

强势引入战投，板块协同未来可期

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2017 年实现营业收入 14.3 亿元，同比增长 7.8%；实现归母净利润 7680 万元，同比增长 12.1%。2018 年一季度实现营业收入 3.4 亿元，同比减少 12.7%，归母净利润 2718 万元，同比减少 12.9%。
- **和晶智联、和晶互动数据收入下滑，期间费用率提升 2.31pp。** 2017 年，公司和晶智联、和晶互动数据业务收入同比下降 14%和 28%，其毛利率较高，导致公司综合毛利率下降 1.09pp。期间费用率提升 2.31pp，其中销售费用同比增加 24.9%，系人员、推广费用增加所致；管理费用同增 16.6%，由研发、股权激励等费用增加所致；财务费用大幅增加 136%，主要由于公司增加银行借款，导致利息费用增加所致。2018 年一季度，智造、智联、互联网教育营收实现同比增长 2.5%、49.7%和 32.9%，互动数据业务同比下降 50.8%。
- **四大板块协同发展，构建智慧生活平台。** 公司业务包括和晶智造、和晶智联、和晶互动数据与和晶互联网教育四个板块，通过联动发展构建“硬件+平台+内容+应用”智慧生活平台。
 - 1) 和晶智造定位于智能硬件的供应商。** 家电智能控制器方面，公司与国内外市场上各知名电厂商保持稳定合作，取得了积极成果；非家电智能控制器上，公司与 EFORE OYJ 合作顺利开展，全年实现 1.8 亿元销售额。
 - 2) 和晶智联定位于智慧城市的系统集成。** 业务主体中科新瑞主营法院、公安、教育等行业的全方位信息化服务，全年实现 1.5 亿元营收、2053 万元净利润。标的公司已于 2017 年 8 月起在新三板公开转让，有望借助上市平台进一步推动有望发展。
 - 3) 和晶互动数据旨在搭建智慧生活综合体验平台。** 业务主体澳润科技是国内领先的广电综合通信技术解决方案供应商，与陕西、山西等地区广电系统保持良好合作关系，具备区域竞争优势。2017 年，受部分广电网络客户双向网改造进程放缓影响，业务整体营收下滑 28%。标的公司与陕西广电、山西广电合作项目已开始设备投放，整体合作稳步推进中。此外，公司着力开拓印尼、越南等海外市场，海外市场销售体量稳步提升。
 - 4) 和晶互联网教育提供园所服务和家庭服务。** 参股子公司环宇万维旗下“智慧树”已成为国内最大的幼教互动平台，在服务园所的数量和覆盖率、用户数量、

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1429.48	1663.23	1803.51	1901.49
增长率	7.81%	16.35%	8.43%	5.43%
归属母公司净利润 (百万元)	76.80	120.32	140.17	161.88
增长率	12.12%	56.67%	16.50%	15.48%
每股收益 EPS (元)	0.17	0.27	0.31	0.36
净资产收益率 ROE	5.06%	7.10%	7.52%	7.92%
PE	64	41	35	30
PB	2.82	2.62	2.42	2.23

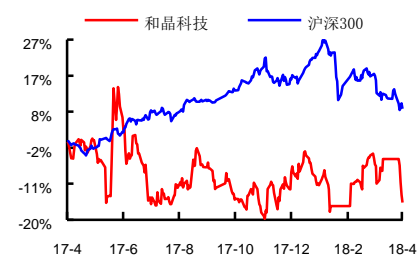
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517070001
 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)	3.10
52 周内股价区间(元)	10.9-43.89
总市值(亿元)	49.34
总资产(亿元)	31.65
每股净资产(元)	3.80

相关研究

1. 和晶科技 (300279): 业绩稳定增长, 智慧树商业化步入正轨 (2017-08-22)

用户活跃度等指标方面处于行业头部地位。环宇万维还与阿里云、蚂蚁金服、土星教育、鼎利保险达成战略合作，与多方优势资源合作有效推动“智慧树”商业化进程，报告期内智慧树实现营收 5244 万元，同比大幅增加 127%。



- **引入战略投资者，携手招商局资本。**2018 年 4 月 13 日，公司股东陈柏林、张晨阳等 6 位股东将其持有的 12% 公司股份转让给荆州慧和股权投资合伙企业(有限合伙)，后者将成为公司第二大股东。荆州慧和的股东为招商局资本投资有限责任公司旗下的基金管理公司，背靠招商局集团、中国国有企业结构调整基金，具有丰富的项目资源和投资管理经验，有望在战略、资本、管理等多方面为公司互联网教育业务发展提供支持，进一步加强智慧树的领先优势地位。
- **购买+增资晶安智慧，推动整体战略布局。**公司以 1500 万元购买晶安智慧 75.8% 股权，并以 2000 万元进行增资，交易完成后合计持有晶安智慧 87.9% 股权。晶安智慧专注于安全平台及应用的开发、维护和运营，通过晶安智慧在智能安防领域的垂直深耕，以“安防线”连接各业务板块形成协同效应，推动整体战略布局。
- **股票激励激励人心，利益绑定推动公司发展。**2017 年 6 月，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。
- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.27 元、0.31 元、0.36 元，未来三年归母净利润将保持 28% 的复合增长率。受市场景气度影响，澳润科技业绩稍低于预期，下调至“增持”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，业绩承诺或不达预期的风险。

关键假设：

假设 1：和晶智造、和晶智联快速增长，毛利率分别维持在 18%和 24%；

假设 2：市场景气度逐步恢复，和晶互动数据业务稳定增长，毛利率维持在 44%；

假设 3：在资本优势推动下，智慧树商业化进程加速，盈利能力有所提升。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 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		2017A	2018E	2019E	2020E
和晶智造	收入	1000.0	1150.0	1242.0	1304.1
	增速	31.1%	15.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	16.91%	18.0%	18.0%	18.0%
和晶智联	收入	150.8	226.2	260.1	280.9
	增速	-14.3%	50.0%	15.0%	8.0%
	毛利率	23.35%	24.0%	24.0%	24.0%
和晶互动数据	收入	278.7	287.1	301.4	316.5
	增速	-28.0%	3.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	43.34%	44.00%	44.00%	44.00%
合计	收入	1429.5	1,663.2	1,803.5	1,901.5
	增速	7.81%	16.4%	8.4%	5.4%
	毛利率	22.74%	23.3%	23.2%	23.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1429.48	1663.23	1803.51	1901.49	净利润	88.39	133.69	153.19	175.00
营业成本	1104.38	1275.64	1384.90	1460.07	折旧与摊销	46.63	40.40	40.40	40.40
营业税金及附加	10.40	12.11	13.13	13.84	财务费用	34.06	23.05	20.15	16.51
销售费用	30.16	33.26	36.07	38.03	资产减值损失	27.87	18.00	18.00	18.00
管理费用	138.66	149.69	166.52	174.09	经营营运资本变动	-212.99	0.51	-92.19	-25.97
财务费用	34.06	23.05	20.15	16.51	其他	-13.90	-14.53	-28.04	-38.18
资产减值损失	27.87	18.00	18.00	18.00	经营活动现金流净额	-29.93	201.11	111.52	185.77
投资收益	1.24	0.00	10.00	20.00	资本支出	-27.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-438.79	14.92	-4.97	1.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-466.18	14.92	-4.97	1.66
营业利润	96.74	151.49	174.74	200.94	短期借款	297.71	-210.98	-72.37	-161.12
其他非经营损益	9.28	8.86	9.00	8.96	长期借款	46.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.02	160.35	183.74	209.90	股权融资	2.91	0.00	0.00	0.00
所得税	17.63	26.66	30.55	34.90	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	88.39	133.69	153.19	175.00	其他	57.70	-95.77	-20.15	-16.51
少数股东损益	11.59	13.37	13.02	13.13	筹资活动现金流净额	405.13	-306.74	-92.52	-177.63
归属母公司股东净利润	76.80	120.32	140.17	161.88	现金流量净额	-91.52	-90.71	14.03	9.80
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	257.04	166.32	180.35	190.15	成长能力				
应收和预付款项	846.75	921.64	1020.89	1069.77	销售收入增长率	7.81%	16.35%	8.43%	5.43%
存货	358.11	410.17	445.64	470.19	营业利润增长率	-5.55%	56.60%	15.35%	15.00%
其他流动资产	32.58	26.33	32.73	33.04	净利润增长率	-5.11%	51.25%	14.59%	14.24%
长期股权投资	658.57	658.57	668.57	688.57	EBITDA 增长率	11.69%	21.14%	9.47%	9.59%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	366.97	332.27	297.57	262.86	毛利率	22.74%	23.30%	23.21%	23.21%
无形资产和开发支出	618.90	613.75	608.59	603.43	三费率	14.19%	12.39%	12.35%	12.02%
其他非流动资产	108.53	93.07	97.50	95.30	净利率	6.18%	8.04%	8.49%	9.20%
资产总计	3247.44	3222.11	3351.83	3413.31	ROE	5.06%	7.10%	7.52%	7.92%
短期借款	757.39	546.42	474.04	312.92	ROA	2.72%	4.15%	4.57%	5.13%
应付和预收款项	549.96	684.71	731.67	777.71	ROIC	6.58%	8.36%	9.22%	10.11%
长期借款	46.81	46.81	46.81	46.81	EBITDA/销售收入	12.41%	12.92%	13.05%	13.56%
其他负债	146.63	61.55	63.50	65.05	营运能力				
负债合计	1500.79	1339.49	1316.02	1202.50	总资产周转率	0.47	0.51	0.55	0.56
股本	448.94	448.94	448.94	448.94	固定资产周转率	3.80	4.78	5.76	6.83
资本公积	1000.04	1000.04	1000.04	1000.04	应收账款周转率	2.99	2.89	2.86	2.80
留存收益	230.93	351.25	491.42	653.30	存货周转率	2.76	3.31	3.21	3.17
归属母公司股东权益	1677.63	1800.23	1940.40	2102.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.53%	—	—	—
少数股东权益	69.02	82.39	95.41	108.54	资本结构				
股东权益合计	1746.65	1882.62	2035.81	2210.81	资产负债率	46.21%	41.57%	39.26%	35.23%
负债和股东权益合计	3247.44	3222.11	3351.83	3413.31	带息债务/总负债	53.59%	44.29%	39.58%	29.92%
					流动比率	1.06	1.23	1.38	1.59
					速动比率	0.81	0.90	1.01	1.17
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.27	0.31	0.36
					每股净资产	3.89	4.19	4.53	4.92
					每股经营现金	-0.07	0.45	0.25	0.41
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	177.43	214.94	235.29	257.86					
PE	64.24	41.01	35.20	30.48					
PB	2.82	2.62	2.42	2.23					
PS	3.45	2.97	2.74	2.59					
EV/EBITDA	30.73	24.53	22.02	19.44					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn