

## 业绩稳定增长, 智慧树商业化步入正轨

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017上半年实现营业收入7.9亿元, 同比增长26.6%, 归母净利润5073万元, 同比增长6.6%, 扣非后归母净利润4803万元, 同比增长8%。
- **业绩增长主要由和晶智造业务带动。** 报告期内, 公司营收实现同比26.6%的增长, 其中和晶智造业务贡献最大。上半年, 和晶智造业务保持与国内外企业的紧密合作, 逐步优化客户结构和产品结构, 实现营业收入5.4亿元, 同比大幅增加46.4%, 毛利率增加2.76pp。公司毛利率(+1.48pp)和期间费用率(+0.92pp)变动幅度不大。少数股东损益1206万元, 是归母净利润增速低于营收增速的主要原因。
- **智慧树开展多方合作, 商业化进程步入正轨。** 参股子公司环宇万维旗下“智慧树幼教云平台”是国内最大的幼教互动平台, 目前服务的幼儿园达12万家, 用户2600万人, 月活用户800万人, 龙头地位十分明确。报告期内, 环宇万维与蚂蚁金服、阿里云、土星教育等多方开展合作, 一方面整合优势行业资源, 另一方面通过缴费、广告、保险等服务项目着手进行商业化探索, 上半年实现营业收入1860万元, 同比大幅增长323%, 商业化探索取得了阶段性成果。
- **股票激励提升效率, 增强公司凝聚力。** 报告期内, 公司向168名核心管理人员和技术人员授予600.6万份股票期权, 相关股票期权行权价格为15.08元/股。本次股票激励将股东利益、公司利益和员工利益相结合, 对增强公司凝聚力、推动公司可持续发展起到积极作用。
- **中科新瑞挂牌新三板, 推动公司整体战略发展。** 公司全资子公司中科新瑞成功在新三板挂牌, 将有利于中科新瑞提升经营水平和盈利能力, 完善治理结构与激励机制, 进一步拓宽融资渠道。智联业务板块发展将得以促进, 符合公司整体战略发展的利益。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为1.5亿、1.9亿和2.4亿元, 同比增速分别为114.8%、28.7%和26.5%。对应的EPS分别为0.33元、0.42元、0.53元。公司各项业务稳步推进, 智慧树龙头地位明确, 商业化进程步入正轨, 我们给予公司2017年45倍PE, 对应股价为14.85元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧的风险, 业务拓展或不及预期的风险, 业绩承诺或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1325.88	1607.83	1800.18	2033.17
增长率	68.39%	21.27%	11.96%	12.94%
归属母公司净利润(百万元)	68.50	147.13	189.35	239.46
增长率	185.08%	114.79%	28.70%	26.46%
每股收益EPS(元)	0.15	0.33	0.42	0.53
净资产收益率ROE	5.58%	9.72%	11.21%	13.05%
PE	80	37	29	23
PB	3.30	3.05	2.87	2.67

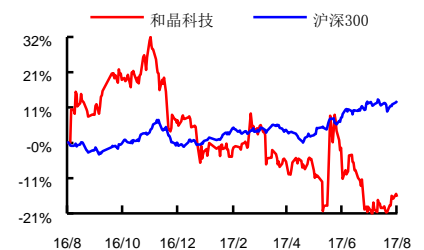
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517030001  
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱  
电话: 010-57631198  
邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.49
流通A股(亿股)	2.98
52周内股价区间(元)	11.42-53.42
总市值(亿元)	55.04
总资产(亿元)	29.03
每股净资产(元)	10.25

### 相关研究

1. 和晶科技(300279): 内生外延齐头并进, 智慧树未来可期 (2017-04-18)
2. 和晶科技(300279): 业务稳步推进, 管理层大比例参与彰显信心 (2017-03-22)

**关键假设：**

假设 1：与 EFORE OYJ 合作顺利实施，综合考虑内生增长，2017-2019 年智能控制器销量增速分别为 33%、5%和 5%，毛利率维持在 15%；

假设 2：“宽带广电”和“三网融合”政策不发生变化，与广电系统合作顺利开展，与山西、陕西广电的合作事项自 2018 年开始贡献业绩，澳润科技保持 48%的毛利率水平。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
和晶智造	收入	762.72	1014.4	1065.1	1118.4
	yoy	18.4%	33.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	13.04%	15.0%	15.0%	15.0%
和晶智联	收入	175.87	202.3	226.5	253.7
	yoy	23.0%	15.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	22.37%	27.0%	27.0%	27.0%
和晶互动数据	收入	387.3	391.2	508.5	661.1
	yoy	-	1.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	45.74%	48.00%	48.00%	48.00%
合计	收入	1,325.88	1,607.8	1,800.2	2,033.2
	yoy	68.39%	21.3%	12.0%	12.9%
	毛利率	23.83%	24.5%	25.8%	27.2%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1325.88	1607.83	1800.18	2033.17	净利润	93.16	175.16	215.18	269.06
营业成本	1009.91	1213.30	1335.15	1479.59	折旧与摊销	41.98	55.35	55.35	55.35
营业税金及附加	5.72	8.04	9.00	10.17	财务费用	14.46	19.24	18.81	20.20
销售费用	24.15	32.96	36.90	41.68	资产减值损失	18.57	8.00	8.00	8.00
管理费用	118.91	131.84	147.61	166.72	经营营运资本变动	-221.65	-70.09	-81.47	-69.90
财务费用	14.46	19.24	18.81	20.20	其他	98.06	-19.31	-22.58	-27.73
资产减值损失	18.57	8.00	8.00	8.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>44.58</b>	<b>168.35</b>	<b>193.28</b>	<b>254.97</b>
投资收益	-31.74	8.00	15.00	20.00	资本支出	-436.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	182.16	18.00	11.67	21.11
其他经营损益	0.00	0.00	-7.16	-6.88	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-254.34</b>	<b>18.00</b>	<b>11.67</b>	<b>21.11</b>
<b>营业利润</b>	<b>102.42</b>	<b>202.45</b>	<b>252.54</b>	<b>319.94</b>	短期借款	184.70	-299.51	-68.73	-91.45
其他非经营损益	15.67	16.50	16.43	16.38	长期借款	-100.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>118.09</b>	<b>218.95</b>	<b>268.97</b>	<b>336.32</b>	股权融资	964.40	0.00	0.00	0.00
所得税	24.94	43.79	53.79	67.26	支付股利	-16.03	-45.71	-98.18	-126.35
净利润	93.16	175.16	215.18	269.06	其他	-569.78	-15.16	-18.81	-20.20
少数股东损益	24.65	28.03	25.82	29.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>463.29</b>	<b>-360.37</b>	<b>-185.71</b>	<b>-237.99</b>
归属母公司股东净利润	68.50	147.13	189.35	239.46	<b>现金流量净额</b>	<b>253.78</b>	<b>-174.02</b>	<b>19.23</b>	<b>38.09</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	334.81	160.78	180.02	218.11	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	636.36	717.90	823.69	921.55	销售收入增长率	68.39%	21.27%	11.96%	12.94%
存货	433.20	525.44	578.31	641.19	营业利润增长率	220.04%	97.66%	24.74%	26.69%
其他流动资产	2.53	3.83	4.00	4.63	净利润增长率	287.68%	88.03%	22.85%	25.04%
长期股权投资	314.89	314.89	314.89	314.89	EBITDA 增长率	149.35%	74.39%	17.92%	21.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	388.50	342.91	297.33	251.74	毛利率	23.83%	24.54%	25.83%	27.23%
无形资产和开发支出	608.89	599.65	590.42	581.19	三费率	11.88%	11.45%	11.29%	11.24%
其他非流动资产	54.23	43.70	46.50	44.86	净利率	7.03%	10.89%	11.95%	13.23%
<b>资产总计</b>	<b>2773.40</b>	<b>2709.12</b>	<b>2835.17</b>	<b>2978.16</b>	ROE	5.58%	9.72%	11.21%	13.05%
短期借款	459.69	160.18	91.45	0.00	ROA	3.36%	6.47%	7.59%	9.03%
应付和预收款项	624.43	724.35	801.80	892.97	ROIC	7.64%	11.18%	13.30%	16.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.98%	17.23%	18.15%	19.45%
其他负债	20.35	22.12	22.45	23.01	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1104.47</b>	<b>906.65</b>	<b>915.69</b>	<b>915.98</b>	总资产周转率	0.65	0.59	0.65	0.70
股本	160.34	448.94	448.94	448.94	固定资产周转率	3.70	4.42	5.66	7.46
资本公积	1285.73	997.13	997.13	997.13	应收账款周转率	4.78	3.86	3.86	3.82
留存收益	170.16	271.59	362.76	475.88	存货周转率	2.73	2.50	2.40	2.40
归属母公司股东权益	1612.15	1717.66	1808.84	1921.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.64%	—	—	—
少数股东权益	56.79	84.82	110.64	140.23	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1668.94</b>	<b>1802.47</b>	<b>1919.47</b>	<b>2062.18</b>	资产负债率	39.82%	33.47%	32.30%	30.76%
负债和股东权益合计	2773.40	2709.12	2835.17	2978.16	带息债务/总负债	41.62%	17.67%	9.99%	0.00%
					流动比率	1.29	1.58	1.76	1.99
					速动比率	0.90	0.99	1.12	1.27
					股利支付率	23.41%	31.07%	51.85%	52.76%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	158.86	277.04	326.70	395.48	每股收益	0.15	0.33	0.42	0.53
PE	80.35	37.41	29.07	22.99	每股净资产	3.72	4.01	4.28	4.59
PB	3.30	3.05	2.87	2.67	每股经营现金	0.10	0.37	0.43	0.57
PS	4.15	3.42	3.06	2.71	每股股利	0.04	0.10	0.22	0.28
EV/EBITDA	12.85	19.72	16.45	13.26					
股息率	0.29%	0.83%	1.78%	2.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn