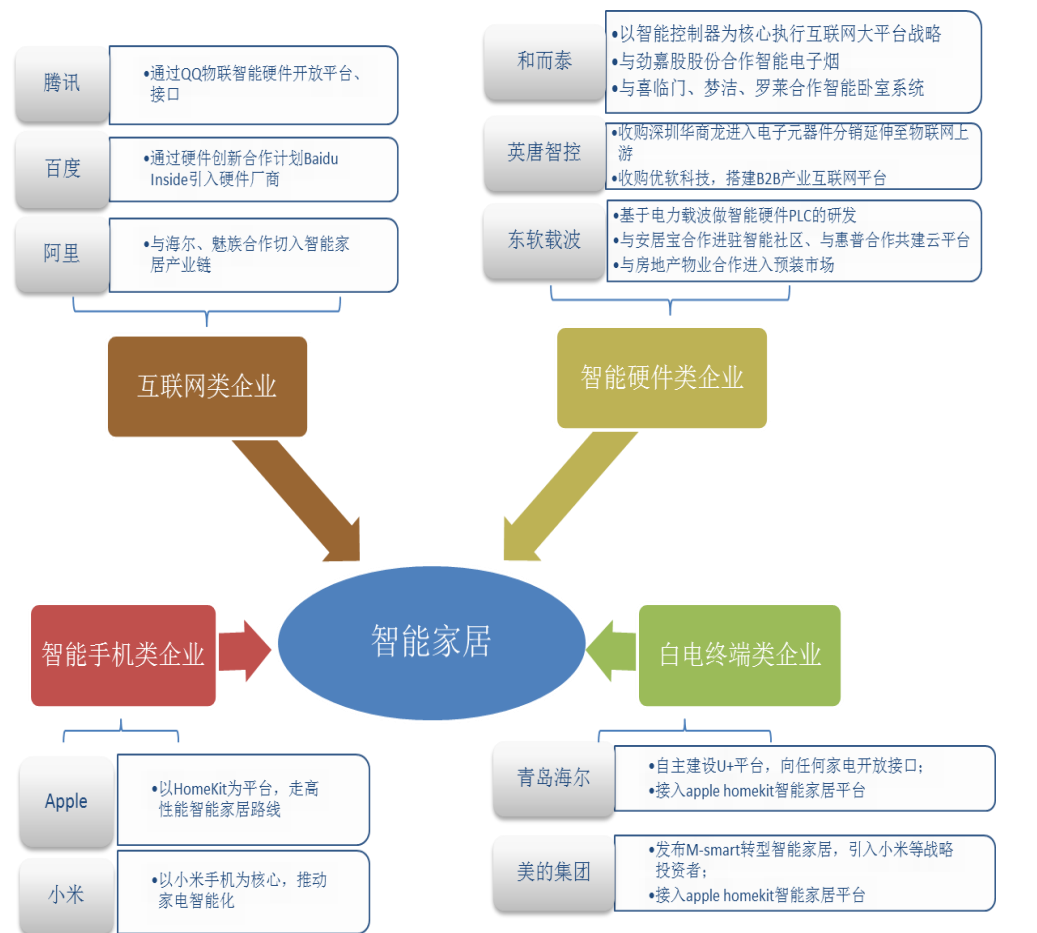
其一，智能控制器是所有家电的核心，和而泰在智能家居领域能够实现的不仅仅是互联互通，由于对家电的运行原理与设计构造非常了解，还可以有针对性地积累到相当多的用户使用设备的场景与操作行为习惯数据。换言之，目前市面上的绝大多数互联类智能家居产品还停留在远程操控的基础上，在有关家电运行和控制、场景信息深度挖掘方面与和而泰这类智能控制器厂商相比有难以逾越的硬件屏障。

其二，和而泰这类下游产品应用覆盖较全的智能控制器厂商在建立智能家居云平台方面有先天的兼容性优势，由于对所有的下游品牌和终端都能合作，所以一方面没有品牌厂建云时常见的竞争对手间是否需要兼容的顾虑和尴尬（譬如说海尔的 U+ 不会把格力和美的的产品数据也置入，因此无法形成会聚效应）；另一方面由于不受产品线困扰，也没有直接的利益冲突，无论是大型白电还是普通小家电，甚至于床垫、家私橱柜都能顺利的纳入，平台亲和力和力极佳。

其三，和而泰的长产业链覆盖与生产能力区分是其与初创类智能家居公司的重要因子。目前国内智能硬件创业公司 80% 以上都是 10 人以下的小公司，没有大批量生产能力没有质量评审亦没有供应链关系，这种模式很难快速开拓发展细分领域用户。

和而泰有 4000-5000 万控制器储备产能基础，体量足够对国内的任一细分领域（如家纺）完成改造。

图 5 当下智能家居市场的行业格局



资料来源：国海证券研究所

谈及产能，目前公司控制器田寮厂年产能约 4000 多万套，光明二期工厂投产后预计将新增年产能 2800 万套。目前所生产的大部分控制器虽然还是普通类型的产品，并不全面联网，但是智能联网化的改造使用现有产线就能顺利完成。如明年智能家居的风潮开始兴起的话，以公司的产能规模，公司很短的一两年内就能完成上亿个智能控制器数据源的积累，在大数据物联网的时代这是非常有价值的规模，意味着和而泰的全部产品未来都可以成为智能家居的数据源，公司的智能控制器产品直接成为智能家居时代最有效的数据入口。

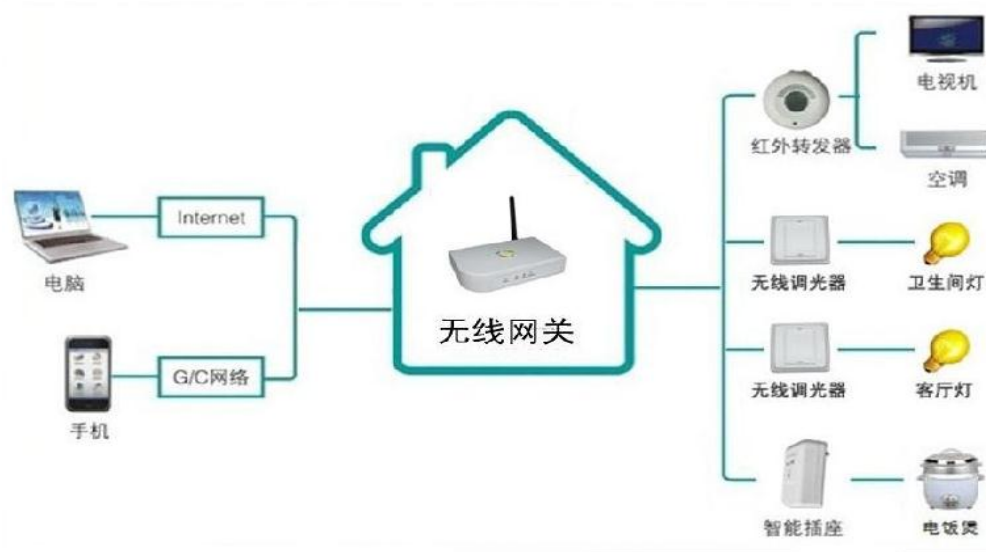
3. 什么才是真正的智能家居？独木不成林！

智能家居是个很大的行业命题：“早上起床的时点一到，打开窗帘，把主人叫醒并预热牛奶和面包准备早餐；在主人出门后，安防系统自动开启并监控室内外的情况”

况；主人下班回来之前，家里的空调已经自动打开并配置到适宜的温度，冰箱会提醒超市把欠缺的食材准备好并送过来...”在很多电视和网页上我们已经看到过以上的画面场景，但是不过，这样的梦想实现起来并不容易。智能家居涉及到生活的方方面面，既有设备能力的问题，还有系统集成的问题，甚至还包括电子商务及 O2O 服务发展的制约，总之，智能家居是个复杂的有机大系统，中间任何一个短板都会严重限制智能化的水平发挥。

受到产品实现技术和企业现实情况的制约，现在很多企业做智能家居的产品思路还是相对简单，推广的产品实质上去掉了“智能”，变成了“物联家居”，只是现有的家电添加了 WIFI 功能实现了远程控制，这样的产品就更贴切的说应该是“智能手机”的衍生品，并不能称之为智能家居。智能家居的本质应该是由诸多家电和家居所共同构成的有机生态，而不是简单的智能硬件的拼搭。

图 6 当下市场常见的智能家居解决方案其实更像“物联家居”



资料来源：网络，国海证券研究所

和而泰的智能家居通过智能控制器直接获取关键节点信息、通过家电、家居产品的组合构建场景闭环，后台大数据实现场景契合与用户行为分析。与目前市面上大部分的产品仅仅通过手机实现远程遥控或状态信息浏览有很大的不同，这是一种全新的运行模式，其与“物联家居”类的产品主要有以下提升：

1. 产品不仅仅能够实现互联互通，远程操作，在线升级这些简单的功能，还能实现真正意义上的产业上下游拉通。即不仅仅家电的功能状态能够被监控，家电的运行状态也能够被用户和厂家所监测：譬如家电是否坏了，能耗是否过于高了，冰箱类的产品制冷剂的剩余容量是多少，运行状况是否正常等等，一旦家电出现非正常运行状态，用户侧和厂家侧都能得到监测报告。这个层面的监控，只有掌握家电运行核心技术的智能控制器厂商才能做得到。
2. 产品通过传感器识别用户行为，譬如说床垫监测用户睡眠心跳、呼吸、翻身等情况，冰箱监测储藏的食物品种与缺少的品类，归纳出符合个人需求的消费习惯，通过智能化的推送让用户选择外送上门服务。
3. 完全的第三方产品，采用开放的系统方式，可以广泛连接各大厂商的智能家居产品，并对这些不同品牌的智能家居产品实现统一的控制与操作，一个产品一个

APP 就能解决所有智能家居的控制问题。此外，由于公司智能控制器制造商的身份以及完备的加工能力，公司还可以为不具备制造能力的互联网或小型家电制造商提供从产品设计、生产到智能家居生态云的全套解决方案。

4. 作为业内少数的拥有成熟智能家居互联网运营平台的企业，公司的智能家居大数据运营团队以来自于 BAT 等专业互联网公司的高水准人才为主体，总人数大约四五百人，堪称智能家居运行平台领域的豪华配置，国内无能出和而泰左右者。
5. 最大的，也是最核心的不同点，在于和而泰基于生活场景的智能家居生态圈延伸方式：公司以大数据云平台为基础，在此之上接受所有的来自于家居家电的用户数据，并且以场景实现数据闭环，譬如说卧室闭环，厨房闭环等等。这种模式是符合前面我们对于智能家居应该是诸多家电和家居所共同构成的有机生态的要求的，也只有形成有效生态数据闭环，才能够将用户碎片化的行为信息拼凑还原出局部有效的数据，这才是系统形成“智能家居”，并做出“智能”判断的基础，这也是我们看好和而泰的重要理由之一。

从行业维度来看，智能家居的市场目前依然处于导入期，发展离不开智能硬件厂商、中间厂家、系统集成商、房地产开发商、物业公司的密切合作，也离不开老百姓对于智能家居概念的逐渐接受；但是有一点可以确认，那就是市场的推进肯定是需要整个产业链协同发展，需要中间环节的组合和推动。独木不成林，智能家居是个复杂的大系统，里面不仅有单个的具有“生命”的智能硬件，还必须让其有机的组合起来，发挥整体的作用。不同厂家、不同品牌、不同品类的家居家电产品之间功能不同、接口不同、协议不同，一个能够以最简单的方式实现所有产品互联互通，闭环兼容的整体系统必然比不成体系的“物联家居”会有效得多。

4. 迅速构建智能家居生态圈闭环

在前文简介中我们已经提及，2014 年可谓公司快速推进布局智能家居领域的标志之年：成立了四个子公司加一个研究院的智能家居业务板块集群，组建了以来自于 BAT 等专业公司的高水准人才为主体构成的专业团队，开发了大量的智能家居类智能控制器产品和新型智能硬件，并在市场拓展和市场协作上做了大量工作。公司基于互联网与大数据技术的智能家居运营管理平台已经初步搭建完成，目前处于内部测试和试运行状态，为未来的发展奠定了很好的基础。

智能控制器为公司在家电领域形成了优势卡位，但公司并没有局限于家电市场，开始向传统家具、家纺、消费品等领域延伸，进一步扩大自身平台所覆盖的智能家居生态圈。

表 1 公司近年来在家居生态圈的迅速布局

| 时间 | 协议内容 | 细分场景 |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| 2014.6.30 | 与喜临门在智能家居领域开展战略合作，拟共同规划、研究、开发、生产系列化科学睡眠与智能卧室产品，含睡眠状态、生命体征、睡眠质量监测类产品系列，助眠、睡眠环境营造、智能寝具类产品系列，以及针对妇女、儿童、老人、病人等特定人群的智能睡眠监控系统与管理系统。 | 卧室床垫 (睡眠) |
| 2014.12.11 | 与劲嘉股份在智能电子烟、智能健康产品研发、生产与云平台管理领域开展战略合作，将传统电子烟、健康产品与智能控制器结合，配合智能手机端 APP，通过移动互联网、云计算、大数据等技术为消费者提供全新的互动和控制服务，打造功能完善的健康管理和控制服务平台。 | 吸烟控制 (健康) |
| 2015.4.17 | 与罗莱家纺在睡眠健康监测与咨询、大健康、智能家居、大数据方向进行战略布局，用家纺工艺、家纺相关新材料与智能技术进行联合研发，生产用于卧室的系列化智能家居、家庭大健康产品，有效利用健康睡眠大数据，打造智能卧室健康睡眠产品闭环和服务闭环。 | 卧室家纺 (睡眠、起居) |
| 2015.4.24 | 与梦洁家纺建立战略合作，研发并制造以科学健康舒适睡眠为核心理念的智能卧室系列产品，含睡眠状态、生命体征、睡眠质量监测类产品系列，助眠、睡眠环境营造、智能寝具类产品系列，以及针对妇女、儿童、老人、病人等特定人群的智能睡眠监控系统与管理系统。 | 卧室家纺 (睡眠、起居) |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

自去年年中与喜临门在卧室床垫领域达成战略合作后，公司于今年 4 月先后与罗莱和梦洁两大家纺巨头签订合作协议，国内家纺市场三强已占其二，公司的智能卧室闭环已经初具雏形。

与市面上普通的智能卧室只是通过不同类型开关选择不同模式的卧室场景这种方式不同，公司的智能卧室闭环采用的是更加人性更加自动化的运行模式：一旦检测到用户在床上躺下，便会自动关闭窗帘，调暗灯光，监测用户的呼吸、心跳、咳嗽、辗转翻身以及起夜次数等，以判断睡眠深浅度和睡眠质量，并依据情况调节室内温度和湿度，第二天用户起床后再将用户的睡眠监测状况信息形成报告上传用户 APP...这显然与目前可穿戴手环仅仅统计睡眠时间与脉搏的简单睡眠监测功能有着明显的差异，而形成差异表现的主要倚仗是内置在床垫和被褥中的智能传感器与感应材料，以及将床垫、被褥以及卧室其他家用电器紧密联系在一起的家云服务云平台。

仅仅是床垫+被褥+家居的简单卧室小闭环就已经体现出如此差异化的效果，无怪乎家纺两大巨头一周之内先后加入和而泰智能家居体系。与传统的床上用品相比，融入和而泰智能家居体系后，首先实现了舒适度与功能化的提升，接下来有望借力和而泰共同开发出适用于卧室场景的智能家居、大健康类产品，而最终目标则是以长期、稳定、极细颗粒度的优质数据充实大数据平台，持续优化产品设计和后端增值服务，为用户提供个性化体验，打造“卧室智能生态系统”与“健康数据服务”。

图 7 智能卧室生态闭环想象图



资料来源：网络，国海证券研究所

家居家纺这类细分行业相对比较成熟，属于竞争壁垒较低的传统消费类行业，企业求新求变的力量较强，产品种类也相对简单，易于做智能化改造，与和而泰智能家居生态圈可谓一拍即合。而传统家电企业，特别是白色家电企业，其一由于自身体量较大，其二产品换代周期较慢，其三前文我们也提及了传统家电企业由于品牌间的竞争---到底是自己做还是使用第三方平台？如果自己做，在云平台推广方面与竞争对手是否开放端口兼容？这些局限和顾虑都导致了它们智能化的改造步伐迈得相对较慢。

但从和而泰与劲嘉股份的合作协议以及公司所发布的 C-life 终端 APP 的应用场景来看，类似于电子烟、空气净化器、加湿机、慢炖锅这类小家电，特别是主打互联网销售的小家电类产品的智能化推广进度要比白电快很多，因为这类公司更愿意通过智能化实现差异化销售，进而推升品牌知名度。对公司而言，这类家居型小家电的加入不仅丰富了智能家居产品线结构，更为重要的意义在于能够与现存产品形成更大的闭环：云平台的存在使这些家电被使用时的信息大数据能够得以有效采集并加以分析利用，与其他家居设备上传至云的信息数据加以融合，对用户的部分行为与健康数据实现局部还原。

基于互联网云的大数据平台是公司智能家居战略的重要基础，前文我们已经提及智能控制器的核心卡位使家电类型与品牌都不会成为公司做智能家居云平台的限制因素，而这一切只有融合于一体才有实际意义，举个例子：通过冰箱获取用户的食材数据，通过烹饪设备获取用户的饮食习惯信息，通过智能卧室的家居家纺设备获取用户的睡眠情况数据...当“饮食+睡眠”的长期稳定详实数据可以得到之后，就能对一个人（家庭）的行为和健康信息进行有效的综合管理。

公司目前已经基本实现了“床垫 + 被褥 + 家电”的卧室场景数据闭环，这只

是构建智能家居生态圈的第一步，如果能继续丰富并实现“厨房场景”、“客厅场景”等的数据采集闭环，然后再统一为一个大的闭环，这个整体数据就能较为全面的还原用户的行为习惯信息，具备极佳的二次开发价值。每一个家电节点所获取的数据或许是比较碎片化，但是通过这种被动的积累综合起来的闭环信息越多，统筹和归纳出来的整体就越清晰，智能家居系统才能基于这种信息做出合乎逻辑的反馈和判断，实现真正意义上的“智能”。

从盈利方式上来看，逐个家居生态圈的闭环并不仅仅是智能家居模式上的整合，更是从数据卡位、生态链条向消费端自然的延伸。卧室闭环可以延伸至个人健康分析甚至于临床医学诊断观察（医生或家人可以通过 APP 观察家里老人或孩子的睡眠状况）、厨房生态闭环可以延伸至家庭与个人消费（譬如说菜单建议与食材配送）。这种延伸后的生态应用正是目前各自行业所亟需却又受限于观察方式和数据分散化而无法有效获取的，解决了这些行业对客观离散数据有效汇聚的痛点。

不仅如此，目前我们看到公司的睡眠分析中还引入了体检成长比较以及好友睡眠质量 PK 等联动功能，这与之前在可穿戴领域非常火热的 NIKE+ 上备受好评的基于个人跑步数据的游戏竞赛和虚拟荣耀奖励非常相似，能够有效提升 APP 的用户粘性，增加用户的使用频率，对积累并保持用户数量有非常积极的作用。

图 8 睡眠体检所自带的成长比较与好友 PK 等功能



资料来源：公司软件，国海证券研究所整理

综上，独特的数据入口卡位、有效的家居生活场景复合闭环、与消费领域实现有机结合延伸、多元化数据应用提升 APP 使用粘性与频度，公司所提供的生活场景数据信息在未来应用空间巨大，公司的成长空间非常可观。

5. 优秀的商业模式：多场景、高频次，构建家庭消费生态

和而泰这类智能控制器生产厂商在硬件设计上的卡位和关键信息的获取是这些数据信息的能够正确获取的重要前提保障，公司的商业模式相当于构建在产业链的两端，前段的智能控制器与后段的云服务，中间是各种家居家电品牌厂家，公司并非只是通过一个 APP 服务一个产品，而是构建一个大平台，把所有可以对接的家居家电的信息都集中到这个平台上，最终完整地服务家庭用户。

图9 公司开发的 C-life APP 与已实现闭环的部分智能家居产品



资料来源：c-life 网站，手机 APP 截屏，国海证券研究所

对于家电厂商而言，和而泰只做基于智能控制器的前端研发、制造和代工，但不做自己的终端品牌，所以无论是大型白电黑电厂商，还是中小型的小家电厂商，和公司都没有利益冲突，只是供应链合作的深浅度的差别。对于 BAT 等互联网公司或者对大数据有需求的家电厂商而言，公司平台所采集到的前端数据和融合分析结果都能开放对接，直接能够做成熟数据的二次应用分析也是 BAT 这类互联网厂商最为适应的商业模式，它们其实也并不希望在硬件方面投入过多的精力。目前来看，在家居物联网领域真正建立有第三方云平台的企业仅仅有和而泰和小米，小米虽然品牌受众影响力很大，但重心还是偏向于自有品牌终端的建设，而且没有前端控制器的深度数据源优势，与和而泰的行业布局和卡位其实还是有明显的不同。

从智能控制器的行业内相关竞争公司维度来看，首先互联网大数据平台并不适合非上市公司，毕竟有一定的烧钱压力；目前国内上市公司中从事智能控制器生产设计的共有四家公司：和而泰、拓邦股份、和晶科技、英唐智控，但是除和而泰以外的其他三家公司目前都在向其他方向转型，并没有在智能控制器的家居互联网化

这个领域做继续深耕和拓展。

表 2 其余三家智能控制器上市公司的转型方向

| 公司 | 原主营方向 | 转型投入方向 |
|------|------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 拓邦股份 | 国内家电智能控制器与控制方案主要提供商，产品主要包括家电控制、高效照明、电机、电源、安防、工业自动化和数码电子等领域 | 向新能源和高效电机方向发展，研发电动汽车锂电池，未来主要应用于储能及电动大巴。 |
| 和晶科技 | 国内大型白电智能控制器研发、生产和销售，产品主要包括冰洗类及热控制类家电 | 向智能建筑、智慧城市、和以幼教为主的移动教育等领域发展。 |
| 英唐智控 | 小型生活电器智能控制厂商,产品主要包括发钳、咖啡壶及壁炉等，业务遍及国内国外市场 | 与互联网厂商合作，向物联网产业链上游分销商领域延伸。 |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

基于以上分析，我们认为和而泰的商业模式有其独特的定位和发展空间，大型家电厂商和互联网巨头与公司协作的可能性远大于冲突，而同行业者目前转型重心也都不在家居互联网化，所以公司的商业模式短期内不太容易被其他竞争对手所复制。另外，由于和而泰做的是基于家居生活场景的大数据平台，不同的场景、不同的数据信息会构成多种不同的闭环，基于健康，则可视为家居的类临床诊断，基于行为，则可视为用户行为习惯分析，而且由于针对家庭生活，多场景应用会带来 APP 使用频次的直接提升，家居生活可构建的场景很多，带来巨大的成长空间。

公司卡位优势和行业定位优势非常明显，定位第三方做资源整合，卡位的数据源是物联网的关键，和终端厂商整合以后这种优势会得到放大。如未来大多数家电的控制器都升级联网后，按照公司目前的控制器产能预估，每年将带来五六千万的数据源，空间非常大。而且这种大数据的生态一旦建立起来，壁垒会变得更高，可延伸空间更大，成长前景非常可观。

6. APP 用户高频应用属性明显

我们在手机中下载众多的 APP，开始是出于好奇好玩，但由于和自身关系不大，使用的频次也逐渐随之减少。大多使用频次较高的 APP 基本特点是与我们日常生活关系密切，例如微信 APP 使用频次高是满足我们社交需求；大众点评是满足日常吃喝玩乐需求；美图秀秀是满足人对美的心理需求。和而泰的 C-life APP 一则可以满足

我们对居家舒适、生活便捷、远程系统控制及及家电安全的需求。我们出门时按下“离家模式”，空调、灯光、窗帘、电饭锅等智能家电会自动关闭，安防系统自动开启，煤气温感等报警器即时监控。使用智能终端启用“回家模式”，C-life APP 中空调自动匹配室温，清新机和加湿器自动开启，娱乐关联，将喜爱的电视节目自动储存；在卧室场景下，智能空气系统、音乐、灯光等联网智能硬件都将调整至最佳状态，为我们舒适入睡创造一个温馨安全的环境，编制一张柔软的睡眠网。早晨起来，C-life 会提前为用户准备好菜单并提醒冰箱缺少的食材，如果第三平台成熟运营后，会直接联入线上商城及物流派送；在特殊的日子，C-life 会提醒用户重要日期并配合安排最佳行程方案；同时提供设备自检和远程诊断功能，当家电设备出现故障后，品牌商已安排好智慧社区的物业及时修理；根据天气的变化，C-life 会及时提醒第二天衣物添加，并为出门安排最佳行车路线。这些细节实现上的无微不至极大地便捷了我们日常生活，充当了用户的家庭管家+健康顾问+私人秘书等角色。多方面的数据互联和人性关怀使 C-life APP 与其他单一互联类家居 APP 相比，可能获得的用户群体更多覆盖面更广，而且从目前健康类的应用 APP 来看，能够准确客观反映状况的产品受关注程度还是非常高的，因此，我们有理由期待集成有多方面数据的 C-life 有望获得相当高频的用户点击和持续使用时间。

图 10 公司 C-life 网站



资料来源：c-life 网站，国海证券研究所

C-life 的另一用处是可以满足用户自身以外，对家人特别是对小孩和老人身体健康状况实时跟踪的需求：用户躺上床垫时即会自动启用 APP，躺在床上 5 秒钟后默认开启睡眠状态，全程记录用户的睡眠时间、辗转反侧次数、呼吸频率、心跳、咳嗽次数，可享受心电监测仪的功能等等；在检测用户睡眠的同时，智能控制系统还可通过获取的用户睡眠数据进行判断并控制房间内其他电器的运行状态达到助眠效

果。现在市面上大多智能穿戴产品，只能通过记录睡眠时间与脉搏这两个参照条件，简单地分析睡眠质量；而且只绑定本人使用，无法同时实现全家人的睡眠信息全面监控。和而泰的 APP 不仅绑定用户本身，还可与家人共享，让用户实时追踪老人小孩的身体睡眠状况，考虑非常周全。

和而泰运用物联网技术，用户不需要主动去开启一些功能，整个生态模式是基于用户习惯自动开启相应的场景，自动记录和分析家庭行为习惯，将采集的数据自动上传到分析平台，主动升级数据，将最完善的数据分析通过易眠 APP 反馈给用户。分析每周每月的变化趋势，并提供专业的睡眠和健康建议；用户被动累积记录下的数据使得数据源更加的准确和丰富，使得在未来甚至可以将获得的身体健康数据直接对接医疗咨询系统，将睡眠数据分享给私人医生，这种更为健全并且长期积攒的多方面数据能够更全面、真实客观的反应用户身体情况，提高了用户的关注度。如果再叠加小孩、老人及整个家庭的饮食情况数据的话，则可提供更加全面准确的健康呵护，例如检测到感冒咳嗽发烧，C-life 贴心提醒健康贴士，并在其附属的社交圈子里与家人、朋友、CC 粉一起互动，这些行为将极大提升用户使用 APP 的频次。在智能联动的生活中，实现人和人，人和物，物和物之间的联动从而增强粘性。

图 11 公司 C-life 网站中所展现的应用截屏



资料来源：c-life 网站，手机 APP 截屏，国海证券研究所

此外，我们从和而泰已经推出的卧室产品中发现，和而泰的产品的场景数据是自动采集和积累的，不用去培养用户习惯。这与市面上很多产品需要用户每天根据需要设置 APP 参数的方式截然不同，后者的操作流程相对麻烦，会导致用户依赖度随着使用热情的下降快速下降，全自动化才是真正的智能家居，即所谓的“零输入，大输出”，这种使用习惯方面的便利对于 APP 使用频次和粘性的隐性影响会逐渐显现。

7. 盈利预测与风险提示

综合以上观点，我们认为和而泰在家电家居智能控制器的核心卡位是公司得以切入物联网，实现用户信息积累，构建升级版的智能家居生态圈（并非仅仅互联互通、远程操作）的重要原因，而控制器制造商的第三方身份以及行业两端的合理模式则为公司的大数据云平台带来极佳的行业亲和力和竞争优势（轻松获取上亿数据源），基于家居场景的闭环生态并非相互独立，可以融会贯通，从而实现从碎片到局部信息的统筹和还原。而家庭生活的多场景应用与融合又能进一步促进 APP 使用频次的直接提升，当前公司已经跟喜临门、罗莱家纺、梦洁等一系列终端产品公司开始合作，第三方轻资产优势明显，未来围绕家庭消费，我们分析公司将会整合更多的终端消费品产业资源，比如家电、化妆品、家具等等家庭和个人消费领域的厂商。这一多场景家庭生态圈闭环任何一个场景如能顺利得到行业内企业的认可，实现行业改造的话，公司所面对的下游应用的市场空间都是百亿级别的，所以从这个角度来看，公司未来成长空间巨大。

目前公司绝大多数控制器依然为传统非智能产品，智能家居生态圈的构建对实际业绩的促进会是一个渐进的过程，在前述假设的基础上，预计公司 2015-2017 年将分别实现营业收入 10.17、12.03、14.26 亿元，实现归属母公司的净利润 6237、8163、10355 万元，EPS 分别为 0.188、0.246、0.312 元（以最新股本 3.32 亿摊薄），当前价格对应 2015-2017 年 PE 分别为 154.41、118.01、93.04 倍。我们认为公司未来发展的行业空间足够大，商业模式和卡位俱佳，提升评级至“买入”。

