

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

证券分析师：王凌涛 S0350514080002

联系方式：

021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn

联袂好豆，驻足智能厨房生态圈

——和而泰（002402）复牌点评

事件概要：

公司昨日发布一系列公告，首先，公司继上次中标博世西门子 1.89 亿欧元控制器大单后，这次再度中标伊莱克斯干衣机控制器大单，折合金额约为折合人民币约为 7,700 万元/年。此外，公司子公司“云栖小溪”与北京好豆网络科技有限公司签订了战略合作协议：好豆为和而泰提供菜谱内容并通过数据接口提交到公司的智能家居平台与智能设备上，提供智能设备在烹饪过程中所需要配置的火力、温度、时长等等数据，并将用户烹饪信息提交到智能家居平台。完成资源共享，将和而泰下属设备用户与好豆互联网用户实现账户同步等等。

投资要点：

1. 再次中标大单彰显公司在控制器行业的市场优势

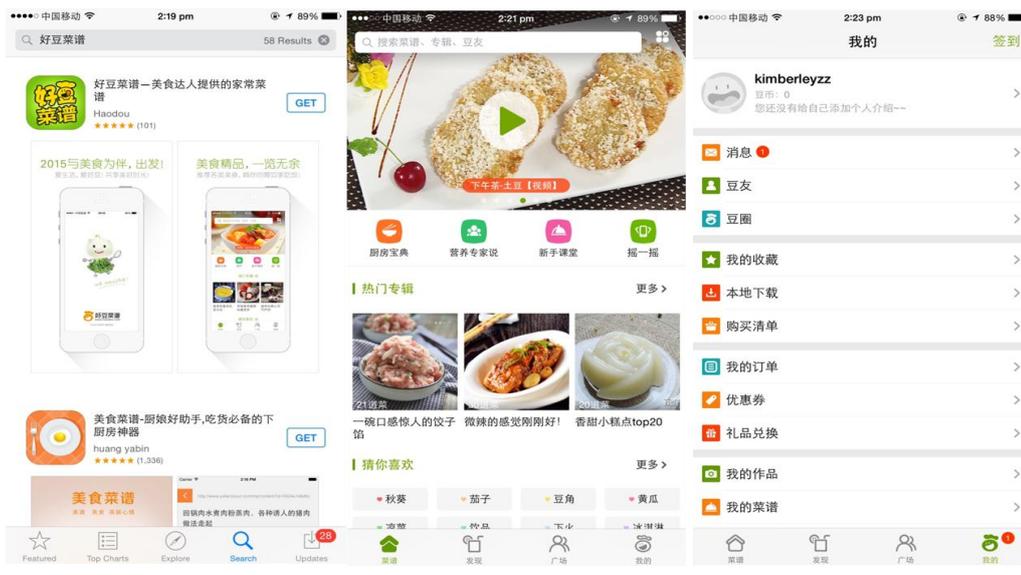
本次再次中标伊莱克斯大单彰显公司在控制器行业的市场强势地位。公司是伊莱克斯全球六家供应商之一，并且是其亚洲地区最大的供应商；在西门子、GE、惠而浦的亚洲供应链体系中公司的地位也逐渐凸显。从目前行业竞争形势来看，这些传统的欧美家电巨头的市场份额开始受到亚洲的品牌诸如 LG、我国的格力、海尔等的侵蚀，亚洲供应链的资源由于性价比相对最高，在它们未来全球供应链管理体系中的比重将越来越高，如不能快速匹配并提升亚洲供应商与代工商的份额占比，未来将毫无竞争优势可言。和而泰凭借与这些公司多年的合作基础，未来的成长空间非常可观。

2. 好豆网：中文美食服务领域细分龙头

好豆旗下拥有全球中文领域最受欢迎的美食社区服务网站“好豆网”以及行业领先的“好豆菜谱”APP 移动应用，隶属于北京好豆网络科技有限公司。作为中国最大的菜谱 O2O 平台好豆网以网站为内容平台，以手机应用为拓展分发，提供菜谱分享（做菜、吃菜、谈菜等功能）、美食分享推荐、小组社交三大核心服务。好豆菜谱整合了线上 APP 应用与线下美食体验式社交（同城活动），打造用户与平台、平台与机构全方位的交互渠道、垂直运营服务新模式。好豆网主要有三个特点，它是目前中国最大最全的菜谱站点，且首创了标准化录入的模式，已达到十万套以上的菜谱内容；线上菜谱均由好豆网用户原创，每道菜谱均附有高清步骤图，部分具备视频详解，具有较高的用户参与度和粘性。其首创互联网菜谱标准化、社交化、实用化的发展模式，已成为了互联网菜谱的行业风向标。

目前好豆网拥有数十万道的菜谱和美食，均来自美食、厨艺爱好者、营养师和专家的主题分享，每道菜谱附有高清步骤图和部分视频详说，简单易学。在好豆菜谱的 app 中，通过制作美食，分享菜谱和收藏餐厅吸引用户参与度，通过社交活动增加了粘性，沉淀了有效的、持久的活跃数据。

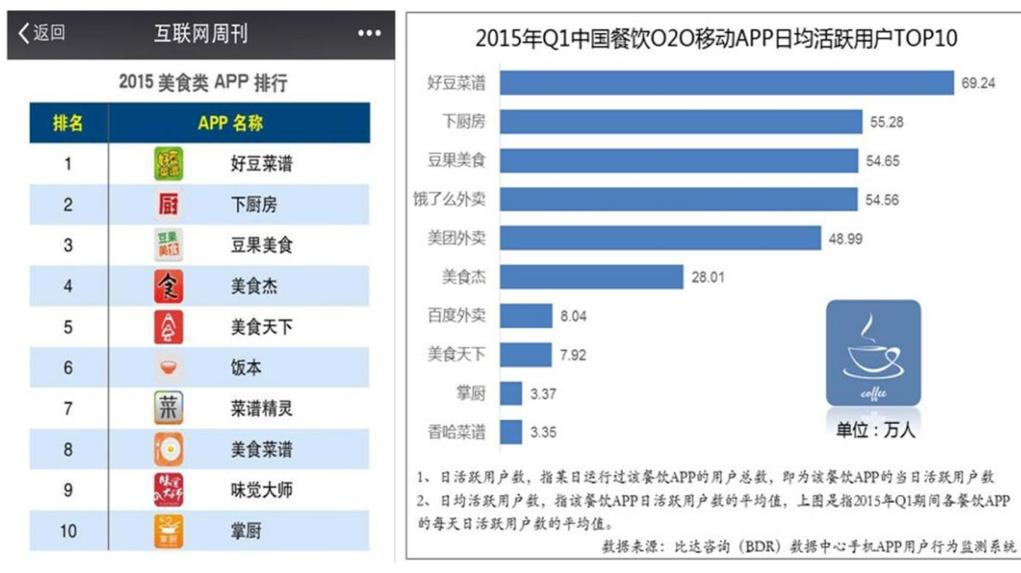
图1 好豆菜谱 APP



资料来源：手机 APP 截屏，国海证券研究所整理

比达咨询(BigData-Research)数据显示，在 2015 年第 1 季度中国餐饮 O2O 移动 APP 日均活跃用户 TOP10 中，好豆菜谱以 69.24 万人位居榜首。2015 年 3 月 26 日，互联网周刊公布 2015 年 APP 分类排行榜，好豆菜谱蝉联美食行业 APP 应用第一名。

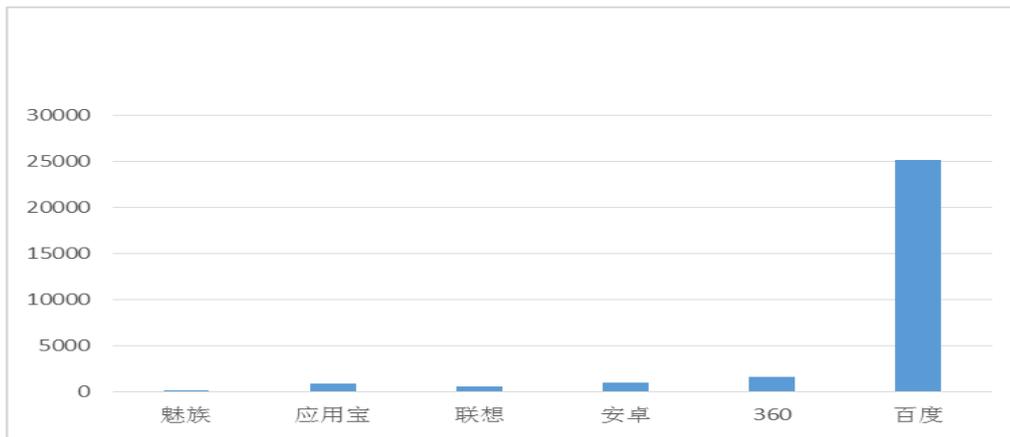
图2 好豆菜谱 APP 近期排名及活跃用户



资料来源：好豆网，国海证券研究所整理

截至 2015 年 7 月 10 日从好豆菜谱应用总下载量的统计中可以看出百度的下载量高达 2.52 亿次。从 2012 年开始，好豆开始重点对接百度移动应用平台，优化与百度无线搜索的对接，通过百度实现了美食应用数据的良好积累，有利于应用推广的自然增长。截至 2015 年 3 月底数据统计，好豆网聚集了四千万 PC 端注册用户和五千万的移动端用户。成为了苹果、小米、淘宝、百度、腾讯、微软中国、360、华为、联想、中国移动、搜狗等全国五十多家最主流 IT 科技公司的紧密合作伙伴。

图3 好豆菜谱应用总下载量统计 单位(万)



资料来源：IT 桔子酷传网，国海证券研究所整理

好豆网为方便和回馈豆友，建立了好豆网商城，通过在礼品馆用豆豆币兑换和生活馆里直接购买产品的方式，从商品页到下单页有将近 10%的转化率。通过这种垂直电商和提供广告、商品物流等盈利模式也给用户带来增值服务，便捷了生活。

图4 好豆商城礼品馆（积分兑换方式）和生活馆（直接购买方式）



资料来源：好豆网，国海证券研究所整理

3. 好豆网的商业模式为和而泰增添诸多亮色

好豆网作为美食服务龙头，它的主要卖点并非只是简单的提供菜肴制作方式供观者参考，其重要附加值在于：

- “今天吃什么”一直是令大量中国家庭闹心的究极问题，是任何一个家庭主妇都很头疼的事情。好豆菜谱的存在，间接上是给了使用该 APP 的家庭一个很好的参考，将困扰用户的“思考题”转变为有可选答案以及实现途径的“选择题”。这其实就是最为朴素的互联网+对百姓家庭痛点的系统性解决方案，而这也为此类 APP 应用定义了明晰的生存空间。
- 好豆网所针对的用户人群非常精准：对烹饪有需求、爱好或兴趣的人。广博的菜谱数量旨在多角度地吸引或提升用户烹饪的兴趣，使其成为爱好，通过这份爱好又反向促进客户对好豆网的粘性。此外，平台上的各种个人美食秀与社区交流又从另一角度提升了用户使用粘性与频度，增加用户滞留时间。随着用户在平台的持续活跃，将在平台上累积储存众多的生活饮食习惯、喜好的记录，这些数据累积起来，会呈现一个完整的虚拟档案，进而能够提前了解你的烹饪兴趣所在，这也使得用户更换 app 应用或者平台的成本无形中变高，极大的减少了用户的流失同时增加了粘性。
- 当用户习惯使用好豆之后，可以直接通过好豆菜谱一个 APP 完成从食材购买、制作、分享即兴趣提升的全

部过程：在对 APP 的使用产生一定程度的依赖后，为了符合菜谱需求，很多食材有可能会倾向性地在好豆上面直接下单采购，即通过“购买清单”这个功能所实现的。（网络购物总体来说成本很低，我们假设好豆的采购成本和其他平台无差，菜谱平台服务带来的差异化感受造就了“购买清单”产品的利润空间。）

图 5 好豆菜谱 APP 选定菜谱的原材料直接挂钩购买清单



资料来源：手机 app 截屏，国海证券研究所整理

在以上假设的基础上，我们推测和而泰将通过以下途径完成与好豆的协同效应，最终实现 $1 + 1 > 2$ 的共赢：

- 好豆菜谱接入智能家居平台后，可以从用户的家庭健康角度出发，根据好豆的分类食谱，为用户推荐合适的菜单和菜谱，同时也可以进一步借用好豆网的购买下单系统完成食材采购和配送。
- 从好豆网获取合适的食材烹饪的火候与用料数据，将一些菜谱程序化后可植入控制器的内部程序，从而提升智能家电的应用空间与智能化程度。
- 和而泰最终是要把好豆菜谱的内容从 PC 和手机维度直接转换到厨房电器表现的维度，或者说通过厨房电器直接给予客户提供更多智能化的参考建议，并且提供基于烹饪家用电器的全套解决方案。

在家居生活的“厨房场景”中，家庭主妇携带智能手机进入厨房，在查看手机菜谱的同时操作厨电这样的方式并不是真正智能化的生活方式。如果能够以智能控制器为数据源，使厨电产品自动执行菜谱流程，并且通过厨电之间的互联，协作，真正实现智能化厨房加工，给予用户更多提示与指引，得家庭主妇能够解放双手，尽量减少用户的主动性劳作行为并降低执行难度。这种低碳、便捷、安全的智能生活方式，正是和而泰一直在努力打造的从家居物联网到家庭消费生态圈的目的所在。

4. 好豆菜谱是和而泰构建智能厨房生态的重要布局

公司与好豆的合作是公司驻足智能厨房生态闭环的开始。在之前的深度报告中我们已经提及，公司的重要成长逻辑就是通过“卧室场景”、“厨房场景”、“客厅场景”等细分场景逐步实现一个完整的生态闭环：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”。与好豆网的合作毫无疑问是公司驻足智能厨房场景闭环的开始，是公司完成智能家居生态圈的又一重要布局，验证了我们之前对公司会通过各种方式逐步完整生态圈的判断。而且重要的是，厨房场景由于可拓展的关联方向非常多，而且与饮食消费息息相关，其信息价值与流量变现能力在整个智能家居产品中都是最高的，具备极高的含金量。

5. 维持和而泰买入评级

海外大订单的接踵而至保证了未来三到四年的稳定业绩成长，而智能家居生态圈的构建对公司的拓延影响将会是一个渐进的过程。自去年布局智能家纺、卧室闭环以来，公司一直在打造智能家居生态的道路上步步为营，走得非常踏实，我们看好公司兑现发展目标的坚定执行力。我们预计公司 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 124、96、76 倍。我们认为公司未来发展的空间非常大，商业模式和卡位俱佳，维持“买入”评级。

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。
3. 订单交付实施的不确定；汇率变动对盈利的影响。

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(%)	15.64%	17.21%	18.22%	18.54%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1. 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，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%。