

# 国内流量经营龙头地位持续巩固，短信业务增速向行业龙头看齐

2016年5月5日

## 投资要点

- ❖ **公司流量业务：单季收入突破 1.4 亿元，市场龙头地位进一步巩固。**自 2015 年 9 月份开始发力，2015 年大汉三通流量经营业务实现营收 1.2 亿元，2016Q1 上升至 1.42 亿元，继续保持爆发式增长。同时公司在运营商资源、平台能力、下游客户渠道方面快速推进，和 BAT、京东等主要互联网企业均建立了流量业务合作关系。流量业务和短信业务具有明显的相似性，体现为先进入企业更可能借助行业的规模效应持续做大做强。我们判断，大汉三通借助在流量经营领域的先进入优势以及领先市场地位，叠加自身较强的业务执行力，公司在流量经营领域的龙头地位长期有望保持。
- ❖ **公司短信业务：短信业务实现同比翻番，毛利率向行业龙头看齐。**严厉的市场整治带来国内企业短信市场集中度快速提升，行业靠前企业成为市场主要受益者，业绩实现高速增长。大汉三通作为国内企业短信市场领先企业之一，2015 年企业短信发送量近 40 亿条，营收达到 1.29 亿元，同比增长近一倍，毛利率提升至 30% 附近，和行业第一的梦网科技（34.4%）基本处于同一水平。2016Q1 公司短信收入达到 0.5 亿元，发送量同比增长 140%。我们判断，2016 年公司短信业务营收大概率将翻番。
- ❖ **公司财务分析：业绩高速增长，流量业务毛利率短期可能维持较低水平。**成长能力方面，大汉三通短信业务、流量业务继续保持高速增长，同时考虑到短信业务、流量业务自身的规模效应，我们判断公司后续利润的增幅将显著快于收入增幅；运营能力方面，受益于公司聚焦优质行业大客户策略，公司应收账款周转率在 2015 年提升至 5.31，较 2014 年（2.31）呈现明显改善；毛利率方面，预计短信业务毛利率有望在 30% 附近平稳小幅上移，受公司为扩大市场份额而在流量业务上采取激进市场策略影响，流量业务毛利率短期仍料将大概率处于 20% 以下的较低水平。
- ❖ **风险因素。**行业风险。宏观经济下滑风险，运营商行业政策风险，竞争持续加剧风险；公司风险。公司核心人员流失风险。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司作为国内流量经营领域龙头企业，长期有望受益于短信业务、流量业务的高速增长，整体业绩空间广阔。我们预测公司 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.64/1.48/2.66 元。根据 wind 一致业绩预测，选取 4 月 29 日收盘价格，目前国内主板流量经营相关公司股价对应 2015/16/17 的平均 PE 分别为 106/48/32 倍。目前三板信息技术行业 PE（TTM，整体）为 45 倍，较主板的 77 倍折价约 42%，考虑到三板市场的流动性折价，我们给予公司 2016 年 28 倍的估值（较主板可比公司折价 42%），对应市值为 15.68 亿元，对应股价为 17.79 元，给予“买入”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	82.2	249.7	962.5	1,872.7	2,766.9
增长率 YoY(%)	10.7	203.9	285.4	94.6	47.8
归属净利润(百万元)	5.1	13.9	56.0	130.5	234.2
增长率 YoY(%)	104.1	173.6	302.4	133.0	79.5
每股收益 EPS(元)全面摊薄	0.06	0.16	0.64	1.48	2.66
市盈率 PE(x)	207	76	19	8	4

资料来源：wind，中信证券研究部预测整理，股价选取 5 月 3 日价格



买入（首次）

当前价：11.94 元

目标价：17.79 元

中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyli@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

联系人：陈俊云

电话：021-20262136

邮件：chenjunyun@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信量化投资分析系统

## 公司信息&财务指标

公司成立日期	2003-01-29
新三板挂牌日期	2013-07-04
新三板做市日期	2015-06-23
总股本/流通股本	0.88/0.52 亿股
做市商家数	4
做市商	中信、东吴、国信、天风
14/15 营业收入	0.82/2.50 亿元
14/15 收入增速	10.7%/203.9%
14/15 净利润	5.1/13.9 百万元
14/15 净利增速	104.1/173.6%
14/15EPS	0.06/0.16 元
14/15 PE	207/76 倍

## 相关研究

1. 大汉三通（430237）新三板公司研究报告—短信+流量双轮驱动，长期高速增长可期(2015.12.24)

## 目录

<b>投资聚焦</b> .....	<b>1</b>
报告缘起 .....	1
投资观点 .....	1
创新之处 .....	1
风险因素 .....	1
<b>流量经营：单季收入突破 1.4 亿元，行业龙头地位持续巩固</b> .....	<b>1</b>
用户需求：国内用户移动流量需求高速增长，长期仍存在广阔空间 .....	1
市场特性：规模属性决定龙头企业有望持续领跑市场 .....	2
公司业绩：维持爆发式增长，单季度突破 1.4 亿元 .....	3
业务运营：行业龙头地位持续巩固 .....	4
<b>短信业务：短信业务同比翻番，毛利率向行业龙头看齐</b> .....	<b>6</b>
行业表现：整体维持小幅平稳增长，龙头企业份额占比快速提升 .....	6
公司业绩：短信发送量同比翻番，毛利率向行业龙头看齐 .....	6
业务运营：上游资源、短信平台、客户渠道等基础能力稳步推进 .....	7
<b>财务分析：整体业绩高速增长，短期利润率可能维持较低水平</b> .....	<b>9</b>
成长能力：收入、净利润高速增长 .....	9
运营能力：聚焦优质客户策略推动应收账款周转率明显改善 .....	9
盈利能力：业务规模效应持续显现，激进流量业务策略导致短期利润率下移 .....	10
<b>风险因素</b> .....	<b>11</b>
<b>盈利预测与关键假设</b> .....	<b>11</b>
<b>估值分析及投资评级</b> .....	<b>12</b>

## 插图目录

图 1：国内移动互联网接入流量.....	1
图 2：国内用户移动流量使用分布（2015） .....	1
图 3：国内用户手机流量使用情况（2015） .....	1
图 4：国内用户移动流量 DOU 分布 .....	2
图 5：国内运营商收入占比变化.....	2
图 6：国内 4G 用户数量 .....	2
图 7：运营商语音、流量经营模式对比.....	3
图 8：公司流量经营业务流水 .....	3
图 9：公司流量经营业务主要客户分布（按行业归类） .....	4
图 10：公司营销服务网络 .....	4
图 11：公司流量经营产品.....	5
图 12：公司“大汉流量银行”产品界面.....	5

图 13: 国内企业短信业务量.....	6
图 14: 公司短信业务发送量.....	7
图 15: 公司短信业务毛利率.....	7
图 16: 公司短信业务主要代表性客户.....	8
图 17: 公司短信业务主要客户分布（按行业归类）.....	8
图 18: 公司营业收入及增长率.....	9
图 19: 公司净利润及增长率.....	9
图 20: 公司收入结构.....	9
图 21: 公司应收账款周转率.....	10
图 22: 公司销售毛利率数据.....	10
图 23: 公司销售净利率数据.....	10
图 24: 公司三项费用率数据.....	10

## 表格目录

表 1: 各国移动互联网用户移动流量 DOU 数据.....	2
表 2: 第三方企业在流量经营市场空间更为广阔.....	3
表 3: 短信&流量经营环节涉及产业环节具有相似性.....	3
表 4: 公司运营商流量合作协议签署情况.....	4
表 5: 公司流量经营业务发展客户资源.....	4
表 6: 国内主要企业短信业务业绩表现.....	6
表 7: 公司短信平台基础能力.....	7
表 8: 梦网科技企业短信业务客户结构.....	8
表 9: 公司收入、成本、费用预测.....	11
表 10: 公司核心财务指标预测.....	12
表 11: A 股生物识别相关公司估值.....	12

## 投资聚焦

### 报告缘起

大汉三通自 2015 年下半年正式开展流量经营业务以来，按收入规模，占据国内第三方流量经营市场绝对龙头地位，流量经营作为市场一致认可的通信行业高增长细分领域，吸引梦网科技、网宿科技、吴通通讯等相关主板公司纷纷布局这一领域。在激烈的市场竞争压力下，市场普遍担忧大汉三通是否有足够的能力面对主板上市公司的竞争，同时公司传统的企业短信业务是否会在 OTT 业务的冲击下迅速萎缩。在本篇报告中，我们尝试对投资者的上述担忧和疑惑进行分析解答。

### 投资观点

**国内企业短信市场龙头企业市场份额快速提升，流量经营领域龙头企业有望持续领跑市场。**（1）自 2014 年相关部门针对短信市场开展严厉整治导致市场下滑后，国内企业短信市场在 2015 年出现明显回暖迹象，以梦网科技为代表的龙头企业市场份额和毛利率均出现明显提升，成为市场主要受益者；（2）我们判断国内流量经营市场的发展路径长期将和短信市场基本一致，但第三方企业在其中的市场空间将更为广阔，同时行业具有明显的规模效应，有利于行业内先进企业，领域内龙头企业有望借助规模效应持续领跑市场。

**公司在流量经营领域龙头地位持续巩固。**2016Q1 公司流量经营单季度收入达到 1.42 亿元，超过 2015 年的全年总和。同时，过去一年来，公司在运营商资源、平台能力、下游客户渠道方面快速推进，不断提升自身综合业务实力。我们分析判断，借助流量经营行业自身的规模效应以及公司自身较强的业务执行力，大汉三通在流量经营领域龙头地位长期有望得以保持。

**公司短信业务同比翻番，毛利率向行业龙头看齐。**公司在短信业务方面的整体业绩表现基本和行业内绝对龙头梦网科技保持一致，2015 年短信发送量增长近一倍，毛利率提升至 30% 附近，已经和梦网科技（34.4%）非常靠近。

### 创新之处

**国内企业短信、流量经营市场发展路径的详细分析。**在报告中，我们对国内企业短信、流量经营市场的现状、发展驱动力、竞争格局、发展路径等关键产业要素进行了展开分析和回答。

**公司主要业务进展的跟踪分析。**围绕行业发展的关键驱动要素，我们对公司企业短信、流量经营业务的运营现状、核心能力构建、长期业务规划等关键要素进行详细的分析和测算，并在此基础上对公司未来经营业绩进行展望。

### 风险因素

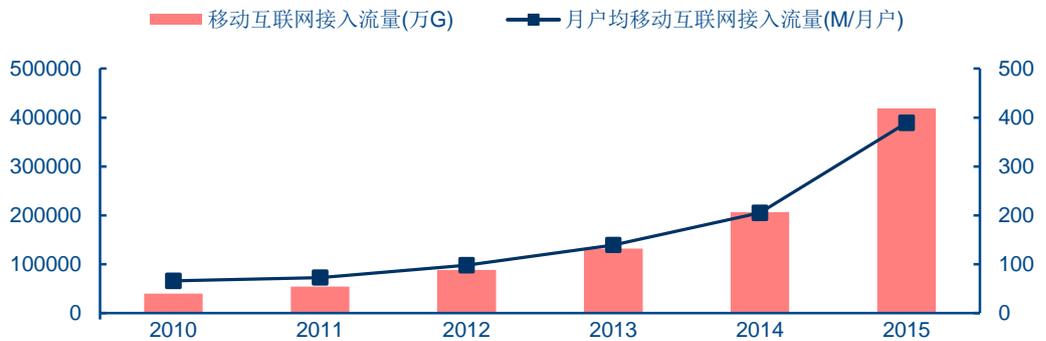
宏观经济下滑风险，运营商行业政策风险，竞争持续加剧风险，公司核心人员流失风险。

## 流量经营：单季收入突破 1.4 亿元，行业龙头地位持续巩固

### 用户需求：国内用户移动流量需求高速增长，长期仍存在广阔空间

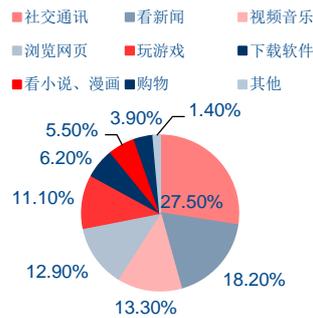
根据工信部数据统计，2015 年国内整体移动互联网接入流量以及用户 DOU 数据较 2014 年继续保持高速增长，同比增幅近 1 倍；同时，根据 CNNIC 的调研结果，目前下游用户需求主要集中于在线视频、网络游戏等市场高速增长领域，同时超过 70% 的用户仍存在明显的进一步流量诉求。但即使按照目前的高速增长态势，国内用户 DOU 数据较欧美等发达国家仍存在明显的差距，例如 2015 年美国用户 DOU 超过 2G，而同期国内用户 DOU 水平不足 0.4GB。

图 1：国内移动互联网接入流量



资料来源：工信部，中信证券研究部整理

图 2：国内用户移动流量使用分布（2015）



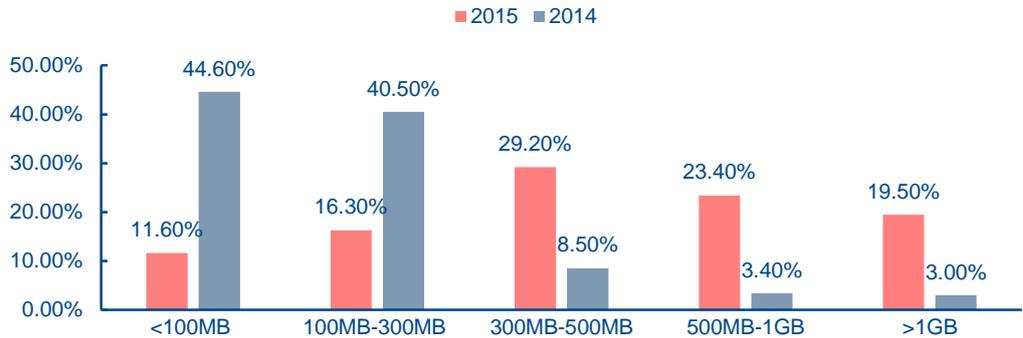
资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 3：国内用户手机流量使用情况（2015）



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 4：国内用户移动流量 DOU 分布



资料来源：工信部，CNNIC，中信证券研究部整理

表 1：各国移动互联网用户移动流量 DOU 数据（单位：MB）

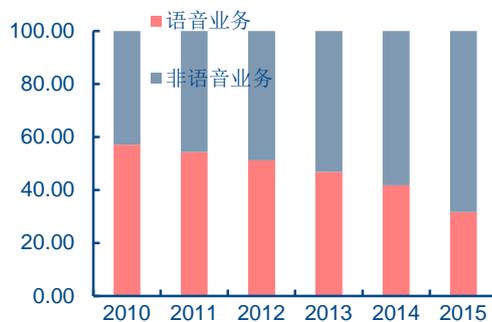
国家	2010	2015
英国	268	4023
法国	106	4160
德国	139	3173
意大利	199	4054
美国	162	2293
加拿大	212	2416
日本	349	3631
澳洲	228	4038
巴西	35	935
印度	8	381

资料来源：Cisco Systems，中信证券研究部整理

### 市场特性：规模效应决定龙头企业有望持续领跑市场

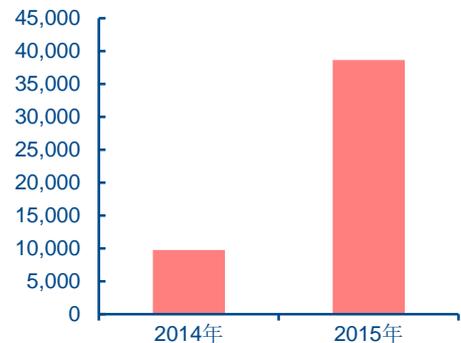
随着移动互联网的向前迁移，移动流量的商业模式、参与主体、产品结构和目标客户也在持续的丰富和复杂化，流量经营已逐渐成为一项系统性的工程，需要各方的积极参与和协同，运营商已经很难实现单方主导，能够整合上游运营商基础资源，并面向下游用户进行对接的第三方流量经营服务企业成为市场发展的必然。和企业短信业务相比，流量业务独有的行业特征将形成如下态势：相较于短信市场，个性化业务模式将使得第三方流量经营服务企业获得更大市场份额；同时企业短信和流量经营在上游资源、下游客户方面具有较高的相似性，因此我们判断流量经营领域先发公司有望借助规模优势持续领跑市场。

图 5：国内运营商收入占比变化



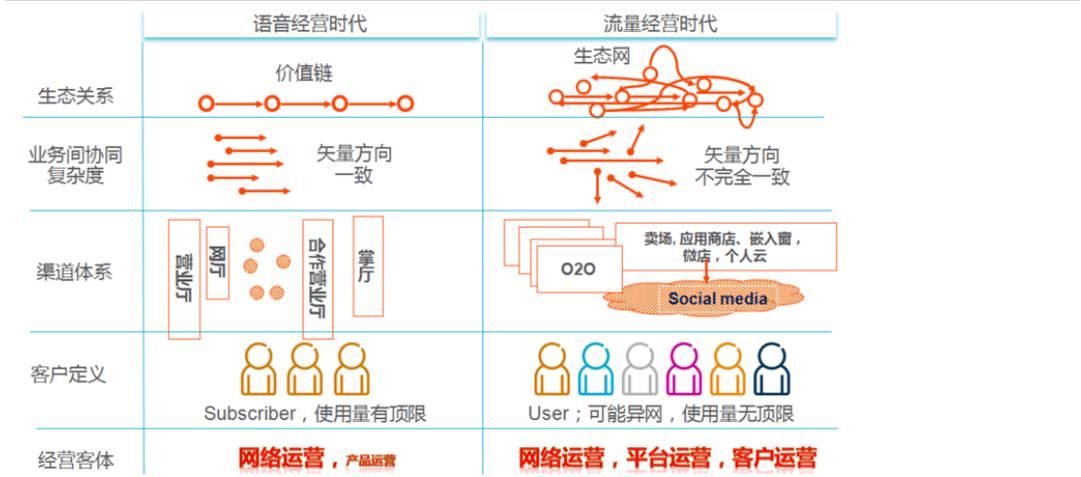
资料来源：工信部，中信证券研究部整理

图 6：国内 4G 用户数量（万）



资料来源：工信部，中信证券研究部整理

图 7：运营商语音、流量经营模式对比



资料来源：中国移动，中信证券研究部整理

表 2：第三方企业在流量经营市场空间更为广阔

类别	企业短信	流量经营
行业监管风险	面临营销、垃圾短信等突出问题，监管风险大	并不存在短信类似的问题，监管风险小
运营商态度	企业选择：倾向选择少数第三方合作企业，降低监管风险 电信资源：释放少量资源，运营商可自主运营大部分	企业选择：监管风险相对较小 电信资源：倾向释放更多资源给第三方，运营商个性化服务能力差
下游客户需求	要求提供系统的解决方案	要求针对企业场景提供丰富、个性化的定制方案，

资料来源：中信证券研究部整理

表 3：短信&流量经营环节涉及产业环节具有相似性

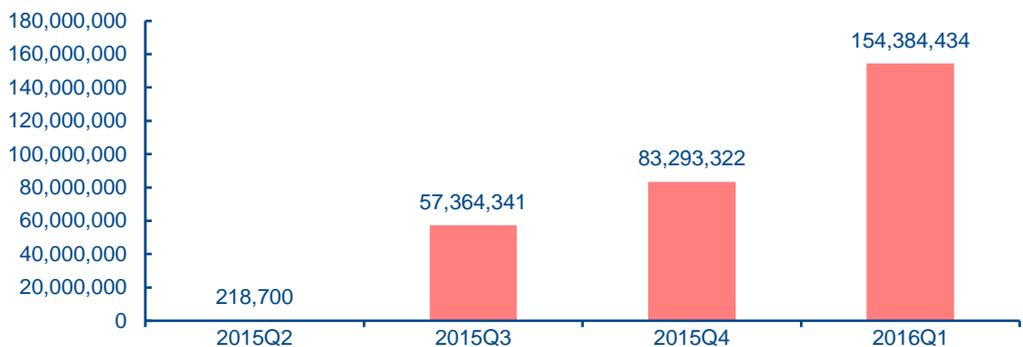
类别	企业短信	流量经营
上游资源	三大电信运营商	三大电信运营商
中间业务系统	短信发送平台	流量平台，逻辑较短信更复杂
下游客户	互联网、金融、零售等行业客户销服部门	互联网、金融、零售等行业客户销服部门，个性化需求更为强烈

资料来源：中信证券研究部整理

## 公司业绩：维持爆发式增长，单季度突破 1.4 亿元

根据 2016Q1 财务报告，公司当季流量经营业务实现收入 1.42 亿元，较 2015Q4 季度环比增幅高达 85.4%，继续保持爆发式增长，单季度收入已经超过 2015 年全年的收入。同时在行业竞争格局方面，根据我们的行业访谈，国内主要竞争流量经营相关产品在 2016 年才开始逐步上线，公司在国内流量经营市场行业领先地位进一步巩固。

图 8：公司流量经营业务流水



资料来源：公司财报，中信证券研究部整理

## 业务运营：行业龙头地位持续巩固

**运营商资源：整体储备充足。**2014 年底，公司成为行业内第一家获得中国移动集团总部 4G 全业务代理资格的企业，之后又陆续与中国电信、中国联通多家省市公司签订合作协议。目前，经过近 2 年的市场开拓，公司已经与三大运营商旗下总部、主要地区分公司建立了流量合作关系，整体流量资源储备充足。

表 4：公司运营商流量合作协议签署情况

电信运营商	合作签约情况
中国移动	集团总部，上海移动、江苏移动、浙江移动、福建移动、广东移动、湖北移动等
中国联通	北京联通、上海联通、山东联通、福建联通、广东联通等
中国电信	广东电信、北京电信、上海电信、江苏电信、浙江电信、贵州电信、重庆电信、湖南电信、湖北电信、辽宁电信等

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

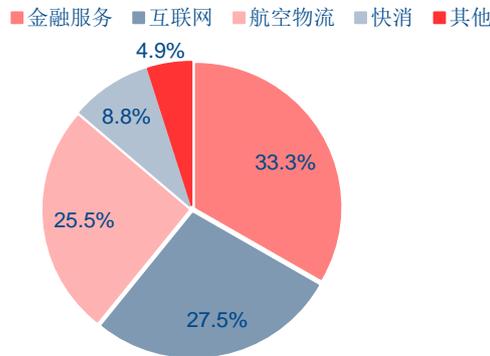
**客户资源：已在互联网、金融等核心领域建立领先优势。**目前公司已经在互联网、航空物流、金融等关键行业领域发展了大批的客户资源，包括互联网领域的 BAT，金融领域的花旗银行，航空物流领域的德邦物流、春秋航空等；并在全国范围内建立了庞大的营销服务网络。同时，公司为下游客户提供个性化服务的能力持续提升，并形成了诸多代表性案例。

表 5：公司流量经营业务发展客户资源

行业	合作客户情况
互联网	腾讯、阿里巴巴、百度、京东商城、携程网、小米科技、饿了么、同程网、2345 等
金融	建设银行、工商银行、花旗银行、招商银行、恒银金融等
航空物流	春秋航空、德邦物流等

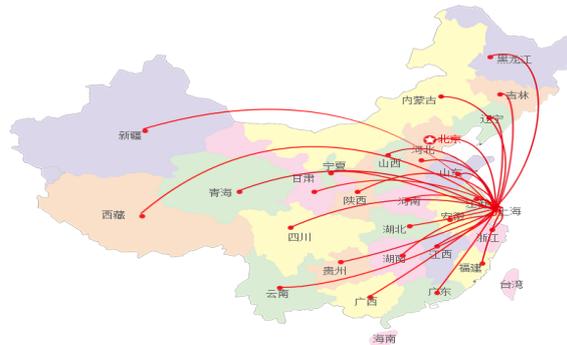
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 9：公司流量经营业务主要客户分布（按行业归类，2016Q1）



资料来源：公司财报，中信证券研究部整理

图 10：公司营销服务网络



资料来源：公司财报，中信证券研究部整理

**流量平台能力：完善 B 端能力，C 端展开积极尝试。**在基础的流量产品方面，公司平台目前已经具备前向&后向流量，通用&本地流量等多种流量类别随机组合的产品运营能力。2016 年 3 月，公司正式推出面向 C 端用户的“大汉流量银行”产品，实现流量的买、存、贷一体化功能，在巩固 B 端业务的同时，积极在 C 端展开尝试。

图 11：公司流量经营产品



资料来源：公司路演材料，中信证券研究部

图 12：公司“大汉流量银行”产品界面



资料来源：公司官网，中信证券研究部

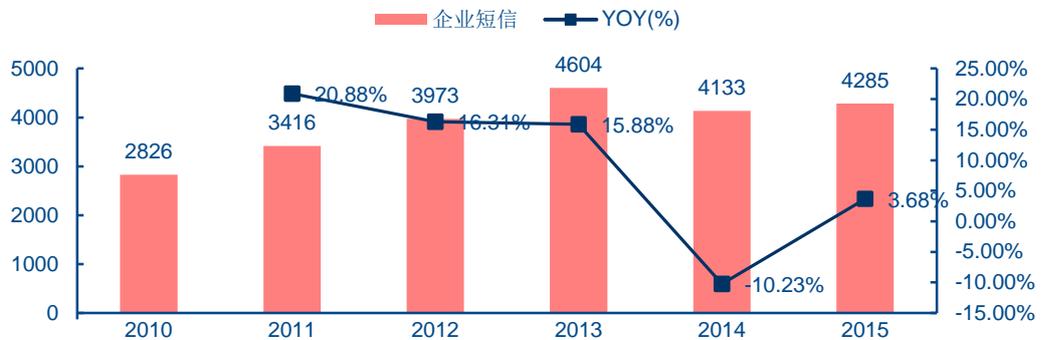
**小结：行业龙头地位长期有望保持。**自 2015 年率先在国内开展流量经营业务以来，按收入规模，公司一直是国内最大的流量经营企业。根据我们的持续跟踪，自去年下半年以来，公司在运营商资源、平台能力构建、下游客户拓展方面快速推进，行业龙头地位进一步确立。参考国内第三方短信行业的发展路径，并结合公司较强的业务执行力，我们相信，公司在流量经营领域的龙头地位有望得以保持，并逐步借助流量经营业务所具有的规模效应，持续提升自身市场份额和业务毛利率。

## 短信业务：短信业务同比翻番，毛利率向行业龙头看齐

### 行业表现：整体维持小幅平稳增长，龙头企业份额占比快速提升

行业监管推动市场集中度提升，龙头企业成为市场主要受益者。根据工信部数据统计，在经历了 2014 年短信行业严厉整治后，2015 年国内企业短信发送量较 2014 年同比增长 3.7%，呈现温和回升态势。目前国内企业短信市场除了运营商自运营的部分外，第三方服务企业市场集中度仍处较低水平，以企业短信龙头梦网科技为例，按短信发送量，其在 2013 年市场份额仅为 2.48%。我们判断，行业监管的趋严有助于市场的长期健康发展，利好行业龙头企业，在 2015 年，无论从短信发送量和业务利润表现，国内龙头企业短信公司业绩均出现了明显的增长，以梦网科技为例，其在 2015 年短信发送量超过 300 亿条，同比增幅高达 91.1%，净利润 2.31 亿元，同比增幅 124.2%。

图 13：国内企业短信业务量（亿条）



资料来源：工信部，中信证券研究部整理

表 6：国内主要企业短信业务业绩表现

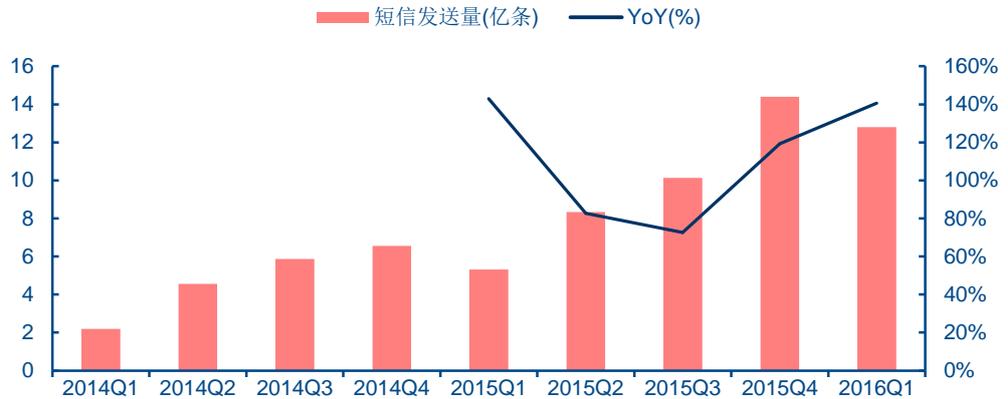
公司	短信发送量（亿条）			净利润（百万元）		
	2014	2015	YoY(%)	2014	2015	YoY(%)
国都互联				79.74	96.47	21.0%
创世漫道	76.93	127.67	66.0%	42.09	72.43	72.1%
亿美软通				44.34	84.34	90.22%
梦网科技	157	300	91.1%	102.99	230.95	124.2%

资料来源：各公司公开财报，中信证券研究部整理

### 公司业绩：短信业务同比翻番，毛利率向行业龙头看齐

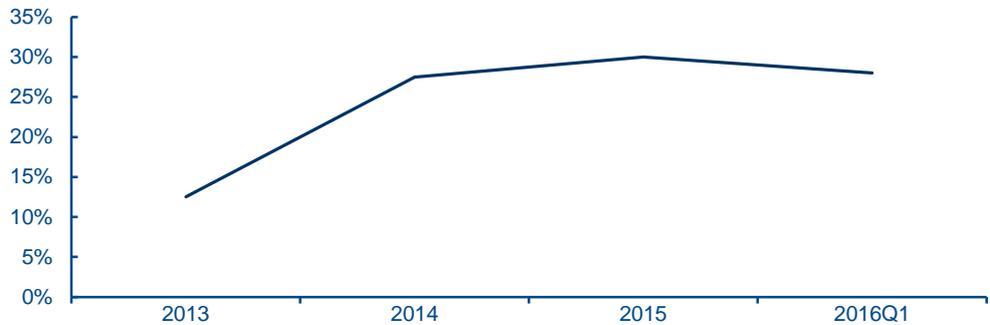
在业务量方面，公司 2015 年全年实现短信发送量近 40 亿条，较 2014 年同比增长 99%，2016Q1 达到近 13 亿条，同比增长 140.6%，整体保持高速增长趋势。在毛利率方面，伴随短信发送量的持续提升，公司短信业务规模效应持续显现，目前，公司短信业务毛利率已经提升至 30% 附近，和梦网科技（34.4%）等企业基本处于同一水平。

图 14：公司短信业务发送量



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 15：公司短信业务毛利率



资料来源：公司财报，中信证券研究部

### 业务运营：上游资源、短信平台、客户渠道等基础能力稳步推进

第三方企业从事企业短信业务，主要涉及上游运营商资源的获取、中间短信平台搭建，以及面向下游企业用户提供高效分发服务等核心环节。近年来，公司围绕上述核心环节不断优化自身业务能力，推动短信业务持续高速增长。

**运营商资源：进一步丰富。**截至目前，公司已经与中国移动、联通、电信公司的省、市甚至县级近 200 个公司展开深度合作，并签订战略合作协议，实现了华北、华东、华南、华中等重点城市的资源战略布局，并为后续资源市场覆盖、业务合作的持续稳定奠定坚实的基础。预计未来一年内公司将会进一步与中国移动、联通、电信在全国各地签署合作协议，实现资源端的强大整合。

**短信平台能力：持续强化。**公司从短信平台软件起步，具有深厚的技术积累，近年来，公司短信平台在稳定性、下发速度、并发容量等关键基础能力方面进一步完善和提升，比如单客户提交速度由去年的 500 条/秒提升至 1000 条/秒，系统日短信处理能力从去年的 1 亿条提升至 2 亿条。

表 7：公司短信平台基础能力

类别	性能指标描述
平台稳定性	7*24 小时，全年服务故障时间<5 分钟
短信下发速度	90%以上的短信可在 10 秒内到达。在 3 分钟之后到达的短信不计费
并发容量	支持大容量短信提交处理能力，单客户提交速度达 1000 条/秒
短信到达率	全国唯一的号码、三网合一、支持上下行和状态报告、全国可达

类别	性能指标描述
日处理量	系统短信日处理量高达两亿条，通道接入千余条

资料来源：公司公告，公司路演材料，中信证券研究部整理

**客户渠道：深度聚焦行业大客户。**2014 年开始，公司根据市场发展趋势，对短信业务经营策略进行重大调整，具体表现为在客户群上进一步聚焦金融、物流、互联网等行业大客户，整体客户结构分布和行业龙头基本一致。在服务内容上摒弃过去的营销短信等内容，专注于功能类短信，降低经营风险。

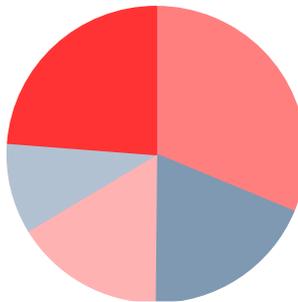
图 16：公司短信业务主要代表性客户



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 17：公司短信业务主要客户分布（按行业归类，2016Q1）

■ 物流&电子商务 ■ 互联网 ■ 金融服务 ■ 餐饮&旅游 ■ 其他



资料来源：公司财报，中信证券研究部整理

表 8：梦网科技企业短信业务客户结构

行业	客户数	占比
互联网与电子商务	1638	21.0%
金融	749	9.6%
连锁零售	1086	13.9%
其他	4338	55.5%
总计	7811	100.0%

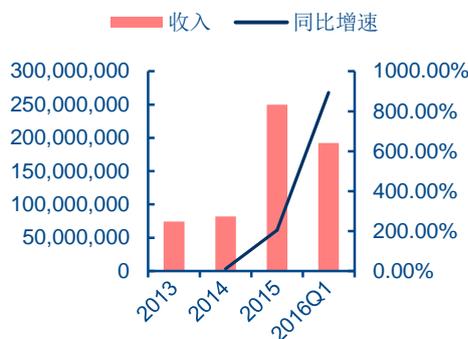
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

## 财务分析：整体业绩高速增长，短期利润率可能维持较低水平

### 成长能力：收入、净利润高速增长

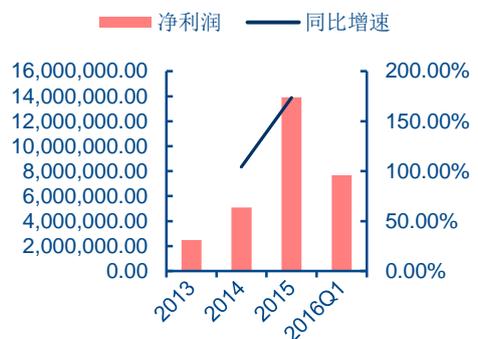
在收入方面，公司 2015 年实现营业收入 2.50 亿元，同比增长 203.95%，其中传统企业短信业务 1.29 亿元，同比增长近一倍，2015 年下半年开始布局的流量业务实现收入 1.20 亿元。进入 2016Q1，公司流量业务继续保持高速增长，流量业务收入达到 1.42 亿元，短信业务达到 0.5 亿元，考虑到一季度内不利的春节假期等因素，我们预计短信业务收入在 2016 年将大概率翻番；净利润方面，受整体业务的爆发式增长以及业务规模效应的显现，公司 2015 年实现净利润 0.14 亿元，2016Q1 为 0.08 亿元，伴随着短信、流量业务的继续高速增长，以及业务自身规模效应的显现，我们预计后续利润增幅将显著高于同期收入增幅。

图 18：公司营业收入及增长率（元）



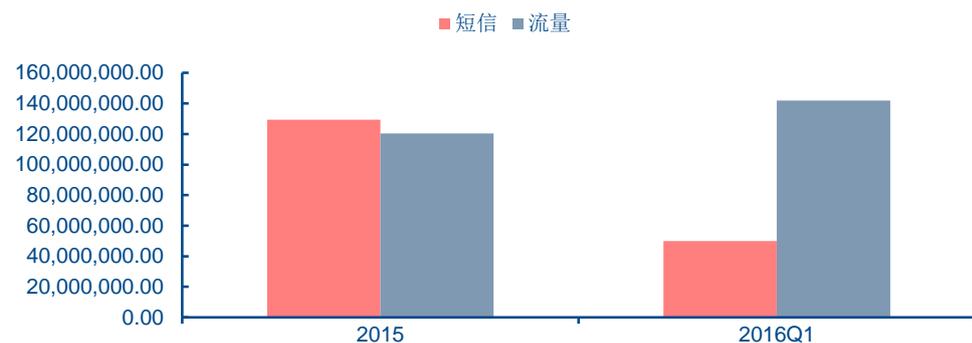
资料来源：wind，中信证券研究部

图 19：公司净利润及增长率（元）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 20：公司收入结构（元）

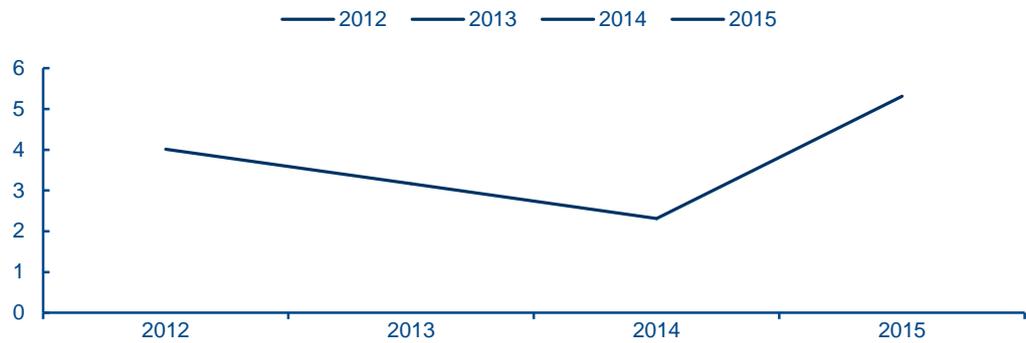


资料来源：wind，中信证券研究部整理

### 运营能力：聚焦优质客户推动应收账款周转率明显改善

在应收账款周转率方面，2014 年公司在短信业务领域调整业务策略，由过去的全客户覆盖向重点行业（金融、物流、航空、互联网等）优质客户进行聚焦，主动放弃大量中小客户，从而导致当期财务业绩出现一定波动。进入 2015 年，随着短信业务策略调整效果的显现，以及流量业务领域继续聚焦优质行业客户（互联网、金融、航空物流等），公司应收账款周转率持续好转，达到 5.31，较 2014 年出现明显改善。

图 21：公司应收账款周转率

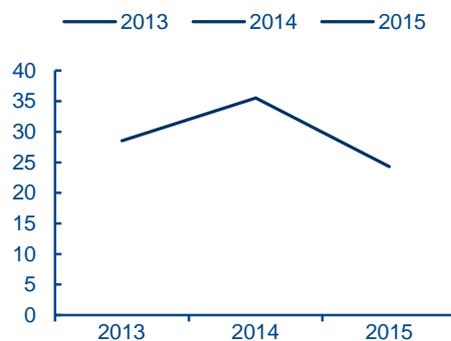


资料来源：wind，中信证券研究部整理

### 盈利能力：业务规模效应持续显现，激进流量业务策略导致短期利润率处于较低水平

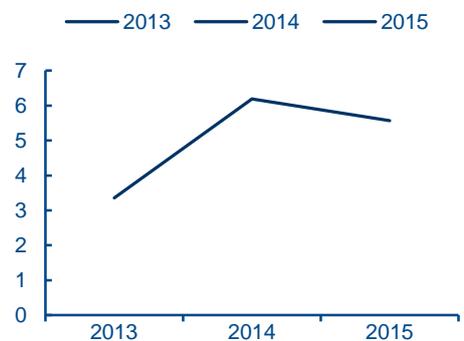
在销售毛利率方面，受国内短信市场竞争减弱以及行业龙头市场集中度提升推动，公司短信业务毛利率持续改善，从 2015 年开始，公司进入流量业务市场，并在前期采用了较为激进的营销策略加大对上游运营商资源的争夺，以及下游核心行业优质客户的覆盖，从而扩大前期市场领先优势，从而导致毛利率呈现较低水平。在销售净利率方面，受短信、流量业务规模效应的持续显现，公司三项费用率呈现持续下移的良好态势，但受流量业务自身较低销售毛利率影响，公司整体销售净利率短期也呈现一定的下移。

图 22：公司销售毛利率数据（%）



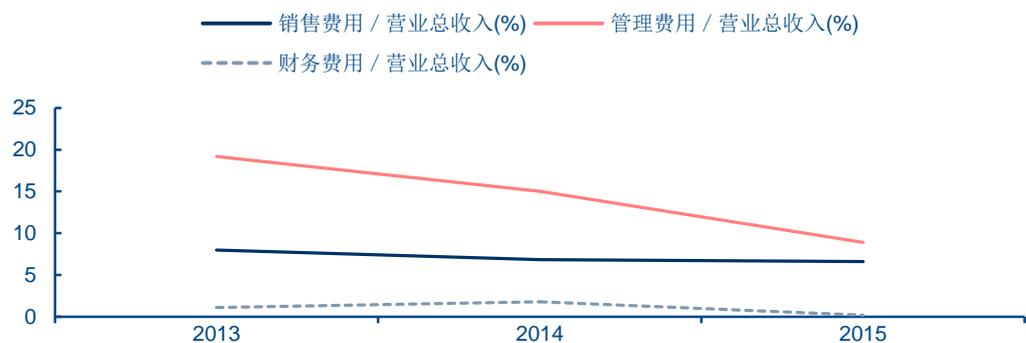
资料来源：wind，中信证券研究部

图 23：公司销售净利率数据（%）



资料来源：wind，中信证券研究部

图 24：公司三项费用率数据



资料来源：wind，中信证券研究部整理

## 风险因素

**行业风险。**宏观经济下滑风险，运营商行业政策风险，竞争持续加剧风险

**公司风险。**公司核心人员流失风险。

## 盈利预测与关键假设

### 关键假设：

1) **收入方面。**公司短信业务持续高速增长，流量经营领域的龙头地位已经逐步确立并得到持续巩固。短信业务部分，我们预计 2016/17/18 年销售收入分别为 2.52/3.80/5.13 亿元，同比增速为 94.8%/51.0%/35.0%；流量经营业务部分，随着运营商流量政策的进一步放开以及用户移动互联网接入流量的高速增长，作为行业龙头，我们预计公司 2016/17/18 年该业务收入分别为 7.11/14.92/22.54 亿元，同比增速为 490.0%/110.0%/51.0%。

2) **成本方面。**短信业务部分，伴随着行业集中度的持续提升以及靠前企业规模效应的显现，预计公司短信业务毛利率将持续改善，预计公司短信业务在 2016/17/18 年的毛利率为 31.0%/31.5%/32.0%。流量经营业务部分，考虑到未来激烈的市场竞争格局，以及公司为保持行业龙头所坚持的较为激进市场策略，预计短期毛利率仍将保持较低水平，我们预计公司流量经营业务在 2016/17/18 年的毛利率为 14.0%/15.0%/16.0%

3) **费用方面。**随着短信业务、流量经营业务的持续高速增长，以及两项业务自身具有的规模属性，我们预计公司管理费用、营销费用在整体收入中比重将逐步降低，预计公司 2016/17/18 年管理费用、营销费用占整体收入的比重分别为 4.5%/4.0%/3.5%、6.0%/5.0%/4.5%。

表 9：公司收入、成本、费用预测

项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入（千元）					
企业短信	73,038	129,273	251,823	380,253	513,342
流量经营	0	120,456	710,690	1,492,449	2,253,598
其他业务（传统软件业务等）	9,124				
<b>合计</b>	<b>82,162</b>	<b>249,729</b>	<b>962,513</b>	<b>1,872,702</b>	<b>2,766,939</b>
收入增速（%）					
企业短信	20.60%	76.99%	94.80%	51.00%	35.00%
流量经营			490.00%	110.00%	51.00%
其他业务（传统软件业务等）	-33.08%				
<b>合计</b>	<b>10.74%</b>	<b>203.95%</b>	<b>285.42%</b>	<b>94.56%</b>	<b>47.75%</b>
毛利率（%）					
企业短信	27.5%	30.0%	31.0%	31.5%	32.0%
流量经营		17.9%	14.0%	15.0%	16.0%
其他业务（传统软件业务等）					
<b>合计</b>	<b>35.5%</b>	<b>24.2%</b>	<b>18.4%</b>	<b>18.4%</b>	<b>19.0%</b>
费用率（%）					
营业税金及附加	0.48%	0.15%	0.20%	0.20%	0.20%
管理费用	15.01%	8.89%	4.50%	4.00%	3.50%
营销费用	6.84%	6.63%	6.00%	5.00%	4.50%

项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总费用率	22.33%	15.67%	10.70%	9.20%	8.20%

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测整理

**盈利预测。**基于以上假设，经模型测算得出公司 2016/17/18 年归属净利润分别为 0.56/1.30/2.34 亿元，CAGR 为 256.3%。按目前 0.88 亿股股本计算的 2016-2018 年 EPS 为 0.64/1.48/2.66 元。

表 10：公司核心财务指标预测

项目/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	82.2	249.7	962.5	1,872.7	2,766.9
增长率 YoY(%)	10.7	203.9	285.4	94.6	47.8
归属净利润(百万元)	5.1	13.9	56.0	130.5	234.2
增长率 YoY(%)	104.1	173.6	302.4	133.0	79.5
每股收益 EPS(元)全面摊薄	0.06	0.16	0.64	1.48	2.66
毛利率(%)	35.5	24.3	18.4	18.4	19.0
净资产收益率(%)	17.6	20.8	43.7	58.9	58.0
每股净资产(元)	0.4	1.1	1.8	3.3	5.9

资料来源：公司财报，中信证券研究部预测整理

## 估值分析及投资评级

**估值横向比较及投资评级。**根据 wind 一致业绩预测，选取 4 月 29 日收盘价格，目前国内主板流量经营相关公司股价对应 2015/16/17 的平均 PE 分别为 106/48/32。目前三板信息技术行业 PE（TTM，整体）为 45 倍，较主板的 77 倍折价约 42%，考虑到三板市场的流动性折价，我们给予公司 2016 年 28 倍的估值（较主板可比公司平均水平的 48 倍折价 42%），对应市值为 15.68 亿元，对应股价为 17.79 元，给予“买入”评级。

表 11：A 股生物识别相关公司估值

公司名称	股票代码	市值（亿元）	收盘价（元）	净利润(百万元)			PE		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
吴通控股	300292.SZ	106.09	33.26	167.43	320.5	442.16	63	33	24
通鼎互联	002491.SZ	176.87	14.75	183.5	428	550	96	41	32
荣信股份	002123.SZ	157.5	18.28	98.56	393.39	617.51	160	40	26
高鸿股份	000851.SZ	76.88	13	51.38			150		
网宿科技	300017.SZ	503.71	63.81	831.35	1,302.71	1,969.53	61	39	26
北纬通信	002148.SZ	46.57	18.2	-19.1	54	87		86	54
<b>平均</b>		<b>177.94</b>					<b>106</b>	<b>48</b>	<b>32</b>

资料来源：wind 一致预期，中信证券研究部整理，股价为 2016 年 5 月 3 日收盘价格

利润表（百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	82	250	963	1,873	2,767
营业成本	53	189	785	1,529	2,242
毛利率	35.5%	24.3%	18.4%	18.4%	19.0%
营业税金及附加	0	0	2	4	6
营业费用	6	17	58	94	125
营业费用率	6.8%	6.6%	6.0%	5.0%	4.5%
管理费用	12	22	43	75	97
管理费用率	15.0%	8.9%	4.5%	4.0%	3.5%
财务费用	1	0	0	0	-1
财务费用率	1.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他经营损益	5	5	5	8	6
营业利润	5	16	70	163	293
营业利润率	5.7%	6.3%	7.3%	8.7%	10.6%
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	6	17	70	163	293
所得税	1	4	14	33	59
所得税率	17.2%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
归属于母公司	5	14	56	130	234
净利率	6.2%	5.6%	5.8%	7.0%	8.5%

现金流量表（百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	6	17	70	163	293
所得税支出	-1	-4	-14	-33	-59
折旧和摊销	3	3	3	3	3
营运资金变动	0	-28	-60	-72	-48
其他	-5	6	5	8	5
<b>经营现金流</b>	<b>3</b>	<b>-5</b>	<b>3</b>	<b>69</b>	<b>194</b>
资本支出	-1	-9	-3	-3	-3
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>投资现金流</b>	<b>-1</b>	<b>-9</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
发行股票	0	37	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他	-1	7	0	0	1
<b>融资现金流</b>	<b>-1</b>	<b>44</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
现金及现金等价物	1	30	0	66	191

资产负债表（百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	11	41	51	117	309
存货	0	0	0	0	0
应收账款/票据	41	53	108	209	292
其他流动资产	4	37	102	163	215
流动资产	56	131	262	489	815
固定资产	6	5	5	5	4
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1	6	7	8	8
其他长期资产	0	0	0	1	1
非流动资产	6	12	13	13	14
资产总计	63	143	274	502	829
短期借款	11	3	3	3	3
应付账款/票据	8	21	78	153	224
预收账款	1	7	19	37	55
其他流动负债	9	12	17	22	25
流动负债	29	43	118	216	308
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0	0
负债合计	29	43	118	216	308
股本	18	35	88	88	88
资本公积	8	43	1	1	1
留存收益	8	21	67	197	432
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	34	100	156	287	521
负债股东权益总计	63	143	274	502	829

主要财务指标

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	10.7	203.9	285.4	94.6	47.8
营业利润	-239.3	235.2	343.9	133.0	79.5
净利润	104.1	173.6	302.4	133.0	79.5
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	35.5	24.3	18.4	18.4	19.0
EBITMargin	5.7	6.3	7.3	8.7	10.6
EBITDAMargin	9.6	7.6	7.5	8.9	10.7
净利率	6.2	5.6	5.8	7.0	8.5
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	17.6	20.8	43.7	58.9	58.0
总资产收益率	8.7	13.5	26.8	33.6	35.2
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	46.5	30.0	43.0	42.9	37.2
所得税率	17.2	20.2	20.0	20.0	20.0
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业大汉三通（430237），按照公司公告信息，上述企业的股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。