

安居宝 (300155)

天时地利人和兼备 智慧社区业务启航

	袁煜明 (分析师)	范国华 (分析师)	刘泽晶 (分析师)
	021-38674633	021-38674925	010-59312710
	yuanyuming@gtjas.com	fanguohua@gtjas.com	liuzejing@gtjas.com
证书编号	S0880511080003	S0880513080022	S0880514070004

本报告导读:

智慧社区已成为安居宝发展的战略重点, 无论是其决心、战略布局与产品开发进度均超出了市场预期。我们认为公司兼具天时、地利、人和, 战略转型有望成功。

投资要点:

- **目标价 21.5 元, 增持。** 智慧社区业务已成为公司发展的战略重点, 无论是其决心、战略布局与产品开发进度均超出了市场预期。我们认为公司兼具天时 (行业空间)、地利 (线下资源)、人和 (员工凝聚力), 向移动互联网的转型有望成功。我们维持对公司 2014-2015 年 0.39、0.53 元的盈利预测, 维持目标价 21.5 元, 增持。
- **天时: 智慧社区孕育巨大市场空间。** 社区相关的消费金额巨大, 其智能化孕育着巨大商机。上海的社区商业销售额占到社会消费品零售额的 1/3。根据腾讯的报告, 社区被列为 O2O 四大投资机会之首。
- **地利: 线下资源拥有独特稀缺价值。** 公司累计销售楼宇对讲系统的居民小区已达 1.3 万个, 覆盖人群达到 3250 万人, 公司在全国有 110 多个分公司和办事处, 地推团队达 700 多人。此外, 公司和恒大、保利、碧桂园、中信、富力等众多知名地产商均有深度战略合作。
- **人和: 员工陆续增持凝聚团队。** 公司部分核心员工于 7-9 月合计增持了 301 万股, 均价 14.35 元, 期限两年。但那一次并不是终点。从 11 月 7 日到 11 月 13 日, 公司部分高管又在二级市场持续增持。
- **战略新品发布: 云对讲与云停车场。** 云对讲产品将是公司切入智慧社区的起步支点, 并将随着后续产品的推出而不断增加 app 的使用频次和黏度, 预计到 2015 年 2-3 月即可完成向 1.3 万个小区的推广; 云停车则以停车收费自动化为基础功能, 并向商场物业和车主提供一系列的增值服务。公司将在广州商圈推广后再走向全国。
- **风险提示: 研发与推广费用高企、市场竞争加剧。**

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	363	522	761	1,081	1,445
(+/-)%	43%	44%	46%	42%	34%
经营利润 (EBIT)	49	67	110	149	193
(+/-)%	60%	36%	64%	36%	30%
净利润	76	101	143	194	249
(+/-)%	29%	34%	41%	36%	29%
每股净收益 (元)	0.21	0.28	0.39	0.53	0.68
每股股利 (元)	0.14	0.10	0.25	0.30	0.35
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	13.6%	12.8%	14.4%	13.8%	13.4%
净资产收益率 (%)	7.4%	9.1%	12.3%	15.5%	18.2%
投入资本回报率 (%)	21.7%	16.1%	29.4%	28.2%	32.1%
EV/EBITDA	35.8	27.7	16.5	12.8	9.7
市盈率	76.2	56.9	40.5	29.8	23.2
股息率 (%)	0.9%	0.6%	1.6%	1.9%	2.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **21.50**

上次预测: 21.50

当前价格: 15.78

2014.11.17

交易数据

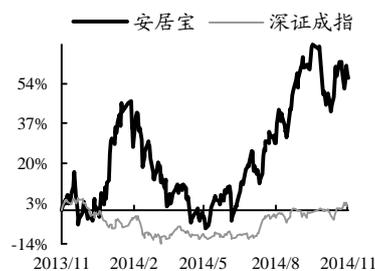
52 周内股价区间 (元)	11.00-30.50
总市值 (百万元)	5,773
总股本/流通 A 股 (百万股)	366/178
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	49%
日均成交量 (百万股)	6.00
日均成交值 (百万元)	93.24

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,123
每股净资产	3.07
市净率	5.1
净负债率	-52.48%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.01	0.02
Q2	0.05	0.08
Q3	0.11	0.10
Q4	0.10	0.19
全年	0.28	0.39

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	22%	54%
相对指数	2%	18%	52%

相关报告

《员工增持彰显信心 智能社区孕育巨大商机》2014.09.15

《业绩稳健增长 蓄势新业务拓展》2014.08.27

《业绩稳步增长 创新营销策略效果初显》2014.04.24

《中标云浮视频监控项目 赢得安防首次大单》2014.02.16

《业绩持续快速增长 业务布局收获在望》2013.10.24

模型更新时间: 2014.11.14

股票研究

信息科技
计算机

安居宝 (300155)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 21.50

上次预测: 21.50

当前价格: 15.78

公司网址

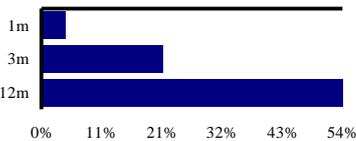
www.anjubao.com

公司简介

公司专注于社区安防领域,是一家集研发、系统方案设计、生产、销售、服务为一体的高科技企业,主要产品为楼宇对讲、报警及智能家居产品。

公司前瞻性的把握行业数字化、网络化、智能化和集成化的发展趋势,依托自身良好的技术研发优势,不断实现主营产品和技术升级和功能优化,提升了自身的行业地位和核心竞争力。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

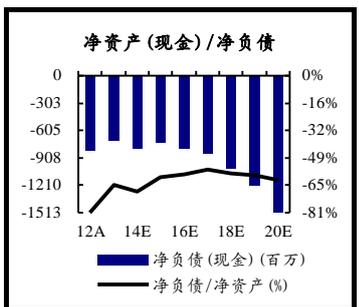
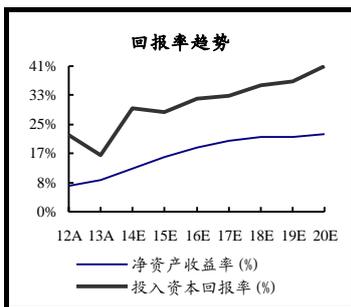
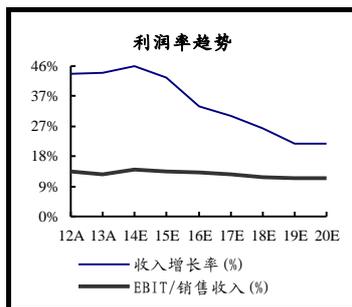
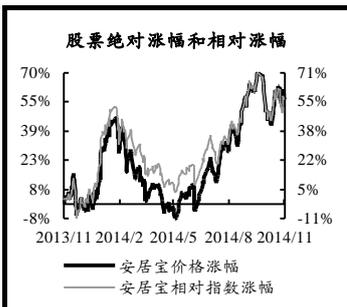
11.00-30.50

市值 (百万)

5,773

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	363	522	761	1,081	1,445
营业成本	189	286	422	609	830
税金及附加	4	5	7	10	14
销售费用	64	82	110	155	204
管理费用	57	82	112	158	204
EBIT	49	67	110	149	193
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2	2
财务费用	-23	-22	-22	-23	-23
营业利润	70	87	124	167	213
所得税	11	16	22	30	39
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-4
净利润	76	101	143	194	249
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	824	717	799	746	800
其他流动资产	24	9	0	0	0
长期投资	0	59	59	59	59
固定资产合计	190	211	307	390	464
无形及其他资产	31	37	35	37	37
资产合计	1,239	1,303	1,569	1,758	2,045
流动负债	208	156	389	497	667
非流动负债	10	17	0	0	0
股东权益	1,019	1,111	1,163	1,247	1,368
投入资本(IC)	198	360	322	457	520
现金流量表					
NOPLAT	43	58	95	129	167
折旧与摊销	7	11	17	18	22
流动资金增量	88	-151	23	-76	-14
资本支出	-58	-36	-72	-47	-24
自由现金流	80	-118	62	24	151
经营现金流	66	56	162	84	186
投资现金流	-60	-129	-70	-45	-22
融资现金流	-41	-37	-11	-92	-110
现金流净增加额	-35	-111	81	-53	54
财务指标					
成长性					
收入增长率	43.5%	43.7%	45.7%	42.1%	33.6%
EBIT 增长率	60.2%	36.1%	63.8%	35.9%	29.5%
净利润增长率	29.3%	34.0%	40.6%	35.8%	28.5%
利润率					
毛利率	47.9%	45.2%	44.6%	43.7%	42.5%
EBIT 率	13.6%	12.8%	14.4%	13.8%	13.4%
净利润率	20.9%	19.4%	18.7%	17.9%	17.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.4%	9.1%	12.3%	15.5%	18.2%
总资产收益率(ROA)	6.1%	7.8%	9.1%	11.0%	12.2%
投入资本回报率(ROIC)	21.7%	16.1%	29.4%	28.2%	32.1%
运营能力					
存货周转天数	138	122	122	122	122
应收账款周转天数	60	67	67	67	67
总资产周转天数	1173	889	689	32	36
净利润现金含量	0.87	0.55	1.14	0.43	0.75
资本支出/收入	16%	7%	9%	4%	2%
偿债能力					
资产负债率	17.6%	13.3%	24.8%	28.3%	32.6%
净负债率	-80.9%	-64.6%	-68.7%	-59.8%	-58.5%
估值比率					
PE	76.2	56.9	40.5	29.8	23.2
PB	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	35.8	27.7	16.5	12.8	9.7
P/S	7.8	5.5	3.8	2.7	2.0
股息率	0.9%	0.6%	1.6%	1.9%	2.2%



1. 投资建议：维持 21.5 元目标价 增持

智慧社区业务已成为公司发展的战略重点，无论是其决心、战略布局与产品开发进度均超出了市场预期。我们通过综合分析，认为公司在天时（行业趋势）、地利（线下资源）、人和（员工凝聚力）等方面均具有相当优势，向移动互联网的转型有望成功。

由于移动互联网业务暂时不贡献利润，我们维持对公司 2014-2015 年 0.39、0.53 元的盈利预测，维持目标价 21.5 元，增持。

2. 天时：智慧社区孕育巨大市场空间

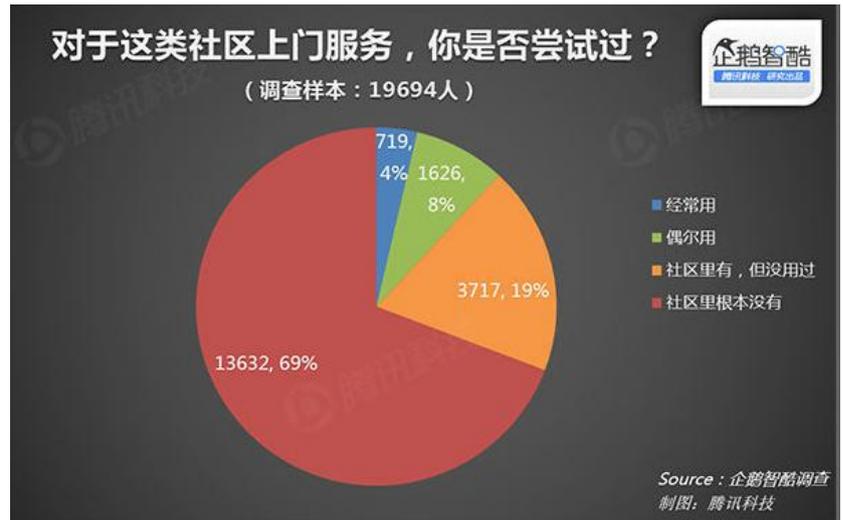
移动互联网的普及使得人们的社交范围拓宽了许多。而商业小区里邻里间“老死不相往来”的冷漠局面，正是下一个可以被改变的市场。事实上由于社区相关的消费金额巨大，其智能化孕育着巨大的商机。

根据商务部网站 2014 年 6 月发布的新闻，上海的社区商业销售额占到社会消费品零售额的 1/3，市场容量巨大。这还未考虑诸如社区金融、社区医疗等潜在市场。

在美国，强调将“邻居”通过社交网关联起来的社交平台 Nextdoor 正风生水起。它于 2014 年 8 月表示，其用户覆盖范围已达到约 40 万个社区，相当于占到美国四分之一的居住面积。公司在 2013 年完成了 6000 万美元的新一轮融资，估值达到了 6 亿美元，投资方皆为凯鹏华盈等知名 VC。

在中国，根据腾讯 2014 年 10 月发布的《2014 年中国 O2O 研究报告：“懒人经济”大有可为》，社区被列为 O2O 四大投资机会之首。根据腾讯所做的调查，有 69% 的用户表示，社区里根本没有相关的服务；经常使用社区 O2O 服务的用户，仅占 4%。这意味着国内的智慧社区拥有巨大的市场空间。

图 1: 69%的用户认为社区服务匮乏 正意味着巨大的市场空间



数据来源: 企鹅智酷调查

3. 地利: 线下资源拥有独特稀缺价值

从众多公司的 O2O 业务的开拓过程里，我们都可以得出一个结论：线上产品的技术差异往往有限，企业的真正关键的壁垒在于对线下资源的掌控上。这也是 BAT 会青睐多个传统 IT 公司的主要原因。

3.1. 对讲系统销售覆盖 1.3 万个小区 3250 万人

安居宝是楼宇对讲系统的龙头企业，市场份额全国第一，2013 年份额已达 21%。经过多年的销售，全国使用公司楼宇对讲系统的居民小区已达到 1.3 万个。按照平均每个小区 1000 户家庭，每户家庭 2.5 人来估算，总共存量销售量已覆盖人群达到 3250 万人。

且公司每年仍有新增销售量。按 2013 年销售的 161 万部来估算，则每年可新增覆盖人群 400 万人。

这样的覆盖人数相当可观。彩生活物业在管项目超过 600 个，已居全国第一，在港股上市以来得到市场的热烈追捧。但事实上安居宝的覆盖人群达到其 20 倍以上。

3.2. 110 个分支覆盖全国 与众多地产商深度合作

当然，相比彩生活对于物业的深度掌控，安居宝与其销售过产品的小区仅为松散耦合，包括日常运维、交叉销售等。但是，不要忽视公司在全国有 110 多个分公司和办事处，基本覆盖了全国主要城市。

110 多个分公司和办事处原先就拥有 200 多人的对讲系统业务员，近期公司又新招了 500 多人的地推团队，合计达到 700 多人。

这 700 多人可以在半个月之内就把此前销售过的 1.3 万个小区拜访一遍，这是非常强有力的销售网络。无论公司有何种产品需要推广，都可以迅

速覆盖全国。

此外，公司和恒大、保利、碧桂园、中信、富力等众多知名地产商均有深度战略合作，为其指定的楼宇对讲供应商。公司产品可以通过地产商实现快速推广。

4. 人和：员工陆续增持凝聚团队

公司 9 月 15 日公告，公司实际控制人张波为大数据平台建设员工及其他部分员工融资，自 7 月 31 日以来合计增持了公司 301 万股，均价 14.35 元，期限两年。两年后张波先生将享有 16% 以内的投资收益，剩余收益由增持员工享有。

我们留意到张波先生于 8 月 20 日质押了 1500 万股，有可能是以质押所得资金为员工提供了融资。

但那一次并不是终点。我们留意到，从 11 月 7 日到 11 月 13 日，公司的黄文森、骆伟明、张舒茗等高管在二级市场持续增持 20 万股，合计市值 316 万元。而且实际控制人张波先生于 11 月 10 日又质押了 810 万股。我们判断此轮增持可能还会继续。

通过持续不断的员工增持，既表明了大股东对公司未来发展的充足信心，也凝聚了公司各部门、各分子公司的员工，协同了新老业务的员工利益，推动大家共同为公司的整体发展而奋进。

5. 公司智慧社区业务已启航

经过半年多的酝酿，安居宝于 10 月 28-31 日在北京举行的安博会上，隆重发布了“安居宝云平台”，将立足云社区服务，推出的系统主要包括：安居宝云对讲、云停车场等。可实现智慧社区的快速扩展。

5.1. 云对讲：切入智慧社区的起步支点

云对讲产品是基于公司的可视对讲系统的基础上开发的互联网产品，把传统的对讲设备，延伸到住户的手机端，住户可以通过 app 实现与访客视频对讲、控制门锁的功能。

图 2: 安居宝的云对讲产品示意图



数据来源: 安居宝

由于现在不先通过电话、短信预约, 直接登门拜访的不速之客已很少, 这项产品并非具有“痛点型”功能, 且使用频率不高。但毕竟对用户有益无害。公司通过物业去推动, 可以使得相当一部分的住户装上 app。而且由于使用云对讲需要实名认证, 可以保证每个 app 用户的住址信息的真实性。云对讲起了智慧社区的切入点的作用。

此后, 公司会推出多项产品, 来提高 app 的使用频次和黏度, 包括但不限于周边商圈信息、代缴水电物业费、小区论坛、游戏等。从而将其打造成智慧社区的平台。

云对讲本身的推广成本并不高, 只需在物业管理的总线处加装转换器连接到互联网, 并进行软件升级即可, 单个小区仅在 1000 元左右。

目前除了安居宝外, 市场已有一些竞争对手, 包括彩生活、叮咚小区、云家园、小区管家等。

如彩生活以物业管理为基础, 并在此基础上提供增值服务, 其对物业的掌控力要比安居宝强很多, 但如前所述, 它的物业在管项目超过 600 个, 扩张速度远不如安居宝快。

再如叮咚小区、云家园、小区管家等 app, 固然是更为轻盈的方式, 但由于缺乏用户实名认证的环节, 有可能社区内人员鱼龙混杂。

因此, 综合来说, 安居宝基于云对讲来切入智慧社区, 具有自身独特的竞争优势, 我们认为只要公司有坚决的决心, 具有相当的成功概率。

我们预计到 2015 年 2-3 月, 公司凭借 700 多人的地推团队, 即可实现向 1.3 万个存量小区物业的推广, 并逐步从小区向住户推广, 并在积累到相当规模的用户后再通过增值服务实现盈利。虽然说目前离盈利尚远, 但只要公司具有一定的用户规模, 我们认为其平台价值就不容忽视了。

5.2. 云停车场: 车辆智能管理的平台

云停车场推出的基本功能是实现停车收费的自动化。目前很多大型商场均有多个车辆出入口, 每个出入口都设岗收费。随着当前人工价格的上涨成本不菲。而云停车场系统可以使车主在到停车场前, 通过微信支付、

银联支付、现金支付等方式，在自助终端完成缴费，再自动通过出口。

在此基础上，公司可以对商场物业和车主都提供增值服务。

车主则可以通过云停车系统，实现停车场空位查询、预订车位、停车引导、车位出租等，逐步增加对云停车场系统的黏性。

商场物业可以通过系统，实现对停车的实时监控，并在积累海量用户后对其提供会员服务，推送商场优惠打折信息等。

图 3: 安居宝云停车的收费终端产品示意图



数据来源：安居宝

公司在商场、写字楼的客户基础远不如在小区，从这点上说云停车不如云对讲容易推。不过由于城市内的商场、写字楼的显见性较高，按图索骥地找到城市内人流量较大的商场、写字楼洽谈商务合作并不难。

公司目前已在广州正佳广场建立了示范项目，后续将在广州主要商圈进行推广。如果成功的话，再将其推广至全国。

相比云对讲初期并无盈利模式，云停车的模式使得在最开始就可以取得盈利。公司将尝试通过租赁并提供运营服务的方式，以 600 元/月的价格把云停车场系统租给商场物业来用。考虑到设备折旧与每年的运营支出，我们预计单个停车场的年毛利在 3000 元左右。从目前来看这样的租赁模式受到了商场物业的普遍欢迎。

6. 风险提示

6.1. 研发与推广费用高企的风险

公司已经把移动互联网作为重要的发展方向，必然要承担大量的研发和推广费用。但由于互联网行业产出往往滞后于投入的特性，短期公司这些投入并不能马上看到利润，因此可能对公司利润造成一定压力。

6.2. 市场竞争加剧的风险

互联网是个完全竞争的市场。除了安居宝以外，尚有大量的竞争者，其中不乏具有很强开发和运营实力的互联网公司。如果公司不能发挥自身优势，或者没有很强的执行力，很可能在竞争中落于下风，甚至被淘汰出局。

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		