风险提示

1. 受经济下行影响，全球家电市场销售重回景气低谷。
2. 公司智能家居生态圈闭环推广与厂商接受度不及预期。

盈利预测

| 财务指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 每股指标与估值 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 4.83% | 6.55% | 8.33% | 10.10% | EPS | 0.136 | 0.188 | 0.246 | 0.312 |
| 销售毛利率 | 20.89% | 21.76% | 22.04% | 22.85% | P/E | 214.04 | 154.62 | 118.14 | 93.13 |
| 销售净利率 | 5.37% | 6.13% | 7.01% | 7.26% | P/B | 10.34 | 10.12 | 9.84 | 9.40 |
| 成长能力 | | | | | P/S | 11.11 | 9.48 | 8.02 | 6.76 |
| 收入增长率 | 15.64% | 17.21% | 18.22% | 18.54% | | | | | |
| 利润增长率 | 28.31% | 33.79% | 35.26% | 22.74% | 资产负债表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营运能力 | | | | | 货币资金 | 308.18 | 228.72 | 247.03 | 218.14 |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.81 | 0.90 | 0.98 | 应收和预付款项 | 352.37 | 412.10 | 494.21 | 559.75 |
| 应收账款周转率 | 2.58 | 2.62 | 2.53 | 2.66 | 存货 | 173.33 | 232.80 | 265.97 | 379.19 |
| 存货周转率 | 3.96 | 3.42 | 3.53 | 2.90 | 其他流动资产 | 66.20 | 65.48 | 58.83 | 52.29 |
| 偿债能力 | | | | | 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产负债率 | 24.57% | 23.33% | 26.40% | 28.87% | 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动比 | 2.94 | 3.22 | 3.01 | 2.88 | 固定资产和在建工程 | 242.26 | 208.14 | 174.06 | 139.73 |
| 速动比 | 2.16 | 2.20 | 2.09 | 1.85 | 无形资产和开发支出 | 93.52 | 97.94 | 101.50 | 103.32 |
| | | | | | 其他非流动资产 | 8.14 | 5.07 | 2.00 | 2.00 |
| 利润表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 资产总计 | 1244.00 | 1250.25 | 1343.61 | 1454.41 |
| 营业收入 | 868.03 | 1017.42 | 1202.79 | 1425.79 | 短期借款 | 8.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业成本 | 686.71 | 796.03 | 937.70 | 1100.00 | 应付和预收款项 | 296.76 | 291.62 | 354.66 | 419.90 |
| 营业税金及附加 | 4.51 | 4.37 | 4.69 | 5.85 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 销售费用 | 28.47 | 31.44 | 38.61 | 53.75 | 其他负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 94.55 | 110.90 | 120.04 | 155.27 | 负债合计 | 305.69 | 291.62 | 354.66 | 419.90 |
| 财务费用 | -3.29 | -2.95 | -5.23 | -5.09 | 股本 | 166.09 | 166.09 | 166.09 | 166.09 |
| 资产减值损失 | 6.75 | 4.02 | 3.89 | 3.99 | 资本公积 | 597.79 | 597.79 | 597.79 | 597.79 |
| 投资收益 | 1.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 留存收益 | 168.36 | 188.67 | 216.25 | 261.80 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属母公司股东权益 | 932.23 | 952.55 | 980.13 | 1025.68 |
| 其他经营损益 | 0.00 | -4.56 | -6.88 | 2.81 | 少数股东权益 | 6.08 | 6.08 | 8.82 | 8.83 |
| 营业利润 | 52.29 | 69.05 | 96.22 | 114.84 | 股东权益合计 | 938.31 | 958.63 | 988.95 | 1034.51 |
| 其他非经营损益 | 2.83 | 4.33 | 3.04 | 6.99 | 负债和股东权益总计 | 1244.00 | 1250.25 | 1343.61 | 1454.41 |
| 利润总额 | 55.13 | 73.38 | 99.26 | 121.83 | 现金流量表 (百万元) | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 所得税 | 8.51 | 11.01 | 14.89 | 18.27 | 经营性现金净流量 | 47.33 | -20.45 | 82.75 | 36.18 |
| 净利润 | 46.62 | 62.37 | 84.37 | 103.55 | 投资性现金净流量 | -45.69 | -13.83 | -15.74 | -12.32 |
| 少数股东损益 | 1.57 | 0.01 | 2.74 | 0.01 | 筹资性现金净流量 | 101.29 | -45.18 | -48.69 | -52.76 |
| 归属母公司股东净利润 | 45.05 | 62.37 | 81.63 | 103.54 | 现金流量净额 | 102.64 | -79.46 | 18.32 | -28.90 |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

王凌涛、孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。